



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Οικονομικό Δελτίο

Τεύχος 2 / 2017



Περιεχόμενα

Οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις	2
Συνοπτική παρουσίαση	2
1 Εξωτερικό περιβάλλον	6
2 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις	13
3 Οικονομική δραστηριότητα	19
4 Τιμές και κόστος	25
5 Χρήμα και πίστη	30
6 Δημοσιονομικές εξελίξεις	39
Πλαίσια	44
1 Εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές των αναδυόμενων οικονομιών μετά τις αμερικανικές προεδρικές εκλογές του 2016 σε σύγκριση με τις εξελίξεις μετά το επεισόδιο από τις δηλώσεις περί σταδιακού περιορισμού της ποσοτικής χαλάρωσης στις ΗΠΑ το 2013.	44
2 Ανάλυση των καθαρών εκροών επενδύσεων χαρτοφυλακίου της ζώνης του ευρώ	49
3 Η επίδραση των μη συμβατικών μέτρων της ΕΚΤ στους όρους χρηματοδότησης: ανασκόπηση των πρόσφατων στοιχείων	55
4 Συνθήκες ρευστότητας και πράξεις νομισματικής πολιτικής την περίοδο 26 Οκτωβρίου 2016 - 24 Ιανουαρίου 2017	62
5 Νέες στατιστικές της ζώνης του ευρώ για τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις	67
6 Ενωσιολογικά ζητήματα σχετικά με τη μέτρηση του δημοσιονομικού χώρου	69
7 Η διαδικασία μακροοικονομικών ανισορροπιών του 2017 και η εφαρμογή των ειδικών ανά χώρα συστάσεων του 2016	74
Στατιστικά Στοιχεία	81

Οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις

Συνοπτική παρουσίαση

Κατά τη συνεδρίασή του στις 9 Μαρτίου 2017 για τη νομισματική πολιτική, το Διοικητικό Συμβούλιο διαπίστωσε ότι ο ιδιαίτερα διευκολυντικός χαρακτήρας της νομισματικής πολιτικής εξακολουθεί να είναι απαραίτητος ώστε να ενισχυθούν οι πιέσεις στον υποκείμενο πληθωρισμό και να στηριχθεί ο μετρούμενος πληθωρισμός μεσοπρόθεσμα. Τα μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ συνέχισαν να διατηρούν τις ιδιαίτερα ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης που είναι απαραίτητες προκειμένου να διασφαλιστεί η διατηρήσιμη σύγκλιση του πληθωρισμού προς επίπεδα κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα. Η συνεχιζόμενη μετακύλιση των εν λόγω μέτρων στους όρους δανεισμού για επιχειρήσεις και νοικοκυριά ευνοεί τη δημιουργία πιστώσεων και στηρίζει την ανάκαμψη της οικονομίας της ζώνης του ευρώ, η οποία σταδιακά εδραιώνεται. Ο μετρούμενος πληθωρισμός αυξήθηκε και πάλι, κυρίως εξαιτίας της αύξησης των τιμών των ειδών διατροφής και των βασικών εμπορευμάτων. Ωστόσο, οι πιέσεις στον υποκείμενο πληθωρισμό παραμένουν υποτονικές. Το Διοικητικό Συμβούλιο θα συνεχίσει να βλέπει πέρα από τις μεταβολές στον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ εφόσον κρίνεται ότι είναι παροδικές και δεν επηρεάζουν τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές για τη σταθερότητα των τιμών.

Οικονομική και νομισματική αξιολόγηση κατά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου στις 9 Μαρτίου 2017

Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα συνέχισε να ανακάμπτει. Η παγκόσμια ανάπτυξη βελτιώθηκε το δεύτερο εξάμηνο του προηγούμενου έτους και εκτιμάται ότι συνεχίστηκε στην αρχή του 2017, αν και με συγκρατημένο ρυθμό από μακροχρόνια σκοπιά. Ο παγκόσμιος μετρούμενος πληθωρισμός αυξήθηκε τους τελευταίους μήνες, μετά την ανάκαμψη των τιμών του πετρελαίου, ενώ το βραδέως μειούμενο αχρησιμοποίητο παραγωγικό δυναμικό αναμένεται να στηρίξει κάπως τον υποκείμενο πληθωρισμό μεσοπρόθεσμα.

Στο διάστημα που μεσολάβησε από τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου για τη νομισματική πολιτική τον Δεκέμβριο του 2016, οι αποδόσεις κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ σημείωσαν μικρή αύξηση επιδεικνύοντας κάποια μεταβλητότητα. Οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων μειώθηκαν και παραμένουν σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις αρχές Μαρτίου του 2016, όταν ανακοινώθηκε το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων του επιχειρηματικού τομέα (CSPP). Οι τιμές των μετοχών του ευρέος χρηματιστηριακού δείκτη αυξήθηκαν στη ζώνη του ευρώ, ενώ παρόμοια αύξηση παρατηρήθηκε και στις ΗΠΑ. Η αξία του ευρώ υποτιμήθηκε ελαφρώς σε όρους σταθμισμένης ισοτιμίας με βάση το εξωτερικό εμπόριο.

