



# Σεπτέμβριος 2018

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

Έπειτα από ισχυρή ανάπτυξη το 2017, ο ρυθμός οικονομικής επέκτασης στη ζώνη του ευρώ επιβραδύνθηκε το α΄ εξάμηνο του 2018, σε μεγάλο βαθμό λόγω της εξασθένησης του παγκόσμιου εμπορίου. Μολονότι οι παγκόσμιες αβεβαιότητες έχουν περιορίσει τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές, η μεγέθυνση στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να συνεχιστεί, σύμφωνα με τις προβολές, με ρυθμό ελαφρώς υψηλότερο του δυνητικού, αντανακλώντας την ευνοϊκή επίδραση της πολύ διευκολυντικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής, τη βελτίωση των συνθηκών στις αγορές εργασίας και την ενίσχυση των ισολογισμών. Η ελαφρά υποχώρηση του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, από 2,0% το 2018 σε 1,7% το 2020, αποδίδεται κυρίως στη βαθμιαία εξασθένηση της ώθησης που προέρχεται από το παγκόσμιο εμπόριο και στις αυξανόμενες ελλείψεις στην προσφορά εργασίας. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 1,7% για κάθε έτος του χρονικού ορίζοντα προβολής, αν και με κάποια μεταβλητότητα στην τριμηνιαία εξέλιξή του. Η σταθερή πορεία των ετήσιων μέσων ρυθμών πληθωρισμού υποκρύπτει μια υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των τιμών της συνιστώσας της ενέργειας καθώς εξαλείφεται η επίδραση από προηγούμενες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου, η οποία αντισταθμίζεται από τη σταδιακή άνοδο του υποκείμενου πληθωρισμού καθώς οι περιορισμοί στην προσφορά γίνονται ολοένα πιο δεσμευτικοί.

1

### Πραγματική οικονομία

**Έπειτα από πολύ ισχυρή ανάπτυξη το 2017, ο ρυθμός οικονομικής επέκτασης εξασθένησε σημαντικά το α΄ εξάμηνο του 2018.** Η υποχώρηση από τα πολύ υψηλά επίπεδα ανάπτυξης σχετίζεται κυρίως με την ασθενέστερη ώθηση από το εξωτερικό εμπόριο, η οποία αντανακλά την επίδραση της εξασθένησης του

<sup>1</sup> Οι μακροοικονομικές προβολές που καταρτίζονται από τους εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ ή του Ευρωσυστήματος συμβάλλουν στην αξιολόγηση που διενεργεί το Διοικητικό Συμβούλιο για τις οικονομικές εξελίξεις και τους κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Αυτές οι προβολές δεν υιοθετούνται από το Διοικητικό Συμβούλιο ούτε 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 21η Αυγούστου 2018 (βλ. Πλαίσιο 1). Η τελευταία ημερομηνία για τη συμπερίληψη άλλων στοιχείων στις παρούσες προβολές ήταν η 29η Αυγούστου 2018. Οι παρούσες μακροοικονομικές προβολές καλύπτουν την περίοδο 2018-2020. Οι προβολές που αφορούν τόσο μεγάλο χρονικό ορίζοντα χαρακτηρίζονται από πολύ υψηλή αβεβαιότητα και αυτό θα πρέπει να λαμβάνεται 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. <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> για μια επεξεργασμένη έκδοση των στοιχείων στα οποία βασίζονται επιλεγμένοι πίνακες και διαγράμματα.

παγκόσμιου εμπορίου που επιτείνεται από την επίδραση της προηγούμενης ανατίμησης του ευρώ. Ενώ η επιβράδυνση της δραστηριότητας φαίνεται να οφείλεται κυρίως σε παράγοντες από την πλευρά της ζήτησης, ορισμένοι πρόσκαιροι παράγοντες από την πλευρά της προσφοράς είναι επίσης πιθανόν να περιορίσαν κάπως τη δραστηριότητα το α΄ εξάμηνο του 2018.

**Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ αναμένεται να παραμείνει σταθερός.** Η προοπτική αυτή συνάδει με τους δείκτες εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων και των καταναλωτών, οι οποίοι παραμένουν σε αυξημένα επίπεδα σε σχέση με τα ιστορικά δεδομένα, παρά τη μείωση που κατέγραψαν κάποιοι από αυτούς τους δείκτες νωρίτερα εντός του έτους. Οι προοπτικές αυτές επιβεβαιώνονται και από προπορευόμενους δείκτες, όπως οι EuroCOIN και Conference Board Leading Economic Index.

## Πίνακας 1

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Σεπτέμβριος 2018				Ιούνιος 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Πραγματικό ΑΕΠ	2,5	2,0	1,8	1,7	2,5	2,1	1,9	1,7
		[1,8 - 2,2] <sup>2)</sup>	[1,0 - 2,6] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>2)</sup>		[1,8 - 2,4] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>2)</sup>
Ιδιωτική κατανάλωση	1,7	1,5	1,7	1,6	1,7	1,6	1,7	1,5
Δημόσια κατανάλωση	1,2	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	1,3	1,2
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	2,8	4,0	3,2	2,9	3,3	4,2	3,3	2,8
Εξαγωγές <sup>3)</sup>	5,6	3,1	3,8	3,6	5,4	4,2	4,4	3,8
Εισαγωγές <sup>3)</sup>	4,2	3,5	4,5	3,9	4,6	4,1	4,7	4,0
Απασχόληση	1,6	1,4	0,9	0,8	1,6	1,4	1,1	0,8
Ποσοστό ανεργίας (ως ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)	9,1	8,3	7,8	7,4	9,1	8,4	7,8	7,3
ΕνΔΤΚ	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,7	1,7	1,7
		[1,6 - 1,8] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,5] <sup>2)</sup>		[1,6 - 1,8] <sup>2)</sup>	[1,0 - 2,4] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,5] <sup>2)</sup>
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	1,2	1,3	1,6	1,8	1,2	1,3	1,7	1,9
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,6	1,9
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια, τα είδη διατροφής και τις μεταβολές των έμμεσων φόρων <sup>4)</sup>	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,9
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος	0,7	1,6	1,3	1,7	0,7	1,5	1,2	1,8
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό	1,5	2,2	2,2	2,7	1,6	2,3	2,1	2,7
Παραγωγικότητα της εργασίας	0,9	0,6	0,9	1,0	0,9	0,7	0,9	0,9
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	-1,0	-0,6	-0,8	-0,5	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5
Διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα (ως ποσοστό % του ΑΕΠ) <sup>5)</sup>	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9
Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	86,6	84,8	82,8	80,6	86,7	84,8	82,7	80,4
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	3,5	3,2	2,8	2,8	3,5	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 μετακύλιση 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.

