



# Δεκέμβριος 2017

## Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ<sup>1</sup>

*Η οικονομική μεγέθυνση στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται, σύμφωνα με τις προβολές, ότι θα παραμείνει ισχυρή, με ρυθμό ανάπτυξης εντονότερο από ό,τι αναμενόταν και σημαντικά υψηλότερο του δυνητικού. Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να επιβραδυνθεί σταδιακά, από 2,4% το 2017 σε 1,7% το 2020, καθώς οι επιδράσεις διαφόρων παραγόντων που στηρίζουν την ανάπτυξη σταδιακά εξασθενούν. Ο ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να παραμείνει σε γενικές γραμμές σταθερός τα προσεχή τρίμηνα και στη συνέχεια να επιταχυνθεί σε 1,7% το 2020, υποστηριζόμενος από τον αυξανόμενο υποκείμενο πληθωρισμό καθώς οι περιορισμοί στο παραγωγικό δυναμικό γίνονται πιο δεσμευτικοί. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναθεωρείται κατά τι προς τα άνω για τη βραχυπρόθεσμη περίοδο, λόγω των υψηλότερων τιμών του πετρελαίου και των ειδών διατροφής.*

1

### Πραγματική οικονομία

#### **Πολύ ευνοϊκοί δείκτες υποδηλώνουν περαιτέρω ισχυρή αύξηση του**

**πραγματικού ΑΕΠ βραχυπρόθεσμα.** Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία της Eurostat, το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,6% το γ' τρίμηνο του 2017, λόγω της σημαντικής συμβολής της εγχώριας ζήτησης και, κυρίως, των δαπανών για πάγιες επενδύσεις. Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας συνέχισαν να βελτιώνονται τους τελευταίους μήνες, με ταχύτερο ρυθμό από ό,τι αναμενόταν προηγουμένως, καθώς το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε σε 9,0% το γ' τρίμηνο του 2017, δηλ. στο χαμηλότερο επίπεδο του από τα τέλη του 2008. Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνει ισχυρός βραχυπρόθεσμα,

<sup>1</sup> Οι εν λόγω μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος συμβάλλουν στην αξιολόγηση που διενεργεί το Διοικητικό Συμβούλιο για τις οικονομικές εξελίξεις και τους κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Οι προβολές που εκπονούνται από τους εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ ή του Ευρωσυστήματος δεν υιοθετούνται από το Διοικητικό Συμβούλιο και δεν απηχούν απαραίτητα τις απόψεις του σε ό,τι αφορά τις προοπτικές για τη ζώνη του ευρώ. Πληροφορίες για τις διαδικασίες και τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται παρέχονται στο κείμενο με τίτλο *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ΕΚΤ, Ιούλιος 2016, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ. Η τελευταία ημερομηνία που καλύπτουν οι τεχνικές υποθέσεις, π.χ. για τις τιμές του πετρελαίου και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, ήταν η 22α Νοεμβρίου 2017 (βλ. Πλαίσιο 1). Η τελευταία ημερομηνία για τη συμπερίληψη άλλων στοιχείων στις παρούσες προβολές ήταν η 30ή Νοεμβρίου 2017.

Οι παρούσες μακροοικονομικές προβολές καλύπτουν την περίοδο 2017-2019. Οι προβολές που αφορούν τόσο μεγάλο χρονικό ορίζοντα χαρακτηρίζονται από πολύ υψηλή αβεβαιότητα και αυτό θα πρέπει να ληφθεί υπόψη κατά την ερμηνεία τους. Βλ. το άρθρο με τίτλο "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" που δημοσιεύθηκε στο Μηνιαίο Δελτίο της ΕΚΤ του Μαΐου 2013.

Βλ. τον σύνδεσμο <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> για μια επεξεργασμένη έκδοση των στοιχείων στα οποία βασίζονται επιλεγμένοι πίνακες και διαγράμματα.

σύμφωνα με τα πολύ υψηλά επίπεδα των προσδοκιών των επιχειρήσεων και των καταναλωτών.

**Μεσοπρόθεσμα, η ανάπτυξη εξακολουθεί να υποστηρίζεται από τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, τη βελτίωση των αγορών εργασίας και τη συνεχιζόμενη παγκόσμια ανάκαμψη.** Πέρα από τον βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, διάφοροι ευνοϊκοί παράγοντες αναμένεται να εξακολουθήσουν να στηρίζουν την ιδιωτική κατανάλωση και τις επενδύσεις. Η διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ συνεχίζει να μεταδίδεται στην οικονομία. Ο ρυθμός αύξησης των χορηγήσεων προς τον ιδιωτικό τομέα συνεχίζει να επιταχύνεται, ωθούμενος από τα χαμηλά επιτόκια και τους ευνοϊκούς όρους χορήγησης τραπεζικών δανείων. Οι μειωμένες ανάγκες απομόχλευσης θα συμβάλουν επίσης στον δυναμισμό της ιδιωτικής δαπάνης. Η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων σε κατοικίες αναμένεται να ωφεληθεί και από την περαιτέρω βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας. Ταυτόχρονα, οι επιχειρηματικές επενδύσεις θα συνεχίσουν να ανακάμπτουν, αντιστακώντας επίσης την ενίσχυση των περιθωρίων κέρδους στο πλαίσιο αυξανόμενων πιέσεων από την πλευρά της ζήτησης. Οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ αναμένεται να παραμείνουν ισχυρές, επωφελούμενες από τη συνεχιζόμενη επέκταση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και από την αντίστοιχη αύξηση της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ.

## Πίνακας 1

### Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ<sup>1)</sup>

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Δεκέμβριος 2017				Σεπτέμβριος 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
<b>Πραγματικό ΑΕΠ</b>	2,4	2,3	1,9	1,7	2,2	1,8	1,7
	[2,3 - 2,5] <sup>2)</sup>	[1,7 - 2,9] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>2)</sup>	[2,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[1,0 - 2,6] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>2)</sup>
<b>Ιδιωτική κατανάλωση</b>	1,9	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8	1,5
<b>Δημόσια κατανάλωση</b>	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
<b>Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου</b>	4,4	4,3	3,4	2,9	4,0	3,9	3,1
<b>Εξαγωγές<sup>3)</sup></b>	5,0	5,1	4,1	3,7	4,7	3,7	3,8
<b>Εισαγωγές<sup>3)</sup></b>	5,1	5,2	4,4	3,9	5,2	4,6	4,2
<b>Απασχόληση</b>	1,7	1,3	1,0	0,8	1,5	1,0	0,8
<b>Ποσοστό ανεργίας (ως ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)</b>	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,6	8,1
<b>ΕνΔΤΚ</b>	1,5	1,4	1,5	1,7	1,5	1,2	1,5
	[1,5 - 1,5] <sup>2)</sup>	[0,9 - 1,9] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,6] <sup>2)</sup>	[1,4 - 1,6] <sup>2)</sup>	[0,6 - 1,8] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,3] <sup>2)</sup>
<b>ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια</b>	1,2	1,3	1,6	1,9	1,2	1,3	1,5
<b>ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής</b>	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
<b>ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια, τα είδη διατροφής και τις μεταβολές των έμμεσων φόρων<sup>4)</sup></b>	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
<b>Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος</b>	0,9	1,2	1,1	1,8	0,8	1,2	1,4
<b>Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό</b>	1,7	2,1	1,9	2,7	1,5	2,0	2,3
<b>Παραγωγικότητα της εργασίας</b>	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9
<b>Δημοσιονομικό αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)</b>	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5	-1,3	-1,0	-0,9
<b>Διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)<sup>5)</sup></b>	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4	-1,3	-1,2
<b>Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)</b>	87,0	85,1	83,1	80,7	87,5	86,0	84,2
<b>Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)</b>	3,1	2,9	2,7	2,8	2,9	2,5	2,5

1) Το πραγματικό ΑΕΠ και οι συνιστώσες του βασίζονται σε στοιχεία διορθωμένα ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών.

2) Τα διαστήματα που παρουσιάζονται γύρω από τις προβολές βασίζονται στις διαφορές μεταξύ των πραγματοποιήσεων και των προηγούμενων προβολών που είχαν καταρτιστεί επί σειρά ετών. Το εύρος κάθε διαστήματος είναι διπλάσιο από τον μέσο όρο της διαφοράς, σε απόλυτες τιμές. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των διαστημάτων, βάσει της οποίας γίνεται και η διόρθωση για έκτακτα γεγονότα, περιγράφεται στο κείμενο με τίτλο *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2009, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

3) Συμπεριλαμβάνεται το εμπόριο μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ.

