



Ιούνιος 2018

Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ¹

Έπειτα από μια υποτονικότερη του αναμενομένου έναρξη του έτους, η οικονομική μεγέθυνση στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται, σύμφωνα με τις προβολές, ότι θα παραμείνει ισχυρή και θα συνεχιστεί με ρυθμό που υπερβαίνει τον δυνητικό. Όπως και σε προηγούμενες προβολές, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να επιβραδυνθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής από 2,1% το 2018 σε 1,7% το 2020², καθώς ορισμένοι ευνοϊκοί παράγοντες σιγά σιγά εξασθενούν. Ο ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,7% για κάθε έτος της περιόδου προβολής, αν και με κάποια μεταβλητότητα στο τριμηνιαίο προφίλ του. Η σταθερή πορεία του μέσου ετήσιου ρυθμού πληθωρισμού υποκρύπτει μια υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού της συνιστώσας της ενέργειας, η οποία αντισταθμίζεται από τη σταδιακή άνοδο του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής καθώς οι περιορισμοί στο παραγωγικό δυναμικό γίνονται ολοένα πιο δεσμευτικοί.

1 Πραγματική οικονομία

Η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ το α' τρίμηνο του 2018 αντανακλούσε εν μέρει προσωρινούς παράγοντες, αλλά ταυτόχρονα υποδηλώνει ότι η επιβράδυνση έχει εκδηλωθεί νωρίτερα από ό,τι αναμενόταν προηγουμένως. Έπειτα από τέσσερα συναπτά τρίμηνα ισχυρής ανάπτυξης με ρυθμό 0,7% το 2017, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ υποχώρησε σε 0,4% το α' τρίμηνο του 2018. Αυτή η επιβράδυνση εξηγείται εν μέρει από διάφορους

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 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 22α Μαΐου 2018 (βλ. Πλαίσιο 1). Η τελευταία ημερομηνία για τη συμπερίληψη άλλων στοιχείων στις παρούσες προβολές ήταν η 31η Μαΐου 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 ληφθεί υπόψη κατά την ερμηνεία τους. 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. 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.

² Τα στοιχεία είναι διορθωμένα ως προς τον αριθμό των εργασιμων ημερών.

πρόσκαιρους παράγοντες, όπως οι καιρικές συνθήκες, οι απεργίες σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ και ένα ασυνήθιστα υψηλό επίπεδο αναρρωτικών αδειών στο πλαίσιο επιδημίας εποχιακής γρίπης στη Γερμανία. Επιπροσθέτως, η δυσμενής επίδραση της προηγούμενης ανατίμησης του ευρώ ενδέχεται να ήταν ισχυρότερη από το αναμενόμενο και οι περιορισμοί στην προσφορά εργασίας ενδέχεται να έχουν γίνει δεσμευτικοί νωρίτερα από ό,τι είχε προβλεφθεί. Τέλος, η επιβράδυνση μπορεί επίσης να αντανάκλα μια υποχώρηση από τον πολύ ισχυρό ρυθμό ανάπτυξης που παρατηρήθηκε σε όλη τη διάρκεια του 2017.

Ωστόσο, όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνει ισχυρός τα επόμενα τρίμηνα, σύμφωνα με τα επίπεδα των προσδοκιών των επιχειρήσεων και των καταναλωτών που παραμένουν αυξημένα. Έπειτα από έντονη μείωση το α' τρίμηνο του 2018, οι προσδοκίες των επιχειρήσεων και των καταναλωτών σταθεροποιήθηκαν τον Απρίλιο και τον Μάιο, παραμένοντας σε υψηλά επίπεδα σε σχέση με ιστορικά πρότυπα. Ενώ ορισμένοι δείκτες που δημοσιεύθηκαν μετά την τελευταία ημερομηνία συμπερίληψης στοιχείων ήταν ελαφρώς ασθενέστεροι από ό,τι αναμενόταν, εξακολουθούν να συμβαδίζουν σε γενικές γραμμές με την πορεία του ρυθμού ανάπτυξης όπως παρουσιάζεται στις προβολές.

