

## Βρίσκεται η Ευρώπη στα πρόθυρα μιας ύφεσης;

**Διεύθυνση  
Οικονομικών Μελετών &  
Προβλέψεων**

**Δημήτρης Μαλλιάρopoulos**  
Economic Research Advisor  
dmalliaropoulos@eurobank.gr

**Όλγα Κοσμά**  
Economic Analyst  
okosma@eurobank.gr

- Η κατάσταση της οικονομίας της Ευρωζώνης έχει χειροτερέψει σημαντικά τους τελευταίους μήνες, με την πιθανότητα μιας ύφεσης να προσεγγίζει πλέον το 80%.
- Αν οι αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης συνεχιστούν και στο 3ο τρίμηνο του 2008, θα είναι η πρώτη φορά στη μεταπολεμική ιστορία που η Ευρωζώνη μπαίνει σε μια ύφεση πριν τις ΗΠΑ.
- Καθώς ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης θα επιβραδύνεται σημαντικά και οι πληθωριστικές πιέσεις θα υποχωρούν, αναμένουμε πως η ΕΚΤ θα μειώσει τα επιτόκια κατά 100 μονάδες βάσης μέχρι το τέλος του 2009.

Τόμος(Τεύχος)	Ημερομηνία	Συγγραφείς-Τίτλοι Άρθρων
III(7)	7 Ιουλίου 2008	Eurobank EFG Economic Research Forum: <i>Η Νέα Παγκόσμια Οικονομία: Προοπτικές &amp; Προκλήσεις</i>
III(6)	22 Ιουνίου 2008	Τ. Αναστασάτος: <i>Η Επιδείνωση του Ελληνικού Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών: Αίτια, Επιπτώσεις και Σενάρια Προσαρμογής</i>
III(5)	5 Μαΐου 2008	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης: <i>Πληθωρισμός: Η Νέα Απειλή για τους Επενδυτές</i>
III(4)	Απρίλιος 2008	Eurobank EFG Economic Research Forum: <i>Μελλοντικές Τάσεις στο Διεθνές Εμπόριο και τις Μεταφορές</i>
III(3)	31 Μαρτίου 2008	Τ. Ευθυμιάδης: <i>Αποκλίσεις Πληθωρισμών Στην Ευρωζώνη: Χαρακτηριστικά και Αιτίες</i>
III(2)	29 Φεβρουαρίου 2008	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης: <i>Διεθνής Αβεβαιότητα, Ομόλογα και Μετοχές</i>
III(1)	29 Ιανουαρίου 2008	Κ. Ε. Βορλόου: <i>Το Διαδίκτυο και ο Ξενοδοχειακός Κλάδος στην Ελλάδα</i>
II(10)	5 Δεκεμβρίου 2007	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης, Ο. Κοσμά: <i>Τάσεις και Προοπτικές των Αγορών Εμπορευμάτων: Συνέπειες για τις Οικονομίες και τους Επενδυτές</i>
II(9)	2 Νοεμβρίου 2007	G. Hardouvelis, E. Davradakis, E. Georgopoulos, I. Gionis, T. Sampaniotis, C.E. Vorlow: <i>Special Focus on Cyprus</i>

Διαθέσιμα ηλεκτρονικά από την ιστοσελίδα της Eurobank EFG:  
<http://www.eurobank.gr/research>

Κυκλοφορούν επίσης:

1. Γκίκας Χαρδούβελης, «*Πηγές Ανάπτυξης: Μπορεί η Ελλάδα να Ακολουθήσει το Παράδειγμα της Ιρλανδίας;*» (ISBN: 9608386381, Ιανουάριος 2006, Εκδόσεις Κέρκυρα), με τα πρακτικά και τις μελέτες του ομώνυμου συνεδρίου της Eurobank EFG (4/10/2005).
2. Νικόλαος Καραμούζης & Γκίκας Χαρδούβελης, «*Αγορά κατοικίας: τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες*» (ISBN: 9789604451661, 2007, Εκδόσεις Σάκκουλα).

### Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές ISSN: 1790-6881

Eurobank EFG, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων  
Ερευνητική Ομάδα:

Συντάκτης: Γκίκας Χαρδούβελης,  
Chief Economist & Director of Research

Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος: Research Advisor  
Ιωάννης Γκιώνης: Research Economist  
Τάσος Αναστασάτος: Research Economist  
Όλγα Κοσμά: Economic Analyst  
Κώστας Λαμπρινουδάκης: Economic Analyst

Κώστας Ε. Βορλόου: Research Economist  
Στέλλα Κανελλοπούλου: Research economist  
Θεοδόσης Σαμpanιώτης: Senior Economic Analyst  
Μαρία Πρανδέκα: Economic Analyst  
Παναγιώτα Χιώτη: Junior Economic Analyst

Eurobank EFG, Σουρή 5 & Αμαλίας 20, Μποδοσάκειο, 10557 Αθήνα, τηλ. (210) 333.7365, Φαξ: (210) 333.7687,  
web: <http://www.eurobank.gr/research>, Email επικοινωνίας: [Research@eurobank.gr](mailto:Research@eurobank.gr)

#### Ρήτρα μη ευθύνης (disclaimer):

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ. εκφράζουν αποκλειστικά τις απόψεις του συντάκτη τους. Ανυπόγραφα σημειώματα θεωρούνται της συντάξεως. Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ., που υπογράφονται από μέλη της συντακτικής επιτροπής, εκφράζουν τις προσωπικές απόψεις του γράφοντα. Απαγορεύεται χωρίς προηγούμενη άδεια η ολική ή μερική αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή ή αναμετάδοση αυτής της έκδοσης σε οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοαντιγραφικό, ηχογραφικό ή άλλο.

# Βρίσκεται η Ευρώπη στα πρόθυρα μιας ύφεσης;

Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος<sup>1</sup>  
Όλγα Κοσμά<sup>2</sup>

## 1. Εισαγωγή

Η χρηματοπιστωτική κρίση και η επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης έχουν οδηγήσει την οικονομία της Ευρωζώνης στα πρόθυρα μιας ύφεσης, καθώς, σύμφωνα με τα στοιχεία του ΑΕΠ 2ου τριμήνου, η οικονομική δραστηριότητα στην Ευρωζώνη φαίνεται να έχει συρρικνωθεί για πρώτη φορά από τις αρχές της δεκαετίας του 1990. Αν οι αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης συνεχιστούν και στο 3ο τρίμηνο, θα είναι η πρώτη φορά στη μεταπολεμική ιστορία που η ευρωζώνη μπαίνει σε μια ύφεση πριν τις ΗΠΑ, καθώς -σύμφωνα με την ιστορική εμπειρία- οι υφέσεις στην Ευρωζώνη ακολουθούν τις υφέσεις στις ΗΠΑ με μια μέση χρονική υστέρηση ενός έτους.

Πιστεύουμε ότι σε μεγάλο βαθμό η ταχύτητα με την οποία εξαπλώνεται η επιβράδυνση στις οικονομίες της Ευρωζώνης οφείλεται στο περιοριστικό πλαίσιο λειτουργίας της δημοσιονομικής αλλά και της νομισματικής πολιτικής. Σε αντίθεση με την κυβέρνηση των ΗΠΑ, η οποία υιοθέτησε ένα έκτακτο δημοσιονομικό πακέτο πρωτοφανούς μεγέθους για την τόνωση της ανάπτυξης, οι κυβερνήσεις στη ζώνη του ευρώ δεν έχουν την ευελιξία να αυξήσουν τις δημόσιες δαπάνες για τη στήριξη της οικονομίας εξαιτίας του συμφώνου σταθερότητας και ανάπτυξης. Επιπλέον, η ΕΚΤ έχει ως πρωταρχικό στόχο τη σταθερότητα των τιμών και όχι τη

σταθεροποίηση της οικονομίας, με αποτέλεσμα να μην έχει προβεί ακόμη σε επιθετικές μειώσεις του βασικού επιτοκίου παρέμβασης για την αντιμετώπιση της οικονομικής επιβράδυνσης, όπως η Fed. Όμως, καθώς η θετική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη από μια μείωση του επιτοκίου παρέμβασης εμφανίζεται πάντοτε με χρονική υστέρηση, ο κίνδυνος είναι ότι όταν η ΕΚΤ αποφασίσει να μειώσει τα επιτόκια ίσως να είναι πολύ αργά για να αποφευχθεί μια ύφεση.

## 2. Η πιθανότητα μιας ύφεσης έχει αυξηθεί σημαντικά

Η πλειονότητα των πρόδρομων δεικτών για τη μελλοντική οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ αντανακλά μια σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Η πτώση της εμπιστοσύνης τόσο των καταναλωτών όσο και των επιχειρήσεων κατά τους τελευταίους μήνες αποτελεί ένδειξη αποδυνάμωσης της εγχώριας ζήτησης. Μάλιστα, ο συνολικός δείκτης οικονομικού κλίματος της ΕΕ υποχώρησε στο χαμηλότερο επίπεδο από την οικονομική ύφεση του 2001, επιβεβαιώνοντας τις προβλέψεις για μείωση της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ. Επιπλέον, ο δείκτης οικονομικής δραστηριότητας PMI βρίσκεται κάτω από το όριο των 50 μονάδων, γεγονός που σηματοδοτεί μείωση της παραγωγής στον τομέα της βιομηχανίας, καθώς επίσης συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών. Τις δυσσώμενες προοπτικές επιβεβαιώνει και η ραγδαία πτώση του δείκτη επιχειρηματικής εμπιστοσύνης IFO, εξαιτίας της γενικότερης χρηματοοικονομικής κρίσης, αλλά και της ανατίμησης του ευρώ που έχει οδηγήσει σε μείωση της

<sup>1</sup>Καθηγητής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και Σύμβουλος Οικονομικών Μελετών, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων, Eurobank EFG.

<sup>2</sup>Οικονομική Αναλύτρια, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων, Eurobank EFG.

ανταγωνιστικότητας των εξαγωγών της Ευρωζώνης (βλέπε Παράρτημα Α').