4) Ο υποδείκτης βασίζεται σε εκτιμήσεις των επιδράσεων της έμμεσης φορολογίας. Αυτός ενδέχεται να διαφέρει από τα στοιχεία της Eurostat, τα οποία υποθέτουν πλήρη και άμεση μετακίνηση των μεταβολών της φορολογίας στον ΕνΔΤΚ.

5) Υπολογίζεται ως το δημοσιονομικό αποτέλεσμα χωρίς τις πρόσκαιρες επιδράσεις του οικονομικού κύκλου και τα μέτρα προσωρινού χαρακτήρα που λαμβάνουν οι κυβερνήσεις (όσον αφορά την προσέγγιση του ΕΣΚΤ, βλ. *Working Paper Series*, αριθ. 77, ΕΚΤ, Σεπτέμβριος 2001, και *Working Paper Series*, αριθ. 579, ΕΚΤ, Ιανουάριος 2007). Η προβολή για το διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα δεν προκύπτει από ένα συγκεντρωτικό δείκτη του παραγωγικού κενού. Σύμφωνα με τη μεθοδολογία του ΕΣΚΤ, οι κυκλικές συνιστώσες υπολογίζονται χωριστά για τις διάφορες κατηγορίες εσόδων και δαπανών. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. το πλαίσιο με τίτλο «Η κυκλική διόρθωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος» που δημοσιεύθηκε στο Μηνιαίο Δελτίο της ΕΚΤ του Μαρτίου 2012 και το πλαίσιο με τίτλο «Το διαρθρωτικό αποτέλεσμα ως δείκτης της υποκείμενης δημοσιονομικής θέσης» που δημοσιεύθηκε στο Μηνιαίο Δελτίο της ΕΚΤ του Σεπτεμβρίου 2014.

**Ωστόσο, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιβραδυνθεί κάπως στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς πολλοί ευνοϊκοί παράγοντες θα εξασθενούν σταδιακά.** Ο αντίκτυπος προηγούμενων μέτρων νομισματικής πολιτικής αναμένεται να μειωθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η ανατίμηση του ευρώ από τον Απρίλιο του 2017 και η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να επηρεάσουν αρνητικά την αύξηση των εξαγωγών. Επίσης αναμένεται, βάσει των προβολών, επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης, η οποία σχετίζεται εν μέρει με ελλείψεις στην προσφορά εργασίας σε ορισμένες χώρες.

**Η ιδιωτική κατανάλωση θα συνεχίσει, σύμφωνα με τις προβολές, να είναι ισχυρή στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.** Η πολύ ευνοϊκή εμπιστοσύνη των καταναλωτών, η περαιτέρω βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας και οι αυξανόμενοι πραγματικοί μισθοί ανά απασχολούμενο υποδηλώνουν ότι η σημαντική αύξηση της κατανάλωσης θα συνεχιστεί τα επόμενα τρίμηνα, συμβαδίζοντας σε γενικές γραμμές με την εξέλιξη της πραγματικής αγοραστικής δύναμης. Η συμβολή των ακαθάριστων μισθών και ημερομισθίων στην αύξηση του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος θα παραμείνει σε γενικές γραμμές αμετάβλητη στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς ο αντίκτυπος από την επιβράδυνση της απασχόλησης αντισταθμίζεται από την ταχύτερη άνοδο των ονομαστικών μισθών. Ο ρυθμός ανόδου των λοιπών ατομικών εισοδημάτων αναμένεται, βάσει των προβολών, να ενισχυθεί, αντανακλώντας θετικές εξελίξεις στα κέρδη και στα εισοδήματα από περιουσία.

**Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται επίσης να υποστηριχθεί από τη βελτίωση των όρων χορήγησης τραπεζικών δανείων, χάρη στα μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, καθώς και από την πρόοδο ως προς την απομόχλευση.** Ενώ τα χαμηλά επιτόκια έχουν επηρεάσει τόσο τα έσοδα των νοικοκυριών από τόκους όσο και τις πληρωμές τους για τόκους, τείνουν να αναδιανέμουν πόρους από τους καθαρούς αποταμιευτές προς τους καθαρούς δανειολήπτες. Καθώς οι τελευταίοι έχουν κατά κανόνα υψηλότερη οριακή ροπή προς κατανάλωση, αυτή η αναδιανομή αναμένεται να στηρίξει τη συνολική ιδιωτική κατανάλωση. Επιπλέον, η πρόοδος που έχει σημειωθεί ως προς την απομόχλευση αναμένεται επίσης να στηρίξει την κατανάλωση.

**Το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών αναμένεται να αυξηθεί σταδιακά από τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.** Το ποσοστό αποταμίευσης υποχωρεί τα τελευταία τρίμηνα, αντανακλώντας κυρίως τη βελτίωση της οικονομικής και χρηματοοικονομικής κατάστασης των νοικοκυριών και τον αντίκτυπο των πολύ χαμηλών επιτοκίων στην ροπή τους προς αποταμίευση. Το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να ανακάμψει στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, κυρίως ως αποτέλεσμα της εξομάλυνσης της κατανάλωσης στο πλαίσιο της κυκλικής επέκτασης. Αναμένεται επίσης ότι το ποσοστό αποταμίευσης των ιδιωτικών νοικοκυριών θα αυξηθεί ως απάντηση στις μειώσεις των άμεσων φόρων σε ορισμένες χώρες.

## Πλαίσιο 1

Τεχνικές υποθέσεις όσον αφορά τα επιτόκια, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων

**Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2017, οι τεχνικές υποθέσεις περιλαμβάνουν τις σημαντικά υψηλότερες τιμές του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ, αλλά μόνο ελάχιστες μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας και άλλων χρηματοπιστωτικών υποθέσεων.** Οι τεχνικές υποθέσεις που αφορούν τα επιτόκια και τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων βασίζονται στις προσδοκίες της αγοράς σύμφωνα με στοιχεία έως και τις 22 Νοεμβρίου 2017. Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αφορούν το EURIBOR τριών μηνών, ενώ οι προσδοκίες της αγοράς εξάγονται από τα επιτόκια των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Σύμφωνα με τη μεθοδολογία, το μέσο επίπεδο αυτών των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων εκτιμάται σε -0,3% για το 2017 και το 2018, -0,1% για το 2019 και -0,1% για το 2020. Οι προσδοκίες της αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν μέσο επίπεδο 1,1% το 2017 και το 2018, 1,4% το 2019 και 1,7% το 2020.<sup>2</sup> Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2017, οι προσδοκίες της αγοράς για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια έχουν αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα κάτω, ενώ τα μακροπρόθεσμα επιτόκια έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά 10 και 20 μονάδες βάσης για το 2018 και το 2019 αντίστοιχα.

Όσον αφορά τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις για τις μελλοντικές εξελίξεις των τιμών που προκύπτουν από τις αγορές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης με βάση τον μέσο όρο του διαστήματος δύο εβδομάδων που έληξε στις 22 Νοεμβρίου, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα αυξηθεί από 54,3 δολάρια ΗΠΑ το 2017 σε 61,6 δολάρια ΗΠΑ το 2018 και ότι θα μειωθεί σε 58,9 δολάρια ΗΠΑ το 2019 και 57,3 δολάρια ΗΠΑ το 2020. Αυτό συνεπάγεται ότι, σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2017, οι τιμές του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ είναι υψηλότερες κατά 4,8% το 2017, κατά 17,2% το 2018 και κατά 11,0% το 2019. Οι τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων σε δολάρια ΗΠΑ εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα αυξηθούν σημαντικά το 2017 και κάπως πιο συγκρατημένα στη συνέχεια.<sup>3</sup>

Βάσει των υποθέσεων, στον χρονικό ορίζοντα προβολής οι διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες θα παραμείνουν αμετάβλητες στα μέσα επίπεδα που επικρατούσαν το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε στις 22 Νοεμβρίου. Αυτό συνεπάγεται ότι η μέση συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ ανά ευρώ θα διαμορφωθεί σε 1,13 το 2017 και σε 1,17 στο διάστημα 2018-2020, έναντι 1,18 στις προβολές του Σεπτεμβρίου 2017. Η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (έναντι 38 εμπορικών εταιρών) παραμένει σε γενικές γραμμές αμετάβλητη σε σχέση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2017.