Πίνακας 1

Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ¹⁾

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Ιούνιος 2018				Μάρτιος 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Πραγματικό ΑΕΠ	2,5	2,1	1,9	1,7	2,5	2,4	1,9	1,7
		[1,8 - 2,4] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾		[2,1 - 2,7] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾
Ιδιωτική κατανάλωση	1,7	1,6	1,7	1,5	1,9	1,7	1,7	1,5
Δημόσια κατανάλωση	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	3,3	4,2	3,3	2,8	3,7	4,4	3,4	2,8
Εξαγωγές ³⁾	5,4	4,2	4,4	3,8	5,2	5,3	4,1	3,8
Εισαγωγές ³⁾	4,6	4,1	4,7	4,0	4,6	5,1	4,5	4,0
Απασχόληση	1,6	1,4	1,1	0,8	1,7	1,4	1,1	0,8
Ποσοστό ανεργίας (ως ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,3	7,7	7,2
ΕνΔΤΚ	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,4	1,4	1,7
		[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,0 - 2,4] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾		[1,1 - 1,7] ²⁾	[0,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	1,2	1,3	1,7	1,9	1,2	1,2	1,6	1,9
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής	1,0	1,1	1,6	1,9	1,0	1,1	1,5	1,8
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια, τα είδη διατροφής και τις μεταβολές των έμμεσων φόρων ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,9	1,0	1,1	1,5	1,8
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος	0,7	1,5	1,2	1,8	0,8	1,1	1,2	1,8
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό	1,6	2,3	2,1	2,7	1,6	2,2	2,0	2,7
Παραγωγικότητα της εργασίας	0,9	0,7	0,9	0,9	0,8	1,0	0,8	0,9
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3
Διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα (ως ποσοστό % του ΑΕΠ) ⁵⁾	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	86,7	84,8	82,7	80,4	86,7	84,4	82,1	79,7
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,7	4,2	4,3	4,5

1) Το πραγματικό ΑΕΠ και οι συνιστώσες του βασίζονται σε στοιχεία διορθωμένα ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών. Τα στοιχεία που έδωσε η Eurostat στις 7 Ιουνίου 2018 για το ΑΕΠ και τις βασικές συνιστώσες του (που δημοσιεύθηκαν μετά την τελευταία ημερομηνία συμπεριληφθέντων στοιχείων) αναφέρουν ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ 2,6% το 2017, διορθωμένο 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. Επιπλέον, η ιδιωτική κατανάλωση και οι επενδύσεις σε κατοικίες αναμένεται να ωφεληθούν από τις υγιείς συνθήκες στην αγορά εργασίας και την αυξανόμενη καθαρή περιουσιακή θέση. Ταυτόχρονα, οι επιχειρηματικές επενδύσεις θα συνεχίσουν να επεκτείνονται, αντανακλώντας επίσης την άνοδο των κερδών στο πλαίσιο αυξανόμενων πιέσεων από την πλευρά της ζήτησης και υψηλού επιπέδου χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού. Οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ αναμένεται να παραμείνουν ισχυρές, καθώς επωφελούνται 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 σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς ορισμένοι ευνοϊκοί παράγοντες εξασθενούν σταδιακά.

Ο αντίκτυπος προηγούμενων μέτρων νομισματικής πολιτικής αναμένεται να μειωθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά την αύξηση των εξαγωγών. Ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης αναμένεται επίσης να παρουσιάσει επιβράδυνση, εν μέρει συνδεδεμένη με ολοένα πιο δεσμευτικές ελλείψεις στην προσφορά εργασίας σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Επιπροσθέτως, η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται να μετριαστεί, αντανακλώντας την εξομάλυνση του ποσοστού αποταμίευσης από χαμηλά επίπεδα στο πλαίσιο της κυκλικής μεγέθυνσης σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

Ο ρυθμός ανόδου του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται ότι θα ενισχυθεί το 2018 και το 2019 στο πλαίσιο αύξησης των μισθών και μειώσεων των άμεσων φόρων και θα εξασθενήσει στη συνέχεια το 2020. Η συμβολή των ακαθάριστων μισθών και ημερομισθίων στην άνοδο του διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται να αυξηθεί αισθητά το 2018, ωθούμενη από την εντονότερη αύξηση των μισθών, και να εξασθενήσει κάπως κατά το υπόλοιπο της περιόδου, καθώς η περαιτέρω επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των ονομαστικών μισθών δεν μπορεί να αντισταθμίσει πλήρως την επίδραση της επιβράδυνσης της απασχόλησης. Ο ρυθμός ανόδου των λοιπών ατομικών εισοδημάτων αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί οριακά, συμβαδίζοντας με την άνοδο των κερδών. Η συμβολή των καθαρών δημοσιονομικών μεταβιβάσεων αναμένεται να γίνει λιγότερο αρνητική το 2018 και το 2019, στο πλαίσιο περικοπών των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης και της άμεσης φορολογίας και να περιοριστεί πάλι το 2020. Συνολικά, η σύνθεση της ανόδου του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται να γίνει λιγότερο ευνοϊκή για τις δαπάνες των νοικοκυριών, καθώς η κατανάλωση συνήθως αντιδρά κάπως εντονότερα στην αύξηση του εισοδήματος που προέρχεται από την άνοδο της απασχόλησης από ό,τι όταν προέρχεται από μεταβολές των πραγματικών μισθών.

Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να αποτελέσει βασικό παράγοντα ανάπτυξης στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Τα ευνοϊκά επίπεδα εμπιστοσύνης των καταναλωτών, οι αναμενόμενες περαιτέρω βελτιώσεις των συνθηκών στην αγορά εργασίας και οι αυξανόμενοι πραγματικοί μισθοί ανά απασχολούμενο υποδηλώνουν ισχυρή άνοδο της κατανάλωσης τα

προσεχή τρίμηνα. Ωστόσο, η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να υπολείπεται κάπως της ανόδου του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς τα νοικοκυριά είναι πιθανόν να διοχετεύσουν αυξανόμενο μέρος του εισοδήματός τους σε αποταμίευση.

Η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται να στηριχθεί 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 τόσο τα έσοδα των νοικοκυριών από τόκους όσο 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 αξία 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 στο πρόσφατο παρελθόν, 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 στην ροπή τους προς αποταμίευση. Το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να αυξηθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας κυρίως μια εξομάλυνση στο πλαίσιο της κυκλικής επέκτασης. Επιπλέον, τα νοικοκυριά αναμένεται να αυξήσουν το ποσοστό αποταμίευσής τους 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 Μαρτίου 2018, οι τεχνικές υποθέσεις περιλαμβάνουν ασθενέστερη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, ιδίως έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, υψηλότερες 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 22 Μαΐου 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 0,2% για το 2020. Οι προσδοκίες της αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν μέσο επίπεδο 1,2% το 2018, 1,5% το 2019 και 1,7% το

2020.³ Σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου 2018, οι προσδοκίες της αγοράς για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά 10 μονάδες βάσης για το 2019 και κατά 20 μονάδες βάσης για το 2020, ενώ τα μακροπρόθεσμα επιτόκια έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά περίπου 15 μονάδες βάσης 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 22 Μαΐου 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 74,5 δολάρια ΗΠΑ το 2018 και ότι θα μειωθεί σε 73,5 δολάρια ΗΠΑ το 2019 και 68,7 δολάρια ΗΠΑ το 2020. Αυτό συνεπάγεται ότι, σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου 2018, οι τιμές του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ είναι υψηλότερες κατά 14,6% το 2018, κατά 20,2% το 2019 και 17,7% το 2020. Οι τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων σε δολάρια ΗΠΑ εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα αυξηθούν σημαντικά το 2018 και κάπως πιο συγκρατημένα στη συνέχεια.⁴

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 Μαΐου 2018. Αυτό συνεπάγεται ότι η μέση συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ ανά ευρώ θα διαμορφωθεί σε 1,20 το 2018 και σε 1,18 στο διάστημα 2019-20, έναντι 1,24 στις προβολές του Μαρτίου 2018. Η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (έναντι 38 εμπορικών εταιρών) είναι κατά 0,3% ασθενέστερη από ό,τι είχε υποτεθεί στις προβολές του Μαρτίου 2018.

Τεχνικές υποθέσεις

	Ιούνιος 2018				Μάρτιος 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
EURIBOR τριών μηνών (ως ποσοστό % ετησίως)	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,4
Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Δημοσίου (ως ποσοστό % ετησίως)	1,0	1,2	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6	1,9
Τιμή πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι)	54,4	74,5	73,5	68,7	54,4	65,0	61,2	58,3
Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, σε δολάρια ΗΠΑ (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	7,9	9,3	2,5	4,1	7,9	7,4	3,2	4,5
Συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ	1,13	1,20	1,18	1,18	1,13	1,23	1,24	1,24
Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (ΣΣΙ-38) (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	2,2	4,4	-0,1	0,0	2,2	4,5	0,1	0,0

³ 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.

⁴ 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 2019 και στη συνέχεια εξελίσσονται σύμφωνα με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα.