Μετά από ένα ικανοποιητικό πρώτο τρίμηνο, η οικονομική δραστηριότητα στην Ευρωζώνη επιβραδύνθηκε σημαντικά κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2008. Το πραγματικό Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) μειώθηκε κατά 0,2% σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο του 2008, αυξάνοντας σημαντικά τις πιθανότητες για ύφεση στις οικονομίες της Ευρωζώνης. Πρόκειται ουσιαστικά για το πρώτο τρίμηνο που το ΑΕΠ της Ευρωζώνης μειώθηκε από τις αρχές της δεκαετίας του 1990. Οι αυστηρότεροι όροι δανεισμού λόγω της πιστωτικής κρίσης και η αύξηση των τιμών του πετρελαίου οδήγησαν σε πτώση της κατανάλωσης των νοικοκυριών και των επενδύσεων κατά 0,2% και 1,2% αντίστοιχα. Ταυτόχρονα, η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου και η επιβράδυνση της εξωτερικής ζήτησης οδήγησαν σε μείωση των εξαγωγών κατά 0,4%, με αποτέλεσμα το εξωτερικό εμπόριο που κατά τα προηγούμενα τρίμηνα αποτελούσε πηγή ανάπτυξης να έχει μηδενική συνεισφορά στη μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ (Διάγραμμα 1).

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, είναι πολύ πιθανό ο αρνητικός ρυθμός ανάπτυξης να συνεχιστεί και το τρίτο τρίμηνο του 2008. Επιπλέον, η πιθανότητα μιας ύφεσης στην Ευρωζώνη αυξάνεται στο 80% κατά το τέταρτο τρίμηνο από 36% το τρίτο τρίμηνο του 2008 (Διάγραμμα 2). Η ύφεση θα οδηγήσει σε σημαντική επιβράδυνση της ανάπτυξης από 2,7% το 2007 σε 1,2% το 2008 και 0,9% το 2009. Η σταθεροποίηση του ευρώ σε χαμηλότερα επίπεδα μέσα στο 2009 θα οδηγήσει σε σταδιακή ενίσχυση των εξαγωγών και κατ' επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας προς το τέλος του 2009 (Διάγραμμα 2).

Οι δυσοίωνες προοπτικές για τη μελλοντική οικονομική δραστηριότητα οφείλονται σε επιβράδυνση τόσο της εσωτερικής όσο και της εξωτερικής ζήτησης. Μάλιστα, καθοριστικός παράγοντας για την ραγδαία αύξηση της πιθανότητας ύφεσης είναι ο ρυθμός μεταβολής των εξαγωγών. Η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου κατά τη διάρκεια του 2007 και τις αρχές του 2008, σε συνδυασμό με την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, αναμένεται να συνεχίσουν να επιδρούν

αρνητικά στην ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών για το 2008. Αν οι προβλέψεις μας για μια επιβράδυνση του ρυθμού μεταβολής των εξαγωγών σε 2,7% το 2008 και 1,9% το 2009 επαληθευτούν, τότε η πιθανότητα ύφεσης κορυφώνεται στο 80% στο τελευταίο τρίμηνο του τρέχοντος έτους (κεντρικό σενάριο). Η πιθανότητα αυτή εκτινάσσεται στο 90% αν οι εξαγωγές μειωθούν ακόμη περισσότερο (απαισιόδοξο σενάριο). Εναλλακτικά, αν ο ρυθμός μεταβολής των εξαγωγών αποκλιμακωθεί στο 3,4% το 2008 και 2,5% το 2009 (αισιόδοξο σενάριο), τότε η πιθανότητα ύφεσης μειώνεται στο 68% (Πίνακας 1).

Αν αποδεχτούμε τον συνήθη τεχνικό ορισμό μιας ύφεσης ως τουλάχιστον δύο διαδοχικά τρίμηνα συρρίκνωσης του πραγματικού ΑΕΠ, τότε η Ευρωζώνη από το 1970 έως σήμερα πέρασε τέσσερις υφέσεις: το 1974-75, το 1980, το 1982 και το 1992-93. Όπως φαίνεται και στον Πίνακα 2, η μέση διάρκεια μιας ύφεσης στην Ευρωζώνη είναι περίπου 3 τρίμηνα, και συνοδεύεται από μια μείωση του ΑΕΠ της τάξης του 1,1% σωρευτικά. Η μέση επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ από το ανώτατο στο κατώτατο σημείο του οικονομικού κύκλου φτάνει κατά μέσο όρο τις 5 ποσοστιαίες μονάδες. Αν η ιστορία επαναληφθεί, τότε η απώλεια σε όρους ΑΕΠ από την τρέχουσα ύφεση στην Ευρωζώνη θα οδηγήσει σε μείωση του ετήσιου ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ από 3,3% (που ήταν το ανώτατο σημείο του τρέχοντος κύκλου το τέταρτο τρίμηνο του 2006) σε περίπου -1,5%.

### 3. Κατανάλωση και επενδύσεις πληρώνουν το τίμημα της πιστωτικής κρίσης

Η έκταση και η διάρκεια της ύφεσης στην Ευρωζώνη θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από την πορεία της κατανάλωσης των νοικοκυριών. Η ραγδαία αύξηση του πληθωρισμού, ως αποτέλεσμα της αύξησης των τιμών των εμπορευμάτων, έχει ήδη αρχίσει να πλήττει τις καταναλωτικές δαπάνες μέσω της μείωσης της αγοραστικής δύναμης (Διάγραμμα 3). Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, η ιδιωτική κατανάλωση εμφανίζει μεγάλη συσχέτιση με το δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών και τον πληθωρισμό. Αν ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών συνεχίσει την αρνητική του πορεία προς τις -22 μονάδες το πρώτο τρίμηνο του 2009 από -19 μονάδες

σήμερα, και ο πληθωρισμός αποκλιμακωθεί σταδιακά κατά μια ποσοστιαία μονάδα μέσα στο 2009 από τα τρέχοντα επίπεδα του 3,8% λόγω της μείωσης της τιμών του πετρελαίου και των εμπορευμάτων, ο ρυθμός μεταβολής της κατανάλωσης αναμένεται να μειωθεί σημαντικά από 1,6% σε ετήσια βάση το 2007 σε 0,6% το 2008 και 0,5% το 2009 (Διάγραμμα 4).

Οι καταναλωτικές δαπάνες επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό και από το ρυθμό μεταβολής της απασχόλησης. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, για κάθε μείωση της απασχόλησης κατά 1% σε ετήσια βάση, οι καταναλώσεις των νοικοκυριών μειώνεται κατά 0,8%. Ο δείκτης PMI με τις προβλέψεις για την πορεία της απασχόλησης κατέγραψε νέα υποχώρηση τον Αύγουστο, υποδηλώνοντας ότι δεν υπάρχει προοπτική βελτίωσης στην αγορά εργασίας. Τα στοιχεία στον τομέα της απασχόλησης επιβεβαιώνουν τις δυσσιώνες προβλέψεις του δείκτη PMI. Το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε κατά 0,1% τον Απρίλιο του 2008, αν και έκτοτε παραμένει σταθερό στο 7,3%. Σύμφωνα με σχετική έρευνα της ΕΚΤ, η πρόθεση των επιχειρήσεων για νέες προσλήψεις μειώνεται συστηματικά κατά τους τελευταίους 12 μήνες, με αποτέλεσμα το επίπεδο της ανεργίας να αυξάνεται κατά μέσο όρο 60.000/μήνα από το Μάρτιο του 2008. Επιπλέον, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της απασχόλησης έχει σταδιακά μειωθεί από 1,9% το τρίτο τρίμηνο του 2007 σε 1,6% το πρώτο τρίμηνο του 2008. Σύμφωνα με το υπόδειγμά μας, ο ρυθμός μεταβολής των θέσεων εργασίας θα αποκλιμακωθεί σημαντικά από 1,8% το 2007 σε 1,2% το 2008 και 0,5% το 2009, δυσχεραίνοντας τις προοπτικές της κατανάλωσης για το 2008 και το 2009 (Διάγραμμα 5).

Αλλά και οι προοπτικές για τις επενδύσεις σε ένα περιβάλλον υψηλών επιτοκίων και αυστηρότερων όρων δανεισμού δε φαίνονται θετικές, μετά την πτώση μάλιστα που σημειώθηκε κατά 1,2% στο δεύτερο τρίμηνο του 2008 σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο. Πρόκειται ουσιαστικά για την πρώτη μείωση των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου κατά την τελευταία πενταετία, μετά την πτώση κατά 0,3% που σημειώθηκε το πρώτο τρίμηνο του 2003. Σύμφωνα με την έρευνα για τον τραπεζικό δανεισμό που διενεργείται κάθε τρίμηνο από την ΕΚΤ, η ζήτηση για

δάνεια από επιχειρήσεις έχει μειωθεί σημαντικά κατά το τελευταίο εξάμηνο. Όπως φαίνεται από το Διάγραμμα 6, η ζήτηση για δάνεια έχει υψηλή συσχέτιση με το ρυθμό μεταβολής των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου με μια χρονική υστέρηση 1-2 τρίμηνα, πράγμα που σημαίνει πως η μείωση της ζήτησης για δάνεια από την πλευρά των επιχειρήσεων σηματοδοτεί επιβράδυνση των επενδύσεων κατά τα επόμενα τρίμηνα.

Προς αυτή την κατεύθυνση κινείται και ο δείκτης για τις παραγγελίες κεφαλαιουχικών αγαθών, ο οποίος μειώθηκε δραματικά τον Ιούνιο κατά 15% σε ετήσια βάση. Ο ρυθμός μεταβολής των κεφαλαιουχικών αγαθών βαίνει μειούμενος κατά το 2008, με το μέσο ρυθμό μεταβολής (σε ετήσια βάση) να μειώνεται από 10,6% για το 2007 σε 0,7% για το πρώτο εξάμηνο του 2008. Επιπλέον, ο τομέας των κατασκευών σε πολλές χώρες της Ευρωζώνης βρίσκεται σε αρνητική τροχιά, με τις κατασκευές κατοικιών στη Γαλλία και την Ισπανία να μειώνονται, και το ρυθμό μεταβολής των στεγαστικών δανείων στην Ιταλία να γίνεται αρνητικός για πρώτη φορά κατά την τελευταία δεκαετία.

