



Ιούνιος 2017

Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ¹

Η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται, σύμφωνα με τις προβολές, ότι θα συνεχιστεί με ταχύτερο ρυθμό από ό,τι αναμενόταν. Το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί κατά περίπου 1,8% ετησίως στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η αναμενόμενη παγκόσμια ανάκαμψη θα στηρίξει τις εξαγωγές της ζώνης του ευρώ, ενώ η ιδιαίτερως διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, η πρόοδος που επιτεύχθηκε ως προς την απομόχλευση σε όλους τους τομείς και η συνεχής βελτίωση της αγοράς εργασίας αναμένεται, βάσει των προβολών, να στηρίξουν την εγχώρια ζήτηση στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Ο ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να ακολουθήσει πορεία σε σχήμα V και να διαμορφωθεί σε 1,6% το 2019. Ενώ η σημαντική ανοδική επίδραση που ασκεί το 2017 η ενεργειακή συνιστώσα θα μειωθεί το 2018 και το 2019, ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής θα αυξηθεί σταδιακά με την πάροδο του χρόνου, με την υποχώρηση του βαθμού υποαπασχόλησης των πόρων στην οικονομία.

1

Πραγματική οικονομία

Μετά από εύρωστη ανάπτυξη το α' τρίμηνο του 2017, ευνοϊκοί βραχυχρόνιοι δείκτες υποδηλώνουν συνεχιζόμενη έντονη δυναμική σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας εξακολούθησαν να βελτιώνονται τους τελευταίους μήνες, καθώς αφενός το αυξανόμενο εργατικό δυναμικό μετρίασε τα

¹ 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 εγκρίνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο και δεν απηχούν απαραίτητα τις απόψεις του Διοικητικού Συμβουλίου 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, όπως οι τιμές του πετρελαίου και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, ήταν η 16η Μαΐου 2017 (βλ. Πλαίσιο 1). Η τελευταία ημερομηνία για τη συμπερίληψη άλλων στοιχείων στις παρούσες προβολές ήταν η 23η Μαΐου 2017.

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

Βλ. στη διεύθυνση <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> επεξεργάσιμη έκδοση των στοιχείων στα οποία βασίζονται επιλεγμένοι πίνακες και διαγράμματα.

φαινόμενα συμφόρησης που παρουσιάζονται σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ στην άνοδο της απασχόλησης και αφετέρου η ανεργία μειώθηκε στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ. Η εμπιστοσύνη των επιχειρήσεων και των καταναλωτών βελτιώθηκε περαιτέρω στους διάφορους τομείς και στις διάφορες χώρες τους τελευταίους μήνες, από ήδη υψηλά επίπεδα, καταδεικνύοντας συνέχιση της ισχυρής ανάπτυξης σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,9% το 2017, 1,8% το 2018 και 1,7% το 2019. Διάφοροι ευνοϊκοί παράγοντες αναμένεται να εξακολουθήσουν να στηρίζουν την εγχώρια ζήτηση στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η ιδιαίτερως διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ εξακολουθεί να μεταδίδεται στην οικονομία και οι προσδοκίες της αγοράς για τα μελλοντικά επιτόκια, όπως ενσωματώνονται στις τεχνικές υποθέσεις της παρούσας προβολής, παραμένουν χαμηλές στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα. Οι τραπεζικές χορηγήσεις προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) εξακολουθούν να ανακάμπτουν, ωθούμενες από τα χαμηλά επιτόκια, την αυξανόμενη ζήτηση πιστώσεων και τις ευνοϊκές συνθήκες της προσφοράς δανείων. Η περαιτέρω βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας και οι μειωμένες ανάγκες απομόχλευσης στηρίζουν επίσης την εγχώρια ζήτηση. Η παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη εκτιμάται επίσης, βάσει των προβολών, ότι θα ενισχυθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, στηρίζοντας τις εξαγωγές της ζώνης του ευρώ.

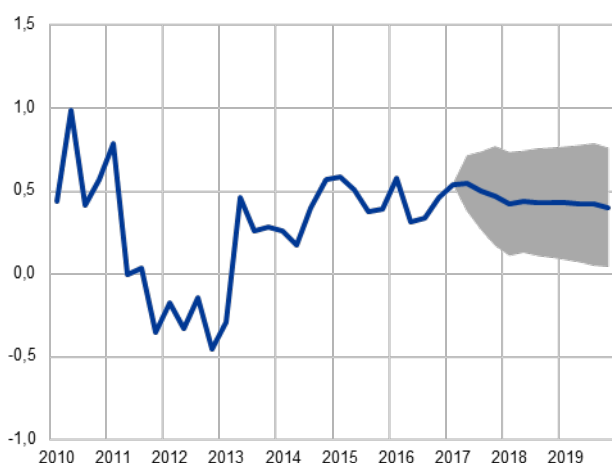
Διάγραμμα 1

Μακροοικονομικές προβολές¹⁾

(τριμηνιαία στοιχεία)

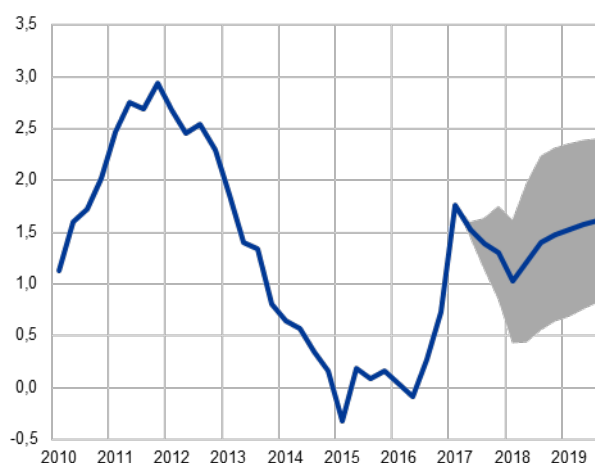
Πραγματικό ΑΕΠ ζώνης ευρώ²⁾

(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 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.