<sup>2</sup> Η υπόθεση που αφορά τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ βασίζεται στον σταθμισμένο μέσο όρο των αποδόσεων των 10ετών ομολόγων αναφοράς των χωρών, σταθμισμένο ως προς το ετήσιο ΑΕΠ και με επέκταση της σειράς με βάση την προβλεπόμενη εξέλιξη που προκύπτει από την εκτιμώμενη από την ΕΚΤ καμπύλη αποδόσεων κατά την έκδοση όλων των 10ετών ομολόγων χωρών της ζώνης του ευρώ, ενώ η αρχική απόκλιση μεταξύ των δύο σειρών διατηρείται σταθερή στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ ομολόγων του Δημοσίου επιμέρους χωρών και του αντίστοιχου μέσου όρου της ζώνης του ευρώ θεωρούνται, βάσει των υποθέσεων, σταθερές στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

<sup>3</sup> Οι υποθέσεις για τις τιμές του πετρελαίου και των τροφίμων βασίζονται στις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης έως το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι τιμές των λοιπών μη ενεργειακών πρώτων υλών ακολουθούν, βάσει των υποθέσεων, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης έως το δ' τρίμηνο του 2018 και στη συνέχεια εξελίσσονται σύμφωνα με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα.

## Τεχνικές υποθέσεις

	Δεκέμβριος 2017				Σεπτέμβριος 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
EURIBOR τριών μηνών (ως ποσοστό % ετησίως)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Δημοσίου (ως ποσοστό % ετησίως)	1,1	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	1,6
Τιμή πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι)	54,3	61,6	58,9	57,3	51,8	52,6	53,1
Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, σε δολάρια ΗΠΑ (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	7,9	3,3	3,4	4,3	9,0	5,4	4,2
Συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ	1,13	1,17	1,17	1,17	1,13	1,18	1,18
Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (ΣΣΙ-3B) (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	2,2	2,8	0,0	0,0	2,3	2,6	0,0

### Η ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες αναμένεται να συνεχιστεί.

Οι επενδύσεις σε κατοικίες ανέκαμψαν έντονα τα τελευταία τρίμηνα, υποβοηθούμενες από τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, την ανακατανομή των χαρτοφυλακίων προς επενδύσεις σε κατοικίες στο πλαίσιο των χαμηλών αποδόσεων εναλλακτικών μακροπρόθεσμων επενδυτικών ευκαιριών και την αυξανόμενη άνοδο του εισοδήματος η οποία σχετίζεται με τη συνεχιζόμενη δημιουργία θέσεων εργασίας. Επιπλέον, φαίνεται ότι ολοκληρώθηκαν οι διαδικασίες προσαρμογής προς τα κάτω στις αγορές κατοικιών σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Οι βασικές συνθήκες για περαιτέρω ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες εξακολουθούν να υφίστανται στον χρονικό ορίζοντα προβολής. Ωστόσο, αναμένεται απώλεια μέρους της δυναμικής, εξέλιξη που αντανάκλα την ώριμη φάση του κύκλου της αγοράς κατοικιών και τη σταδιακή εξάλειψη της επίδρασης των φορολογικών κινήτρων σε ορισμένες χώρες, καθώς και δυσμενείς δημογραφικές εξελίξεις.

### Οι επιχειρηματικές επενδύσεις ανέκαμψαν τα τελευταία τρίμηνα και αναμένεται να συνεχίσουν να ανακάμπτουν στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό.

Διάφοροι παράγοντες αναμένεται να στηρίξουν τις επιχειρηματικές επενδύσεις: η επιχειρηματική εμπιστοσύνη παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα υποβοηθούμενη από τις πολύ ευνοϊκές προσδοκίες για την παραγωγή και την αύξηση των παραγγελιών. Ο βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού συνεχίζει να αυξάνεται και να υπερβαίνει τα μέσα προ της κρίσης επίπεδα. Οι συνθήκες χρηματοδότησης αναμένεται να παραμείνουν πολύ ευνοϊκές στον χρονικό ορίζοντα προβολής. Τέλος, τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να διευρυνθούν στον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ο οποίος έχει ήδη υψηλά ρευστά διαθέσιμα. Επιπλέον, η έντονη ανάκαμψη των τιμών των μετοχών που παρατηρείται τα τελευταία έτη και η συγκρατημένη αύξηση της δανειακής χρηματοδότησης έχουν οδηγήσει τον δείκτη μόχλευσης (χρέος προς σύνολο ενεργητικού) στον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Ωστόσο, οι προσδοκίες για χαμηλότερο ρυθμό αύξησης του δυναμικού προϊόντος και οι περιορισμοί στη δυνατότητα των τραπεζών σε ορισμένες χώρες να επιτελέσουν τον διαμεσολαβητικό τους ρόλο αναμένεται να συνεχίσουν να επηρεάζουν ανασταλτικά τις προοπτικές για τις επιχειρηματικές επενδύσεις. Η σταδιακή απώλεια δυναμικής

στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής αντανακλά επίσης τη συνολική επιβράδυνση τόσο της εγχώριας όσο και της εξωτερικής ζήτησης.

## Πλαίσιο 2

### Το διεθνές περιβάλλον

**Η παγκόσμια οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται με σταθερά θετικό ρυθμό το β' εξάμηνο του 2017, η δε άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας και του εμπορίου αποκτά ευρύτερη βάση.** Οι δείκτες βάσει ερευνών υποδηλώνουν συνεχιζόμενη ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας το γ' τρίμηνο του 2017, καθώς ο σύνθετος Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για την παραγωγή της παγκόσμιας οικονομίας (εκτός της ζώνης του ευρώ) βρίσκεται κοντά στον μακροχρόνιο μέσο όρο του. Ταυτόχρονα, η παγκόσμια ανάκαμψη παρουσιάζει ενδείξεις συγχρονισμού. Το κλίμα στις χρηματοπιστωτικές αγορές παραμένει θετικό στις προηγμένες οικονομίες, στις αγορές μετοχών καταγράφεται άνοδος των τιμών και η μεταβλητότητα μειώνεται περαιτέρω. Στις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς τα επιτόκια έχουν μειωθεί, συμβάλλοντας σε μια συγκρατημένη χαλάρωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, ενώ οι εισροές κεφαλαίου επανήλθαν σε επίπεδα που έχουν να παρατηρηθούν από το 2015. Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, η άνοδος της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να παραμείνει σε γενικές γραμμές σταθερή και κάτω από τα προ της κρίσης επίπεδα, συμβατή με τη χαμηλότερη δυνατή ανάπτυξη. Οι προοπτικές για τις προηγμένες οικονομίες υποδηλώνουν ισχυρή επέκταση, η οποία επιβραδύνεται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς η ανάκαμψη θα ωριμάζει και το παραγωγικό τους κενό διαμορφώνεται σταδιακά σε θετικά επίπεδα. Στις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς, οι προοπτικές γίνονται πιο δυναμικές, υποστηριζόμενες από μια βραδέως ενισχυόμενη δραστηριότητα στις χώρες που εξαγουν βασικά εμπορεύματα, ιδίως τη Βραζιλία και τη Ρωσία, και από μια ανθεκτική ανάπτυξη στην Ινδία και την Κίνα, αν και ο ρυθμός ανάπτυξης στην Κίνα παραμένει σε καθοδική πορεία. Η άνοδος της παγκόσμιας δραστηριότητας (εκτός της ζώνης του ευρώ) αναμένεται, βάσει των προβολών, να διαμορφωθεί σε επίπεδα μεταξύ 3,7% και 3,9% στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2017, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ αναθεωρείται οριακά προς τα άνω το 2017 και το 2018, με τις αναθεωρήσεις προς τα άνω να αφορούν κυρίως τις ΗΠΑ και την Κίνα.

### Το διεθνές περιβάλλον

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Δεκέμβριος 2017				Σεπτέμβριος 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Παγκόσμιο πραγματικό ΑΕΠ (εκτός ζώνης ευρώ)	3,7	3,9	3,8	3,7	3,7	3,8	3,8
Παγκόσμιο εμπόριο (εκτός ζώνης ευρώ) <sup>1)</sup>	5,6	4,5	4,2	3,7	5,3	3,8	3,8
Εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών ζώνης ευρώ <sup>2)</sup>	5,5	4,4	3,8	3,5	4,7	3,4	3,5

1) Υπολογίζεται ως σταθμισμένος μέσος όρος των εισαγωγών.