#### **4. Η επιβράδυνση του παγκόσμιου ρυθμού ανάπτυξης και η ανατίμηση του ευρώ επιδρούν αρνητικά στις εξαγωγές της Ευρωζώνης**

Η μείωση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης δεν οφείλεται μόνο στην επιβράδυνση της εγχώριας ζήτησης, αλλά και στις αρνητικές προοπτικές για το εξωτερικό εμπόριο. Η επιβράδυνση του παγκόσμιου ρυθμού ανάπτυξης και η ανατίμηση του ευρώ έχουν επηρεάσει αρνητικά τις εξαγωγές των χωρών της Ευρωζώνης, και αναμένεται η αρνητική αυτή επίδραση να κορυφωθεί κατά τους επόμενους μήνες. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, ο ρυθμός μεταβολής των εξαγωγών αναμένεται να επιβραδυνθεί από 6,0% το 2007, σε 2,7% το 2008 και 1,9% το 2009 (Διάγραμμα 7). Οι αναμενόμενες αρνητικές εξελίξεις στον τομέα του εξωτερικού εμπορίου αντανακλώνται και στη συνεχιζόμενη φθίνουσα πορεία του δείκτη PMI που αφορά τις νέες παραγγελίες από το εξωτερικό (PMI manufacturing: new orders) κατά το έτος 2008, ο οποίος μειώθηκε σταδιακά από τις 52 περίπου μονάδες στις αρχές του έτους στις 44,6 μονάδες τον

Αύγουστο. Η μείωση αυτή του δείκτη αντιστοιχεί σε μείωση του ρυθμού μεταβολής των εξαγωγών από 3,6% ετησίως το δεύτερο τρίμηνο του 2008 σε -0,3% το τέταρτο τρίμηνο του 2008, με το μέσο ρυθμό μεταβολής των εξαγωγών για το έτος 2008 να είναι σύμφωνη με τις δικές μας προβλέψεις. Μάλιστα, η πρόσφατη μείωση του εν λόγω δείκτη οφείλεται κυρίως σε πτώση του γαλλικού και του γερμανικού δείκτη νέων παραγγελιών από το εξωτερικό, γεγονός που φανερώνει πως ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών της Γερμανίας -που αποτελεί το βασικό στήριγμα των εξαγωγών της Ευρωζώνης- αρχίζει να επιβραδύνεται ως αποτέλεσμα του ισχυρού ευρώ και της επιβράδυνσης της παγκόσμιας ζήτησης. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, η ανάκαμψη των εξαγωγών στις χώρες της Ευρωζώνης θα γίνει σταδιακά προς το τέλος του 2009, καθώς η παγκόσμια ανάπτυξη θα αρχίσει να επιταχύνεται και το ευρώ να σταθεροποιείται σε χαμηλότερα επίπεδα.

## 5. Οι προοπτικές του πληθωρισμού φαίνονται λιγότερο ανησυχητικές,...

Δεδομένης της σημαντικής επιβράδυνσης της οικονομικής ανάπτυξης στην Ευρωζώνη, η μεγάλη ανησυχία κατά το προηγούμενο τρίμηνο αφορούσε την πιθανότητα να οδηγηθεί η οικονομία σε ένα περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού και χαμηλής ανάπτυξης. Η ανησυχία αυτή δεν περιοριζόταν μόνο τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης αλλά αφορούσε γενικότερα την παγκόσμια οικονομία. Η αναζωπύρωση του πληθωρισμού παγκοσμίως υποχρέωσε τις κεντρικές τράπεζες πολλών χωρών να επαναπροσδιορίσουν την πολιτική τους, εκφράζοντας την πρόθεσή τους να δώσουν προτεραιότητα στην καταπολέμηση του πληθωριστικού κινδύνου έναντι του κινδύνου της οικονομικής επιβράδυνσης. Η αύξηση στις τιμές των τροφίμων και το συνεχιζόμενο ράλι του πετρελαίου έφερε στο προσκήνιο την αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων, έναν κίνδυνο τον οποίο οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες είχαν μάλλον υποτιμήσει κατά το προηγούμενο διάστημα μπροστά στην προοπτική ύφεσης στις ΗΠΑ και της παγκόσμιας οικονομικής επιβράδυνσης.

Καθώς οι τιμές των περισσότερων εμπορευμάτων έχουν υποχωρήσει σημαντικά από τα ιστορικά υψηλά του

Ιουλίου, οι προοπτικές του πληθωρισμού φαίνονται λιγότερο ανησυχητικές. Με βάση τους παγκόσμιους δείκτες αναφοράς S&P GSCI, η μεγαλύτερη διόρθωση εμφανίζεται στον κλάδο της ενέργειας, όπου οι τιμές υποχωρούν κατά 33% από τις αρχές Ιουλίου, ενώ στους κλάδους των αγροτικών προϊόντων, των βιομηχανικών και των πολυτίμων μετάλλων οι τιμές βρίσκονται κατά 26%, 22% και 7% χαμηλότερα αντίστοιχα<sup>3</sup>. Όσον αφορά το αργό πετρέλαιο, η τιμή του έχει αποκλιμακωθεί σημαντικά σημειώνοντας μια πτώση της τάξεως του 35% από το ιστορικό υψηλό των 147,27 δολαρίων το βαρέλι που καταγράφηκε τον Ιούλιο. Οι συνεχιζόμενες ανησυχίες για το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και το ισχυρότερο δολάριο είναι οι βασικοί παράγοντες που οδήγησαν σε πτώση των τιμών πετρελαίου, παρά την ανακοίνωση του ΟΠΕΚ πως αναμένεται να μειώσει τα επίπεδα της παραγωγής πετρελαίου. Στην Ευρωζώνη, ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή αποκλιμακώθηκε στο 3,8% τον Αύγουστο από 4,0% τον Ιούλιο, όταν κατέγραψε την υψηλότερη ετήσια αύξηση από τον Απρίλιο του 1992.

Παρά την ραγδαία αύξηση του πληθωρισμού κατά το πρώτο εξάμηνο του 2008 (από 2,1% το 2007 σε 3,5% το α' εξάμηνο του 2008), φαίνεται ότι οι πρόσφατες αυξήσεις στις τιμές των τροφίμων και των καυσίμων δεν έχουν επηρεάσει ακόμα τις τιμές στους υπόλοιπους κλάδους της οικονομίας, αφού ο δομικός πληθωρισμός έχει παραμείνει σχετικά σταθερός στην Ευρωζώνη κατά τους τελευταίους μήνες (μέσος όρος Ιαν-Αύγουστος 2008: 1,8% έναντι 1,9% για το 2007). Στο ίδιο μήκος κύματος κινούνται και οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό κατά τους επόμενους 12 μήνες από την πλευρά των καταναλωτών. Ο δείκτης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (EE) για τις προσδοκίες των καταναλωτών κατά το επόμενο έτος υποχώρησε από τα ιστορικά υψηλά του Ιουνίου 2008 στις 22,3 μονάδες τον Αύγουστο του 2008. Αλλά και από την πλευρά της προσφοράς, ο δείκτης της EE που μετρά την αναμενόμενη τιμή πώλησης στον τομέα της βιομηχανίας μειώθηκε κατά 17% τον Αύγουστο σε σχέση με τον Ιούλιο -όταν αυξήθηκε στο υψηλότερο επίπεδο από το Μάιο του 1995- σε μια περίοδο μάλιστα που η ζήτηση αναμένεται να επιβραδυνθεί (Διάγραμμα 8). Περαιτέρω εξασθένιση της

<sup>3</sup> Κλείσιμο 29/09/08

οικονομίας της Ευρωζώνης θα συμβάλει, μαζί με τη μείωση της τιμής του πετρελαίου και των εμπορευμάτων, στη σταθερότητα των τιμών. Αλλά και οι πληθωριστικές προσδοκίες που προκύπτουν από τα κυβερνητικά ομόλογα, ως η διαφορά των ονομαστικών αποδόσεων από τις πραγματικές αποδόσεις<sup>4</sup>, έχουν μειωθεί σημαντικά από τα υψηλά που σημειώθηκαν στα μέσα του καλοκαιριού και κινούνται σε ένα χαμηλότερο εύρος τιμών. Τα ομόλογα αυτά χρησιμοποιούνται ευρέως στην αγορά σαν μια προσέγγιση των πληθωριστικών προσδοκιών στο μέλλον.

Επιπλέον, τα τελευταία στοιχεία που δημοσιεύτηκαν από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) για τους μισθούς στις χώρες της Ευρωζώνης φανερώνουν μια σημαντική επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των αποδοχών. Το συνολικό εργατικό κόστος ανά ώρα παρουσίασε ετήσια αύξηση της τάξεως του 2,7% το δεύτερο τρίμηνο του 2008 από 3,5% το πρώτο τρίμηνο, όταν σημειώθηκε η μεγαλύτερη ετήσια αύξηση από το τρίτο τρίμηνο του 2001. Η μείωση του εργατικού κόστους αντανακλάται και στην αποκλιμάκωση του ετήσιου ρυθμού μεταβολής των μισθών από 3,7% το πρώτο τρίμηνο σε 2,8% το δεύτερο τρίμηνο του 2008 (Διάγραμμα 9).

Η μεγάλη αύξηση των μισθών κατά το πρώτο τρίμηνο του 2008 μπορεί εν μέρει να οφείλεται στην προσαρμογή των μισθών σε υψηλότερα επίπεδα από τα χαμηλά επίπεδα που παρατηρήθηκαν κατά το προηγούμενο έτος (ιδιαίτερα στη Γερμανία) και, κατά την άποψή μας, δε συνιστά ένα κίνδυνο όσον αφορά την πιθανή ενεργοποίηση της σπειροειδούς αύξησης τιμών-μισθών (Διάγραμμα 10). Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, η επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης στην Ευρωζώνη θα οδηγήσει σταδιακά σε αποκλιμάκωση του μοναδιαίου κόστους εργασίας από 3,3% ετησίως το δεύτερο τρίμηνο του 2008 σε 1,3% το τέταρτο τρίμηνο του 2009 (Διάγραμμα 11).

Η αύξηση στις τιμές των τροφίμων και των καυσίμων κατά το τέλος του 2007 και τις αρχές του 2008, καθώς και η αύξηση του δείκτη τιμών παραγωγού, θα οδηγήσουν σε αύξηση του εναρμονισμένου πληθωρισμού από 2,1% κατά

μέσο όρο το 2007 σε 3,5% το 2008. Ωστόσο, η πρόσφατη μείωση των τιμών των εμπορευμάτων και του δείκτη τιμών παραγωγού στα καταναλωτικά αγαθά (4,3% τον Ιούλιο από 4,5% τον Ιούνιο 2008), καθώς και η αναμενόμενη μείωση του κόστους εργασίας, αναμένεται να οδηγήσει σε σταδιακή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, με το μέσο όρο για το 2009 να πέφτει στο 3,0%<sup>5</sup> (Διάγραμμα 12). Σε αντίθεση με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή, ο δείκτης τιμών καταναλωτή χωρίς τα καύσιμα, τα τρόφιμα, τα αλκοολούχα ποτά και τα είδη καπνού βρίσκεται σε ανοδική τροχιά, καθώς τον Αύγουστο αυξήθηκε στο 1,9% από 1,7% τον Ιούλιο. Με βάση την ιστορική εμπειρία, όταν ο δομικός πληθωρισμός αρχίζει να αυξάνεται, παρουσιάζει μια τάση εμμονής σε υψηλά επίπεδα για αρκετό χρονικό διάστημα.