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

Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται, βάσει των προβολών, ότι θα συνεχίσει να ανακάμπτει, αν και με κάπως ασθενέστερη δυναμική σε σχέση με το 2016.

Η εμπιστοσύνη των καταναλωτών βελτιώθηκε περαιτέρω στις διάφορες χώρες τους

τελευταίους μήνες σε επίπεδα πολύ πάνω από τους αντίστοιχους μακροχρόνιους μέσους όρους, λόγω των καλύτερων προσδοκιών τους για τις γενικές οικονομικές εξελίξεις και των ευνοϊκότερων προσδοκιών για την προσωπική χρηματοοικονομική τους κατάσταση. Οι προοπτικές για την ιδιωτική κατανάλωση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα στηρίζονται επίσης από τις πρόσφατες συνεχείς βελτιώσεις των συνθηκών στην αγορά εργασίας.

Ο ρυθμός αύξησης του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να επιταχυνθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αν και ο υψηλότερος πληθωρισμός θα επηρεάσει αρνητικά την πραγματική αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών. Η συμβολή των ακαθάριστων μισθών και ημερομισθίων στην αύξηση του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται να διευρυνθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, υποβοηθούμενη τόσο από τη συνεχιζόμενη αύξηση της απασχόλησης όσο και από την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό. Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται να υποχωρήσει σημαντικά το 2017, αντανακλώντας κυρίως την αύξηση, βάσει των προβολών, του πληθωρισμού των τιμών της ενέργειας, και να ανακάμψει σταδιακά στη συνέχεια.

Οι βελτιούμενοι όροι χορήγησης τραπεζικών δανείων, ενισχυμένοι από τα μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, αναμένεται να στηρίξουν την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Ενώ τα χαμηλότερα 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 περαιτέρω τη συνολική ιδιωτική κατανάλωση. Επιπλέον, η πρόοδος που έχει επιτευχθεί ως προς την απομόχλευση εκτιμάται επίσης ότι θα στηρίξει την κατανάλωση.

Το ποσοστό αποταμίευσης, μετά την εξάλειψη της αύξησής του που συνδεόταν με τις τιμές του πετρελαίου, αναμένεται να παραμείνει σε γενικές γραμμές σταθερό στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Αυτή η σχετική σταθερότητα υποκρύπτει αντίρροπους παράγοντες στις διάφορες χώρες της ζώνης του ευρώ. Καθοδικές πιέσεις απορρέουν από τη μείωση της ανεργίας, τη βελτίωση των πιστωτικών συνθηκών και τα χαμηλά επιτόκια, ενώ ανοδικές πιέσεις προκύπτουν από τις εναπομένουσες ανάγκες για μείωση της ακαθάριστης δανειακής επιβάρυνσης και από την εξομάλυνση της κατανάλωσης στο πλαίσιο της κυκλικής ανάκαμψης. Συνολικά, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιβραδυνθεί από 1,9% το 2016 σε περίπου 1,5% μεταξύ του 2017 και του 2019.

Πλαίσιο 1

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

Σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου 2017, οι τεχνικές υποθέσεις περιλαμβάνουν σημαντικά χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου εκφρασμένες σε δολάρια ΗΠΑ, την ανατίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και χαμηλότερα μακροπρόθεσμα 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 16 Μαΐου 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, -0,2% για το 2018 και 0,0% για το 2019. Οι προσδοκίες της αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν μέσο επίπεδο 1,2% το 2017, 1,5% το 2018 και 1,8% το 2019.² Σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου 2017, οι προσδοκίες της αγοράς για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια παραμένουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητες, ενώ οι προσδοκίες για τα μακροπρόθεσμα επιτόκια έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά 10-20 μονάδες βάσης.

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 16 Μαΐου, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα αυξηθεί από 44,0 δολάρια ΗΠΑ το 2016 σε 51,6 δολάρια ΗΠΑ το 2017 και θα παραμείνει στο ίδιο περίπου επίπεδο το 2018 και το 2019. Αυτό συνεπάγεται ότι, σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου 2017, οι τιμές του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ είναι χαμηλότερες κατά 8,6% το 2017, 9,1% το 2018 και 7,9% 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.³

Βάσει των υποθέσεων, στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής οι διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες θα παραμείνουν αμετάβλητες στα μέσα επίπεδα που επικρατούσαν το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε στις 16 Μαΐου. Αυτό συνεπάγεται ότι η μέση συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ ανά ευρώ θα διαμορφωθεί σε 1,08 το 2017 και σε 1,09 στο διάστημα 2018-2019, έναντι 1,07 στις προβολές του Μαρτίου 2017. Η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (έναντι 38 εμπορικών εταίρων) είναι κατά 0,6% υψηλότερη το 2017 και κατά 1,0% υψηλότερη στο διάστημα 2018-2019 από ό,τι είχε υποτεθεί στις προβολές του Μαρτίου 2017.