2) Υπολογίζεται ως σταθμισμένος μέσος όρος των εισαγωγών των εμπορικών εταιριών της ζώνης του ευρώ.

**Έπειτα από έναν εξαιρετικά υψηλό ρυθμό ανόδου το α' εξάμηνο του 2017, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου αναμένεται να παραμείνει ισχυρός τα επόμενα τρίμηνα, σύμφωνα με τους ευνοϊκούς δείκτες παγκόσμιου εμπορίου.** Μεσοπρόθεσμα, οι προοπτικές για το εμπόριο αναμένεται να συμβαδίζουν περισσότερο με την παγκόσμια δραστηριότητα (με ελαστικότητα εμπορίου προς ρυθμό αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ σταθεροποιημένη γύρω στο 1). Η εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να επεκταθεί κατά 5,5% το 2017,

κατά 4,4% το 2018, κατά 3,8% το 2019 και κατά 3,5% το 2020. Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2017, ο παγκόσμιος ρυθμός ανάπτυξης έχει αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα άνω, ενώ πιο σημαντική αναθεώρηση προς τα άνω έχει υποστεί η εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ. Η αναθεώρηση όσον αφορά την εξωτερική ζήτηση αντανακλά αναθεωρήσεις στοιχείων προς τα άνω και, λόγω των πιο ευνοϊκών δεικτών του παγκόσμιου εμπορίου, μια πιο θετική αξιολόγηση της δυναμικής των εξελίξεων στην εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ τα προσεχή τρίμηνα.

### Πλαίσιο 3

Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές για τις εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ και την εξωτερική ζήτηση

**Τόσο η άνοδος των εξαγωγών προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ όσο και η εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ απέκτησαν πρόσφατα δυναμική έπειτα από τις πολύ συγκρατημένες εξελίξεις στις αρχές του 2016.** Σε σύγκριση με τις αντίστοιχες περιόδους του προηγούμενου έτους, η εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ ενισχύθηκε σημαντικά σε σχέση με τα μέσα του 2016, ενώ το β' τρίμηνο του 2017 προσέγγισε πρωτοφανή για την τελευταία εξαετία επίπεδα. Κατά παρόμοιο τρόπο, ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ ανέκαμψε σε σχέση με τις αρχές του 2016.

**Η πρόσφατη ανοδική τάση της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αντανακλά τη συνεχιζόμενη παγκόσμια ανάκαμψη, αλλά μπορεί επίσης να αντανακλά την σε κάποιο βαθμό υπερκυκλική συμπεριφορά της ελαστικότητας του εμπορίου προς την παγκόσμια δραστηριότητα.** Η επανειλημμένη υπερεκτίμηση της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ κατά την περίοδο 2011-2016 αποδόθηκε στην εν πολλοίς διαρθρωτική μείωση της εισοδηματικής ελαστικότητας του παγκόσμιου εμπορίου, η οποία δεν αποτυπώθηκε επαρκώς στις προηγούμενες προβολές, με αποτέλεσμα να υπερεκτιμάται η μεταβολή στο παγκόσμιο εμπόριο σε σχέση με την αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ. Ωστόσο, στο πλαίσιο της παγκόσμιας οικονομικής ανάκαμψης, η αύξηση της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ τα τελευταία τρίμηνα ήταν υψηλότερη από ό,τι αναμενόταν στις τελευταίες ασκήσεις προβολών. Αυτό δημιουργεί προβληματισμό κατά πόσον η ελαστικότητα του εμπορίου παρουσιάζει επί του παρόντος κάποια «υπερκυκλικότητα», η οποία δεν αντανακλάται επαρκώς στις πρόσφατες προβολές και σύμφωνα με την οποία η αύξηση του εμπορίου εντείνεται όταν οι ρυθμοί ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας είναι υψηλότεροι.<sup>4</sup> Προκειμένου να αντιμετωπιστούν αυτοί οι προβληματισμοί, και αντανακλώντας πρόσφατα στοιχεία, η εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ έχει αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα άνω στις παρούσες προβολές.

**Η αναθεώρηση προς τα άνω της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ υποστηρίζεται επίσης από την ευρωστία των δεικτών εμπορίου σε παγκόσμιο επίπεδο και σε επίπεδο ζώνης ευρώ.** Πράγματι, οι δείκτες εμπορίου σηματοδοτούν μια συνεχιζόμενη έντονη άνοδο της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ και των εξαγωγών προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ. Οι έρευνες για το εμπόριο της ζώνης του

<sup>4</sup> Βλ., για παράδειγμα, Borin, A., Di Nino, V., Mancini, M. and Sbraccia, M., "The cyclicity of the income elasticity of trade", *Working Papers*, αριθ. 1126, Banca d'Italia, Ιούλιος 2017.

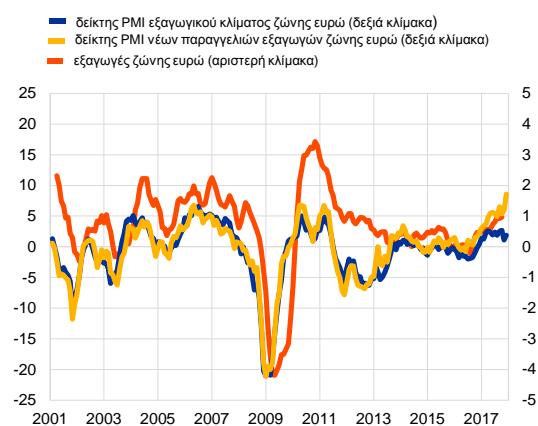


ευρώ (όπως οι Δείκτες Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για τις νέες παραγγελίες εξαγωγών προϊόντων της μεταποίησης και ο δείκτης PMI για το εξαγωγικό κλίμα) υποδηλώνουν συνεχή ανάκαμψη του εμπορίου (βλ. Διάγραμμα Α). Επιπροσθέτως, τα στοιχεία της ζώνης του ευρώ για τις νέες παραγγελίες εξαγωγών προϊόντων της μεταποίησης παραμένουν εύρωστα, παρά την πρόσφατη ανατίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Οι δείκτες για το παγκόσμιο εμπόριο, όπως ο παγκόσμιος PMI για τις νέες παραγγελίες εξαγωγών ή ο προπορευόμενος δείκτης της Goldman Sachs για τη δραστηριότητα, έχουν επίσης ενισχυθεί σημαντικά τους τελευταίους 12 μήνες (βλ. Διάγραμμα Β).

## Διάγραμμα Α

### Δείκτες εμπορίου της ζώνης του ευρώ

(αριστερή κλίμακα: ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές βάσει κινητού μέσου όρου τριών μηνών, δεξιά κλίμακα: δείκτης, τυποποιημένος)



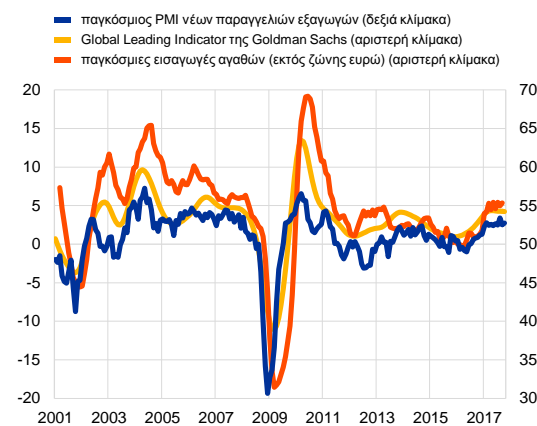
Πηγές: Markit, Eurostat και υπολογισμοί της ECB.

Σημειώσεις: Στοιχεία εμπορικών συναλλαγών σε όρους όγκου. Η πιο πρόσφατη παρατήρηση αφορά τον Σεπτέμβριο 2017 για τις εξαγωγές και τον Νοέμβριο 2017 για τον δείκτη PMI για το εξαγωγικό κλίμα και τον δείκτη PMI για τις νέες παραγγελίες εξαγωγών προϊόντων της μεταποίησης.