Η επέκταση των επενδύσεων σε κατοικίες αναμένεται να συνεχιστεί, αν και με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι την τελευταία διετία. Ο ρυθμός αύξησης των επενδύσεων σε κατοικίες επιβραδύνθηκε το β' εξάμηνο του 2017, καθώς ο κατασκευαστικός τομέας σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ άρχισε να αντιμετωπίζει αυξανόμενους περιορισμούς από την πλευρά της προσφοράς, ιδίως ελλείψεις εργατικού δυναμικού. Οι βασικές συνθήκες για περαιτέρω ανάκαμψη 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. Ωστόσο, παρά την έντονη ζήτηση για κατοικίες, η επέκταση αναμένεται να επηρεαστεί αρνητικά από τους ολοένα πιο δεσμευτικούς περιορισμούς όσον αφορά το παραγωγικό δυναμικό στον κατασκευαστικό τομέα, τις ελαφρώς αυστηρότερες συνθήκες χρηματοδότησης και δυσμενείς δημογραφικές τάσεις.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να συνεχίσουν να ανακάμπτουν στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αν και με 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. Τέλος, τα κέρδη 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 κοντά σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Ωστόσο, η ακαθάριστη δανειακή επιβάρυνση σε ενοποιημένη βάση (ο λόγος του χρέους προς το εισόδημα) έχει μειωθεί πολύ λιγότερο και βρίσκεται σήμερα στα προ κρίσης επίπεδα. Η σταδιακή απώλεια δυναμικής των επιχειρηματικών επενδύσεων στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής αντανάκλα επίσης τη συνολική επιβράδυνση τόσο της εγχώριας όσο και της εξωτερικής ζήτησης.

Πλαίσιο 2

Το διεθνές περιβάλλον

Ενώ η μεγέθυνση της παγκόσμιας οικονομίας συνεχίστηκε, τα πρόσφατα στοιχεία υποδηλώνουν ελαφρά εξασθένηση της δυναμικής. Οι αυξανόμενες αποδόσεις, η μεταβλητότητα στις χρηματιστηριακές αγορές και η ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ συνέβαλαν στη διαμόρφωση κάπως αυστηρότερων συνθηκών χρηματοδότησης – σε κάποιες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές μάλιστα σημειώθηκαν έντονες πιέσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές τις τελευταίες εβδομάδες. Η αύξηση της τιμής του πετρελαίου έχει επηρεάσει αρνητικά τις προοπτικές στις οικονομίες που

εισάγουν πετρέλαιο. Ωστόσο, οι βραχυπρόθεσμες παγκόσμιες προοπτικές παραμένουν κατ' ουσίαν ισχυρές. Οι προηγμένες οικονομίες ωφελούνται από τις διευκολυντικές νομισματικές πολιτικές, ενώ οι Ηνωμένες Πολιτείες ειδικότερα ωφελούνται από τα σημαντικά δημοσιονομικά μέτρα τόνωσης της αμερικανικής οικονομίας. Οι οικονομίες με εξαγωγικό προσανατολισμό ενισχύθηκαν από την αναζωογόνηση του παγκόσμιου εμπορίου και οι εξαγωγείς βασικών εμπορευμάτων επηρεάζονται ευνοϊκά από τις αυξανόμενες τιμές των βασικών εμπορευμάτων. Ενώ οι ανησυχίες περί προστατευτισμού αυξήθηκαν, οι αυξήσεις των δασμών που έχουν εφαρμοστεί μέχρι στιγμής (για εισαγωγές χάλυβα και αλουμινίου στις ΗΠΑ) είναι πιθανόν να ασκήσουν μικρές μόνο άμεσες μακροοικονομικές επιδράσεις, αν και η γενική τάση προς εντονότερο προστατευτισμό μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Σε μακρότερο ορίζοντα, η δραστηριότητα αναμένεται να επιβραδυνθεί μεσοπρόθεσμα καθώς ο οικονομικός κύκλος ωριμάζει στις διάφορες προηγμένες οικονομίες και η στήριξη από μέτρα πολιτικής σταδιακά μειώνεται. Η μετάβαση της Κίνας σε πορεία χαμηλότερης ανάπτυξης, η οποία εξαρτάται λιγότερο από μέτρα τόνωσης της οικονομίας, είναι πιθανό να επηρεάσει αρνητικά τις προοπτικές. Επιπλέον, ενώ οι οικονομίες που εξάγουν βασικά εμπορεύματα ανακάμπτουν, εξακολουθούν να έχουν ανάγκη δημοσιονομικής προσαρμογής. Συνολικά, ο ρυθμός αύξησης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας (εκτός της ζώνης του ευρώ) αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί από 3,8% το 2017 σε 4,0% το 2018 και στη συνέχεια να επιβραδυνθεί σε 3,7% μέχρι το 2020. Σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου 2018, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας το 2018 και το 2019. Για το 2018 αυτό αντανάκλασται ασθενέστερα στοιχεία στην αρχή του έτους στις προηγμένες οικονομίες και για το 2019 υποτονικότερες προοπτικές σε ορισμένες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές.

Το διεθνές περιβάλλον

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

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

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 έντονη αύξηση το 2017, οι δείκτες του παγκόσμιου εμπορίου υποδεικνύουν μέτρια επιβράδυνση τους πρώτους μήνες του έτους.