² 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.

³ 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 β' τρίμηνο του 2018 και στη συνέχεια εξελίσσονται σύμφωνα με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα.

	Ιούνιος 2017				Μάρτιος 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
EURIBOR τριών μηνών (ως ποσοστό % ετησίως)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Δημοσίου (ως ποσοστό % ετησίως)	0,8	1,2	1,5	1,8	0,8	1,3	1,6	1,9
Τιμή πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι)	44,0	51,6	51,4	51,5	44,0	56,4	56,5	55,9
Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, σε δολάρια ΗΠΑ (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	-3,9	6,4	2,0	4,5	-3,9	13,2	3,5	4,6
Συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ	1,11	1,08	1,09	1,09	1,11	1,07	1,07	1,07
Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (ΣΣΙ-38) (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	3,7	-0,4	0,3	0,0	3,7	-1,0	0,0	0,0

Η ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες αναμένεται να συνεχιστεί.

Οι επενδύσεις σε κατοικίες ανέκαμψαν έντονα το 2016, υποβοηθούμενες από την έντονη αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος και τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης. Εξακολουθούν να υφίστανται οι θεμελιώδεις συνθήκες για περαιτέρω ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες. Οι ευνοϊκές προοπτικές για τις επενδύσεις σε κατοικίες τεκμηριώνονται από την αύξηση των οικοδομικών αδειών και την αυξανόμενη ζήτηση δανείων για αγορά κατοικίας σε ένα περιβάλλον βελτιούμενων όρων χορήγησης τραπεζικών δανείων. Οι ευνοϊκές προοπτικές για τα εισοδήματα και οι συνθήκες χρηματοδότησης εξακολουθούν να στηρίζουν τη συνεχιζόμενη ανοδική τάση των αγορών κατοικιών. Ωστόσο, ο ρυθμός αύξησης των επενδύσεων σε κατοικίες αναμένεται να απολέσει μέρος της δυναμικής του στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας τη σταδιακή εξάλειψη της επίδρασης των φορολογικών κινήτρων σε ορισμένες χώρες και τις δυσμενείς δημογραφικές εξελίξεις οι οποίες αναμένεται τελικά να έχουν επιπτώσεις.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να εξελιχθούν σύμφωνα με την κυκλική ανάκαμψη.

Καθώς η εξωτερική ζήτηση ενισχύεται και σε ορισμένες χώρες τίθενται σε εφαρμογή τα δημοσιονομικά μέτρα, οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να συνεχίσουν να ανακάμπτουν. Αυτή η ανάκαμψη στηρίζεται από διάφορους παράγοντες: η επιχειρηματική εμπιστοσύνη συνεχίζει να βελτιώνεται υποβοηθούμενη από τις πολύ ευνοϊκές προσδοκίες για την παραγωγή, την αύξηση των παραγγελιών και από την αναστροφή των προσδοκιών για τις τιμές πώλησης. Ο βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού συνέχισε να αυξάνεται στις αρχές του 2017 υπερβαίνοντας τα μέσα προ της κρίσης επίπεδα. Οι συνθήκες χρηματοδότησης αναμένεται να γίνουν ελάχιστα μόνο πιο περιοριστικές στον χρονικό ορίζοντα προβολής και να εξακολουθήσουν να είναι πολύ ευνοϊκές. Υπάρχει ανάγκη εκσυγχρονισμού του κεφαλαιακού εξοπλισμού έπειτα από αρκετά έτη υποτονικών επενδύσεων. Τέλος, τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να ενισχυθούν στον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ο οποίος έχει ήδη υψηλά ρευστά διαθέσιμα. Επιπλέον, η έντονη ανάκαμψη στις τιμές των μετοχών που παρατηρείται τα τελευταία έτη και η συγκρατημένη αύξηση της δανειακής χρηματοδότησης έχουν οδηγήσει τον δείκτη μόχλευσης (χρέος προς σύνολο ενεργητικού) του τομέα των μη

χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Ωστόσο, ορισμένοι παράγοντες αναμένεται να συνεχίσουν να επηρεάζουν ανασταλτικά τις προοπτικές για τις επιχειρηματικές επενδύσεις. Αυτοί αφορούν μεταξύ άλλων τις προσδοκίες για χαμηλότερο ρυθμό αύξησης του δυνητικού προϊόντος από ό,τι στο παρελθόν και περιορισμούς στη δυνατότητα των τραπεζών σε ορισμένες χώρες να επιτελέσουν τον διαμεσολαβητικό τους ρόλο.