## Διάγραμμα Β

### Δείκτες παγκόσμιου εμπορίου

(αριστερή κλίμακα: ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές βάσει κινητού μέσου όρου τριών μηνών, δεξιά κλίμακα: δείκτης)



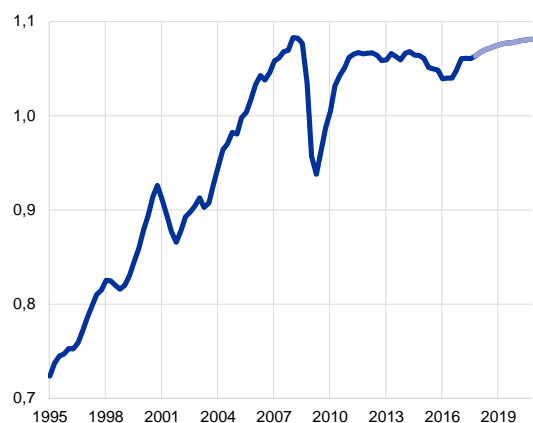
Πηγές: Haver Analytics, Goldman Sachs, Dutch Central Planning Bureau και υπολογισμοί της EKT.

Σημειώσεις: Η πιο πρόσφατη παρατήρηση αφορά τον Σεπτέμβριο 2017 για το CPB και τον Οκτώβριο 2017 για τον δείκτη της Goldman Sachs και τον δείκτη PMI.

**Παρά μια κάποια μεταβλητότητα στα στοιχεία των παγκόσμιων εισαγωγών στις αρχές του 2017 - εν μέρει λόγω πρόσκαιρων παραγόντων - η εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ παρουσιάζει μια υποκείμενη ανοδική τάση, η οποία συμβαδίζει σε γενικές γραμμές με αυτή των δεικτών ερευνών.** Οι παγκόσμιες εισαγωγές στις αρχές του 2017 υποστηρίχθηκαν από την έντονη άνοδο των εισαγωγών από την αναδυόμενη Ασία, και κυρίως από την Ινδία και την Κίνα, καθώς και από τη Ρωσία και τις χώρες της ΕΕ στην κεντρική και ανατολική Ευρώπη. Ωστόσο, σε πολλές περιπτώσεις, αυτή η έντονη άνοδος οφειλόταν σε πρόσκαιρους παράγοντες. Πέραν αυτής της μεταβλητότητας, η ανοδική τάση που παρουσιάζει ο ρυθμός αύξησης της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να διατηρηθεί στο τέλος του 2017 και στις αρχές του 2018.

## Διάγραμμα Γ Ο λόγος των παγκόσμιων εισαγωγών προς το ΑΕΠ

(δείκτης: 2005 = 1)



**Μεσοπρόθεσμα όμως, παραμένουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητοι οι προσδιοριστικοί παράγοντες που διαμορφώνουν την εισοδηματική ελαστικότητα του εμπορίου σε τιμή γύρω στη μονάδα.** Το γεγονός ότι το εμπόριο αυξανόταν με ρυθμό σχεδόν διπλάσιο από τον ρυθμό του ΑΕΠ τις δύο δεκαετίες πριν από τη Μεγάλη Ύφεση ήταν μια ιστορική ανωμαλία, στην οποία είχαν συμβάλει κυρίως η σε διαδοχικά κύματα απελευθέρωση του εμπορίου (ιδίως στις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς), η άνοδος των παγκόσμιων αλυσίδων αξίας και μεταβολές στη γεωγραφική σύνθεση του εμπορίου).<sup>5</sup> Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Γ, μεταξύ 1995 και 2007 οι εισαγωγές αυξήθηκαν με πολύ ταχύτερο ρυθμό από ό,τι η παγκόσμια δραστηριότητα. Ωστόσο, οι προαναφερόμενοι

παράγοντες εκτιμάται ότι δεν θα συνεχίσουν και στο μέλλον να ενισχύουν την ελαστικότητα του εμπορίου. Η απελευθέρωση του εμπορίου έχει κατά μεγάλο βαθμό ολοκληρωθεί και, όσον αφορά τη γεωγραφική σύνθεση, η ελαστικότητα του παγκόσμιου εμπορίου συνεχίζει να διαμορφώνεται σε μεγάλο βαθμό από τη χαμηλότερη ελαστικότητα εμπορίου των αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς. Τα τελευταία έτη, οι παγκόσμιες εισαγωγές και η παγκόσμια δραστηριότητα αυξάνονται παράλληλα και η τάση αυτή αναμένεται επίσης να επικρατήσει και στη διάρκεια του χρονικού οριζοντα προβολής.

**Οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνουν ισχυρές τα προσεχή τρίμηνα, υποβοηθούμενες από τους πολύ ευνοϊκούς δείκτες εμπορίου, παρά την πρόσφατη ανατίμηση του ευρώ.** Στη συνέχεια, οι εξαγωγές αναμένεται να επιβραδυνθούν στη διάρκεια του χρονικού οριζοντα προβολής, συμβαδίζοντας με την επιβράδυνση της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ, υποδηλώνοντας σε γενικές γραμμές αμετάβλητα εξαγωγικά μερίδια. Οι εισαγωγές από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να ωφεληθούν από τις θετικές εξελίξεις στην ενχώρια ζήτηση και από την ανατίμηση του ευρώ, αν και σε μικρότερο βαθμό από ό,τι οι εξαγωγές, με αποτέλεσμα η συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου στην οικονομική ανάπτυξη να είναι συνολικά ελαφρώς θετική.

**Παρότι τα εισερχόμενα στοιχεία εξακολουθούν να είναι ευνοϊκά, ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης, βάσει των προβολών, θα επιβραδυνθεί κατά τι με**

<sup>5</sup> Βλ. επίσης Ομάδα δράσης της Επιτροπής Διεθνών Σχέσεων της ΕΚΤ, «Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?», *Occasional Paper Series*, αριθ. 178, ΕΚΤ, 2016.

**την πάροδο του χρόνου.** Η πρόσφατη ισχυρή αύξηση της απασχόλησης έχει ευρεία βάση στις επιμέρους χώρες, αλλά μπορεί εν μέρει να αποδοθεί σε ευνοϊκούς πρόσκαιρους παράγοντες (π.χ. μέτρα δημοσιονομικής τόνωσης σε ορισμένες χώρες). Καθώς η επίδραση αυτών των παραγόντων αναμένεται να εξασθενήσει σταδιακά και η απασχόληση στον δημόσιο τομέα εκτιμάται ότι θα μειωθεί σε ορισμένες χώρες, η αύξηση της απασχόλησης αναμένεται να αποδυναμωθεί εν μέρει τα προσεχή τρίμηνα.

**Ο ρυθμός αύξησης του εργατικού δυναμικού αναμένεται να μετριαστεί ολοένα περισσότερο λόγω των ελλείψεων από την πλευρά της προσφοράς.** Το εργατικό δυναμικό αναμένεται να εξακολουθήσει να αυξάνεται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας την καθαρή εισροή μεταναστών, την αναμενόμενη ενσωμάτωση προσφύγων και την προσθήκη νέων εργαζομένων που ενθαρρύνονται να αναζητήσουν απασχόληση. Ωστόσο, αυτές οι θετικές επιδράσεις αναμένεται, βάσει των προβολών, να αντισταθμιστούν σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής από τον αντίκτυπο των ολοένα πιο δυσμενών δημογραφικών εξελίξεων. Αυτό συμβάλλει επίσης στην επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης.

**Εντούτοις, το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να συνεχίσει να μειώνεται.** Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σε 9,0% το γ' τρίμηνο του 2017 και, σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, ο αριθμός των ανέργων αναμένεται, βάσει των προβολών, να μειωθεί σημαντικά. Το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να μειωθεί σε 7,3% το 2020.

**Ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας αναμένεται, βάσει των προβολών, να ανακάμψει στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.** Η αρχική ισχυρή ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας εφέτος και το επόμενο έτος αντανάκλα την εξάλειψη της επίδρασης των μέτρων που είχαν δώσει προσωρινά ώθηση στην απασχόληση το 2016. Αργότερα στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, η παραγωγικότητα της εργασίας (ανά απασχολούμενο) ωθείται κυρίως από την ελαφρά επιτάχυνση του υποκείμενου ρυθμού αύξησης της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών, τη μεγαλύτερη ενίσχυση της έντασης κεφαλαίου και την αύξηση του χρόνου εργασίας ανά απασχολούμενο. Οι δύο τελευταίοι παράγοντες αντανακλούν τη συνεχιζόμενη βελτίωση της κυκλικής θέσης και την αυξανόμενη στενότητα της αγοράς εργασίας.

**Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να παραμείνει άνω του δυνητικού ρυθμού μέχρι το 2020.** Ο ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος εκτιμάται ότι απέκτησε κάποια δυναμική τα τελευταία έτη, στηριζόμενος από μια πιο ευνοϊκή συμβολή του κεφαλαίου, της εργασίας και της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών. Αναμένεται ότι στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής θα εξακολουθήσει να επεκτείνεται με ελαφρώς χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση με την προ της κρίσης περίοδο. Η συμβολή της εργασίας αναμένεται να μειωθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, ιδίως λόγω της βραδύτερης αύξησης του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας. Η συμβολή του κεφαλαίου είναι πιθανόν να παραμείνει σχετικά ισχυρή, αντανακλώντας την ανάκαμψη των πάγιων επενδύσεων. Η συμβολή της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών εκτιμάται επίσης ότι θα είναι αρκετά ισχυρή για τα πρόσφατα δεδομένα, υποβοηθούμενη από μια πιο αποτελεσματική κατανομή των πόρων μετά την κρίση, τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που

εφαρμόστηκαν στις αγορές προϊόντων και εργασίας, το βελτιωμένο ανθρώπινο κεφάλαιο, τον ανανεωμένο κεφαλαιακό εξοπλισμό και την περαιτέρω σύγκλιση προς το τεχνολογικό σύνορο. Θα πρέπει να σημειωθεί, όμως, ότι τόσο ο ρυθμός δυναμικής ανάπτυξης όσο και οι προσδιοριστικοί του παράγοντες δεν είναι παρατηρήσιμες μεταβλητές και οι εκτιμώμενες τιμές τους περιβάλλονται από σημαντική αβεβαιότητα.

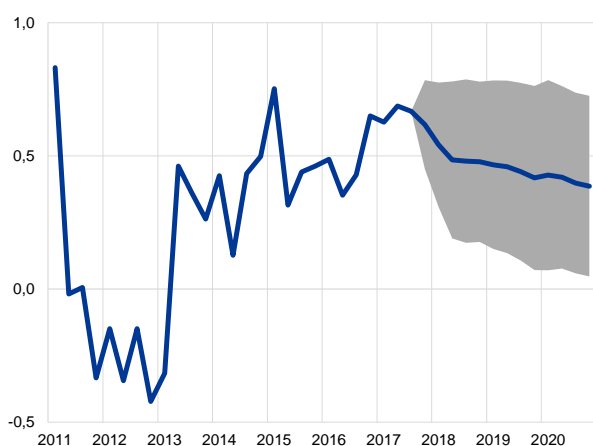
**Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2017, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ έχει αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα άνω.** Η αναθεώρηση προς τα άνω για το 2017 σχετίζεται εν μέρει με τα θετικά στοιχεία για το ΑΕΠ που δημοσιεύθηκαν πρόσφατα, τα οποία ασκούν σημαντικές επιδράσεις εκ μεταφοράς και για το 2018. Επιπροσθέτως, οι πολύ έντονες προσδοκίες των επιχειρήσεων και των καταναλωτών υποδηλώνουν μια ισχυρότερη από ό,τι αναμενόταν προηγούμενως δυναμική ανάπτυξης. Η υψηλότερη εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών και τα σχετικά χαμηλότερα μακροπρόθεσμα επιτόκια έχουν επίσης οδηγήσει σε αναθεώρηση προς τα άνω των προοπτικών ανάπτυξης για το 2018 και το 2019.

## Διάγραμμα 1 Μακροοικονομικές προβολές<sup>1)</sup>

(τριμηνιαία στοιχεία)

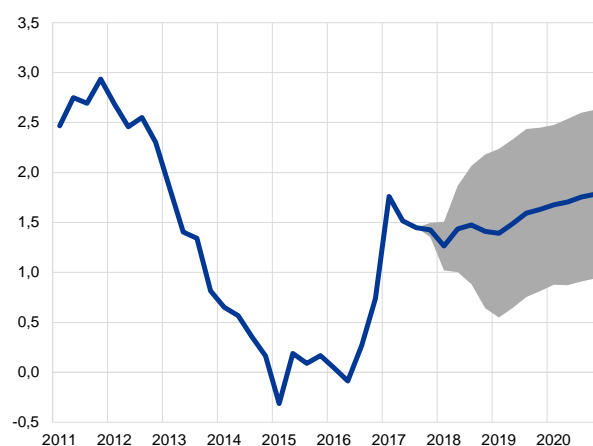
### Πραγματικό ΑΕΠ ζώνης ευρώ<sup>2)</sup>

(τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές)



### ΕνΔΤΚ ζώνης ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



1) Τα διαστήματα που παρουσιάζονται γύρω από τις κεντρικές προβολές βασίζονται στις διαφορές μεταξύ των πραγματοποιήσεων και των προηγούμενων προβολών που είχαν καταρτιστεί επί σειρά ετών. Το εύρος κάθε διαστήματος είναι διπλάσιο από τον μέσο όρο της διαφοράς, σε απόλυτες τιμές. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των διαστημάτων, βάσει της οποίας γίνεται η διόρθωση για έκτακτα γεγονότα, περιγράφεται στο κείμενο με τίτλο *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2009, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

2) Στοιχεία που έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργασιμων ημερών.

## 2 Τιμές και κόστος

**Αν και οι καθοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης που σχετίζονται με τις τιμές της ενέργειας αναμένεται να προκαλέσουν ελαφρά μείωση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) βραχυπρόθεσμα, αυτός αναμένεται στη συνέχεια να ακολουθήσει ανοδική πορεία και να διαμορφωθεί σε 1,7% το 2020.**

Οι καθοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης στην ενεργειακή συνιστώσα, οι οποίες υπεραντισταθμίζουν την πρόσφατη άνοδο των τιμών του πετρελαίου, θα οδηγήσουν

τον μετρούμενο πληθωρισμό στο χαμηλό επίπεδο του 1,3% το α' τρίμηνο του 2018. Στην υπόλοιπη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ενέργειας αναμένεται να αυξηθεί πολύ συγκρατημένα, αντανάκλωντας την ελαφρά καθοδική κλίση της καμπύλης των τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου, σε συνδυασμό με τις ανοδικές επιδράσεις από τους φόρους επί της ενέργειας. Έπειτα από συγκρατημένες εξελίξεις τα τελευταία έτη, ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) των ειδών διατροφής αναμένεται να επιταχυνθεί συγκρατημένα, στηριζόμενος στην υπόθεση αύξησης των διεθνών τιμών των τροφίμων και στις ανοδικές επιδράσεις από τις αυξήσεις των φόρων επί του καπνού. Καθώς η οικονομία αναπτύσσεται με ρυθμό υψηλότερο του δυνητικού, οι υποκείμενες πιέσεις στις τιμές αναμένεται ότι θα αυξηθούν στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Πιο συγκεκριμένα, η αύξηση των μισθών, που αντανάκλα την αυξανόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας, με σημαντικούς περιορισμούς από την πλευρά της προσφοράς εργασίας σε ορισμένες χώρες, καθώς και οι ανοδικές επιδράσεις από τους καθαρούς έμμεσους φόρους, αναμένεται να ωθήσουν περαιτέρω προς τα άνω τον υποκείμενο πληθωρισμό. Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής οι εξωτερικές πιέσεις στις τιμές αναμένεται επίσης να εντείνουν κάπως την επιτάχυνση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής, λόγω ορισμένων έμμεσων επιδράσεων από τις πρόσφατες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και της υπόθεσης αύξησης των τιμών των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, καθώς και της αναμενόμενης ενίσχυσης των παγκόσμιων πληθωριστικών πιέσεων γενικότερα. Συνολικά, ο μετρούμενος πληθωρισμός αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 1,5% το 2017, 1,4% το 2018, 1,5% το 2019 και 1,7% το 2020.