### Μεσοπρόθεσμα, εξακολουθούν να υφίστανται οι θεμελιώδεις συνθήκες για συνέχιση της μεγέθυνσης. Διάφοροι ευνοϊκοί παράγοντες αναμένεται να

εξακολουθήσουν να στηρίζουν την εγχώρια ζήτηση. Η πολύ 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 κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να γίνει ελαφρώς επεκτατική το 2019 και να είναι ουδέτερη σε γενικές γραμμές το 2020. Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων σε κατοικίες αναμένεται να ωφεληθεί επίσης από τις θετικές συνθήκες στην αγορά εργασίας και την αυξανόμενη καθαρή περιουσιακή θέση. Ταυτόχρονα, οι επιχειρηματικές επενδύσεις θα συνεχίσουν να επεκτείνονται στο πλαίσιο αυξανόμενων κερδών και υψηλού βαθμού χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού. Οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ αναμένεται να επωφεληθούν από τη συνεχιζόμενη επέκταση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και από την αντίστοιχη αύξηση της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ.

**Ωστόσο, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιβραδυνθεί ελαφρώς στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς ορισμένοι ευνοϊκοί παράγοντες εξασθενούν σταδιακά.** Η επιβράδυνση της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να περιορίσει την αύξηση των εξαγωγών το 2018 και το 2019. Ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης αναμένεται να επιβραδυνθεί σημαντικά το 2019 και το 2020, εξέλιξη που συνδέεται κυρίως με την εμφάνιση ολοένα πιο δεσμευτικών ελλείψεων στην προσφορά εργασίας σε ορισμένες χώρες. Επιπροσθέτως, η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται να μετριαστεί λόγω της εξομάλυνσης του ποσοστού αποταμίευσης, από χαμηλά επίπεδα, στο πλαίσιο της κυκλικής μεγέθυνσης σε ορισμένες χώρες.

**Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος προβλέπεται να ενισχυθεί το 2018 και το 2019 και εν συνεχεία να εξασθενήσει το 2020.** Η συμβολή των ακαθάριστων μισθών και ημερομισθίων στην άνοδο του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να αυξηθεί αισθητά το 2018, ωθούμενη από την εντονότερη αύξηση των μισθών, και να εξασθενήσει κάπως κατά το υπόλοιπο του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς η περαιτέρω επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των ονομαστικών μισθών υπεραντισταθμίζεται από την επίδραση της επιβράδυνσης της απασχόλησης. Ο ρυθμός ανόδου των λοιπών ατομικών εισοδημάτων αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, συμβαδίζοντας με την άνοδο των κερδών. Η συμβολή των καθαρών δημοσιονομικών μεταβιβάσεων αναμένεται να παραμείνει αρνητική το 2018. Στη συνέχεια αναμένεται να γίνει θετική το 2019, στο πλαίσιο περικοπών της άμεσης φορολογίας σε συνδυασμό με αύξηση των μεταβιβάσεων προς τα νοικοκυριά, προτού γίνει ουδέτερη το 2020. Συνολικά, η σύνθεση της ανόδου του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται να γίνει λιγότερο ευνοϊκή για τις δαπάνες των νοικοκυριών, καθώς το διαθέσιμο εισόδημα θα ωθείται περισσότερο από τους μισθούς παρά από την απασχόληση, αφού η κατανάλωση συνήθως αντιδρά κάπως εντονότερα στις μεταβολές της τελευταίας.

**Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνει ανθεκτική στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, στηριζόμενη από τους ευνοϊκούς όρους χορήγησης τραπεζικών δανείων, υπό την επίδραση και των μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, και από την πρόοδο που έχει επιτευχθεί ως προς την απομόχλευση.** Ενώ τα χαμηλά επιτόκια έχουν επηρεάσει

τα έσοδα των νοικοκυριών από τόκους και τις πληρωμές τους για τόκους, τείνουν να ευνοούν τους καθαρούς δανειολήπτες σε σχέση με τους καθαρούς αποταμιευτές. Καθώς οι πρώτοι έχουν κατά κανόνα υψηλότερη οριακή ροπή προς κατανάλωση, αυτό αναμένεται να στηρίξει τη συνολική ιδιωτική κατανάλωση. Επιπλέον, η αυξανόμενη καθαρή περιουσιακή θέση των νοικοκυριών, καθώς και η πρόοδος που έχει επιτευχθεί ως προς την απομόχλευση, εκτιμάται ότι επίσης θα στηρίξουν την κατανάλωση.

**Το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών αναμένεται να αυξηθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, από ιστορικά χαμηλά επίπεδα.** Το ποσοστό αποταμίευσης υποχώρησε το 2017, αντανακλώντας κυρίως τη βελτίωση της οικονομικής και χρηματοοικονομικής κατάστασης των νοικοκυριών, κάποια εκτόνωση της συσσωρευμένης ζήτησης με την πραγματοποίηση αγορών μεγάλης αξίας που είχαν αναβληθεί προηγουμένως και τον αντίκτυπο των πολύ χαμηλών επιτοκίων στη ροπή τους προς αποταμίευση. Το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να αυξηθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας κατά κύριο λόγο μια εξομάλυνση στο πλαίσιο της κυκλικής επέκτασης. Επιπλέον, αναμένεται ότι τα ιδιωτικά νοικοκυριά θα αυξήσουν τις αποταμιεύσεις τους ως απόκριση 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 Ιουνίου 2018, οι τεχνικές υποθέσεις περιλαμβάνουν ανατιμημένη σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ και χαμηλότερα επιτόκια.** Οι τεχνικές υποθέσεις που αφορούν τα επιτόκια και τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων βασίζονται στις προσδοκίες της αγοράς σύμφωνα με στοιχεία έως και τις 21 Αυγούστου 2018. 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 2018, -0,2% για το 2019 και 0,0% 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 2018, 1,3% το 2019 και 1,6% το 2020.<sup>2</sup> Σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2018, οι προσδοκίες της αγοράς για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά 6 μονάδες βάσης για το 2019 και κατά 19 μονάδες βάσης για το 2020, ενώ τα μακροπρόθεσμα επιτόκια έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά περίπου 8 μονάδες βάσης για το 2018, κατά 15 μονάδες βάσης για το 2019 και κατά 17 μονάδες βάσης για το 2020.