Πλαίσιο 2

Το διεθνές περιβάλλον

Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να συνεχίσει να ανακάμπτει. Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ υποχώρησε το α' τρίμηνο του 2017, όμως οι δείκτες εμπιστοσύνης και οι έρευνες δείχνουν ανάκαμψη τους προσεχείς μήνες. Οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες στις προηγμένες οικονομίες παραμένουν ευνοϊκές, υποβοηθούμενες από την άσκηση διευκολυντικών νομισματικών πολιτικών στις προηγμένες οικονομίες και τις προσδοκίες για τη λήψη δημοσιονομικών μέτρων τόνωσης της οικονομίας στις ΗΠΑ. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές των οικονομιών με αναδυόμενες αγορές ανέκαμψαν επίσης μετά τα αποτελέσματα των αμερικανικών εκλογών στα τέλη του 2016. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, αναμένεται συγκρατημένη επιτάχυνση της παγκόσμιας δραστηριότητας. Οι προοπτικές για τις προηγμένες οικονομίες υποδηλώνουν τη συνέχιση της κυκλικής ανάκαμψης καθώς τα παραγωγικά κενά τους σταδιακά εξαλείφονται. Όσον αφορά τις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές, η ανάπτυξη αναμένεται να παραμείνει ανθεκτική στις χώρες που εισάγουν βασικά εμπορεύματα όπως η Ινδία και η Κίνα, ενώ η δραστηριότητα στις χώρες που εξάγουν βασικά εμπορεύματα αναμένεται να σταματήσει να μειώνεται έπειτα από βαθιές υφέσεις. Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα (εκτός της ζώνης του ευρώ) αναμένεται, βάσει των προβολών, να επεκταθεί κατά 3,5% το 2017 και κατά 3,8% το 2018 και το 2019, αμετάβλητη σε σύγκριση με τις προηγούμενες προβολές.

Το διεθνές περιβάλλον

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Ιούνιος 2017				Μάρτιος 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Παγκόσμιο πραγματικό ΑΕΠ (εκτός ζώνης ευρώ)	3,2	3,5	3,8	3,8	3,1	3,5	3,8	3,8
Παγκόσμιο εμπόριο (εκτός ζώνης ευρώ) ¹⁾	0,9	4,4	3,8	3,9	1,2	3,4	3,7	3,8
Εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών ζώνης ευρώ ²⁾	1,3	3,7	3,4	3,5	1,6	2,8	3,4	3,5

1) Υπολογίζεται ως σταθμισμένος μέσος όρος των εισαγωγών.

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

Το παγκόσμιο εμπόριο αναμένεται να επεκταθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αφού ενισχύθηκε σημαντικά τους τελευταίους μήνες. Το παγκόσμιο εμπόριο αναμένεται να επεκταθεί συμβαδίζοντας με την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας μεσοπρόθεσμα. Σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου 2017, η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ έχει αναθεωρηθεί προς τα άνω το 2017, αντανακλώντας κυρίως πιο εύρωστα από ό,τι αναμενόταν πρόσφατα στοιχεία.

Οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να υποβοηθηθούν από την ανάκαμψη της παγκόσμιας ζήτησης.

Η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι απέκτησε δυναμική το β' εξάμηνο του 2016 και στις αρχές του 2017, λόγω της υψηλότερης ζήτησης εισαγωγών τόσο στις προηγμένες οικονομίες (ιδίως, τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία) όσο και στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές (πιο συγκεκριμένα, την Κίνα, τη Ρωσία και τη Βραζιλία). Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, η ζήτηση εισαγωγών αναμένεται, βάσει των προβολών, να αυξηθεί τόσο στις προηγμένες οικονομίες όσο και στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές, ενώ θα παραμείνει υποτονική στο Ηνωμένο Βασίλειο. Οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να ωφεληθούν από την αύξηση της εξωτερικής ζήτησης στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι εισαγωγές από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να αυξηθούν ταχύτερα από τις αντίστοιχες εξαγωγές και σύμφωνα με την ιστορική ελαστικότητά τους ως προς τη συνολική ζήτηση. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να μειωθεί κάπως στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, εν μέρει καθώς εξαλείφονται προηγούμενες επιδράσεις των όρων εμπορίου που σχετίζονται με τις τιμές του πετρελαίου.

Το αρνητικό παραγωγικό κενό αναμένεται να εξαλειφθεί στον χρονικό ορίζοντα προβολής.

Ο ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε επίπεδο ελαφρώς υψηλότερο από το 1% στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής και άρα θα συνεχίσει να υπολείπεται σαφώς του εκτιμώμενου, βάσει των προβολών, ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (1,8% περίπου). Ο υποτονικός ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος αντανακλά κατά κύριο λόγο τη σχετικά χαμηλή συμβολή του κεφαλαίου έπειτα από μια παρατεταμένη περίοδο ιστορικώς χαμηλών επενδύσεων. Η συμβολή της εργασίας αναμένεται, βάσει των προβολών, να διευρυνθεί, αντανακλώντας την αυξανόμενη συμμετοχή στην αγορά εργασίας, λόγω προηγούμενων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Η συμβολή της εργασίας θα παραμείνει ωστόσο κάπως χαμηλότερη από τον προ κρίσης μέσο όρο της, λόγω της γήρανσης του πληθυσμού. Η συμβολή της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών αναμένεται να είναι ελάχιστα μόνον κάτω από το προ κρίσης επίπεδό της.

Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας της ζώνης του ευρώ αναμένεται να συνεχίσουν να βελτιώνονται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Η απασχόληση θα συνεχίσει, σύμφωνα με τις προβολές, να αυξάνεται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ωστόσο, θα χάσει σταδιακά μέρος της δυναμικής της. Βραχυπρόθεσμα, αυτό αντανακλά κυρίως την εξασθένηση ορισμένων ευνοϊκών παραδοικών παραγόντων που επηρεάζουν την αύξηση της απασχόλησης. Στο υπόλοιπο διάστημα του χρονικού ορίζοντα προβολής, οι ελλείψεις στην προσφορά ειδικευμένου προσωπικού θα αποτελέσουν, βάσει των υποθέσεων, όλο και μεγαλύτερους περιορισμούς σε ορισμένες χώρες, επηρεάζοντας αρνητικά την αύξηση της απασχόλησης και οδηγώντας σε άνοδο του αριθμού πραγματικών ωρών εργασίας ανά εργαζόμενο. Αυτές οι εξελίξεις στην απασχόληση υποδηλώνουν ανάκαμψη του ρυθμού ανόδου της παραγωγικότητας της εργασίας, αντανακλώντας έναν αυξημένο βαθμό χρησιμοποίησης του κεφαλαίου και της εργασίας σε συνθήκες μείωσης της υποαπασχόλησης των πόρων. Το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι θα μειωθεί σε 8,3% το 2019, αλλά θα παραμείνει σε επίπεδα υψηλότερα από ό,τι πριν από την κρίση (7,5% το 2007).

Σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου 2017, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ έχει αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα άνω. Οι πολύ ευνοϊκές

προσδοκίες των επιχειρήσεων και των καταναλωτών, σε συνδυασμό με την ενισχυμένη εξωτερική ζήτηση, υποδηλώνουν ελαφρώς ισχυρότερη βραχυπρόθεσμη ανάπτυξη από ό,τι αναμενόταν. Πέραν του βραχυπρόθεσμου ορίζοντα, οι ανοδικές επιδράσεις από τις χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου, τα χαμηλότερα μακροπρόθεσμα επιτόκια και τις υψηλότερες τιμές των μετοχών, καθώς και από την ενίσχυση της δημόσιας κατανάλωσης και των δημόσιων επενδύσεων, μετριάζονται μόνο εν μέρει από τις καθοδικές επιδράσεις που ασκεί η ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

2

Τιμές και κόστος

Ο ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 1,5% το 2017. Στη συνέχεια, προβλέπεται να μειωθεί σε 1,3% το 2018, προτού αυξηθεί και πάλι σε 1,6% το 2019. Στις αποκλίνουσες εξελίξεις

μεταξύ της ενεργειακής συνιστώσας του ΕνΔΤΚ και του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των ειδών διατροφής αποδίδεται κατά κύριο λόγο η πορεία του μετρούμενου πληθωρισμού σε σχήμα V στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός των τιμών της ενέργειας αναμένεται να αυξηθεί έντονα το 2017 σε σύγκριση με το 2016 και στη συνέχεια να εξελιχθεί πιο συγκρατημένα, αντανακλώντας την πρόσφατη αύξηση των τιμών του πετρελαίου και τη σχετικά οριζόντια καμπύλη των τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις. Η θετική συμβολή της ενεργειακής συνιστώσας στον μετρούμενο πληθωρισμό, η οποία προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 0,4 της ποσοστιαίας μονάδας το 2017, αναμένεται να μειωθεί σημαντικά τα επόμενα δύο έτη.

Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναμένεται να ανακάμψει σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ο βασικός παράγοντας που συντελεί στην αναμενόμενη ενίσχυση του

πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής είναι το αυξανόμενο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, καθώς η ανάκαμψη προχωρεί και παγιώνεται. Ένας παράγοντας στον οποίο οφείλεται αυτό είναι η αναμενόμενη μείωση του βαθμού υποαπασχόλησης του εργατικού δυναμικού, η οποία προβλέπεται να ωθήσει προς τα άνω τον ρυθμό αύξησης των μισθών. Επιπλέον, παράγοντες που έχουν περιορίσει τον ρυθμό αύξησης των μισθών τα τελευταία χρόνια, όπως η ανάγκη για ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας τιμών σε ορισμένες χώρες, αναμένεται να εξασθενήσουν σταδιακά, γεγονός που αναμένεται να ενισχύσει περαιτέρω την προβλεπόμενη ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό. Ο ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να επιταχυνθεί κατά τι λιγότερο σε σχέση με τον ρυθμό αύξησης των μισθών στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η ανάκαμψη των τιμών του πετρελαίου από τις αρχές του 2016 και μετά αναμένεται επίσης να επιτείνει κάπως αυτές τις ανοδικές πιέσεις στο κόστος μέσω του υψηλότερου κόστους παραγωγής και τις επιπτώσεις τους στους ονομαστικούς μισθούς με δεδομένες τις συνήθεις χρονικές υστερήσεις στη μετάδοση των επιδράσεων.