Οι προσδοκίες αύξησης του πυρήνα του πληθωρισμού το 2009 ενισχύονται και από την ραγδαία ενίσχυση του δείκτη τιμών παραγωγού στα καταναλωτικά αγαθά. Συγκεκριμένα, ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής του εν λόγω δείκτη αυξήθηκε σταδιακά από 1,6% το πρώτο εξάμηνο του 2007, σε 3% το δεύτερο εξάμηνο του 2007 και 4,5% κατά το πρώτο εξάμηνο του 2008. Ο δείκτης τιμών παραγωγού φαίνεται πως επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό την πορεία του πυρήνα του πληθωρισμού (Διάγραμμα 13) κατά το επόμενο έτος. Εξετάζοντας την απλή ελαστικότητα του δείκτη τιμών παραγωγού στα καταναλωτικά αγαθά με το δομικό πληθωρισμό συμπεραίνουμε ότι μια αύξηση του δείκτη τιμών παραγωγού κατά 1% κατά τη διάρκεια ενός τριμήνου του έτους θα πυροδοτήσει αύξηση του πυρήνα του πληθωρισμού κατά 0,4% κατά τη διάρκεια του ίδιου τριμήνου κατά το επόμενο έτος. Το γεγονός αυτό σημαίνει πως η ενίσχυση του δείκτη κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007 και κυρίως κατά το πρώτο εξάμηνο του 2008 θα οδηγήσουν πιθανώς σε αύξηση του πυρήνα του πληθωρισμού προς το τέλος του 2008 καθώς και κατά το 2009.

<sup>5</sup> Οι εκτιμήσεις αυτές συμφωνούν και με τις ανοδικά αναθεωρημένες προβλέψεις της ΕΚΤ για την εξέλιξη των τιμών για τη διετία 2008-2009. Σε σύγκριση με το 2007, προβλέπεται σημαντική άνοδος του πληθωρισμού μεταξύ του 3,4-3,6%, ενώ για το 2009 αναμένεται μετριασμός των πληθωριστικών πιέσεων μεταξύ του 2,3-2,9%.

<sup>4</sup> France, Government Bonds, OATi Index Linked, Breakeven Inflation.

## 6. ...αυξάνοντας τις πιθανότητες για μείωση του επιτοκίου παρέμβασης μέσα στο 2009

Προσπαθώντας να περιορίσει τις αυξανόμενες πληθωριστικές πιέσεις, η ΕΚΤ προέβη κατά τη συνεδρίαση στις 3 Ιουλίου 2008 σε αύξηση του βασικού επιτοκίου παρέμβασης κατά 25 μονάδες βάσης στο 4,25%, ενώ από τον Ιούνιο του 2007 έως σήμερα είχε διατηρήσει το επιτόκιο αμετάβλητο στο 4%. Ο πρόεδρος της ΕΚΤ είχε υποστηρίξει πως ο λόγος για την απόφαση αύξησης του επιτοκίου παρέμβασης είναι να τεθούν υπό έλεγχο οι αυξανόμενοι κίνδυνοι όσον αφορά τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Με τη μείωση των πληθωριστικών πιέσεων κατά το τελευταίο δίμηνο, η ΕΚΤ αποφάσισε να διατηρήσει το βασικό επιτόκιο σταθερό στο 4,25% στην τελευταία συνεδρίασή της στις 4 Σεπτεμβρίου, καθώς μια περαιτέρω αύξηση του επιτοκίου θα μπορούσε να εντείνει την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας.

Σύμφωνα με το οικονομετρικό μας υπόδειγμα, το οποίο βασίζεται στις προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό μέσα τους επόμενους 12 μήνες, στις προσδοκίες των παραγωγών για τις τιμές πώλησης των προϊόντων τους, στη διαφορά των αποδόσεων μεταξύ των ομολόγων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης και των 10ετών κυβερνητικών ομολόγων της Ευρωζώνης (ως μια παράμετρο για την επίδραση της πιστωτικής κρίσης στο επιτόκιο παρέμβασης), και τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ, το επιτόκιο παρέμβασης της ΕΚΤ ενδέχεται να μειωθεί από τα τρέχοντα επίπεδα του 4,25%. Μάλιστα, όπως φαίνεται και από το Διάγραμμα 14, με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας το επιτόκιο παρέμβασης έπρεπε να βρισκόταν στο 4%, δηλαδή 0,25% χαμηλότερα από τα τρέχοντα επίπεδα.

Σε αντίθεση με την ΕΚΤ, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) σε περιπτώσεις σημαντικής επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας ασκεί επιθετική πολιτική μείωσης των επιτοκίων παρέμβασης. Τον τελευταίο χρόνο, μάλιστα, έχει προβεί σε μείωση του βασικού επιτοκίου κατά 325 μονάδες βάσης, από τα επίπεδα του 5,25% το Σεπτέμβριο του 2007 στα επίπεδα του 2% σήμερα.

Επιπλέον, με την κρατική παρέμβαση στις αγορές για την διάσωση και εξυγίανση του χρηματοοικονομικού κλάδου, η Fed προσπαθεί να αποκαταστήσει το κλίμα εμπιστοσύνης στο αμερικανικό χρηματοοικονομικό σύστημα για να αποφύγει μια βαθιά ύφεση της αμερικανικής οικονομίας. Ο μεγάλος κίνδυνος για την οικονομία της Ευρωζώνης προέρχεται από το περιοριστικό πλαίσιο λειτουργίας της δημοσιονομικής αλλά και της νομισματικής πολιτικής: (α) η Ευρωζώνη δεν έχει μεγάλη ευελιξία στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής εξαιτίας του συμφώνου σταθερότητας και ανάπτυξης, επομένως δεν μπορούν οι κυβερνήσεις να αυξήσουν εύκολα τις δημόσιες δαπάνες για να στηρίξουν την οικονομία, και (β) η ΕΚΤ έχει σαν μοναδικό στόχο την σταθεροποίηση των τιμών και όχι την σταθεροποίηση της οικονομίας (όπως η Fed). Καθώς η θετική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη από μια μείωση του επιτοκίου παρέμβασης εμφανίζεται πάντοτε με χρονική υστέρηση, ο κίνδυνος είναι ότι όταν η ΕΚΤ αποφασίσει να μειώσει τα επιτόκια ίσως να είναι πολύ αργά για να αποφευχθεί η ύφεση.

Αν υποθέσουμε ότι η τιμή του πετρελαίου παραμένει στα τρέχοντα επίπεδα και οι προβλέψεις μας για αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων επαληθευτούν, τότε η επερχόμενη ύφεση στις οικονομίες της Ευρωζώνης εξαιτίας της γενικότερης παγκόσμιας πιστωτικής κρίσης μάλλον θα αναγκάσει την Κεντρική Τράπεζα να μειώσει τα επιτόκια το 2009. Το οικονομετρικό μας υπόδειγμα δείχνει πως αν οι πληθωριστικές προσδοκίες των καταναλωτών και των παραγωγών παραμείνουν στα τρέχοντα επίπεδα, τότε το επιτόκιο παρέμβασης θα μειωθεί κατά 100-125 μονάδες βάσης μέχρι το τέλος του 2009, προσεγγίζοντας τα επίπεδα του 3,00-3,25% (Διάγραμμα 12). Στην περίπτωση που οι πληθωριστικές προσδοκίες μειωθούν περισσότερο κατά τους επόμενους μήνες, τότε το επιτόκιο μειώνεται κάτω από τα επίπεδα του 3%. Η περαιτέρω μείωση του επιτοκίου παρέμβασης θα εξαρτηθεί, εκτός από τη μελλοντική πορεία του πληθωρισμού, και από τη διάρκεια της χρηματοοικονομικής κρίσης και τη μελλοντική πορεία της οικονομίας της Ευρωζώνης. Κατά την άποψή μας, η πιθανότητα περαιτέρω μείωσης του επιτοκίου παρέμβασης κάτω του 3,25% είναι περιορισμένη, καθώς ο



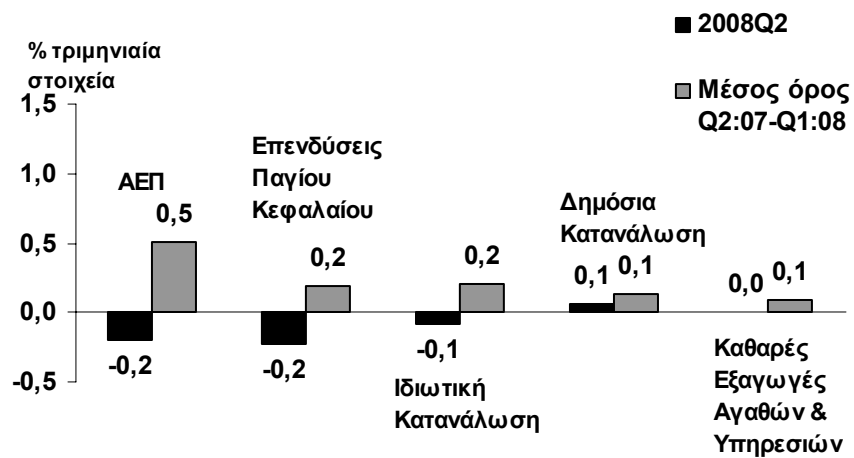
πυρήνας του πληθωρισμού θα παραμείνει σε υψηλά επίπεδα, εμποδίζοντας μελλοντικά την Κεντρική Τράπεζα να προχωρήσει σε ακόμα πιο επιθετικές μειώσεις επιτοκίων.