Ωστόσο, η συνεχιζόμενη κυκλική δυναμική σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα αναμένεται να ενισχύσει το παγκόσμιο εμπόριο, υπεραντισταθμίζοντας τις αρνητικές επιδράσεις των υψηλότερων δασμών στις Ηνωμένες Πολιτείες και την Κίνα. Ωστόσο, καθώς εξασθενούν οι κυκλικές δυνάμεις, το παγκόσμιο εμπόριο αναμένεται να επιβραδυνθεί και να εξελιχθεί ακολουθώντας σε γενικές γραμμές τη δραστηριότητα μεσοπρόθεσμα. Ο ρυθμός αύξησης της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να διαμορφωθεί σε 5,2% το 2018 και να επιβραδυνθεί σε 3,7% μέχρι το 2020. Σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου 2018, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ έχει αναθεωρηθεί προς τα πάνω κατά 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας το 2018 λόγω μεταφερόμενης επίδρασης από ανοδική αναθεώρηση στοιχείων για το δ' τρίμηνο του 2017, η οποία αντισταθμίζει τον ελαφρώς ασθενέστερο ρυθμό αύξησης των παγκόσμιων εισαγωγών στην αρχή του 2018. Ο ρυθμός αύξησης της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ έχει αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα πάνω για το 2019 και το 2020, αντανάκλωντας κυρίως

προσδοκίες για οικονομική ανάπτυξη χαρακτηριζόμενη από υψηλότερη ένταση εμπορίου σε ορισμένες οικονομίες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης.

Ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να μετριαστεί λόγω της προηγούμενης ανατίμησης του ευρώ παράλληλα με την επιβράδυνση της εξωτερικής ζήτησης. Οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να αυξηθούν με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι η εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ τα επόμενα τρίμηνα, λόγω της προηγούμενης ανατίμησης του ευρώ, με συνέπεια να υπάρξουν περιορισμένες περαιτέρω απώλειες εξαγωγικών μεριδίων. 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 ο ρυθμός αύξησης των εισαγωγών αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιβραδυνθεί σε μικρότερη έκταση από ό,τι ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών, η συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου στην οικονομική ανάπτυξη αναμένεται να είναι οριακά θετική 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 0,3% το δ' τρίμηνο του 2017 και εκτιμάται ότι επεκτάθηκε περαιτέρω το α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους. 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 και η απασχόληση στον δημόσιο τομέα αναμένεται να μειωθεί σε ορισμένες χώρες. Στη συνέχεια, οι ελλείψεις στην προσφορά εργασίας θα ενταθούν, βάσει των υποθέσεων, σε ορισμένες χώρες.

Ο ρυθμός αύξησης του εργατικού δυναμικού αναμένεται, βάσει των προβολών, 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 ένταξη των προσφύγων και την περαιτέρω αύξηση των ποσοστών συμμετοχής στην αγορά εργασίας. 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 και επειδή το ποσοστό συμμετοχής των εργαζομένων μεγαλύτερης ηλικίας στην αγορά εργασίας είναι χαμηλότερο (παρότι αναμένεται κάποια αύξησή του).

Το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να μειωθεί σε 7,3% το 2020. Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σε 8,6% το α' 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, ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας της εργασίας θα διατηρηθεί. Η παραγωγικότητα της εργασίας αυξήθηκε κατά 0,9% το 2017. Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, η προαναφερόμενη επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης, ο αυξανόμενος βαθμός χρησιμοποίησης του κεφαλαίου σε συνθήκες μείωσης 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 ανά εργαζόμενο θα διατηρηθεί σε γενικές γραμμές στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ωστόσο, αναμένεται να διαμορφωθεί ελαφρώς χαμηλότερα από το μέσο προ της κρίσης ρυθμό του 1,0%.

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 του κεφαλαίου και της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών. Στο τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής, ο δυνητικός ρυθμός ανάπτυξης, αν και θα εξακολουθήσει να υπολείπεται του καταγραφόμενου ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, αναμένεται να επιταχυνθεί σε επίπεδο ελαφρώς χαμηλότερο από τα επίπεδα που είχαν παρατηρηθεί 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 Μαρτίου 2018, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω για το 2018 και παραμένει σε γενικές γραμμές αμετάβλητος για το 2019-2020. Η αναθεώρηση προς τα κάτω για το 2018 αφορά κυρίως την υποτονικότερη από ό,τι αναμενόταν προηγουμένως αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ το α' τρίμηνο.