Οι εξωτερικές πιέσεις στις τιμές προβλέπεται ότι δεν θα επηρεάζουν πλέον αρνητικά τις τιμές καταναλωτή στη ζώνη του ευρώ στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Έπειτα από μια τετραετία μειώσεων των τιμών εισαγομένων, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών εισαγομένων αναμένεται να αποκτήσει θετικό πρόσημο το 2017. Αυτή η αναστροφή οφείλεται κυρίως στην ανάκαμψη των τιμών του πετρελαίου και των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων από το 2016 και μετά. Η συνακόλουθη υποχώρηση των ρυθμών μεταβολής των τιμών εισαγομένων αντανακλά ομοίως τις συγκρατημένες εξελίξεις στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων. Πέραν των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, οι παγκόσμιες πληθωριστικές πιέσεις αναμένεται, σε γενικές γραμμές, να αυξηθούν σταδιακά. Το κόστος παραγωγής παγκοσμίως προβλέπεται να αυξηθεί σταδιακά καθώς θα υποχωρεί ο βαθμός υποαπασχόλησης των πόρων στην παγκόσμια οικονομία. Ωστόσο, το επίπεδο αναξιοποίητου παραγωγικού δυναμικού παγκοσμίως που παραμένει υψηλό και ο έντονος ανταγωνισμός με χώρες χαμηλού κόστους θα επηρεάσουν αρνητικά τις παγκόσμιες πιέσεις στις τιμές.

Οι βελτιούμενες συνθήκες στην αγορά εργασίας θεωρούνται η κυριότερη πηγή αυξανόμενων πιέσεων στο εγχώριο κόστος τα προσεχή έτη. Ο ρυθμός αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό αναμένεται, βάσει των προβολών, ότι θα επιταχυνθεί από 1,7% το 2017 σε 2,4% το 2019. Ο μειωμένος βαθμός υποαπασχόλησης των πόρων στην αγορά εργασίας και οι αυξανόμενες ελλείψεις στην προσφορά εργασίας σε ορισμένα μέρη της ζώνης του ευρώ θεωρούνται σημαντικοί παράγοντες που συντελούν σε αυτήν την ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης των μισθών. Πέραν τούτου, η πρόσφατη σημαντική επιτάχυνση του μετρούμενου πληθωρισμού μπορεί να αναμένεται ότι θα μεταφραστεί σε υψηλότερες ονομαστικές αυξήσεις των μισθών σε χώρες της ζώνης του ευρώ όπου οι διαδικασίες καθορισμού των μισθών εμπεριέχουν στοιχεία αναδρομικότητας βάσει προηγούμενων εξελίξεων των τιμών. Όμως, η επίδραση αυτή ενδέχεται να έχει μεγαλύτερη σημασία από το 2018 και μετά, καθώς για το 2017 σε αρκετές χώρες οι περισσότερες συμβατικές αποδοχές έχουν ήδη αποφασιστεί. Παρ' όλα αυτά, η επίδραση αυτή μπορεί να εξακολουθεί να είναι περιορισμένη, καθώς ισχύει μόνο σε χώρες όπου η (έμμεση) τιμαριθμική αναπροσαρμογή των μισθών συνδέεται με τον καταγεγραμμένο πληθωρισμό. Επιπλέον, περιορίζεται από το γεγονός ότι ορισμένες χώρες έχουν μειώσει τον βαθμό τιμαριθμικής προσαρμογής των μισθών τα τελευταία χρόνια. Κάποια περαιτέρω ανοδική δυναμική του ρυθμού αύξησης των μισθών εκτιμάται ότι θα προκύψει από την αναμενόμενη ενίσχυση του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Επιπροσθέτως, ορισμένοι παράγοντες που επηρεάζουν αρνητικά τον ρυθμό αύξησης των μισθών αναμένεται να υποχωρήσουν στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα. Αυτοί αφορούν, για παράδειγμα, τη συνεχιζόμενη συγκράτηση των μισθών λόγω των δεσμευτικών δυσκαμψιών προσαρμογής των ονομαστικών μισθών προς τα κάτω στη διάρκεια της κρίσης. Επιπλέον, τα μέτρα για τη μείωση των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης και τη συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων στον δημόσιο τομέα σε ορισμένες χώρες αναμένεται να λήξουν.

Τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να διευρυνθούν στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής με ελαφρώς ισχυρότερο ρυθμό από ό,τι καταγράφηκε προσφάτως. Καθώς εξασθενεί η περιοριστική επίδραση των πρόσφατων αυξήσεων

των τιμών του πετρελαίου στα περιθώρια κέρδους, τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να διευρυνθούν κάπως ταχύτερα σε σχέση με τα πρόσφατα τρίμηνα, επωφελούμενα από τη συνεχιζόμενη οικονομική ανάκαμψη. Η διεύρυνση των περιθωρίων κέρδους είναι, ωστόσο, πιθανόν να περιοριστεί κάπως στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής από την αναμενόμενη επιτάχυνση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και των παγκόσμιων ανταγωνιστικών πιέσεων.

Σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου 2017, οι προοπτικές για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) έχουν αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα κάτω. Οι χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου από αυτές που είχαν υποτεθεί στις προβολές του Μαρτίου 2017 υποδηλώνουν αναθεώρηση προς τα κάτω της ενεργειακής συνιστώσας για το 2017 και το 2018. Κατά παρόμοιο τρόπο, οι προβολές για τις τιμές των ειδών διατροφής έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω για όλη τη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Επιπλέον, ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω για το 2018 και το 2019. Αυτή η αναθεώρηση προς τα κάτω αντανάκλα εν μέρει τις έμμεσες επιδράσεις των χαμηλότερων τιμών του πετρελαίου και την ελαφρώς ισχυρότερη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, αλλά και τις χαμηλότερες προοπτικές για τις υποκείμενες πιέσεις στις τιμές και στο κόστος σε διάφορες οικονομίες της ζώνης του ευρώ.

3 Δημοσιονομικές προοπτικές

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να είναι ουσιαστικά ουδέτερη την περίοδο 2017-2019. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής μετρείται ως η μεταβολή του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος χωρίς την κρατική στήριξη προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Η επίδραση τόσο των παραγόντων που δεν εμπίπτουν στη διακριτική ευχέρεια επιμέρους χωρών όσο και των μέτρων δημοσιονομικής πολιτικής τα οποία εμπίπτουν στην εν λόγω ευχέρεια αξιολογείται ότι θα είναι ουδέτερη σε ολόκληρο τον χρονικό ορίζοντα προβολής.

Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, τόσο ο λόγος του δημοσιονομικού ελλείμματος όσο και ο λόγος του χρέους της γενικής κυβέρνησης αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να ακολουθήσουν καθοδική πορεία. Η βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος οφείλεται στην περαιτέρω μείωση των δαπανών για τόκους στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα και στη βελτίωση της κυκλικής συνιστώσας, οι οποίες υπεραντισταθμίζουν την ελαφριά επιδείνωση του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς πλεονάσματος. Η σταδιακή μείωση του δημόσιου χρέους στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής προκύπτει από την ευνοϊκή διαφορά ρυθμού ανάπτυξης- επιτοκίου⁴ και τα αναμενόμενα, βάσει των προβολών, πρωτογενή πλεονάσματα.

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

Σε σύγκριση με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Μάρτιο 2017, οι προοπτικές όσον αφορά τον λόγο του ελλείμματος και τον λόγο του χρέους δεν έχουν σε γενικές γραμμές αναθεωρηθεί.

Πίνακας 1

Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ¹⁾

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Ιούνιος 2017				Μάρτιος 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Πραγματικό ΑΕΠ	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6
		[1,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,8] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾		[1,5 - 2,1] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,7] ²⁾
Ιδιωτική κατανάλωση	1,9	1,5	1,6	1,4	1,9	1,4	1,4	1,4
Δημόσια κατανάλωση	1,8	1,2	1,2	1,1	2,0	1,1	1,0	1,1
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	3,6	3,7	3,4	3,0	2,5	2,8	3,2	2,8
Εξαγωγές ³⁾	2,8	4,8	4,3	4,1	2,9	4,3	4,1	4,0
Εισαγωγές ³⁾	4,0	5,2	4,6	4,3	3,5	4,6	4,4	4,2
Απασχόληση	1,4	1,4	1,0	0,9	1,3	1,0	1,0	0,8
Ποσοστό ανεργίας (ως ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)	10,0	9,4	8,8	8,3	10,0	9,4	8,9	8,4
ΕνΔΤΚ	0,2	1,5	1,3	1,6	0,2	1,7	1,6	1,7
		[1,4 - 1,6] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾		[1,4 - 2,0] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,9	1,2	1,4	1,6	0,9	1,2	1,6	1,8
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,1	1,5	1,8
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια, τα είδη διατροφής και τις μεταβολές των έμμεσων φόρων ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,8	1,1	1,5	1,8
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,6
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό	1,3	1,7	2,1	2,4	1,3	1,8	2,1	2,4
Παραγωγικότητα της εργασίας	0,3	0,5	0,8	0,9	0,4	0,7	0,7	0,8
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα (ως ποσοστό % του ΑΕΠ) ⁵⁾	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1
Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	89,2	87,9	86,4	84,7	89,3	88,0	86,4	84,5
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	3,4	2,8	2,8	2,9	3,4	3,1	3,2	3,3

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, No 77, ECB, September 2001, and Working Paper Series, No 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.

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 από τις βασικές υποκείμενες υποθέσεις, καθώς και την ευαισθησία των προβολών σε αυτές τις μεταβλητές.