## 7. Συμπέρασμα

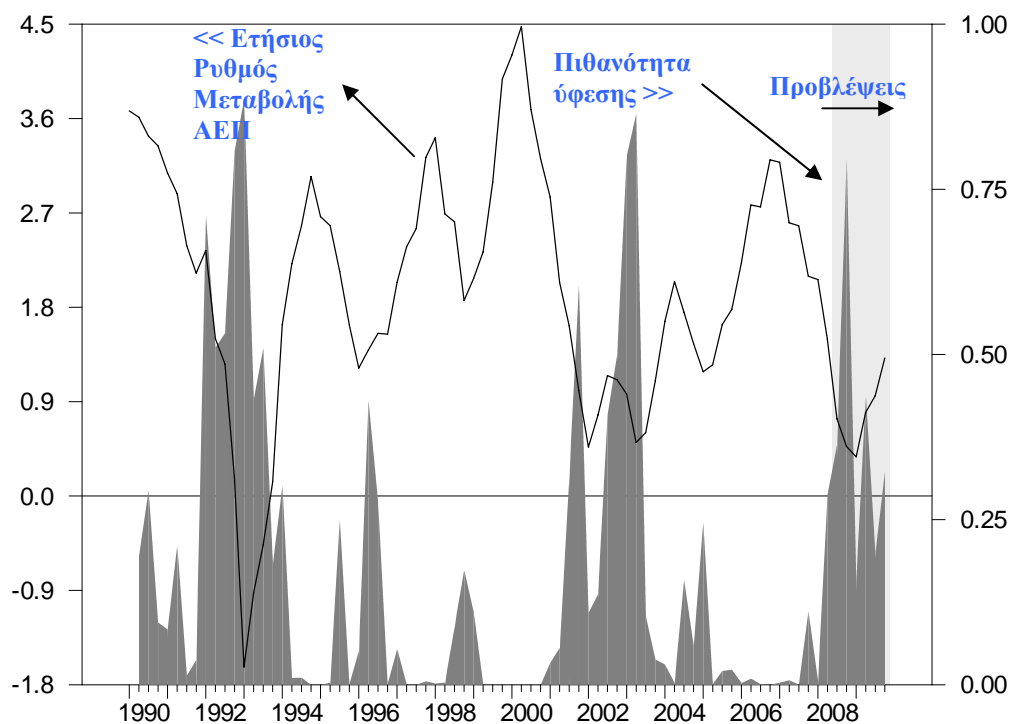
Το βασικό συμπέρασμα της μελέτης αυτής είναι ότι μέσα σε ένα δυσμενές παγκόσμιο περιβάλλον, με τη χρηματοπιστωτική κρίση να κορυφώνεται και το ρυθμό της παγκόσμιας οικονομίας να επιβραδύνεται σημαντικά, η οικονομία της Ευρωζώνης μάλλον δεν θα καταφέρει να αποφύγει την ύφεση. Οι δυσοίωνες προοπτικές για τη μελλοντική οικονομική δραστηριότητα οφείλονται σε επιβράδυνση τόσο της εσωτερικής όσο και της εξωτερικής ζήτησης. Η ραγδαία αύξηση του πληθωρισμού και η εξασθένηση της αγοράς εργασίας έχουν ήδη αρχίσει να πλήττουν τις καταναλωτικές δαπάνες, ενώ οι προοπτικές για τις επενδύσεις σε ένα περιβάλλον υψηλών επιτοκίων και αυστηρότερων όρων δανεισμού δεν είναι θετικές. Ταυτόχρονα, η επιβράδυνση του παγκόσμιου ρυθμού ανάπτυξης και η ανατίμηση του ευρώ επιδρούν αρνητικά στο εξωτερικό εμπόριο της Ευρωζώνης, εκτινάσσοντας την πιθανότητα ύφεσης στις οικονομίες της Ευρωζώνης στα ύψη.

Σε αντίθεση με τη Fed, η ΕΚΤ έχει διατηρήσει μέχρι σήμερα μια αυστηρή νομισματική πολιτική λόγω των αυξανόμενων πληθωριστικών πιέσεων. Εκτιμούμε ότι, ως αποτέλεσμα, το επιτόκιο παρέμβασης βρίσκεται σε υψηλότερα επίπεδα από αυτά που δικαιολογούν τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας. Με την επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης στις οικονομίες της Ευρωζώνης κατά τους επόμενους μήνες και τη σταδιακή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, αναμένουμε ότι η ΕΚΤ θα μειώσει το επιτόκιο παρέμβασης κατά 100 μονάδες βάσης μέχρι το τέλος του 2009. Όμως, εκτιμούμε πως η μείωση αυτή των επιτοκίων ενδεχομένως δε θα αποδειχθεί ικανή να αποτρέψει την ύφεση, δεδομένου ότι η επίδραση της νομισματικής πολιτικής στην οικονομική ανάπτυξη εμφανίζεται πάντοτε με χρονική υστέρηση αρκετών μηνών.

Διάγραμμα 1: Ρυθμός μεταβολής πραγματικού ΑΕΠ



Διάγραμμα 2: Ετήσιος ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ και πιθανότητα ύφεσης



\*Στοιχεία ΟΟΣΑ, Εκτιμήσεις: Eurobank EFG

Πίνακας 1

	Ρυθμός μεταβολής των εξαγωγών για το 2008	Ρυθμός μεταβολής των εξαγωγών για το 2009	Πιθανότητα ύφεσης στην Ευρωζώνη
Αισιόδοξο σενάριο	3,4%	2,5%	68%
<b>Κεντρικό σενάριο</b>	<b>2,7%</b>	<b>1,9%</b>	<b>80%</b>
Απαισιόδοξο σενάριο	2,4%	1,4%	90%

Πίνακας 2

Προηγούμενες Υφέσεις* στην Ευρωζώνη	Διάρκεια (σε τρίμηνα)	Μείωση του ΑΕΠ (σωρευτικά)**	Επιβράδυνση του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ***
Q4 74 : Q2 75	3	-1,9%	-7,8%
Q2 80 : Q3 80	2	-0,6%	-4,3%
Q2 82 : Q3 82	2	-0,4%	-1,1%
Q2 92 : Q1 93	4	-1,6%	-6,2%
<b>Μέσος όρος</b>	<b>2,8</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-4,9%</b>

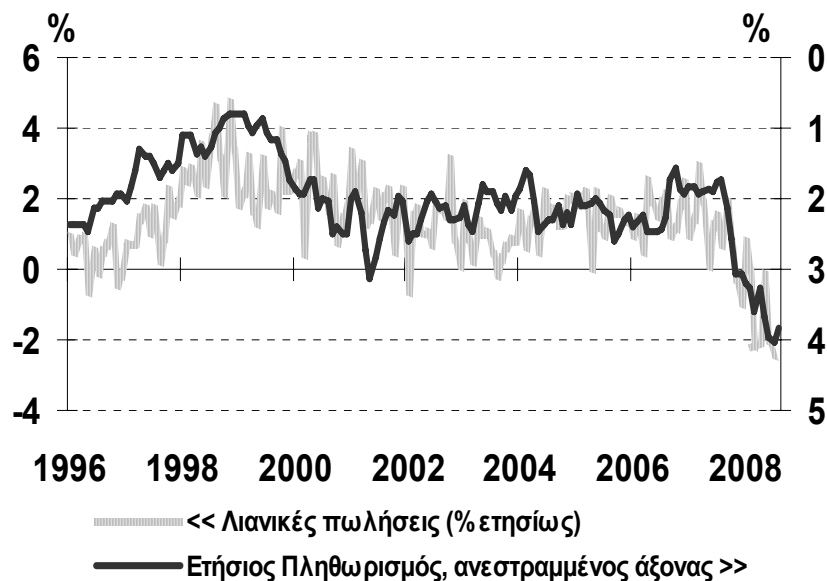
Πηγή: Ecowin, υπολογισμοί των συγγραφέων

\*Τεχνικά η ύφεση ορίζεται ως δύο τουλάχιστον διαδοχικά τρίμηνα συρρίκνωσης του ΑΕΠ.

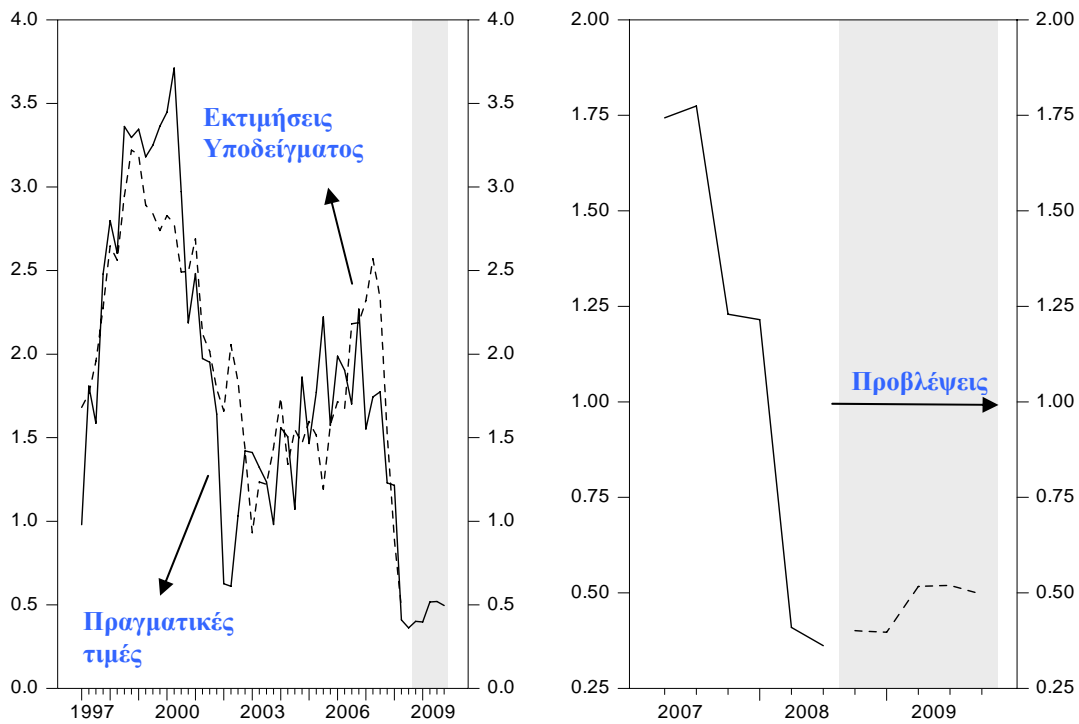
\*\*Άθροισμα του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ από τρίμηνο σε τρίμηνο από την αρχή ως το τέλος της ύφεσης.

\*\*\* Μείωση του ετήσιου ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ από το ανώτατο στο κατώτατο σημείο του οικονομικού κύκλου.