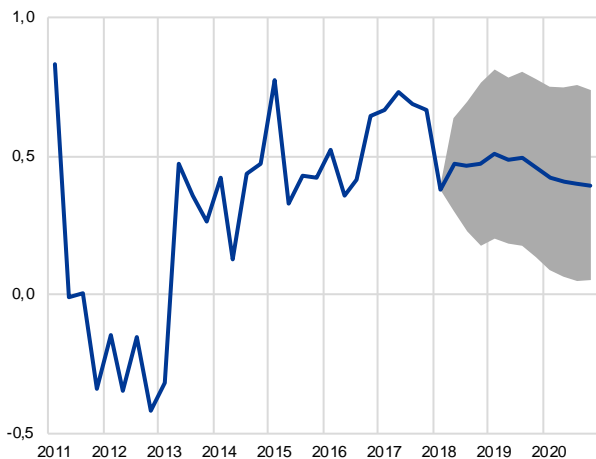
Διάγραμμα 1

Μακροοικονομικές προβολές¹⁾

(τριμηνιαία στοιχεία)

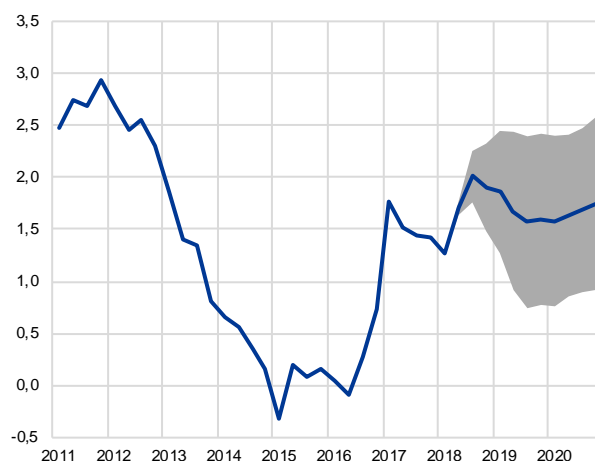
Πραγματικό ΑΕΠ ζώνης ευρώ²⁾

(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*, ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2009, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

<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 παραμείνει σταθερός σε 1,7% για κάθε έτος του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς η φθίνουσα εξέλιξη του πληθωρισμού της ενέργειας βάσει του ΕνΔΤΚ αντισταθμίζει τη σταδιακή ενίσχυση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής. Αν και ο πληθωρισμός της ενέργειας βάσει του ΕνΔΤΚ αναμένεται να ενισχυθεί τους προσεχείς μήνες, αντανακλώνοντας τις πρόσφατες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και ορισμένες ανοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης, από τα τέλη του 2018 έως τα μέσα του 2019 εκτιμάται ότι θα μειωθεί έντονα λόγω ισχυρών καθοδικών επιδράσεων της βάσης σύγκρισης. Στη συνέχεια αναμένεται να συνεισφέρει αρνητικά στον συνολικό πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ), αντανακλώνοντας την καθοδική κλίση της καμπύλης των τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου, παρά τις κάποιες ανοδικές επιδράσεις από τους φόρους επί της ενέργειας. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) των ειδών διατροφής αναμένεται να παραμείνει σε γενικές γραμμές σταθερός σε περίπου 2,0% στον χρονικό ορίζοντα προβολής. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναμένεται, βάσει των προβολών, να αυξηθεί καθώς οι περιορισμοί από την πλευρά της προσφοράς θα γίνονται ολοένα πιο δεσμευτικοί. Πιο συγκεκριμένα, η αυξανόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας, με εντονότερους περιορισμούς από την πλευρά της προσφοράς εργασίας σε ορισμένες χώρες, αναμένεται να ωθήσει προς τα πάνω τις μισθολογικές

αυξήσεις και, με δεδομένες τις μάλλον σταθερές προοπτικές για την παραγωγικότητα της εργασίας, οι επακόλουθες μεγαλύτερες αυξήσεις του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να μεταकुλιστούν, τουλάχιστον εν μέρει, στις τιμές. Περαιτέρω ανοδικές επιδράσεις στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναμένεται να προέλθουν από εξωτερικές εξελίξεις στις τιμές καθώς οι προηγούμενες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και η υπόθεση αύξησης των τιμών των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων επηρεάζουν έμμεσα αυτή τη συνιστώσα του πληθωρισμού. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναμένεται, βάσει των προβολών, να αυξηθεί σταδιακά σε 1,9% το 2020.

Ο ρυθμός αύξησης των μισθών αναμένεται να επιταχυνθεί σημαντικά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς θα εμφανίζονται συνθήκες στενότητας στις αγορές εργασίας και θα λήγει η ισχύς των μέτρων που συγκράτησαν τις μισθολογικές αυξήσεις σε ορισμένες χώρες τα τελευταία έτη.