**Η αυξανόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας και η λήξη των μέτρων που συγκράτησαν την αύξηση των μισθών σε ορισμένες χώρες τα τελευταία χρόνια είναι οι βασικοί παράγοντες στους οποίους οφείλεται η ανάκαμψη του κόστους εργασίας στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.** Ο ρυθμός αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί από 1,7% το 2017 σε 2,7% το 2020 και να επιβραδυνθεί πρόσκαιρα το 2019. Αυτή η επιβράδυνση αντανάκλα τη μετατροπή της CICE (crédit d'imprôt pour la compétitivité et l'emploi), μιας έκπτωσης φόρου στη Γαλλία, σε μόνιμη περικοπή των εργοδοτικών ασφαλιστικών εισφορών<sup>6</sup>. Δεδομένης της αναμενόμενης κυκλικής βελτίωσης του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας, αυτή η πορεία των μισθών συνεπάγεται την ενίσχυση του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, από 0,9% το 2017 σε 1,8% το 2020. Γενικότερα, η βελτίωση στις συνθήκες της αγοράς εργασίας στη ζώνη του ευρώ και οι αυξανόμενες ελλείψεις στην προσφορά εργασίας σε ορισμένα μέρη της ζώνης του ευρώ θεωρούνται σημαντικοί παράγοντες που συντελούν σε αυτήν την αναμενόμενη ανάκαμψη της ανόδου των μισθών. Επίσης, η ανάγκη συγκράτησης των μισθολογικών αυξήσεων προκειμένου να ανακτηθεί η ανταγωνιστικότητα τιμών σε ορισμένες χώρες μετά την κρίση και η συνεχιζόμενη συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων λόγω των δεσμευτικών δυσκαμψιών προσαρμογής των ονομαστικών μισθών προς τα κάτω στη διάρκεια της

<sup>6</sup> Καθώς η μείωση της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αντισταθμίζεται σε μεγάλο βαθμό από την αντίστοιχη αύξηση των περιθωρίων κέρδους, ο αντίκτυπος στον καθορισμό των μισθών αναμένεται να είναι περιορισμένος.

κρίσης αναμένεται σταδιακά να υποχωρήσουν, καθώς η οικονομική ανάκαμψη συνεχίζεται και επεκτείνεται στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Πέραν τούτου, η σημαντική επιτάχυνση του μετρούμενου πληθωρισμού το 2017 σε σχέση με την προηγούμενη τριετία μπορεί να αναμένεται ότι θα συμβάλει στην άνοδο του ρυθμού αύξησης των μισθών. Τέλος, η αύξηση των μισθών του δημόσιου τομέα εντείνει επίσης την επιτάχυνση του συνολικού ρυθμού αύξησης των μισθών στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

**Τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να διευρυνθούν στη διάρκεια του πρώτου μέρους του χρονικού ορίζοντα προβολής με ρυθμό κατά τι ταχύτερο, κατά μέσο όρο, από τον ρυθμό που παρατηρήθηκε τον τελευταίο έτος.** Η επιδείνωση των όρων εμπορίου που απορρέει από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου επέδρασε αρνητικά στα περιθώρια κέρδους τα τελευταία τρίμηνα. Καθώς αυτές οι περιοριστικές επιδράσεις θα εξασθενούν, τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να αυξηθούν κάπως εντονότερα από ό,τι πρόσφατα, επωφελούμενα από τη συνεχιζόμενη οικονομική ανάκαμψη. Ωστόσο, η αναμενόμενη επιτάχυνση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, καθώς και των έμμεσων φόρων, αναμένεται να συγκρατήσει τον ρυθμό αύξησης των περιθωρίων κέρδους στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

**Οι εξωτερικές πιέσεις στις τιμές ανέκαμψαν το 2017 και αναμένεται να παραμείνουν θετικές αλλά πιο συγκρατημένες στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής από ό,τι παρατηρήθηκε πρόσφατα.** Η μάλλον έντονη αύξηση των τιμών των εισαγομένων εφέτος αντανάκλα την αναστροφή της εξέλιξης των τιμών του πετρελαίου και των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων. Μετά το 2017, αναμένεται επιβράδυνση των ρυθμών ανόδου, η οποία σχετίζεται με την υπόθεση για πιο συγκρατημένες εξελίξεις στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής και σε περιοριστικές επιδράσεις από την πρόσφατη ανατίμηση του ευρώ. Ωστόσο, οι υποκείμενες παγκόσμιες πληθωριστικές πιέσεις αναμένεται να αυξηθούν σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς αυξάνεται το κόστος παραγωγής παγκοσμίως παράλληλα με την υποχώρηση του βαθμού υποαπασχόλησης των πόρων στην παγκόσμια οικονομία.

**Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2017, οι προοπτικές για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) έχουν αναθεωρηθεί προς τα άνω κατά 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας για το 2018, χωρίς περαιτέρω αναθεώρηση στη συνέχεια.** Η αναθεώρηση προς τα άνω του μετρούμενου πληθωρισμού για το 2018 αντανάκλα τις εντονότερες εξελίξεις στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ενέργειας και των ειδών διατροφής, λόγω των θετικών στοιχείων που δημοσιεύθηκαν πρόσφατα για αυτές τις συνιστώσες, των υποθέσεων για υψηλότερες τιμές του πετρελαίου και των ανοδικών επιδράσεων από τους φόρους επί της ενέργειας και του καπνού. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς τα είδη διατροφής και την ενέργεια έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω βραχυπρόθεσμα, εν μέρει λόγω των αρνητικών στοιχείων που δημοσιεύθηκαν πρόσφατα.

**Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να παραμείνει σε γενικές γραμμές ουδέτερη κατά μέσο όρο στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.** Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής μετρείται ως η μεταβολή του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος χωρίς την κρατική στήριξη προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Το 2017 οι περικοπές των άμεσων φόρων και οι υψηλότερες μεταβιβάσεις προς τα νοικοκυριά αντισταθμίζονται πλήρως από τις αυξήσεις των έμμεσων φόρων και τον πιο υποτονικό ρυθμό αύξησης της δημόσιας κατανάλωσης. Το 2018 η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής επηρεάζεται κυρίως από τις περικοπές των άμεσων φόρων και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης και από την υπόθεση πιο δυναμικής αύξησης των δημόσιων επενδύσεων, οι οποίες αντισταθμίζονται εν μέρει μόνο από τις αυξήσεις των έμμεσων φόρων και τον υποτονικό ρυθμό αύξησης των μεταβιβάσεων προς τα νοικοκυριά. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να είναι κατά μέσο όρο ουδέτερη και κατά την περίοδο 2019-2020.

**Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, τόσο ο λόγος του δημοσιονομικού ελλείμματος όσο και ο λόγος του δημόσιου χρέους αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να ακολουθήσουν καθοδική πορεία.** Οι προβολές για τις δημοσιονομικές εξελίξεις υποδηλώνουν σταδιακή μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, κυρίως λόγω της βελτίωσης της κυκλικής συνιστώσας και της μείωσης των δαπανών για τόκους. Το κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές αποτέλεσμα θα παραμείνει σταθερό στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ αναμένεται να συνεχίσει να ακολουθεί καθοδική πορεία στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, υποβοηθούμενος από την ευνοϊκή διαφορά ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου<sup>7</sup> και το πρωτογενές πλεόνασμα. Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2017, οι προοπτικές για την εξέλιξη του δημοσιονομικού ελλείμματος είναι σε γενικές γραμμές αμετάβλητες, ενώ ο λόγος του χρέους είναι κατά τι χαμηλότερος, αντανακλώντας κυρίως την ευνοϊκότερη διαφορά ρυθμού ανάπτυξης- επιτοκίου το 2018 και το 2019.

#### Πλαίσιο 4

##### Αναλύσεις ευαισθησίας

**Οι προβολές βασίζονται σε μεγάλο βαθμό σε τεχνικές υποθέσεις που αφορούν την εξέλιξη ορισμένων κρίσιμων μεταβλητών.** Δεδομένου ότι κάποιες από τις μεταβλητές αυτές μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τις προβολές για τη ζώνη του ευρώ, η εξέταση της ευαισθησίας των προβολών σε εναλλακτικές υποθέσεις αποτελεί χρήσιμο στοιχείο για την ανάλυση των κινδύνων που περιβάλλουν τις προβολές. Το παρόν πλαίσιο αναλύει την αβεβαιότητα που περιβάλλει ορισμένες βασικές υποκείμενες υποθέσεις, καθώς και την ευαισθησία των προβολών σε αυτές τις μεταβλητές.

<sup>7</sup> Αυτή υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου εκτοκισμού του χρέους και του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ.