<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.

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 21 Αυγούστου 2018, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα αυξηθεί από 54,4 δολάρια ΗΠΑ το 2017 σε 71,5 δολάρια ΗΠΑ το 2018 και σε 71,7 δολάρια ΗΠΑ το 2019 και στη συνέχεια θα μειωθεί σε 69,0 δολάρια ΗΠΑ το 2020. Αυτό συνεπάγεται ότι, σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2018, οι τιμές του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ είναι χαμηλότερες κατά 4,0% το 2018, χαμηλότερες κατά 2,5% το 2019 και υψηλότερες κατά 0,4% το 2020. Οι τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων σε δολάρια ΗΠΑ εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα αυξηθούν ελαφρώς το 2018, θα μειωθούν το 2019 και θα ανακάμψουν το 2020.<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 21 Αυγούστου 2018. Αυτό συνεπάγεται ότι η μέση συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ ανά ευρώ θα διαμορφωθεί σε 1,18 το 2018 και σε 1,14 στο διάστημα 2019-20, έναντι 1,18 στις προβολές του Ιουνίου 2018. Η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (έναντι 38 εμπορικών εταίρων) είναι ανατιμημένη κατά 1,5% από ό,τι είχε υποτεθεί στις προβολές του Ιουνίου 2018.

#### Τεχνικές υποθέσεις

	Σεπτέμβριος 2018				Ιούνιος 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
EURIBOR τριών μηνών (ως ποσοστό % ετησίως)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,2
Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Δημοσίου (ως ποσοστό % ετησίως)	1,0	1,1	1,3	1,6	1,0	1,2	1,5	1,7
Τιμή πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι)	54,4	71,5	71,7	69,0	54,4	74,5	73,5	68,7
Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, σε δολάρια ΗΠΑ (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	8,0	1,9	-2,6	4,2	7,9	9,3	2,5	4,1
Συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ	1,13	1,18	1,14	1,14	1,13	1,20	1,18	1,18
Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (ΣΣΙ-38) (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	2,2	5,1	0,6	0,0	2,2	4,4	-0,1	0,0

**Η επέκταση των επενδύσεων σε κατοικίες αναμένεται να συνεχιστεί, αν και με μειωμένη δυναμική.** Οι επενδύσεις σε κατοικίες ανέκαμψαν έντονα το 2016 και το 2017, υποβοηθούμενες από τις πολύ ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και την επιταχυνόμενη άνοδο του εισοδήματος η οποία σχετίζεται με τη συνεχιζόμενη δημιουργία θέσεων απασχόλησης. Ωστόσο, η ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες φαίνεται ότι έφθασε στο υψηλότερο σημείο της στις αρχές του 2018. Οι βασικές συνθήκες για περαιτέρω αυξήσεις των επενδύσεων σε κατοικίες εξακολουθούν να υφίστανται στον χρονικό ορίζοντα προβολής, καθώς σύμφωνα με έρευνες τα νοικοκυριά σχεδιάζουν ολοένα περισσότερο να αγοράσουν ή να κτίσουν κατοικία ή να ξεκινήσουν επισκευαστικές εργασίες εντός των επόμενων δύο ετών.

<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 γ' τρίμηνο του 2019 και στη συνέχεια εξελίσσονται σύμφωνα με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα.

Ωστόσο, παρά την έντονη ζήτηση κατοικιών, η δυναμική αυτής της επέκτασης αναμένεται να επηρεαστεί αρνητικά από τους ολοένα πιο δεσμευτικούς περιορισμούς όσον αφορά το παραγωγικό δυναμικό στον κατασκευαστικό τομέα και τις δυσμενείς δημογραφικές τάσεις σε ορισμένες χώρες. Επιπλέον, οι συνθήκες χρηματοδότησης αναμένεται να γίνουν ελαφρώς αυστηρότερες και είναι πιθανόν να ανακύπτουν σταδιακά εναλλακτικές ευκαιρίες μακροπρόθεσμων επενδύσεων καθώς αυξάνονται οι αποδόσεις.

**Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να συνεχίσουν να ανακάμπτουν στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αν και με σταδιακά επιβραδυνόμενο ρυθμό.**

Διάφοροι παράγοντες αναμένεται να συνεχίσουν να στηρίζουν τις επιχειρηματικές επενδύσεις: η επιχειρηματική εμπιστοσύνη παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα υποβοηθούμενη από τις ευνοϊκές προσδοκίες για την παραγωγή και την αύξηση των παραγγελιών, ο βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού συνεχίζει να βρίσκεται πολύ πάνω από τον μακροχρόνιο μέσο όρο του και η έλλειψη εξοπλισμού αναφέρεται ολοένα περισσότερο ως παράγοντας που περιορίζει την παραγωγή στον τομέα της μεταποίησης, οι συνθήκες χρηματοδότησης αναμένεται να παραμείνουν πολύ ευνοϊκές στον χρονικό ορίζοντα προβολής, τα κέρδη αναμένεται να διευρυνθούν στον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ο οποίος έχει ήδη υψηλά ρευστά διαθέσιμα και οι επιχειρήσεις μπορεί να αυξήσουν τις επενδύσεις ως μέσο αντιστάθμισης των περιορισμών από την πλευρά της προσφοράς όσον αφορά το εργατικό δυναμικό. Επιπλέον, η έντονη ανάκαμψη των τιμών των μετοχών που παρατηρείται τα τελευταία έτη, η συνεχής συσσώρευση περιουσιακών στοιχείων και η συγκρατημένη αύξηση της δανειακής χρηματοδότησης έχουν οδηγήσει τον δείκτη μόχλευσης (χρέος προς σύνολο ενεργητικού) στον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κοντά σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα. Ωστόσο, η ακαθάριστη δανειακή επιβάρυνση σε ενοποιημένη βάση (ο λόγος του χρέους προς το εισόδημα) έχει μειωθεί πολύ λιγότερο και εξακολουθεί να βρίσκεται ελαφρώς άνω των προ κρίσης επιπέδων. Η σταδιακή απώλεια δυναμικής των επιχειρηματικών επενδύσεων στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής αντανακλά τη συνολική επιβράδυνση τόσο της εγχώριας όσο και της εξωτερικής ζήτησης.