Ο ρυθμός αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί από 1,6% το 2017 σε 2,7% το 2020.⁵ Ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να ενισχυθεί σε παρόμοιο βαθμό με τον ρυθμό ανόδου της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό, δεδομένου του σε γενικές γραμμές αμετάβλητου ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ο βασικός παράγοντας που συντελεί στην επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των μισθών είναι η προβλεπόμενη περαιτέρω βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ, με αυξανόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας και σημαντικές ελλείψεις στην προσφορά εργασίας σε ορισμένα μέρη της ζώνης του ευρώ. Η έκβαση των πρόσφατων μισθολογικών διαπραγματεύσεων σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ πιθανώς υποδηλώνει ευνοϊκή δυναμική αύξησης των μισθών, η οποία συμβαδίζει με τη μείωση του αναξιοποίητου παραγωγικού δυναμικού. Πέραν της κυκλικής δυναμικής, η σημαντική επιτάχυνση του μετρούμενου πληθωρισμού το 2017 σε σύγκριση με την προηγούμενη τριετία αναμένεται επίσης να συμβάλει στην επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των μισθών σε όσες χώρες της ζώνης του ευρώ εφαρμόζουν διαδικασίες καθορισμού των μισθών σε συνάρτηση εν μέρει με τον καταγεγραμμένο την προηγούμενη περίοδο πληθωρισμό. Επιπλέον, οι σχετικοί με την κρίση παράγοντες που συμπύεσαν τους 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.

⁵ Η πρόσκαιρη επιβράδυνση που αναμένεται το 2019 αντανάκλα την εφαρμογή δημοσιονομικού μέτρου στη Γαλλία, με το οποίο η έκπτωση φόρου CICE (crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi) μετατρέπεται σε μόνιμη περικοπή των εργοδοτικών ασφαλιστικών εισφορών. Καθώς η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αντισταθμίζεται σε μεγάλο βαθμό από την αντίστοιχη αύξηση των περιθωρίων κέρδους, η επίδραση στον καθορισμό των τιμών αναμένεται να είναι περιορισμένη.

Τα περιθώρια κέρδους δεν αναμένεται να αυξήσουν τις πληθωριστικές πιέσεις στον χρονικό ορίζοντα προβολής. Οι αναμενόμενες, βάσει των προβολών, αυξήσεις του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και των καθαρών έμμεσων φόρων ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να συγκρατήσουν τον ρυθμό αύξησης των περιθωρίων κέρδους, με δεδομένη την περιορισμένη τιμολογιακή δύναμη των επιχειρήσεων, ιδίως προς το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Οι εξωτερικές πιέσεις στις τιμές αναμένεται να παραμείνουν θετικές αλλά να μετριαστούν στον χρονικό ορίζοντα προβολής. Ο αποπληθωριστής των εισαγωγών αυξήθηκε έντονα το 2017, αντανακλώντας την αναστροφή της εξέλιξης των τιμών του πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων. Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής οι εξελίξεις στις τιμές των εισαγομένων αναμένεται να μετριαστούν. Αυτό αντανακλά πορεία μείωσης των τιμών του πετρελαίου και την προηγούμενη ανατίμηση του ευρώ, 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 αναξιοποίηση του παγκόσμιου παραγωγικού δυναμικού.

Σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου 2018, οι προοπτικές για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) έχουν αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα πάνω για το 2018 και το 2019. Η σημαντική προς τα πάνω αναθεώρηση των υποθέσεων για τις τιμές του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ σε συνδυασμό με την υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου συνεπάγονται έντονη αναθεώρηση προς τα πάνω των βραχυπρόθεσμων προοπτικών για τον πληθωρισμό της ενέργειας βάσει τιμών καταναλωτή. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναθεωρήθηκε ελαφρώς προς τα πάνω για το 2019 και το 2020, λόγω ανοδικών, εμφανιζόμενων με χρονική υστέρηση έμμεσων επιδράσεων από αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και μικρών αναθεωρήσεων προς τα πάνω του ρυθμού αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό.

3

Δημοσιονομικές προοπτικές

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να είναι σε ήπιο βαθμό επεκτατική το 2018 και σε γενικές γραμμές ουδέτερη, κατά μέσο όρο, την περίοδο 2019-20. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής μετρείται ως η μεταβολή του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος χωρίς την κρατική στήριξη προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Το 2018 η επεκτατική κατεύθυνση διαμορφώνεται κυρίως από τις περικοπές των άμεσων φόρων και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης και την υπόθεση πιο δυναμικής αύξησης των δημόσιων δαπανών. Την περίοδο 2019-20 η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται να είναι ουδέτερη, κατά μέσο όρο, καθώς οι περαιτέρω περικοπές των άμεσων φόρων και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης αναμένεται να αντισταθμιστούν από την περαιτέρω συγκράτηση των δημόσιων δαπανών.