Η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ εδραιώνεται σταδιακά. Το πραγματικό ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε κατά 0,4% σε τριμηνιαία βάση το δ' τρίμηνο του 2016, έπειτα από παρόμοιο ρυθμό το γ' τρίμηνο. Τα εισερχόμενα στοιχεία, και ιδίως τα αποτελέσματα ερευνών, ενισχύουν την πεποίθηση του Διοικητικού Συμβουλίου ότι η συνεχιζόμενη οικονομική επέκταση θα συνεχίσει να σταθεροποιείται και να διευρύνεται.

Όσον αφορά το μέλλον, η μετακύλιση των μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ στηρίζει την εγχώρια ζήτηση και διευκολύνει τη συνεχιζόμενη διαδικασία απομόχλευσης. Οι πολύ ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και η βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων εξακολουθούν να προωθούν την ανάκαμψη των επενδύσεων. Επιπλέον, η αύξηση της απασχόλησης, στην οποία συμβάλλουν και οι προηγούμενες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, ασκεί θετική επίδραση στο πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών στηρίζοντας έτσι την ιδιωτική κατανάλωση. Ταυτόχρονα υπάρχουν ενδείξεις μιας κάπως ισχυρότερης παγκόσμιας ανάκαμψης και αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου. Ωστόσο, η οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να επηρεαστεί αρνητικά από τον βραδύ ρυθμό υλοποίησης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και τις εναπομένουσες ανάγκες προσαρμογής των ισολογισμών σε ορισμένους τομείς.

Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Μαρτίου 2017 προβλέπουν αύξηση του ετήσιου πραγματικού ΑΕΠ κατά 1,8% το 2017, 1,7% το 2018 και 1,6% το 2019. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου 2016, οι προοπτικές για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ έχουν αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα άνω για το 2017 και το 2018. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προοπτικές ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ έγιναν λιγότερο έντονοι, ωστόσο παραμένουν καθοδικοί και σχετίζονται κυρίως με παγκόσμιους παράγοντες.

Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε περαιτέρω σε 2,0% τον Φεβρουάριο, από 1,8% τον Ιανουάριο του 2017 και 1,1% τον Δεκέμβριο του 2016. Αυτό αντανάκλα κυρίως την έντονη άνοδο του ετήσιου πληθωρισμού της ενέργειας και των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, ενώ δεν υπάρχουν ακόμη πειστικές ενδείξεις ανοδικής τάσης του υποκείμενου πληθωρισμού. Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, ο μετρούμενος πληθωρισμός είναι πιθανόν να παραμείνει σε επίπεδα πλησίον του 2% τους ερχόμενους μήνες, αντανάκλωντας εν μέρει τις κινήσεις του ετήσιου ρυθμού μεταβολής των τιμών της ενέργειας.

Οι δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού όμως παραμένουν χαμηλοί. Αναμένεται να καταγράψουν άνοδο μόνο σταδιακά μεσοπρόθεσμα, υποβοηθούμενοι από τα μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, την αναμενόμενη συνεχιζόμενη οικονομική ανάκαμψη και την αντίστοιχη σταδιακή υποχώρηση του βαθμού υποαπασχόλησης των πόρων στην οικονομία.

Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Μαρτίου 2017 προβλέπουν ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ 1,7% το 2017, 1,6% το 2018 και 1,7% το 2019. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του

Δεκεμβρίου 2016, οι προοπτικές για τον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ έχουν αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα άνω για το 2017 και ελαφρώς προς τα άνω για το 2018, ενώ παρέμειναν αμετάβλητες για το 2019. Οι προβολές τελούν υπό την προϋπόθεση της πλήρους εφαρμογής όλων των μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.

Τα μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ που έχουν τεθεί σε εφαρμογή από τον Ιούνιο του 2014 και εξής παρέχουν σημαντική στήριξη όσον αφορά τις συνθήκες δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά και ως εκ τούτου τις ροές χρηματοδότησης σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Ο ρυθμός αύξησης της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια παρέμεινε γενικά σταθερός τον Ιανουάριο του 2017. Παράλληλα, τα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα συνέχισαν να ανακάμπτουν σταδιακά το δ' τρίμηνο του 2016 και τον Ιανουάριο. Τα χαμηλά επιτόκια και οι επιδράσεις των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ εξακολουθούν να ευνοούν τις συνθήκες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας. Η συνολική ετήσια ροή εξωτερικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εκτιμάται ότι ενισχύθηκε περαιτέρω το δ' τρίμηνο του 2016.

Τα επόμενα χρόνια, οι λόγοι του δημοσιονομικού ελλείμματος και του χρέους της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται ότι θα παραμείνουν σε καθοδική τροχιά. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ, που ήταν ελαφρώς επεκτατική το 2016, εκτιμάται ότι θα καταστεί ουσιαστικά ουδέτερη τα έτη 2017-2019. Εντούτοις, οι επακόλουθες ενέργειες των χωρών της ζώνης του ευρώ μετά την αξιολόγηση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή των σχεδίων δημοσιονομικών προγραμμάτων τους για το 2017 δεν ήταν ικανοποιητικές, καθώς καμία από τις χώρες που κρίθηκε ότι διατρέχουν κίνδυνο μη συμμόρφωσης με το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) δεν έχει υλοποιήσει σημαντικά μέτρα.