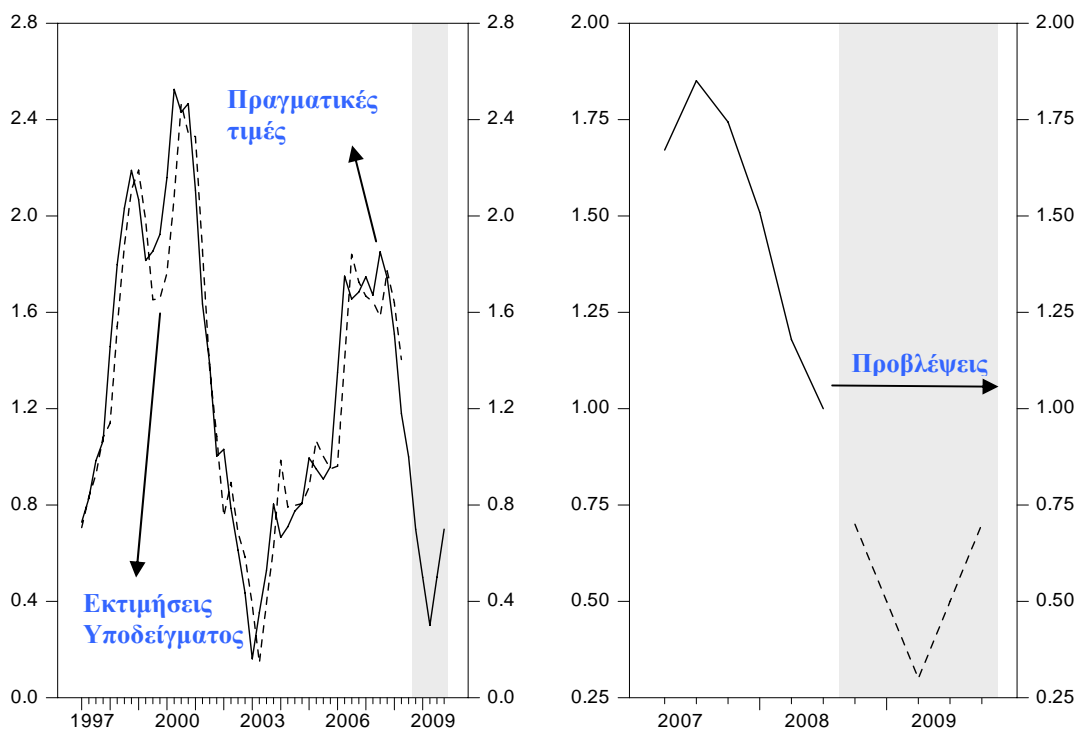
Διάγραμμα 3: Ο πληθωρισμός πλήττει την κατανάλωση



Διάγραμμα 4: Ετήσιος ρυθμός μεταβολής της ιδιωτικής κατανάλωσης (%)

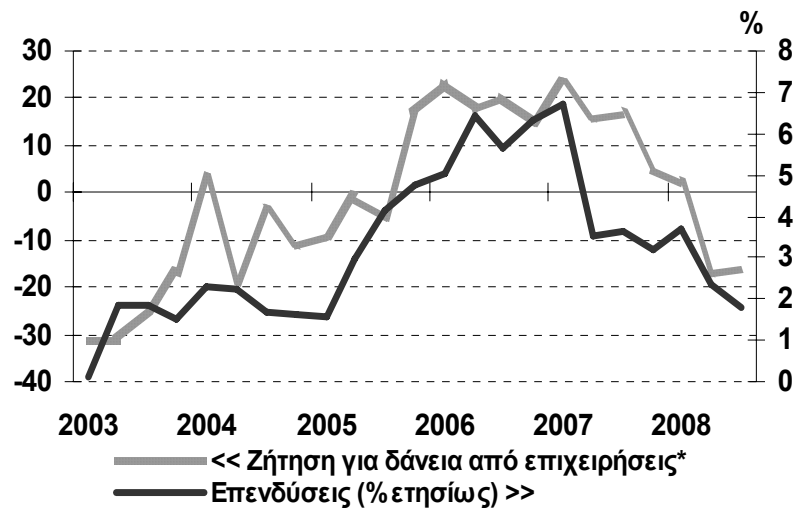


Διάγραμμα 5: Ετήσιος ρυθμός μεταβολής της απασχόλησης (%)



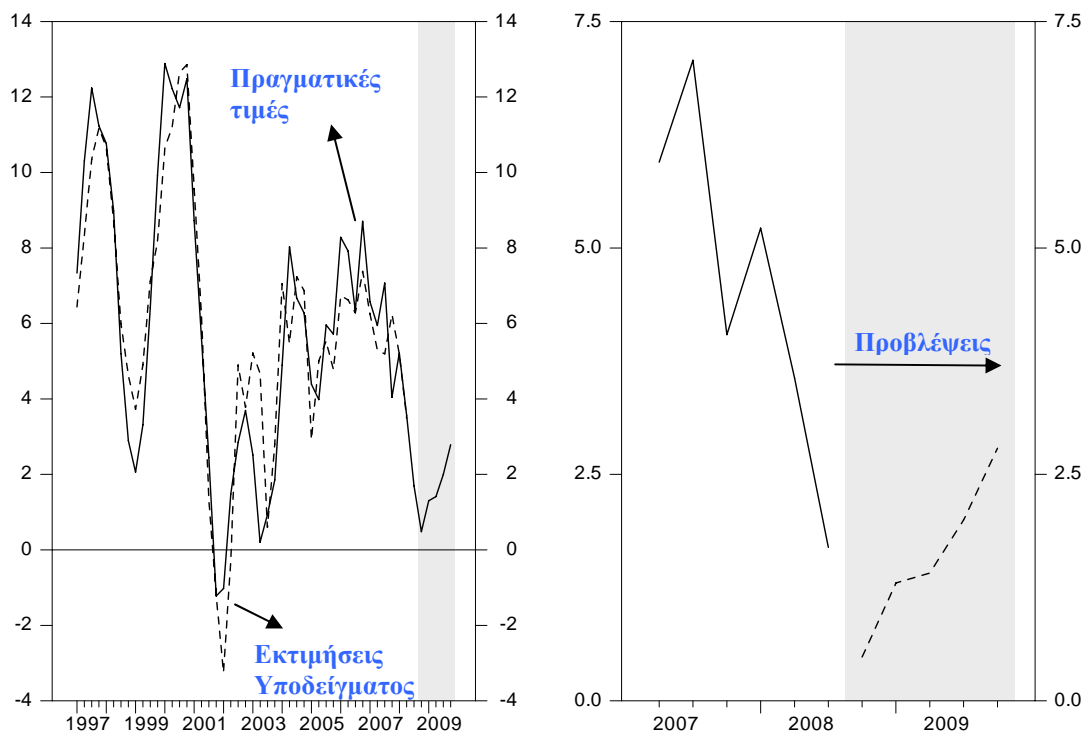
\*Εκτιμήσεις: Eurobank EFG

Διάγραμμα 6: Ιδιωτικές επενδύσεις και ζήτηση για επιχειρηματικά δάνεια



\*Έρευνα της ΕΚΤ για τον τραπεζικό δανεισμό

Διάγραμμα 7: Ετήσιος ρυθμός μεταβολής των εξαγωγών (%)