## Πλαίσιο 2

### Το διεθνές περιβάλλον

---

**Η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη αναμένεται να μετριαστεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής ενώπιον αυξανόμενων κινδύνων και αβεβαιοτήτων.**

Η παγκόσμια οικονομία συνέχισε να μεγεθύνεται με σταθερό ρυθμό το α΄ εξάμηνο του 2018. Αν και η παγκόσμια μεταποιητική παραγωγή μετριάστηκε τους τελευταίους μήνες, σύμφωνα με στοιχεία ερευνών η παγκόσμια δραστηριότητα παραμένει σταθερή συνολικά. Ωστόσο, βραχυπρόθεσμα η παγκόσμια οικονομική δυναμική αναμένεται να περιοριστεί. Αφενός, οι προηγμένες οικονομίες συνεχίζουν να ωφελούνται από τις διευκολυντικές νομισματικές πολιτικές και τα σημαντικά δημοσιονομικά μέτρα τόνωσης της οικονομίας στις Ηνωμένες Πολιτείες. Η προηγούμενη ανάκαμψη των τιμών του πετρελαίου συνέβαλε επίσης στη σταθεροποίηση των επενδύσεων σε πολλές πετρελαιοεξαγωγικές χώρες. Αφετέρου, η αβεβαιότητα για τις μελλοντικές εμπορικές σχέσεις έχει αυξηθεί, πράγμα που αναμένεται να πλήξει την εμπιστοσύνη και τις επενδύσεις βραχυπρόθεσμα. Οι ανησυχίες σχετικά με το εμπόριο, η σταδιακή εξομάλυνση των νομισματικών πολιτικών στις



προηγμένες οικονομίες και οι αβεβαιότητες ως προς τις πολιτικές που θα ασκηθούν έχουν οδηγήσει σε αυστηρότερες συνθήκες χρηματοδότησης τους τελευταίους μήνες, ιδίως σε κάποιες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές. Μεσοπρόθεσμα, η δραστηριότητα αναμένεται να επιβραδυνθεί καθώς θα εξασθενούν οι κυκλικές δυνάμεις. Το αρνητικό παραγωγικό κενό έχει ήδη εξαλειφθεί ή εξαλείφεται στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες και η στήριξη από τα μέτρα πολιτικής θα μειωθεί σταδιακά. Η μετάβαση της Κίνας σε πορεία χαμηλότερης ανάπτυξης (λιγότερο εξαρτώμενης από μέτρα τόνωσης της οικονομίας) αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τις προοπτικές της. Επιπλέον, ενώ οι οικονομίες των χωρών που εξαγουν βασικά εμπορεύματα ανακάμπτουν, εξακολουθούν να έχουν ανάγκη δημοσιονομικής προσαρμογής. Συνολικά, η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη (εκτός της ζώνης του ευρώ) αναμένεται, βάσει των προβολών, να διαμορφωθεί σε 3,9% το 2018 και να μειωθεί σε 3,7% το 2020. Σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2018, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας για το 2018 και κατά 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας για το 2019. Αυτές οι αναθεωρήσεις προς τα κάτω αντικατοπτρίζουν τις ασθενέστερες προοπτικές σε ορισμένες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές, ιδίως στην Τουρκία. Επιπροσθέτως, κρίνεται ότι οι αυξανόμενες εντάσεις όσον αφορά το εμπόριο και η αυξημένη αβεβαιότητα σχετικά με τις παγκόσμιες προοπτικές θα επηρεάσουν αρνητικά τις παγκόσμιες επενδύσεις τα επόμενα τρίμηνα.

#### Το διεθνές περιβάλλον

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Σεπτέμβριος 2018				Ιούνιος 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Παγκόσμιο πραγματικό ΑΕΠ (εκτός ζώνης ευρώ)	3,8	3,9	3,7	3,7	3,8	4,0	3,9	3,7
Παγκόσμιο εμπόριο (εκτός ζώνης ευρώ) <sup>1)</sup>	5,4	4,6	3,9	3,8	5,2	5,1	4,6	4,0
Εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών ζώνης ευρώ <sup>2)</sup>	5,3	4,1	3,6	3,6	5,2	5,2	4,3	3,7

1) Υπολογίζεται ως σταθμισμένος μέσος όρος των εισαγωγών.