Αποφάσεις νομισματικής πολιτικής

Με βάση την οικονομική και νομισματική ανάλυση που διενεργεί τακτικά, το Διοικητικό Συμβούλιο επιβεβαίωσε την ανάγκη για διατήρηση του ιδιαίτερα διευκολυντικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής προκειμένου να διασφαλιστεί η διατηρήσιμη επάνοδος των ρυθμών πληθωρισμού σε επίπεδα κάτω αλλά πλησίον του 2% χωρίς αδικαιολόγητη καθυστέρηση. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να διατηρήσει αμετάβλητα τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ και εξακολουθεί να αναμένει ότι θα παραμείνουν στα σημερινά ή σε χαμηλότερα επίπεδα για παρατεταμένη χρονική περίοδο και πολύ πέραν του χρονικού ορίζοντα των καθαρών αγορών περιουσιακών στοιχείων. Όσον αφορά τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο επιβεβαίωσε ότι θα συνεχίσει τις αγορές μέσω του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (APP) μέχρι το ύψος των 80 δισεκ. ευρώ ανά μήνα, έως το τέλος Μαρτίου του 2017 και ότι από τον Απρίλιο του 2017 οι καθαρές αγορές τίτλων προβλέπεται να συνεχιστούν μέχρι το ύψος των 60 δισεκ. ευρώ μηνιαίως μέχρι το τέλος Δεκεμβρίου του 2017, ή και μεταγενέστερα εφόσον κριθεί απαραίτητο, και σε κάθε περίπτωση έως ότου το Διοικητικό Συμβούλιο διαπιστώσει διατηρήσιμη προσαρμογή της πορείας του

πληθωρισμού σε επίπεδα συμβατά με την επιδίωξή του για τον πληθωρισμό. Οι καθαρές αγορές θα πραγματοποιούνται παράλληλα με την επανεπένδυση ποσών από την εξόφληση τίτλων που έχουν αποκτηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος APP κατά τη λήξη τους. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο επιβεβαίωσε ότι εάν οι προοπτικές καταστούν λιγότερο ευνοϊκές ή οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες παύσουν να υποστηρίζουν την περαιτέρω πρόοδο προς μια διατηρήσιμη προσαρμογή της πορείας του πληθωρισμού, είναι έτοιμο να αυξήσει το μέγεθος ή/και τη διάρκεια του προγράμματος.

Εξωτερικό περιβάλλον

Η παγκόσμια δραστηριότητα βελτιώθηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2016 και η ανάπτυξη αναμένεται να διατηρηθεί στις αρχές του 2017, αν και με ρυθμό μέτριο συγκριτικά με ιστορικά δεδομένα. Ο παγκόσμιος μετρούμενος πληθωρισμός αυξήθηκε τους τελευταίους μήνες, ύστερα από την ανάκαμψη των τιμών του πετρελαίου, ενώ το βραδέως μειούμενο αχρησιμοποίητο παραγωγικό δυναμικό αναμένεται να στηρίξει κάπως τον υποκείμενο πληθωρισμό μεσοπρόθεσμα.

Παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και εμπόριο

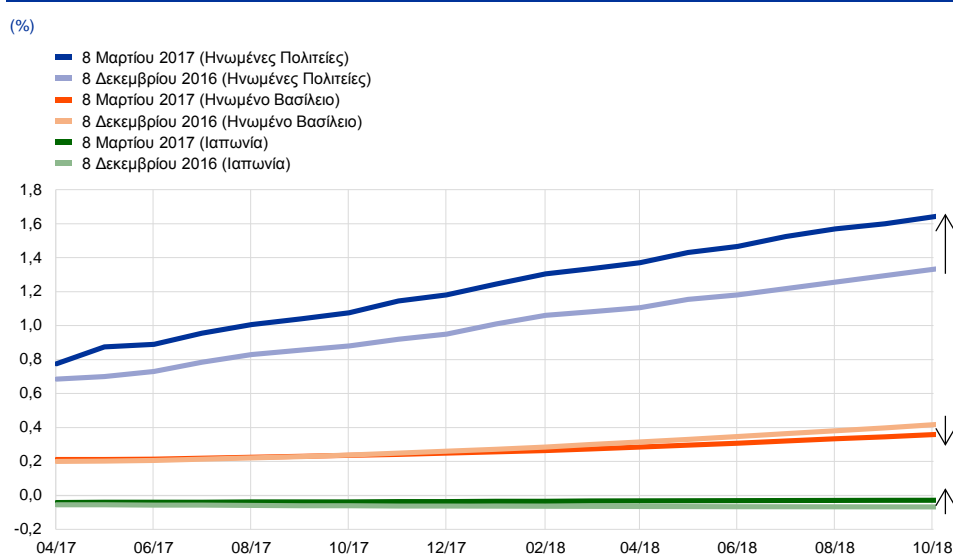
Η παγκόσμια ανάπτυξη αναμένεται να διατηρηθεί, αν και θα είναι μέτρια σε σύγκριση με ιστορικά στοιχεία. Πρόσφατες δημοσιεύσεις στοιχείων επιβεβαιώνουν τη βελτίωση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας το β' εξάμηνο του 2016 και καταδεικνύουν συνέχιση της ανάπτυξης στις αρχές του 2017. Το επόμενο διάστημα, τόσο οι προηγμένες όσο και οι αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς αναμένεται να στηρίξουν την ανάπτυξη. Πιο συγκεκριμένα, τα δημοσιονομικά μέτρα τόνωσης της οικονομίας αναμένεται να στηρίξουν τη δραστηριότητα στις Ηνωμένες Πολιτείες, ενώ η σταδιακή εξομάλυνση της βαθιάς ύφεσης σε ορισμένους από τους μεγαλύτερους εξαγωγείς βασικών εμπορευμάτων θα στηρίξει την ανάπτυξη στις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς. Ωστόσο εξακολουθεί να υπάρχει υψηλή αβεβαιότητα εξαιτίας σειράς παραγόντων όπως η κατεύθυνση που θα λάβουν οι πολιτικές της νέας αμερικανικής κυβέρνησης, οι επιπτώσεις τους στην οικονομία των ΗΠΑ και οι δευτερογενείς επιδράσεις τους στην παγκόσμια δραστηριότητα, η ισχύς της ανάκαμψης στους εξαγωγείς εμπορευμάτων, η σταδιακή επανεξισορρόπηση της κινεζικής οικονομίας και οι μελλοντικές σχέσεις μεταξύ Ηνωμένου Βασιλείου και Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Αν και οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες παρέμειναν γενικώς υποστηρικτικές, σε ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς έγιναν δυσμενέστερες. Η μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές παρέμεινε χαμηλή τις τελευταίες εβδομάδες, ενώ οι χρηματαγορές στις προηγμένες οικονομίες κατέγραψαν περαιτέρω κέρδη. Οι αποδόσεις των αμερικανικών μακροπρόθεσμων ομολόγων αυξήθηκαν ελαφρά, ενώ παρέμειναν σε χαμηλά επίπεδα σε άλλες προηγμένες οικονομίες. Αντιθέτως, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες έγιναν δυσμενέστερες σε ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς, καθώς διευρύνθηκαν οι διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων και υποτιμήθηκαν τα νομίσματα, κυρίως η τουρκική λίρα και το μεξικανικό πέσο. Οι εκροές κεφαλαίων από τις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς συνολικά χαλάρωσαν κάπως, καθώς ήταν λιγότερο επίμονες από προηγούμενα επεισόδια αβεβαιότητας. Οι εκροές ωστόσο από την Κίνα ήταν σημαντικές το Δεκέμβριο και διεκόπησαν μόνο από τη λήψη αυστηρών περιοριστικών μέτρων από τις αρχές. Το Πλαίσιο 1 αναλύει τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές των αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς μετά τις αμερικανικές εκλογές και τις συγκρίνει με την αναστάτωση που προκλήθηκε μετά την ανακοίνωση ενδεχόμενης μείωσης της ποσοτικής χαλάρωσης το 2013.

Οι νομισματικές πολιτικές παρέμειναν διευκολυντικές, αλλά αυξάνονται οι διαφορές ανάμεσα στις προηγμένες οικονομίες. Η καμπύλη των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί των ομοσπονδιακών κεφαλαίων μετατοπίστηκε προς τα άνω τους τελευταίους μήνες, ύστερα από την απόφαση της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς το Δεκέμβριο. Αντιθέτως, η Τράπεζα της Αγγλίας και η Τράπεζα της Ιαπωνίας διατήρησαν τη διευκολυντική τους κατεύθυνση (βλ. Διάγραμμα 1). Αυτή η διαφοροποίηση, που αντανάκλα την ετερογενή οικονομική επίδοση των προηγμένων οικονομιών, αντικατοπτρίστηκε επίσης σε προσαρμογές των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Διάγραμμα 1

Προσδοκίες για τα επιτόκια πολιτικής



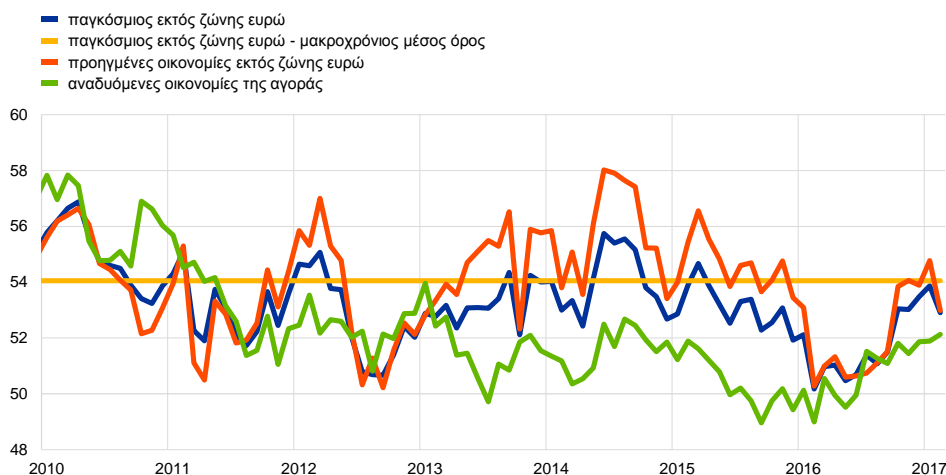
Πηγές: Bloomberg και Τράπεζα της Αγγλίας.