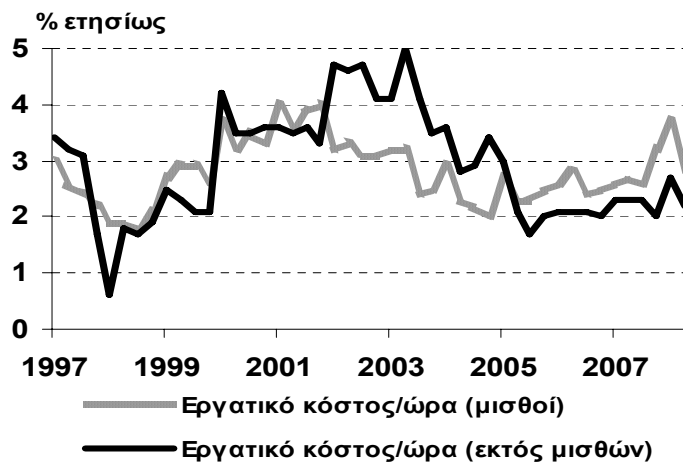


\*Εκτιμήσεις: Eurobank EFG

Διάγραμμα 8: Δείκτες Προσδοκιών



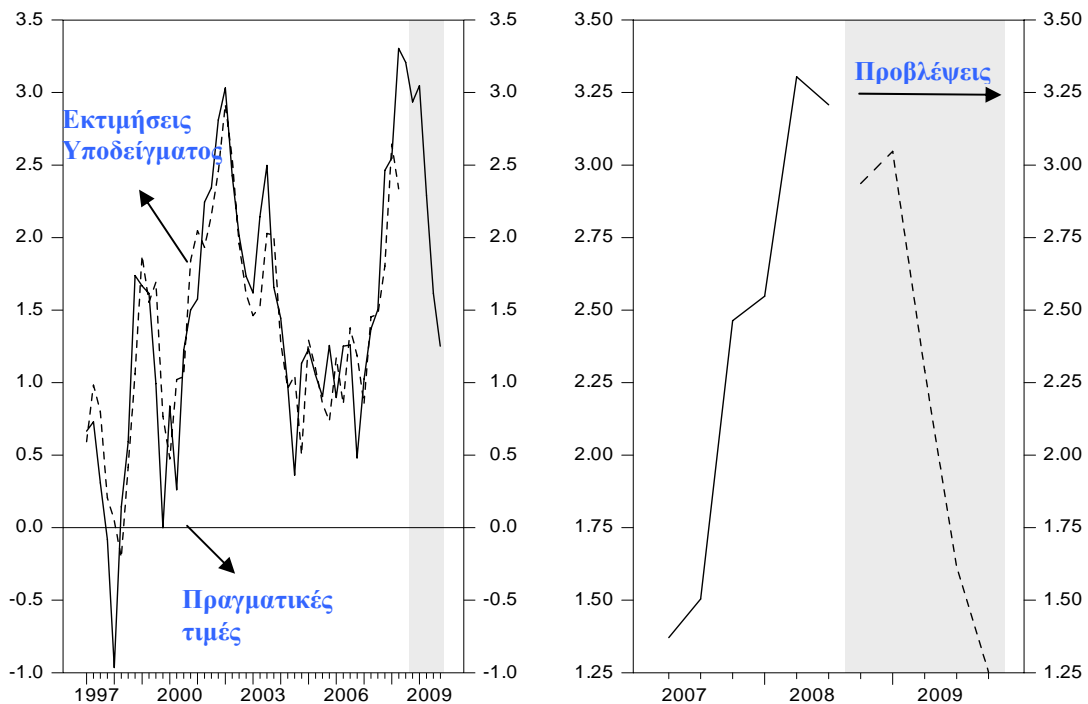
Διάγραμμα 9: Εργατικό κόστος



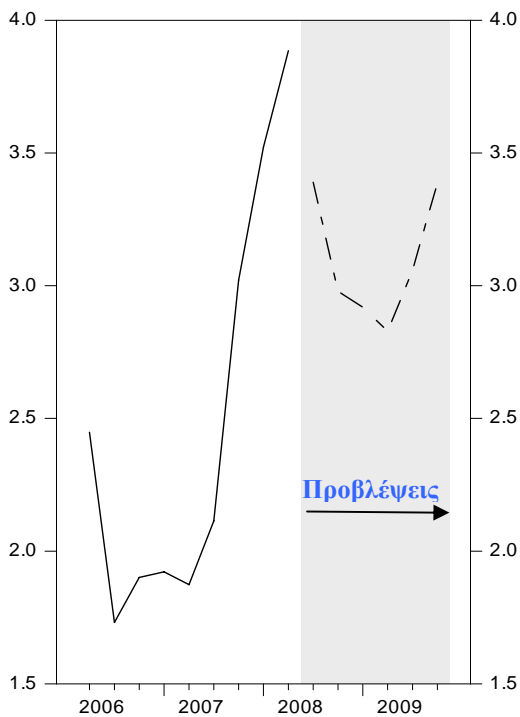
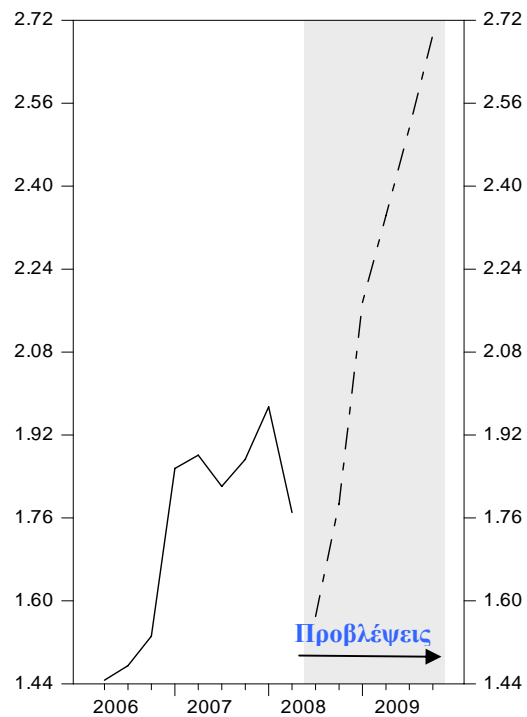
Διάγραμμα 10: Δομικός Πληθωρισμός και Μισθοί



Διάγραμμα 11: Ετήσιος ρυθμός του μοναδιαίου κόστους εργασίας (%)



Διάγραμμα 12: Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή

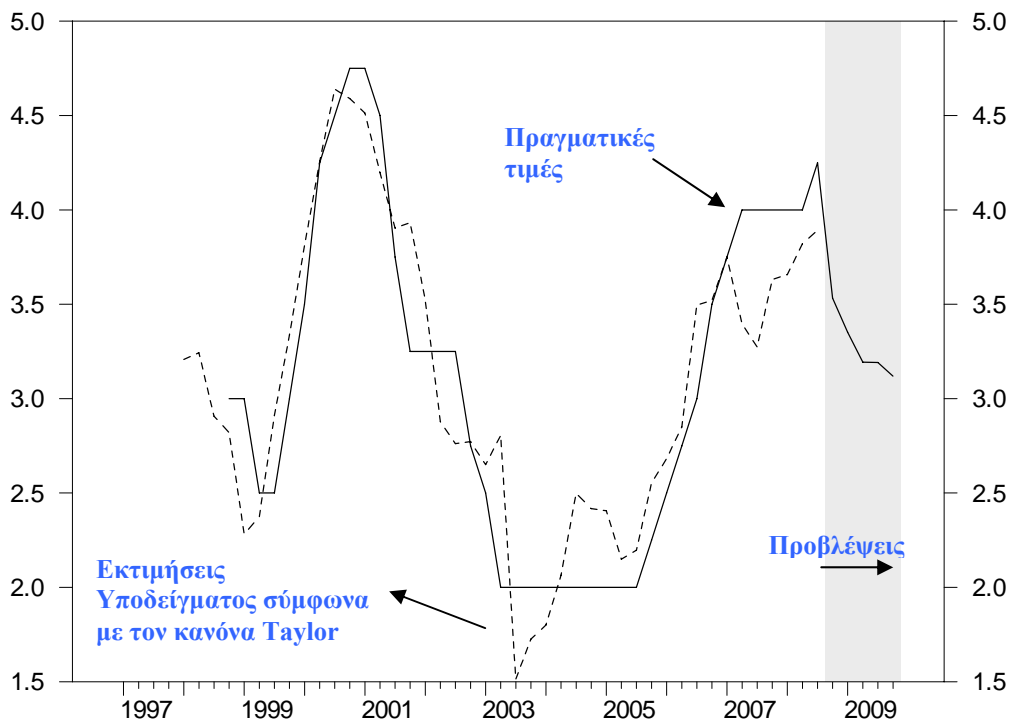
12<sup>A</sup>. Πληθωρισμός  
(ετήσια μεταβολή %)12<sup>B</sup>. Δομικός Πληθωρισμός  
(ετήσια μεταβολή %)

\*Εκτιμήσεις: Eurobank EFG

Διάγραμμα 13: Δείκτες Τιμών Παραγωγού και Καταναλωτή



Διάγραμμα 14: Επιτόκιο παρέμβασης της ΕΚΤ



\*Εκτιμήσεις: Eurobank EFG



## Μακροοικονομικές Προβλέψεις για την οικονομία της Ευρωζώνης

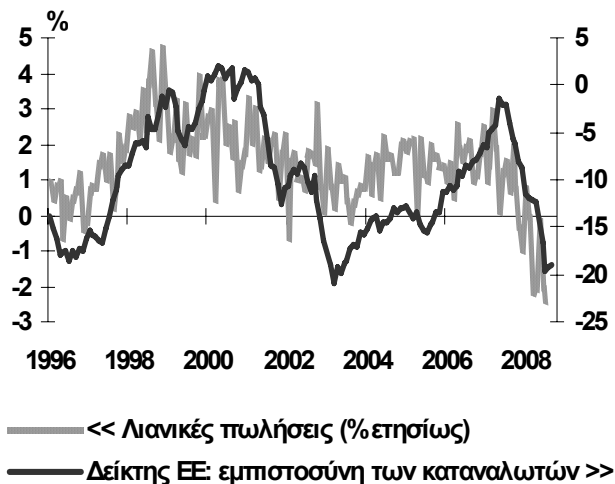
	2008:Q2	2008:Q3	2008:Q4	2009:Q1	2009:Q2	2007	2008	2009
<b>Οικονομική Δραστηριότητα (ετήσιες μεταβολές %)</b>								
ΑΕΠ	1,5	0,7	0,5	0,4	0,8	2,6	1,2	0,9
Ιδιωτική Κατανάλωση	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	1,6	0,6	0,5
Εξαγωγές	3,6	1,7	0,5	1,3	1,4	5,9	2,7	1,9
<b>Αγορά Εργασίας (ετήσιες μεταβολές %)</b>								
Απασχόληση	1,2	1,0	0,8	0,7	0,7	1,8	1,1	0,5
Μοναδιαίο Κόστος Εργασίας	3,3	3,2	2,9	3,0	2,3	1,6	3,0	2,1
<b>Δείκτης Τιμών Καταναλωτή – ΔTK (ετήσιες μεταβολές %)</b>								
Εναρμονισμένος πληθωρισμός	3,9	3,4	3,0	2,9	2,8	2,2	3,4	3,0
Πυρήνας πληθωρισμού	1,8	1,6	1,8	2,2	2,3	1,9	1,8	2,4

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α΄

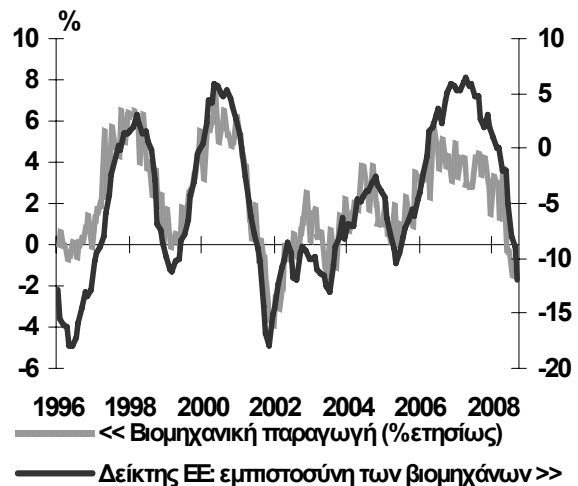
## Οι πρόδρομοι δείκτες για τη μελλοντική οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ επιβεβαιώνουν τις δυσοίωνες προβλέψεις

Η πτώση της εμπιστοσύνης τόσο των καταναλωτών όσο και των επιχειρήσεων κατά τους τελευταίους μήνες αποτελεί ένδειξη αποδυνάμωσης της εγχώριας ζήτησης. Συγκεκριμένα, ο δείκτης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (ΕΕ) για την εμπιστοσύνη των καταναλωτών, ο οποίος βρίσκεται σε αρνητική τροχιά από τον Ιούνιο του 2007, υποχώρησε τον Αύγουστο στο χαμηλότερο επίπεδο της τελευταίας 5ετίας. Πράγματι, οι λιανικές πωλήσεις στις χώρες της Ευρωζώνης μειώνονται κατά τη διάρκεια του 2008, με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής να κορυφώνεται στο -2,9% τον Ιούλιο του 2008 (Διάγραμμα Π1). Επιπλέον, ο αντίστοιχος δείκτης της ΕΕ στον τομέα της βιομηχανίας μειώθηκε συνολικά κατά 15 μονάδες τον τελευταίο χρόνο, υποχωρώντας σε επίπεδα πολύ χαμηλότερα από το μακροχρόνιο μέσο όρο του δείκτη. Τις αρνητικές προοπτικές στον τομέα της βιομηχανίας επιβεβαίωσαν τα στοιχεία του δεύτερου τριμήνου, καθώς η βιομηχανική παραγωγή (μη συμπεριλαμβανομένου του κλάδου των κατασκευών) μειώθηκε κατά το δίμηνο Μαΐου-Ιουνίου για πρώτη φορά από το Σεπτέμβριο του 2003 (Διάγραμμα Π2). Ο συνολικός δείκτης οικονομικού κλίματος της ΕΕ<sup>1</sup> υποχώρησε στο χαμηλότερο επίπεδο από τον Νοέμβριο του 2001, επιβεβαιώνοντας τις προβλέψεις για μείωση της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ.