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, που αντισταθμίζονται εν μέρει από την ήπια επιδείνωση του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος. 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-επιτοκίου⁶ και τη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος. Σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου 2018, οι προοπτικές για το έλλειμμα ελάχιστα έχουν μεταβληθεί, ενώ ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ έχει αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα πάνω, κυρίως λόγω λιγότερο ευνοϊκής διαφοράς ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου.

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 περίπου 67 δολάρια ΗΠΑ ανά βαρέλι στο τέλος του 2020. Η πορεία αυτή είναι συμβατή με ισχυρή αύξηση της παγκόσμιας ζήτησης πετρελαίου, σενάριο που συνδέεται με τη σταθεροποίηση της παγκόσμιας οικονομικής επέκτασης. Όσον αφορά τους παράγοντες από την πλευρά της προσφοράς, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου πιθανώς αντανακλούν επίσης το γεγονός ότι οι καθοδικές επιδράσεις στις τιμές του πετρελαίου λόγω της αύξησης της παραγωγής σχιστολιθικού πετρελαίου στις Ηνωμένες Πολιτείες αντισταθμίζονται εν μέρει από τις γεωπολιτικές εντάσεις και τη συμφωνία μεταξύ του ΟΠΕΚ και ορισμένων παραγωγών εκτός ΟΠΕΚ για μείωση της παραγωγής πετρελαίου. Ένας συνδυασμός εναλλακτικών υποδειγμάτων που χρησιμοποιούν οι εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ⁷ για να προβλέψουν τις τιμές του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής υποδεικνύει υψηλότερες τιμές του

⁶ Αυτή υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου εκτοκισμού του χρέους και του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ.

⁷ Βλ. τον συνδυασμό τεσσάρων υποδειγμάτων που παρουσιάζεται στο άρθρο με τίτλο "Forecasting the price of oil", *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 4, ΕΚΤ, 2015.

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 8,8% 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 ταχύτερη αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας το 2019 και 0,2 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 η τυχόν εντονότερη από ό,τι αναμένεται οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ που οδηγεί σε ανοδικές πληθωριστικές πιέσεις. Αυτό το σενάριο είναι συμβατό με την κατανομή που παρέχουν οι πυκνότητες πιθανότητας μηδενικού κινδύνου όπως υπολογίζονται με βάση δικαιώματα προαίρεσης επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ στις 22 Μαΐου 2018, που κλίνει σε πολύ μεγάλο βαθμό προς την ανατίμηση του ευρώ. Το 75ο εκατοστημόριο αυτής της κατανομής συνεπάγεται ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε 1,36 δολάρια ΗΠΑ ανά ευρώ το 2020, δηλαδή 14,8% 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 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας το 2019 και κατά 0,3 της ποσοστιαίας μονάδας το 2020. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) θα ήταν χαμηλότερος κατά 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας τόσο το 2019 όσο και 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 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) 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
Προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος	Ιούνιος 2018	2,1	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7
		[1,8 - 2,4]	[0,9 - 2,9]	[0,6 - 2,8]	[1,6 - 1,8]	[1,0 - 2,4]	[0,9 - 2,5]
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Μάιος 2018	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
ΟΟΣΑ	Μάιος 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Βαρόμετρο της ζώνης του ευρώ	Μάιος 2018	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,8
Προβλέψεις της Consensus Economics	Μάιος 2018	2,3	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7
Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματικών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων	Απρίλιος 2018	2,4	2,0	1,6	1,5	1,6	1,7
ΔΝΤ	Απρίλιος 2018	2,4	2,0	1,7	1,5	1,6	1,8

Πηγές: Οικονομικές Προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Άνοιξη 2018· ΔΝΤ, World Economic Outlook, Απρίλιος 2018· ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Μάιος 2018· Προβλέψεις της Consensus Economics, Μάιος 2018 (το στοιχείο της Consensus Economics για το 2020 προέρχεται από την έρευνα για μακροπρόθεσμες προβολές του Απριλίου 2018)· MJEconomics για το Βαρόμετρο της Ζώνης του Ευρώ, Μάιος 2018· και Έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των Επαγγελματικών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων, Απρίλιος 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

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-18-001-EL-N (pdf)