Πρόσφατες δημοσιεύσεις στοιχείων επιβεβαιώνουν διατήρηση της δυναμικής της παγκόσμιας ανάπτυξης το τελευταίο τρίμηνο του 2016. Εκτός της ζώνης του ευρώ, ο παγκόσμιος σύνθετος Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για την παραγωγή ανήλθε στο 53,3 το δ' τρίμηνο του 2016, από 51,5 το προηγούμενο τρίμηνο, υποδεικνύοντας ανάκαμψη της παγκόσμιας ανάπτυξης το δεύτερο εξάμηνο του προηγούμενου έτους. Ο παγκόσμιος σύνθετος δείκτης PMI για την παραγωγή στις αρχές του 2017 επιβεβαιώνει αυτή την τάση (βλ. Διάγραμμα 2). Σε επίπεδο χώρας, οι τριμηνιαίοι PMI αυξήθηκαν σε όλες τις μεγάλες προηγμένες οικονομίες το τελευταίο τρίμηνο του 2016. Όσον αφορά τις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς, τα τριμηνιαία στοιχεία επίσης ήταν υψηλότερα στην Κίνα και στη Ρωσία, αλλά υποχώρησαν στην Ινδία – στον απόηχο της πρόσφατης πολιτικής απονομισματοποίησης – και στη Βραζιλία, παραμένοντας και στις δύο περιπτώσεις κάτω από το όριο του 50. Για το προσεχές διάστημα, οι προπορευόμενοι δείκτες συγκυρίας του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) εξακολουθούν να υποδεικνύουν άνοδο της αναπτυξιακής δυναμικής σε αρκετές προηγμένες οικονομίες και να σηματοδοτούν συσσώρευση της αναπτυξιακής δυναμικής στις μεγάλες αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς.

Διάγραμμα 2

Παγκόσμιος σύνθετος δείκτης PMI για την παραγωγή

(δείκτης διάχυσης)



Πηγές: Haver Analytics και υπολογισμοί των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Φεβρουάριος 2017. "Αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς": πρόκειται για ένα σύνολο που περιλαμβάνει την Κίνα, τη Ρωσία, τη Βραζιλία, την Ινδία και την Τουρκία. Οι "προηγμένες οικονομίες" περιλαμβάνουν τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιαπωνία. Ο "μακροπρόθεσμος μέσος όρος" αφορά την περίοδο από τον Ιανουάριο 1999 έως το Φεβρουάριο 2017.

Η οικονομική δραστηριότητα στις Ηνωμένες Πολιτείες διαμορφώθηκε σε υψηλότερο επίπεδο στο τέλος του έτους, στηριζόμενη στην καταναλωτική δαπάνη και την ανάκαμψη των επενδύσεων, καθώς υποχώρησε η προσαρμογή του τομέα της ενέργειας και οι αρνητικές επιπτώσεις του ισχυρού δολαρίου στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Το 2017, η υψηλή καταναλωτική δαπάνη και η ανάκαμψη των ιδιωτικών επενδύσεων αναμένεται να στηρίξει μια μέτρια επέκταση. Στη συνέχεια, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να διευρυνθεί με πιο σθεναρό ρυθμό, κυρίως λόγω της πιο επεκτατικής δημοσιονομικής κατεύθυνσης που είναι πιθανό να ακολουθήσει η νέα κυβέρνηση.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η οικονομική δραστηριότητα υπήρξε απροσδόκητα ανθεκτική μετά το δημοψήφισμα για την παραμονή στην ΕΕ. Αν και οι επενδύσεις παρέμειναν στάσιμες το τελευταίο τρίμηνο του 2016 στο πλαίσιο της

αβεβαιότητας που συνδέεται με το Brexit, η ιδιωτική κατανάλωση συνέβαλε σημαντικά στην αύξηση του ΑΕΠ, παρά την υποχώρηση σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο. Όμως, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να επιβραδυνθεί στη διάρκεια του 2017. Η αύξηση των τιμών καταναλωτή λόγω των εξελίξεων στη συναλλαγματική ισοτιμία αναμένεται να περιορίσει την ιδιωτική κατανάλωση, ενώ οι επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων ενδέχεται να επηρεαστούν από την αβεβαιότητα που συνδέεται με το Brexit.

Στην Ιαπωνία, το πραγματικό ΑΕΠ επιβραδύνθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2016, καθώς εξασθένησε η εγχώρια ζήτηση. Οι καθαρές εξαγωγές, που υποστηρίχθηκαν από το ασθενέστερο γιεν και την ανάκαμψη της δραστηριότητας στο εξωτερικό, συνέβαλαν περισσότερο στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ από ό,τι η εγχώρια ζήτηση. Βραχυπρόθεσμα, η ανάπτυξη αναμένεται να στηριχθεί από τα σημαντικά μέτρα τόνωσης μέσω της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής καθώς και από την εξωτερική ζήτηση. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, καθώς

σταδιακά εξαλείφεται η στήριξη που προσέφερε η δέσμη δημοσιονομικών μέτρων στήριξης, η οικονομική δραστηριότητα θα αποκλιμακωθεί σταδιακά για να φθάσει στον ρυθμό αύξησης του δυναμικού προϊόντος της χώρας.