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

**Έπειτα από απότομη επιβράδυνση το β' τρίμηνο του τρέχοντος έτους, το παγκόσμιο εμπόριο αναμένεται να ανακάμψει μέτρια αλλά να παραμείνει σχετικά υποτονικό λόγω της αυξανόμενης αβεβαιότητας σε σχέση με τον εμπορικό προστατευτισμό.** Έπειτα από έντονη αύξηση το 2017, το παγκόσμιο εμπόριο επιβραδύνθηκε τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους. Όσον αφορά το άμεσο μέλλον, οι δασμοί που έχουν εφαρμοστεί μέχρι στιγμής επηρεάζουν ένα σχετικά μικρό ποσοστό του παγκόσμιου εμπορίου. Ωστόσο, έχουν αυξήσει τις ανησυχίες σχετικά με τις προοπτικές για τις εμπορικές πολιτικές και την παγκόσμια οικονομία, γεγονός που αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά την παγκόσμια δραστηριότητα και τις προοπτικές του εμπορίου. Μεσοπρόθεσμα, το παγκόσμιο εμπόριο αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να επεκταθεί με ρυθμό σε γενικές γραμμές παρόμοιο με εκείνον της παγκόσμιας δραστηριότητας. Συνολικά, η εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται ότι θα επεκταθεί κατά 4,1% το 2018 και θα επιβραδυνθεί κατά 3,6% μέχρι το 2020. Σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2018, έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά 1,1, κατά 0,7 και κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας για το 2018, το 2019 και το 2020 αντιστοίχως. Οι προς τα κάτω αναθεωρήσεις αντανακλούν κυρίως την υποχώρηση της δυναμικής που παρατηρείται στα δεδομένα βραχυπρόθεσμα. Σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα, αντανακλούν τον αντίκτυπο των υψηλότερων εμπορικών δασμών και τις επιδράσεις της υποτονικότερης, σύμφωνα με τις προβολές, δραστηριότητας.



---

**Ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να μετριαστεί, συμβαδίζοντας με την επιβράδυνση της εξωτερικής ζήτησης.** Οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης

του ευρώ αναμένεται να συνεχίσουν να αυξάνονται με ρυθμό παρόμοιο με εκείνον της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ, υποδηλώνοντας σταθερά σε γενικές γραμμές εξαγωγικά μερίδια στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι εισαγωγές από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να ωφεληθούν από τις θετικές εξελίξεις στην εγχώρια ζήτηση και, τα επόμενα τρίμηνα, από την ανατίμηση του ευρώ. Καθώς οι εισαγωγές αναμένεται, βάσει των προβολών, να αυξηθούν με ρυθμό κάπως ταχύτερο από ό,τι οι εξαγωγές, η συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου στην οικονομική ανάπτυξη αναμένεται να είναι σε γενικές γραμμές ουδέτερη στον χρονικό ορίζοντα προβολής, έπειτα από πολύ θετική συμβολή το 2017.

**Ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να επιβραδυνθεί καθώς οι ελλείψεις εργατικού δυναμικού αναμένεται να γίνουν ολοένα πιο δεσμευτικές σε ορισμένες χώρες.** Η απασχόληση με βάση τον αριθμό

των απασχολούμενων στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε κατά 0,4% το α' και το β' τρίμηνο του 2018. Η πρόσφατη ισχυρή αύξηση της απασχόλησης αφορά ευρύ σύνολο χωρών και οι έρευνες που καταγράφουν εκτιμήσεις για μελλοντικές εξελίξεις υποδηλώνουν περαιτέρω ισχυρή αύξηση της απασχόλησης βραχυπρόθεσμα. Ωστόσο, η αύξηση της απασχόλησης αναμένεται, βάσει των προβολών, να αποδυναμωθεί κατά τι. Το 2018 η επίδραση ορισμένων ευνοϊκών πρόσκαιρων παραγόντων (όπως τα μέτρα δημοσιονομικής τόνωσης σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ) αναμένεται να εξασθενήσει σταδιακά. Διατυπώνεται η υπόθεση ότι προς το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής οι ελλείψεις εργατικού δυναμικού θα ενταθούν σε ορισμένες χώρες.

**Ο ρυθμός αύξησης του εργατικού δυναμικού αναμένεται, βάσει των προβολών, να μετριαστεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.** Το εργατικό

δυναμικό αναμένεται να εξακολουθήσει να αυξάνεται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανakλώντας την καθαρή εισροή μεταναστών, την αναμενόμενη ένταξη των προσφύγων και τη συνεχιζόμενη αύξηση των ποσοστών συμμετοχής στην αγορά εργασίας (συμπεριλαμβανομένης της αντιστροφής του φαινομένου της «αποθάρρυνσης των εργαζομένων»). Ωστόσο, αυτές οι θετικές επιδράσεις αναμένεται, βάσει των προβολών, να αντισταθμιστούν σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής από τον δυσμενή αντίκτυπο της γήρανσης του πληθυσμού, καθώς ο αριθμός των εργαζομένων μεγαλύτερης ηλικίας που αποχωρούν από το εργατικό δυναμικό είναι υψηλότερος από τον αριθμό των νεότερων εργαζομένων που εισέρχονται σ' αυτό.

**Το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να μειωθεί σε 7,4% το 2020.** Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σε 8,3% το β' τρίμηνο του 2018, στο χαμηλότερο επίπεδο που έχει καταγραφεί από τα τέλη του 2008. Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, ο αριθμός των ανέργων αναμένεται, βάσει των προβολών, να συνεχίσει να μειώνεται σημαντικά, προσεγγίζοντας το προ της κρίσης κατώτατο επίπεδό του.

**Αντανακλώντας την κυκλική της εξέλιξη, η παραγωγικότητα της εργασίας αναμένεται, βάσει των προβολών, να ανακάμψει το 2019 και το 2020.** Έπειτα

από την ισχυρή δυναμική της το 2017, η παραγωγικότητα της εργασίας επιβραδύνθηκε το α΄ εξάμηνο του 2018, αντανακλώντας την απροσδόκητη εξασθένηση της δραστηριότητας. Το β΄ εξάμηνο του 2018 αναμένεται μέτρια επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας, αντανακλώντας την αντίδραση της απασχόλησης στην ασθενέστερη δραστηριότητα της αρχής του έτους, η οποία εκδηλώνεται με χρονική υστέρηση. Σε ό,τι αφορά τις περαιτέρω μελλοντικές εξελίξεις, η προαναφερόμενη επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης, ο αυξανόμενος βαθμός χρησιμοποίησης του κεφαλαίου σε συνθήκες μείωσης του αναξιοποίητου παραγωγικού δυναμικού, η αύξηση του αριθμού των πραγματικών ωρών εργασίας ανά εργαζόμενο και η σχετική ενίσχυση της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών υποδηλώνουν ότι ο ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας θα αυξηθεί σε μεταγενέστερο σημείο του χρονικού ορίζοντα προβολής, συγκλίνοντας σταδιακά προς το προ κρίσης μέσο επίπεδο του 1%.

**Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να παραμείνει άνω του δυνητικού ρυθμού ανάπτυξης στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.**

Ο δυνητικός ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται ότι απέκτησε κάποια δυναμική τα τελευταία έτη, στηριζόμενος από την αυξανόμενη συμβολή της παραγωγικότητας της εργασίας και της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών. Στο τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής, το δυνητικό προϊόν, αν και θα εξακολουθήσει να υπολείπεται του καταγραφόμενου ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, αναμένεται να αυξηθεί με ρυθμό ελαφρώς χαμηλότερο από εκείνον που είχε σημειωθεί πριν από την κρίση. Πρέπει να σημειωθεί, όμως, ότι τόσο ο δυνητικός ρυθμός ανάπτυξης όσο και οι προσδιοριστικοί του παράγοντες δεν είναι παρατηρήσιμες μεταβλητές και οι εν λόγω εκτιμήσεις περιβάλλονται από σημαντική αβεβαιότητα.

**Σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2018, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ έχει αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα κάτω για το 2018 και το 2019.**

Αυτές οι αναθεωρήσεις προς τα κάτω αφορούν κυρίως την ασθενέστερη από ό,τι αναμενόταν συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου, αντανακλώντας προς τα κάτω αναθεωρήσεις της εξωτερικής ζήτησης και ισχυρότερη σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ. Αυτές οι επιδράσεις υπεραντισταθμίζουν τη θετική επίδραση στην εγχώρια ζήτηση από τα χαμηλότερα επιτόκια χορηγήσεων και ορισμένα δημοσιονομικά μέτρα τόνωσης.

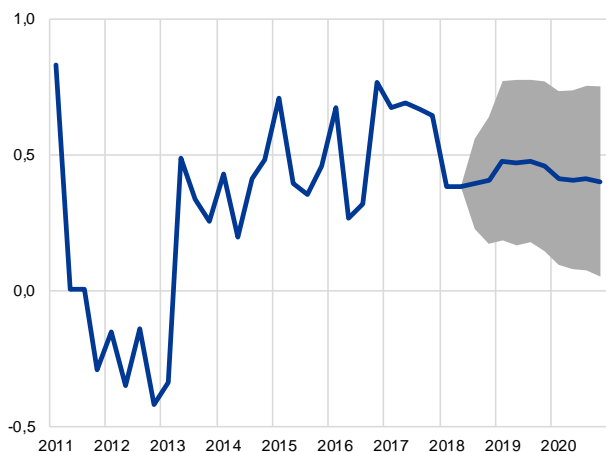
## Διάγραμμα 1

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

(τριμηνιαία στοιχεία)

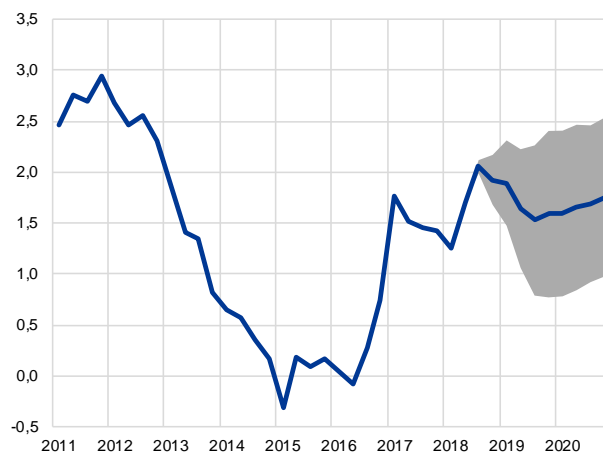
#### Πραγματικό ΑΕΠ ζώνης ευρώ<sup>2)</sup>

(τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές)



#### ΕνΔΤΚ ζώνης ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



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 και η διόρθωση για έκτακτα γεγονότα, περιγράφεται στο κείμενο με τίτλο *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, EKT, Δεκέμβριος 2009, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της EKT.

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

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

## 2

### Τιμές και κόστος

**Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται, βάσει των προβολών, να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 1,7% για κάθε έτος του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς η φθίνουσα πορεία του πληθωρισμού της ενέργειας βάσει του ΕνΔΤΚ αντισταθμίζει τη σταδιακή ενίσχυση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής.** Ο πληθωρισμός της ενέργειας αναμένεται να υποχωρήσει στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας καθοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης και μια ελαφρά μείωση των τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του αργού πετρελαίου. Ο υποκείμενος πληθωρισμός αναμένεται να αυξηθεί υποβοηθούμενος από τη βελτίωση της κυκλικής θέσης της οικονομίας και τη συναφή επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των μισθών. Περαιτέρω ανοδικές επιδράσεις στον υποκείμενο πληθωρισμό αναμένεται να προέλθουν από εξωτερικές εξελίξεις στις τιμές καθώς οι προηγούμενες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου επηρεάζουν έμμεσα τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής. Συνολικά, ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναμένεται, βάσει των προβολών, να αυξηθεί σταδιακά από 1,1% το 2018 σε 1,8% το 2020.