## 1) Εναλλακτική πορεία των τιμών του πετρελαίου

**Με βάση εναλλακτικά υποδείγματα τιμών του πετρελαίου, υπάρχει κίνδυνος οι τιμές του πετρελαίου στον χρονικό ορίζοντα προβολής να είναι υψηλότερες από αυτές που προκύπτουν από τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου.**

Σύμφωνα με τις τεχνικές υποθέσεις του βασικού σεναρίου των προβολών για τις εξελίξεις στις τιμές του πετρελαίου, με βάση τις αγορές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, προβλέπεται φθίνουσα πορεία των τιμών του πετρελαίου, με την τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent να διαμορφώνεται σε περίπου 57 δολάρια ΗΠΑ ανά βαρέλι έως το τέλος του 2020. Η πορεία αυτή είναι συμβατή με τη συγκρατημένη αύξηση της παγκόσμιας ζήτησης πετρελαίου, σενάριο που συνδέεται με μια μέτρια επιτάχυνση της παγκόσμιας οικονομικής ανάκαμψης. Όσον αφορά τους παράγοντες από την πλευρά της προσφοράς, αν και πραγματοποιήθηκε μετά την τελευταία ημερομηνία για τη συμπερίληψη στοιχείων (22 Νοεμβρίου), η παράταση της συμφωνίας μεταξύ του ΟΠΕΚ και μεγάλων παραγωγών εκτός ΟΠΕΚ στις 30 Νοεμβρίου συμπεριλήφθηκε κατά πάσα πιθανότητα στις προσδοκίες της αγοράς. Ωστόσο, οι μειώσεις της παραγωγής από συμβατικούς παραγωγούς αναμένεται να αντισταθμιστούν εν μέρει από την επέκταση της παραγωγής σχιστολιθικού πετρελαίου στις Ηνωμένες Πολιτείες. Ένας συνδυασμός εναλλακτικών υποδειγμάτων που χρησιμοποιούν οι εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος<sup>8</sup> για να προβλέψουν τις τιμές του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής υποδεικνύει εντονότερες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου σε σχέση με τις τεχνικές υποθέσεις, αντανακλώντας την ταχύτερη από την αναμενόμενη μείωση της ανισοροπίας μεταξύ προσφοράς και ζήτησης. Η υλοποίηση εναλλακτικής πορείας, σύμφωνα με την οποία οι τιμές του πετρελαίου είναι κατά 11% υψηλότερες από ό,τι υποθέτει το βασικό σενάριο μέχρι το 2020, θα επιβράδυνε οριακά τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, ενώ θα επέφερε ελαφρώς ταχύτερη αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας τόσο το 2019 όσο και το 2020).

## 2) Εναλλακτική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας

**Η παρούσα ανάλυση ευαισθησίας διερευνά τις επιδράσεις της περαιτέρω ενίσχυσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.** Μια πιθανή πηγή κινδύνου ανατίμησης απορρέει από την εντονότερη από την αναμενόμενη οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ. Το σενάριο βασίζεται στο 75ο εκατοστημόριο της κατανομής που παρέχουν οι πυκνότητες πιθανότητας μηδενικού κινδύνου όπως υπολογίζονται με βάση δικαιώματα προαίρεσης επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ στις 22 Νοεμβρίου 2017. Η πορεία αυτή συνεπάγεται σταδιακή ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε 1,36 δολάρια ΗΠΑ ανά ευρώ το 2020, δηλαδή 16% περίπου υψηλότερα από την υπόθεση του βασικού σεναρίου για αυτό το έτος. Οι αντίστοιχες υποθέσεις για την ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ αντανακλούν τις ιστορικές κανονικότητες, σύμφωνα με τις οποίες οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ αντιστοιχούν σε μεταβολές της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ με ελαστικότητα 52%. Στο σενάριο αυτό, ο μέσος όρος των αποτελεσμάτων διάφορων μακροοικονομικών υποδειγμάτων των εμπειρογνομόνων υποδεικνύει ότι ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα ήταν χαμηλότερος κατά 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας το 2018, κατά 0,6 της ποσοστιαίας μονάδας το 2019 και κατά 0,2% της ποσοστιαίας μονάδας το 2020. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) θα ήταν χαμηλότερος κατά 0,2, 0,5 και 0,6 της ποσοστιαίας μονάδας το 2018, το 2019 και το 2020 αντιστοίχως. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι αυτές οι

<sup>8</sup> Βλ. τον συνδυασμό τεσσάρων υποδειγμάτων που παρουσιάζεται στο άρθρο με τίτλο "Forecasting the price of oil", Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 4, ΕΚΤ, 2015.



εκτιμώμενες επιδράσεις στην ανάπτυξη και τον πληθωρισμό ισχύουν μόνο στην περίπτωση αμιγώς εξωγενούς διαταραχής της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

## Πλαίσιο 5

### Προβλέψεις άλλων οργανισμών

**Διάφορες προβλέψεις για τη ζώνη του ευρώ διατίθενται τόσο από διεθνείς οργανισμούς όσο και από ιδρύματα του ιδιωτικού τομέα.** Ωστόσο, αυτές οι προβλέψεις δεν είναι απόλυτα συγκρίσιμες μεταξύ τους ή με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, καθώς έχουν ολοκληρωθεί σε διαφορετικές χρονικές στιγμές. Επιπλέον, χρησιμοποιούν διαφορετικές (εν μέρει αδιευκρίνιστες) μεθόδους για την εξαγωγή υποθέσεων σχετικά με τις δημοσιονομικές, χρηματοοικονομικές και εξωτερικές μεταβλητές, συμπεριλαμβανομένων των τιμών του πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων. Τέλος, υπάρχουν διαφορές στις μεθόδους διόρθωσης ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών μεταξύ των διαφόρων προβλέψεων (βλ. τον πίνακα).

**Όπως φαίνεται στον πίνακα, οι προβολές για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) οι οποίες είναι επί του παρόντος διαθέσιμες από άλλους οργανισμούς βρίσκονται εντός των διαστημάτων που περιβάλλουν τις προβολές των εμπειρογνομόνων της Ευρωσυστήματος (που παρουσιάζονται στον πίνακα μέσα σε αγκύλες).**

Σύγκριση προβλέψεων για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη ζώνη του ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Ημερομηνία δημοσίευσης	Ρυθμός αύξησης ΑΕΠ			Πληθωρισμός (ΕνΔΤΚ)		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>Προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος</b>	Δεκέμβριος 2017	2,3	1,9	1,7	1,4	1,5	1,7
		[1,7-2,9]	[0,9-2,9]	[0,6-2,8]	[0,9-1,9]	[0,7-2,3]	[0,8-2,6]
<b>Ευρωπαϊκή Επιτροπή</b>	Νοέμβριος 2017	2,1	1,9	-	1,4	1,6	-
<b>ΟΟΣΑ</b>	Νοέμβριος 2017	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
<b>Βαρόμετρο της ζώνης του ευρώ</b>	Νοέμβριος 2017	2,0	1,7	1,5	1,4	1,6	1,8
<b>Προβλέψεις της Consensus Economics</b>	Δεκέμβριος 2017	2,1	1,5	1,3	1,4	1,5	1,7
<b>Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων</b>	Οκτώβριος 2017	1,9	1,7	-	1,4	1,6	-
<b>ΔΝΤ</b>	Οκτώβριος 2017	1,9	1,7	1,6	1,4	1,7	1,8

Πηγές: Ευρωπαϊκές Οικονομικές Προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Φθινόπωρο 2017· ΔΝΤ, World Economic Outlook, 10 Οκτωβρίου 2017· ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Νοέμβριος 2017· Προβλέψεις της Consensus Economics, Δεκέμβριος 2017· MJEconomics για το Βαρόμετρο της Ζώνης του Ευρώ, Νοέμβριος 2017· Έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων, Οκτώβριος 2017.  
Σημειώσεις: Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος και της ΕΚΤ και οι προβλέψεις του ΟΟΣΑ αναφέρουν ετήσιους ρυθμούς αύξησης διορθωμένους ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών, ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΔΝΤ αναφέρουν ετήσιους ρυθμούς αύξησης που δεν έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών ανά έτος. Άλλες προβλέψεις δεν διευκρινίζουν αν τα στοιχεία που αναφέρουν έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών ή όχι.

© Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2017

Ταχυδρομική διεύθυνση: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Τηλέφωνο: +49 69 1344 0

Δικτυακός τόπος: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Με την επιφύλαξη παντός δικαιώματος. Επιτρέπεται η αναπαραγωγή για εκπαιδευτικούς και μη εμπορικούς σκοπούς, εφόσον αναφέρεται η πηγή.

ISSN 2529-4679 (pdf)

Αριθ. καταλόγου ΕΕ QB-CF-17-001-EL-N (pdf)