Η ανάπτυξη στην Κίνα ενισχύθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2016, στηριζόμενη στην ισχυρή κατανάλωση και την ανάκαμψη των ιδιωτικών επενδύσεων. Οι προοπτικές για το προσεχές διάστημα εξαρτώνται από την έκταση των μέτρων τόνωσης, αλλά η μεσοπρόθεσμη οικονομική ανάπτυξη αναμένεται να παραμείνει σε μια σταδιακά καθοδική τάση. Ιδιαίτερα, η αύξηση των επενδύσεων θα συνεχίζει να μετριάζεται καθώς μειώνεται σταδιακά το υπερβάλλον δυναμικό.

Η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στην κεντρική και την ανατολική Ευρώπη υποχώρησε το 2016 λόγω της βραδύτερης απορρόφησης κονδυλίων της ΕΕ στην αρχή της νέας περιόδου του κοινοτικού προϋπολογισμού. Η μείωση της εξωτερικής ζήτησης επίσης συνέβαλε στην επιβράδυνση. Ωστόσο, μεσοπρόθεσμα η οικονομική δραστηριότητα προβλέπεται να παραμείνει σχετικά ανθεκτική, στηριζόμενη στην ισχυρή καταναλωτική δαπάνη, τη βελτίωση στις αγορές εργασίας και στην υψηλότερη απορρόφηση κοινοτικών κονδυλίων.

Ανάμεικτες ενδείξεις ανάκαμψης από τη βαθιά ύφεση σε μεγάλους εξαγωγείς εμπορευμάτων. Στη Ρωσία, η τριμηνιαία αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ έλαβε θετικό πρόσημο το γ' τρίμηνο του 2016, στηριζόμενη κυρίως στις καθарές εξαγωγές. Ενώ η κεντρική τράπεζα διατήρησε αμετάβλητο το βασικό της επιτόκιο, το ρωσικό ρούβλι ενισχύθηκε και οι αγορές μετοχών τονώθηκαν με τη στήριξη της ανάκαμψης των τιμών του πετρελαίου. Μελλοντικά όμως, οι δημοσιονομικές προκλήσεις αναμένεται να επιβαρύνουν το επιχειρηματικό περιβάλλον και η έλλειψη επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων ενδέχεται να υπονομεύσει τη δυναμική ανάπτυξη. Στη Βραζιλία, το πραγματικό ΑΕΠ υποχώρησε περισσότερο από ό,τι αναμενόταν το δεύτερο εξάμηνο του 2016. Βραχυπρόθεσμα η οικονομική δραστηριότητα θα ωφεληθεί από τη βραδεία σταθεροποίηση του επιχειρηματικού κλίματος, τη βελτίωση των όρων εμπορίου και τη χαλάρωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Ωστόσο, η περιοδική αναζωπύρωση της πολιτικής αβεβαιότητας και η ανάγκη δημοσιονομικής προσαρμογής εξακολουθούν να επιβαρύνουν τις προοπτικές μεσοπρόθεσμα.

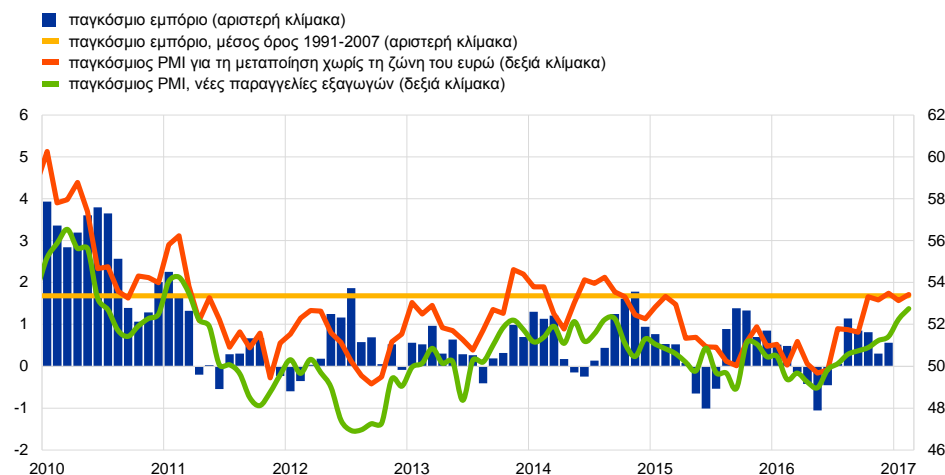
Το παγκόσμιο εμπόριο βελτιώθηκε το β' εξάμηνο του 2016 και αναμένεται να διατηρήσει τη δυναμική του στις αρχές του έτους. Εκτός της ζώνης του ευρώ, οι παγκόσμιες εισαγωγές αναθεωρήθηκαν ελαφρώς προς τα άνω το γ' τρίμηνο του 2016, επιβεβαιώνοντας ανάκαμψη από το πρώτο εξάμηνο, και οι διαθέσιμοι δείκτες υποδηλώνουν θετικές βραχυπρόθεσμες προοπτικές. Σύμφωνα με στοιχεία του CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis (CPB), ο όγκος των παγκόσμιων εισαγωγών αγαθών αυξήθηκε κατά 0,6% το Δεκέμβριο (σε όρους τριών μηνών έναντι τριών μηνών), ελαφρώς κάτω από το ρυθμό του γ' τριμήνου, υποδεικνύοντας όμως και πάλι διατηρήσιμη ανάπτυξη (βλ. Διάγραμμα 3). Ο παγκόσμιος δείκτης PMI για νέες παραγγελίες εξαγωγών εξακολούθησε να αυξάνεται τους τελευταίους μήνες, υποδηλώνοντας βελτίωση της δυναμικής του παγκόσμιου εμπορίου στις αρχές του έτους. Πιο μακροπρόθεσμα, ενώ οι προοπτικές υπόκεινται σε ορισμένες αβεβαιότητες όσον αφορά τη μελλοντική εμπορική πολιτική των Ηνωμένων