1) Εναλλακτική πορεία των τιμών του πετρελαίου

Εναλλακτικά υποδείγματα τιμών του πετρελαίου υποδηλώνουν κίνδυνο υψηλότερων τιμών του πετρελαίου στον χρονικό ορίζοντα προβολής σε σύγκριση με 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 σχετική σταθερότητα των τιμών του πετρελαίου, με την τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent να κυμαίνεται γύρω στα 51,5 δολάρια ΗΠΑ ανά βαρέλι έως το τέλος του 2019. Η πορεία αυτή είναι συμβατή με συγκρατημένη ανάκαμψη της παγκόσμιας ζήτησης πετρελαίου, σενάριο που συνδέεται με τη σταθεροποίηση της παγκόσμιας οικονομικής ανάκαμψης. Η πρόσφατη παράταση της συμφωνίας του ΟΠΕΚ δεν έχει προς το παρόν οδηγήσει σε αύξηση της κλίσης της καμπύλης των τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου, πιθανώς λόγω του επιπέδου των αποθεμάτων, που είναι κοντά στο ιστορικό υψηλότερό τους επίπεδο, και της πιθανής αύξησης της παραγωγής σχιστολιθικού πετρελαίου, καθώς και ανησυχιών ότι ορισμένες από τις μεγαλύτερες πετρελαιοπαραγωγούς χώρες μπορεί να αποκλίνουν από τη συμφωνία. Ένας συνδυασμός εναλλακτικών υποδειγμάτων που χρησιμοποιούν οι εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος⁵ για να προβλέψουν τις τιμές του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής υποδηλώνει επί του παρόντος υψηλότερες τιμές του πετρελαίου σε σχέση με τις τεχνικές υποθέσεις. Η υλοποίηση αυτής της εναλλακτικής πορείας, σύμφωνα με την οποία οι τιμές του πετρελαίου ήταν κατά 7,2% υψηλότερες από ό,τι υποθέτει το βασικό σενάριο μέχρι το 2019, θα επιβράδυνε οριακά τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, ενώ θα επέφερε ταχύτερη αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας το 2018 και 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας το 2019).

2) Εναλλακτική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας

Η παρούσα ανάλυση ευαισθησίας διερευνά, ενδεικτικά, την επίδραση που θα είχε η διαμόρφωση χαμηλότερης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ σε σχέση με το βασικό σενάριο. Κίνδυνοι υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ απορρέουν κυρίως από την εντονότερη από την αναμενόμενη αποκλίνουσα κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής μεταξύ των δύο πλευρών του Ατλαντικού. Πιο συγκεκριμένα, μια ταχύτερη από την αναμενόμενη αύξηση του επιτοκίου-στόχου για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια στις Ηνωμένες Πολιτείες θα μπορούσε να ασκήσει περαιτέρω καθοδικές πιέσεις στο ευρώ. Αυτό μπορεί να αντανakλά ιδίως αυξανόμενες πληθωριστικές προσδοκίες στις Ηνωμένες Πολιτείες στο πλαίσιο επεκτατικών δημοσιονομικών

⁵ Βλ. τον συνδυασμό τεσσάρων υποδειγμάτων που παρουσιάζεται στο άρθρο με τίτλο "Forecasting the price of oil", *Economic Bulletin*, Τεύχος 4, ΕΚΤ, 2015.

πολιτικών και στενότητας στην αγορά εργασίας, μόλις υποχωρήσει η αβεβαιότητα που περιβάλλει τις πολιτικές της νέας κυβέρνησης των ΗΠΑ. Η εναλλακτική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ βασίζεται στο 25ο εκατοστημόριο της κατανομής που παρέχουν οι πυκνότητες πιθανότητας μηδενικού κινδύνου όπως υπολογίζονται με βάση δικαιώματα προαίρεσης επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ στις 16 Μαΐου 2017. Η πορεία αυτή συνεπάγεται σταδιακή υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε 1,06 δολάρια ΗΠΑ ανά ευρώ το 2019, δηλαδή 3% περίπου χαμηλότερα από την υπόθεση του βασικού σεναρίου για αυτό το 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 52% περίπου. Αυτή η υπόθεση έχει ως αποτέλεσμα μια σταδιακή απόκλιση προς τα κάτω της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ από την υπόθεση του βασικού σεναρίου και τη διαμόρφωσή της σε επίπεδο 1,8% κάτω από ό,τι υποθέτει το βασικό σενάριο για το 2019. Στο σενάριο αυτό, ο μέσος όρος των αποτελεσμάτων διαφόρων μακροοικονομικών υποδειγμάτων των εμπειρογνομόνων υποδεικνύει πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) και ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ υψηλότερο κατά 0,1 και 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας το 2018 και το 2019 αντίστοιχα.

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 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 εργασιμων 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), που είναι επί του παρόντος διαθέσιμες από άλλους οργανισμούς, βρίσκονται συνολικά 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)		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος	Ιούνιος 2017	1,9 [1,6 - 2,2]	1,8 [0,8 - 2,8]	1,7 [0,6 - 2,8]	1,5 [1,4 - 1,6]	1,3 [0,6 - 2,0]	1,6 [0,7 - 2,5]
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Μάιος 2017	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
ΟΟΣΑ	Ιούνιος 2017	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
Βαρόμετρο της ζώνης του ευρώ	Μάιος 2017	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5	1,7
Προβλέψεις της Consensus Economics	Μάιος 2017	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4	1,7
Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων	Απρίλιος 2017	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
ΔΝΤ	Απρίλιος 2017	1,7	1,6	1,6	1,7	1,5	1,6

Πηγές: Ευρωπαϊκές Οικονομικές Προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Άνοιξη 2017· ΔΝΤ, World Economic Outlook, Απρίλιος 2017· ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Ιούνιος 2017· Προβλέψεις της Consensus Economics, Μάιος 2017· MJEconomics για το Βαρόμετρο της Ζώνης του Ευρώ, Μάιος 2017· Έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων, Απρίλιος 2017.

Σημείωση: 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

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

ISSN 2529-4679 (pdf)
EU catalogue No QB-CF-17-001-EL-N (pdf)