**Ο ρυθμός αύξησης των μισθών αναμένεται να επιταχυνθεί αισθητά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς θα εμφανίζονται συνθήκες στενότητας στις αγορές εργασίας και η επίδραση των παραγόντων που**

### **συγκράτησαν τις μισθολογικές αυξήσεις σε ορισμένες χώρες τα τελευταία έτη**

**θα εξασθενεί.** Ο ρυθμός αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί σημαντικά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, σε 2,7% το 2020. Ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να ενισχυθεί ακολουθώντας τον ρυθμό ανόδου της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό, λόγω του σχετικά μέτριου ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ο βασικός παράγοντας που συντελεί στην επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των μισθών είναι η αναμενόμενη περαιτέρω βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ, με αυξανόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας και ορατές ελλείψεις στην προσφορά εργασίας σε ορισμένα μέρη της ζώνης του ευρώ. Οι ευνοϊκές συνθήκες στην αγορά εργασίας έχουν αρχίσει ήδη να γίνονται ορατές στην αύξηση των συμβατικών αποδοχών. Σε όσες χώρες της ζώνης του ευρώ εφαρμόζουν διαδικασίες καθορισμού των μισθών σε συνάρτηση εν μέρει με τον καταγεγραμμένο την προηγούμενη περίοδο πληθωρισμό, η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των μισθών αναμένεται εύλογα να υποστηρίζεται από τη σημαντική πρόσφατη αύξηση του μετρούμενου πληθωρισμού. Επιπλέον, οι μειωτικές επιδράσεις των σχετικών με την κρίση παραγόντων στους μισθούς, όπως η ανάγκη συγκράτησης των μισθολογικών αυξήσεων προκειμένου να ανακτηθεί η ανταγωνιστικότητα των τιμών σε ορισμένες χώρες και η συνεχιζόμενη συγκράτησή τους λόγω δεσμευτικών δυσκαμψιών προσαρμογής των ονομαστικών μισθών προς τα κάτω στη διάρκεια της κρίσης, αναμένεται σταδιακά να εξασθενήσουν, καθώς η οικονομική μεγέθυνση θα συνεχίζεται και θα επεκτείνεται σε ευρύτερο φάσμα χωρών της ζώνης του ευρώ. Επιπροσθέτως, ορισμένα κυβερνητικά μέτρα που περιόρισαν την αύξηση των μισθών στο παρελθόν αναμένεται να έχουν μικρότερη επίδραση.

### **Τα περιθώρια κέρδους δεν αναμένεται να ασκήσουν πρόσθετες πληθωριστικές**

**πίεσεις στον χρονικό ορίζοντα προβολής.** Οι αυξήσεις του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και των καθαρών έμμεσων φόρων ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να αποτελέσουν την κύρια πηγή αυξανόμενων πληθωριστικών πιέσεων όπως υπολογίζονται με βάση τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ. Ο ρυθμός αύξησης των περιθωρίων κέρδους αναμένεται να είναι συγκρατημένος, ιδίως προς το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας την ελαφρώς καθοδική πορεία του ρυθμού αύξησης της δραστηριότητας.

### **Οι εξωτερικές πιέσεις στις τιμές αναμένεται να παραμείνουν θετικές αλλά να μετριαστούν στον χρονικό ορίζοντα προβολής.**

Η καθοδική πορεία του αποπληθωριστή των εισαγωγών, που θα ξεκινήσει από το επόμενο έτος, αντανακλά τις υποθέσεις για ήπια υποχώρηση των τιμών του πετρελαίου που θα περιορίσει την επίδραση των αυξανόμενων τιμών των μη πετρελαϊκών βασικών εμπορευμάτων και των σταδιακά αυξανόμενων υποκείμενων παγκόσμιων πιέσεων στις τιμές που σχετίζονται με τη μείωση του αναξιοποίητου παγκόσμιου παραγωγικού δυναμικού.

### **Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) παραμένει αμετάβλητος σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2018.**

Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς τα είδη διατροφής και την ενέργεια έχει αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα κάτω για το 2019 και το 2020, ευθυγραμμιζόμενος με τις κάπως υποτονικότερες προοπτικές ανάπτυξης. Οι αναθεωρήσεις αυτές αντισταθμίζονται από την προς τα άνω αναθεώρηση του

πληθωρισμού της ενέργειας (βάσει του ΕνΔΤΚ) λόγω της ανόδου των τιμών της ηλεκτρικής ενέργειας και του φυσικού αερίου σε ορισμένες χώρες το 2018 και των υποθέσεων για τις τιμές του πετρελαίου σε ευρώ, οι οποίες ακολουθούν μια λιγότερο έντονη καθοδική πορεία συγκριτικά με τις προηγούμενες προβολές.

### 3 Δημοσιονομικές προοπτικές

**Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να είναι σε γενικές γραμμές ουδέτερη το 2018, ελαφρώς επεκτατική το 2019 και πάλι γενικά ουδέτερη το 2020.** Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής μετρείται ως η μεταβολή του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος χωρίς την κρατική στήριξη προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής τα οποία εμπίπτουν στη διακριτική ευχέρεια επιμέρους χωρών είναι επεκτατικά, εν μέρει λόγω των περικοπών των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης και της φορολογίας εισοδήματος των επιχειρήσεων και εν μέρει εξαιτίας της πιο δυναμικής αύξησης των δημόσιων δαπανών. Ωστόσο, η τόνωση που προήλθε από τα εν λόγω μέτρα αντισταθμίζεται, σε μεγάλο βαθμό, από υψηλά έσοδα άμεσης φορολογίας. Το 2019, η κύρια συμβολή στην επεκτατική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής απορρέει από περικοπές των άμεσων φόρων και υψηλότερες δημόσιες δαπάνες σε μία χώρα της ζώνης του ευρώ, οι οποίες αντισταθμίζονται εν μέρει από την προσαρμογή σε άλλη χώρα της ζώνης του ευρώ. Το 2020, περαιτέρω περικοπές των άμεσων φόρων και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης αντισταθμίζονται εν μέρει από την πιο συγκρατημένη άνοδο των μεταβιβάσεων και των επιδοτήσεων, καθώς και της δημόσιας κατανάλωσης.

**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 μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, κυρίως λόγω της βελτίωσης της κυκλικής συνιστώσας και της μείωσης των δαπανών για τόκους, που απορρέει από την αντικατάσταση παλαιού χρέους υψηλού κόστους με νέο χρέος με χαμηλότερα επιτόκια. Αυτό αντισταθμίζεται εν μέρει με την επιδείνωση του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος. Η καθοδική πορεία του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ υποστηρίζεται από τη διατήρηση θετικών πρωτογενών πλεονασμάτων και την ευνοϊκή διαφορά ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου<sup>4</sup>. Σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2018, οι προοπτικές για το έλλειμμα παραμένουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητες, ενώ ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ έχει αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα πάνω για το 2020, κυρίως λόγω της λιγότερο ευνοϊκής διαφοράς ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου.