Πολιτειών, η διεύρυνση του παγκόσμιου εμπορίου αναμένεται να συμβαδίσει γενικά με την παγκόσμια δραστηριότητα.

Διάγραμμα 3

Παγκόσμιο εμπόριο αγαθών

(αριστερή κλίμακα: ποσοστιαίες μεταβολές έναντι των προηγούμενων τριών μηνών, δεξιά κλίμακα: δείκτης διάχυσης)



Πηγές: Markit, CPB και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημείωση: Πιο πρόσφατη παρατήρηση: Φεβρουάριος 2017 (PMI) και Δεκέμβριος 2016 (εμπόριο).

Συνολικά, η παγκόσμια ανάπτυξη προβλέπεται να αυξηθεί σταδιακά την περίοδο 2016-19.

Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Μαρτίου 2017, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ (εκτός της ζώνης του ευρώ) προβλέπεται να επιταχυνθεί από 3,1% το 2016 σε 3,5% το 2017 και 3,8% το 2018-19. Ο ρυθμός αύξησης της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να ενισχυθεί από 1,6% το 2016 σε 2,8% το 2017, 3,4% το 2018 και 3,5% το 2019. Σε σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2016, η παγκόσμια ανάπτυξη αναθεωρήθηκε ελαφρώς προς τα άνω, αντανακλώντας την αναθεώρηση ορισμένων στοιχείων και τον συνυπολογισμό στο βασικό σενάριο των προβολών των ΗΠΑ της προσδοκίας για δημοσιονομικά μέτρα τόνωσης. Εν τω μεταξύ, η αύξηση της εξωτερικής ζήτησης της ζώνης του ευρώ αναθεωρήθηκε προς τα άνω το 2016-17, αντανακλώντας ισχυρότερα στοιχεία εισαγωγών το δεύτερο εξάμηνο του 2016, αλλά οριακά προς τα κάτω το 2019, κυρίως λόγω προσδοκιών για ασθενέστερη αύξηση των εισαγωγών στη Λατινική Αμερική και την Κίνα.

Το βασικό σενάριο των προβολών για την παγκόσμια δραστηριότητα

εξακολουθεί να περιβάλλεται από υψηλή αβεβαιότητα και το ισοζύγιο των κινδύνων είναι κυρίως καθοδικό.

Οι βασικοί καθοδικοί κίνδυνοι περιλαμβάνουν μια πιθανή άνοδο του εμπορικού προστατευτισμού, που κερδίζει έδαφος σε προηγμένες οικονομίες, τυχόν άτακτη αυστηροποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, που θα μπορούσε να επηρεάσει κυρίως τις ευπαθείς αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς, δυναμικές διαταραχές σε σχέση με τη διαδικασία μεταρρυθμίσεων και απελευθέρωσης των αγορών στην Κίνα και, τέλος, ενδεχόμενες διαταραχές λόγω πολιτικής και γεωπολιτικής αβεβαιότητας, όπως οι μελλοντικές σχέσεις μεταξύ Ηνωμένου Βασιλείου και Ευρωπαϊκής Ένωσης.