Διάγραμμα Π1



Διάγραμμα Π2



Αλλά και ο δείκτης οικονομικής δραστηριότητας PMI διαγράφει αρνητική πορεία, με το συνολικό δείκτη (composite PMI) να βρίσκεται στα επίπεδα των 48 μονάδων κατά τους δύο τελευταίους μήνες. Ο εν λόγω δείκτης είχε πέσει σε επίπεδα χαμηλότερα των 49 μονάδων πριν από 5 περίπου χρόνια, όταν σημειώθηκε επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης κατά το 2003. Ο δείκτης PMI βρίσκεται κάτω από το όριο των 50 μονάδων τόσο στον τομέα της μεταποίησης όσο και στον τομέα των υπηρεσιών για πρώτη φορά από το καλοκαίρι του 2003, γεγονός που σηματοδοτεί μείωση της παραγωγής στον τομέα της βιομηχανίας, καθώς επίσης συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (Διάγραμμα Π3).

<sup>1</sup> Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ο δείκτης οικονομικού κλίματος είναι ένας σταθμισμένος δείκτης με βάση τους ακόλουθους δείκτες εμπιστοσύνης: βιομηχανία (40%), υπηρεσίες (30%), καταναλωτές (20%), λιανικό εμπόριο (5%), κατασκευές (5%).

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α' (συνέχεια)

Διάγραμμα Π3



Πτώση πέρα από κάθε προσδοκία κατέγραψε ο δείκτης του ινστιτούτου IFO για το επιχειρηματικό κλίμα στη Γερμανία το Σεπτέμβριο, με αποτέλεσμα ο οικονομολόγος του IFO, Κλάους Αμπέργκερ, να κάνει λόγο για «κίνδυνο τεχνικής αλλά όχι πραγματικής ύφεσης» στην μεγαλύτερη οικονομία της Ευρωζώνης (Διάγραμμα Π3). Η απαισιοδοξία που προκύπτει από τα αποτελέσματα του δείκτη επιχειρηματικής εμπιστοσύνης στη Γερμανία οφείλεται στη γενικότερη χρηματοοικονομική κρίση, αλλά και την ανατίμηση του ευρώ που έχει οδηγήσει σε μείωση της ανταγωνιστικότητας των γερμανικών εξαγωγών. Σύμφωνα με την τριμηνιαία έκθεση IFO World Economic Survey, το οικονομικό κλίμα επιδεινώθηκε το τρίτο τρίμηνο του 2008 για τέταρτη διαδοχική φορά για το σύνολο των χωρών της Ευρωζώνης, υποχωρώντας μάλιστα στο χαμηλότερο επίπεδο των 15 ετών. Η έκθεση IFO World Economic Survey που πραγματοποίησε το ινστιτούτο IFO σε συνεργασία με το Διεθνές Εμπορικό Επιμελητήριο στο Παρίσι τον Ιούλιο, βασίζεται στις εκτιμήσεις 254 οικονομολόγων πολυεθνικών και διεθνών εταιρειών, τραπεζών και ερευνητικών ινστιτούτων από διάφορες χώρες. Τα στοιχεία υποδηλώνουν πως η οικονομική δραστηριότητα στις 15 οικονομίες της ζώνης του ευρώ θα συνεχίσουν να επιδεινώνονται στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 2008.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β΄

- Οι **εξαγωγές** των χωρών της Ευρωζώνης σε πραγματικές τιμές εκτιμώνται ως εξής:

$$\Delta Q4Exports = 14.85 - 0.13 * FX(-1) + 1.82 * \Delta Q4IP OECD(-1) - 1.08 * \Delta Q4IP OECD(-3) + 0.96 * \Delta Q4IP OECD(-4)$$

(5.23) (-4.55) (11.49) (-3.65) (3.84)

όπου  $\Delta Q4$  = ετήσιος ρυθμός μεταβολής, Exports = οι εξαγωγές σε πραγματικές τιμές,  $FX$  = Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία (Real Effective Exchange Rate), IP OECD = ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής στις χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ (Οι χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ είναι οι ακόλουθες: Αυστραλία, Αυστρία, Βέλγιο, Καναδάς, Τσεχία, Δανία, Φινλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ουγγαρία, Ισλανδία, Ιρλανδία, Ιταλία, Ιαπωνία, Κορέα, Λουξεμβούργο, Μεξικό, Ολλανδία, Νέα Ζηλανδία, Νορβηγία, Πολωνία, Πορτογαλία, Σλοβακία, Ισπανία, Σουηδία, Ελβετία, Τουρκία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ηνωμένες Πολιτείες).

Στις παρενθέσεις παρατίθενται τα t-statistics.

Προσαρμοσμένο  $R^2 = 82\%$  (Δείγμα: Τριμηνιαία στοιχεία για την περίοδο 1996Q1 – 2008Q2)

- Ο **δείκτης βιομηχανικής παραγωγής** εκτιμάται ως εξής:

$$\Delta Q4IP = -16.35 + 0.52 * \Delta Q4IP(-1) - 0.12 * \Delta Q4IP(-4) + 0.34 * PMI man$$

(-8.65) (9.06) (-2.60) (9.16)

όπου IP = ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής μη συμπεριλαμβανομένου του τομέα των κατασκευών, PMI man = δείκτης PMI για τις προσδοκίες των επιχειρήσεων για τη βιομηχανική παραγωγή.

Προσαρμοσμένο  $R^2 = 93\%$  (Δείγμα: Τριμηνιαία στοιχεία για την περίοδο 1997Q1 – 2008Q2)

- Ο **ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ** εκτιμάται ως εξής:

$$\Delta Q4GDP = -8.75 + 0.37 * \Delta QExports(-1) + 0.10 * Econ Sent - 0.18 * Mf Conf + 0.06 * Retail Conf + 1.27 * Bus Conf$$

(-5.33) (2.43) (6.20) (-2.52) (4.78) (2.06)

όπου  $\Delta Q$  = ρυθμός μεταβολής από τρίμηνο σε τρίμηνο, GDP = Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ), Econ Sent = ο δείκτης οικονομικού κλίματος της ΕΕ, Mf Conf = ο δείκτης εμπιστοσύνης της ΕΕ για τον τομέα της μεταποίησης, Retail Conf = ο δείκτης εμπιστοσύνης της ΕΕ για το λιανικό εμπόριο, Bus Conf = ο δείκτης της ΕΕ για την εμπιστοσύνη διευθυντικών στελεχών σχετικά με τις παρούσες συνθήκες και τις μελλοντικές εξελίξεις.

Προσαρμοσμένο  $R^2 = 86\%$  (Δείγμα: Τριμηνιαία στοιχεία για την περίοδο 1990Q1 – 2008Q2)

- Η **πιθανότητα ύφεσης (P)** εκτιμάται ως εξής:

$$P = 9.76 - 3.06 * \Delta QExports - 0.11 Econ Sent$$

(3.31) (-3.00) (-3.54)

- Ο **πυρήνας του πληθωρισμού** εκτιμάται ως εξής:

$$\Delta Q4CPIcore = 0.08 + 0.63 * \Delta Q4CPIcore(-1) + 0.42 * \Delta Q4CPIcore(-2) - 0.31 * \Delta Q4CPIcore(-3) + 0.04 * \Delta Q4PPI(-4)$$

(0.62) (4.93) (2.68) (-2.53) (3.93)

$$+ 0.13 * \Delta Q4ULC(-3) + 0.18 * \Delta Q4GDP(-4)$$

(3.99) (2.36)

όπου CPIcore = ο πυρήνας του πληθωρισμού, PPI = ο δείκτης τιμών παραγωγού, ULC = το μοναδιαίο κόστος εργασίας, GDP = Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ).

Προσαρμοσμένο  $R^2 = 91\%$  (Δείγμα: Τριμηνιαία στοιχεία για την περίοδο 1990Q1 – 2008Q2)

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β' (συνέχεια)

- Ο **πληθωρισμός** εκτιμάται ως εξής:

$$\begin{aligned} \Delta Q4CPI = & 0.13 + 0.94 * \Delta Q4CPI (-1) - 0.32 * \Delta Q4CPI (-4) + 0.28 * \Delta Q4CPI_{core}(-2) - 0.51 * \Delta Q4PPI(-1) \\ & (0.88) \quad (8.61) \quad \quad \quad (-2.65) \quad \quad \quad (2.05) \quad \quad \quad (-7.42) \\ & + 0.28 * \Delta Q4 PPI(-2) + 0.32 * \Delta Q4 PPI \\ & (6.69) \quad \quad \quad (8.37) \end{aligned}$$

όπου CPI = ο πληθωρισμός.

Προσαρμοσμένο  $R^2 = 88\%$  (Δείγμα: Τριμηνιαία στοιχεία για την περίοδο 1990Q1 – 2008Q2)

- Η **ιδιωτική κατανάλωση** εκτιμάται ως εξής:

$$\begin{aligned} \Delta Q4Cons = & 3.84 + 0.08 * Cons Conf - 0.57 * \Delta Q4 CPI \\ & (14.47) \quad (6.48) \quad \quad \quad (-4.49) \end{aligned}$$

όπου Cons = οι προσωπικές δαπάνες των νοικοκυριών.

Προσαρμοσμένο  $R^2 = 61\%$  (Δείγμα: Τριμηνιαία στοιχεία για την περίοδο 1985Q1 – 2008Q2)

- Το **μοναδιαίο κόστος εργασίας** εκτιμάται ως εξής:

$$\begin{aligned} \Delta Q4ULC = & -0.43 + 0.93 * \Delta Q4ULC (-1) + 0.96 * \Delta QGDP (-4) \\ & (-2.30) \quad (11.09) \quad \quad \quad (4.95) \end{aligned}$$

όπου ULC = το μοναδιαίο κόστος εργασίας.

Προσαρμοσμένο  $R^2 = 72\%$  (Δείγμα: Τριμηνιαία στοιχεία για την περίοδο 1990Q1 – 2008Q1)

- Το **επιτόκιο παρέμβασης** της ΕΚΤ εκτιμάται ως εξής:

$$\begin{aligned} ECB \text{ rate} = & 1.44 + 0.05 * Inflation Expectations (-1) + 0.06 * Selling-price Expectations (-1) + 0.08 * High-yield spread \\ & (8.38) \quad (4.19) \quad \quad \quad (4.83) \quad \quad \quad (2.59) \\ & + 0.29 * \Delta Q4GDP(-1) \\ & (3.19) \end{aligned}$$

όπου ECB rate = το επιτόκιο παρέμβασης της ΕΚΤ, Inflation Expectations = οι προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό τους επόμενους 12 μήνες, Selling-price Expectations = οι προσδοκίες των επιχειρηματιών για τις τιμές πώλησης των προϊόντων τους στον τομέα της βιομηχανίας κατά τους επόμενους μήνες, High-yield spread = η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ των ομολόγων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης και των 10ετών κυβερνητικών ομολόγων της Ευρωζώνης.

Προσαρμοσμένο  $R^2 = 80\%$  (Δείγμα: Τριμηνιαία στοιχεία για την περίοδο 1987Q1 – 2008Q3)