<sup>4</sup> Αυτή υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου εκτοκισμού του χρέους και του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ.

### Πλαίσιο 3

#### 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.

#### 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 επί του πετρελαίου, προβλέπεται καθοδική πορεία των τιμών του πετρελαίου, με την τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent να διαμορφώνεται σε 69 δολάρια ΗΠΑ ανά βαρέλι το 2020. Η πορεία αυτή είναι συμβατή με τη συνεχιζόμενη αύξηση της παγκόσμιας ζήτησης πετρελαίου. Όσον αφορά τους παράγοντες από την πλευρά της προσφοράς, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου πιθανώς αντανακλούν επίσης τις καθοδικές επιδράσεις στις τιμές του πετρελαίου λόγω της χαλάρωσης της πολιτικής μείωσης της προσφοράς που εφαρμόζει ο ΟΠΕΚ, οι οποίες μπορεί να υπεραντισταθμίσουν ελαφρώς τις χαμηλότερες προσδοκίες για την παραγωγή πετρελαίου στις ΗΠΑ (λόγω εμπλοκών στις μεταφορές) βραχυπρόθεσμα και τις ανησυχίες σχετικά με τη χαμηλότερη προσφορά από το Ιράν κατόπιν των κυρώσεων που επέβαλαν οι ΗΠΑ. Ένας συνδυασμός εναλλακτικών υποδειγμάτων που χρησιμοποιούν οι εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ<sup>5</sup> για να προβλέψουν τις τιμές του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής υποδεικνύει υψηλότερες τιμές του πετρελαίου σε σχέση με τις τεχνικές υποθέσεις. Η υλοποίηση εναλλακτικής πορείας των τιμών του πετρελαίου που προκύπτει από αυτά τα υποδείγματα, σύμφωνα με την οποία οι τιμές του πετρελαίου είναι κατά 4,7% υψηλότερες από ό,τι υποθέτει το βασικό σενάριο μέχρι το 2020, θα επιβράδυνε οριακά τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (κατά λιγότερο από 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας το 2019 και το 2020), ενώ θα επέφερε ελαφρώς ταχύτερη αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας το 2020).

#### 2) Εναλλακτική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας

**Η παρούσα ανάλυση ευαισθησίας διερευνά τις επιδράσεις από τυχόν ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.** Μια πηγή κινδύνου ανατίμησης είναι το ενδεχόμενο η τυχόν εντονότερη από ό,τι αναμένεται οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ να οδηγήσει σε ανοδικές πληθωριστικές πιέσεις. Αυτό το σενάριο είναι συμβατό με την ουδέτερη ως προς τον κίνδυνο κατανομή της συναλλαγματικής ισοτιμίας, όπως συνάγεται από τα δικαιώματα προαίρεσης επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ στις 21 Αυγούστου 2018, η οποία είναι έντονα ασύμμετρη υπέρ της ανατίμησης του ευρώ. Το 75ο εκατοστημόριο αυτής της κατανομής συνεπάγεται ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε 1,33

<sup>5</sup> Βλ. τον συνδυασμό τεσσάρων υποδειγμάτων που παρουσιάζεται στο άρθρο με τίτλο "Forecasting the price of oil", Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 4, ΕΚΤ, 2015.

δολάρια ΗΠΑ ανά ευρώ το 2020, δηλαδή περίπου 16,5% υψηλότερα από την υπόθεση του βασικού σεναρίου για το συγκεκριμένο έτος. Οι αντίστοιχες υποθέσεις για την ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ αντανakλούν 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 ελαφρώς πάνω από το 50%. Σε αυτό το σενάριο, ο μέσος όρος των αποτελεσμάτων διαφόρων μακροοικονομικών υποδειγμάτων των εμπειρογνομόνων υποδεικνύει ότι ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα ήταν χαμηλότερος κατά 0,4 της ποσοστιαίας μονάδας το 2019 και κατά 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας το 2020. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) θα ήταν χαμηλότερος κατά 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας το 2019 και 0,6 το 2020.

#### **Πλαίσιο 4**

##### 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 της ΕΚΤ/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 παρούσες προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (οι οποίες 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
Προβολές εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ	Σεπτέμβριος 2018	2,0 [1,8 - 2,2]	1,8 [1,0 - 2,6]	1,7 [0,6 - 2,8]	1,7 [1,6 - 1,8]	1,7 [1,1 - 2,3]	1,7 [0,9 - 2,5]
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Ιούλιος 2018	2,1	2,0	-	1,7	1,7	-
ΟΟΣΑ	Μάιος 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Βαρόμετρο της ζώνης του ευρώ	Αύγουστος 2018	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
Προβλέψεις της Consensus Economics	Αύγουστος 2018	2,1	1,8	1,3	1,7	1,6	1,6
Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματικών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων	Ιούλιος 2018	2,2	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
ΔΝΤ	Ιούλιος/Απρίλιος 2018	2,2	1,9	1,7	1,5	1,6	1,8

Πηγές: Ενδιάμεσες Οικονομικές Προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Καλοκαίρι 2018· ΔΝΤ, επικαιροποιημένη έκδοση του World Economic Outlook, Ιούλιος 2018 (ΑΕΠ)· ΔΝΤ, World Economic Outlook, Απρίλιος 2018 (ΕνΔΤΚ)· ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Μάιος 2018· Προβλέψεις της Consensus Economics, Αύγουστος 2018· για τις προβλέψεις της Consensus Economics για την αύξηση του ΑΕΠ το 2020 πηγή είναι η έρευνα για τις τάσεις της παραγωγικότητας και των μισθών του Αυγούστου 2018 και για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) το 2020 η έρευνα μακροπρόθεσμων προβλέψεων του Ιουλίου 2018· MJEconomics για το Βαρόμετρο της Ζώνης του Ευρώ, Αύγουστος 2018· και Έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των Επαγγελματικών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων, Ιούλιος 2018.

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, 2018

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 2529-4458 (pdf)  
Αριθ. καταλόγου ΕΕ QB-CE-18-002-EL-N (pdf)