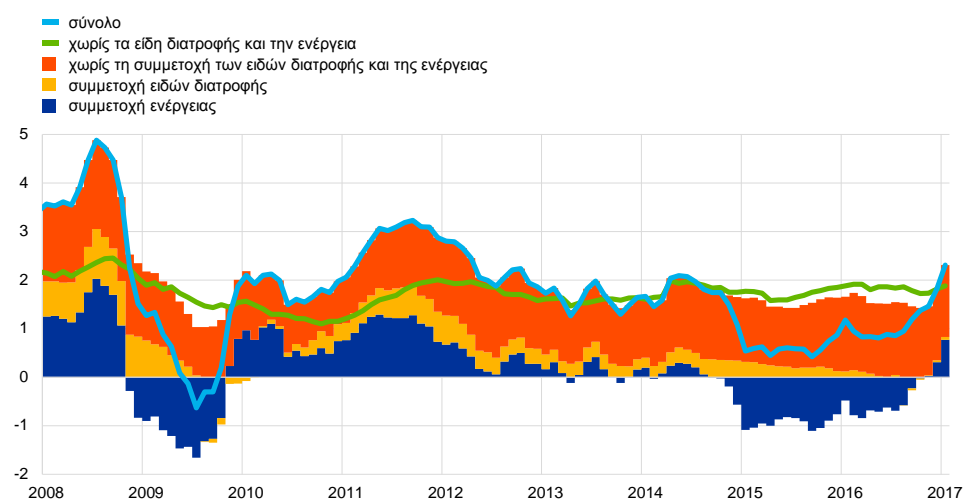
Εξελίξεις στις τιμές διεθνώς

Ο παγκόσμιος μετρούμενος πληθωρισμός αυξήθηκε τους τελευταίους μήνες, ύστερα από την άνοδο των τιμών του πετρελαίου. Στις χώρες του ΟΟΣΑ, ο ετήσιος δείκτης πληθωρισμού τιμών καταναλωτή (CPI) ανήλθε σε 2,3% τον Ιανουάριο, επιστρέφοντας σε επίπεδα που δεν είχαν καταγραφεί τα τελευταία πέντε σχεδόν χρόνια. Αυτό οφείλεται κυρίως στην άνοδο των τιμών της ενέργειας, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 8,5% σε ετήσια βάση. Εκτός ειδών διατροφής και ενέργειας, ο ετήσιος πληθωρισμός στις χώρες του ΟΟΣΑ διαμορφώθηκε σε 1,9% τον Ιανουάριο, από 1,8% το Δεκέμβριο (βλ. Διάγραμμα 4). Ο πληθωρισμός τιμών καταναλωτή αυξήθηκε περαιτέρω σε όλες τις μεγάλες προηγμένες οικονομίες τον Ιανουάριο. Αντίθετα, ο πληθωρισμός συνέχισε την καθοδική του πορεία στις περισσότερες μεγάλες οικονομίες που δεν είναι μέλη του ΟΟΣΑ, εκτός από την Κίνα, όπου σημειώθηκε άνοδος.

Διάγραμμα 4

Πληθωρισμός τιμών καταναλωτή ΟΟΣΑ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΟΟΣΑ.

Σημείωση: Πιο πρόσφατη παρατήρηση: Δεκέμβριος 2017.

Μετά τη συμφωνία του Οργανισμού Πετρελαιοεξαγωγικών Χωρών (ΟΠΕΚ) στις 30 Νοεμβρίου 2016 για μείωση της παραγωγής, οι τιμές του αργού πετρελαίου τύπου Brent έχουν κυμανθεί μεταξύ 52 και 56 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι. Η παγκόσμια παραγωγή πετρελαίου υποχώρησε τον Ιανουάριο, αντανακλώντας μειώσεις τόσο στις χώρες του ΟΠΕΚ όσο και στις χώρες εκτός ΟΠΕΚ. Καθώς η παραγωγή του ΟΠΕΚ κατέγραψε μία από τις μεγαλύτερες περικοπές στην ιστορία της, και οι χώρες που δεν αποτελούν μέλη του οργανισμού και συμμετείχαν στη συμφωνία επίσης συνέβαλαν σε αυτή την εξέλιξη, η οποία αποτελεί τη μεγαλύτερη μηνιαία μείωση της παγκόσμιας προσφοράς πετρελαίου από το Σεπτέμβριο του 2008. Ωστόσο, για το επόμενο διάστημα, η παραγωγή από χώρες εκτός ΟΠΕΚ θα αυξηθεί το 2017, κυρίως από χώρες που δεν συμμετέχουν στη συμφωνία (Ηνωμένες Πολιτείες, Καναδάς και Βραζιλία), ενώ η παραγωγή σχιστολιθικού πετρελαίου στις ΗΠΑ ήδη καταγράφει αύξηση το Δεκέμβριο του 2016. Οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων εκτός πετρελαίου αυξήθηκαν κατά περίπου 1% (σε όρους δολ. ΗΠΑ) τις τελευταίες

εβδομάδες, κυρίως λόγω αύξησης της τιμής των σιδηρομεταλλευμάτων στο υψηλότερο σχεδόν επίπεδο της τελευταίας τριετίας, που εν μέρει αντισταθμίστηκε από υποχώρηση των τιμών των τροφίμων.

Όσον αφορά το προσεχές διάστημα, ο παγκόσμιος πληθωρισμός αναμένεται να αυξηθεί με αργό ρυθμό. Η πρόσφατη αύξηση των τιμών του πετρελαίου και λοιπών βασικών εμπορευμάτων αναμένεται να στηρίξει το μετρούμενο πληθωρισμό βραχυπρόθεσμα. Μεσοπρόθεσμα, η μείωση του πλεονάζοντος παραγωγικού δυναμικού σε παγκόσμιο επίπεδο αναμένεται να στηρίξει κάπως τον υποκείμενο πληθωρισμό. Ωστόσο, καθώς η σημερινή καμπύλη των τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης αναμένει πολύ σταθερές τιμές πετρελαίου στο χρονικό διάστημα της προβολής, η μελλοντική συμβολή των τιμών της ενέργειας στον πληθωρισμό αναμένεται να είναι πολύ περιορισμένη.

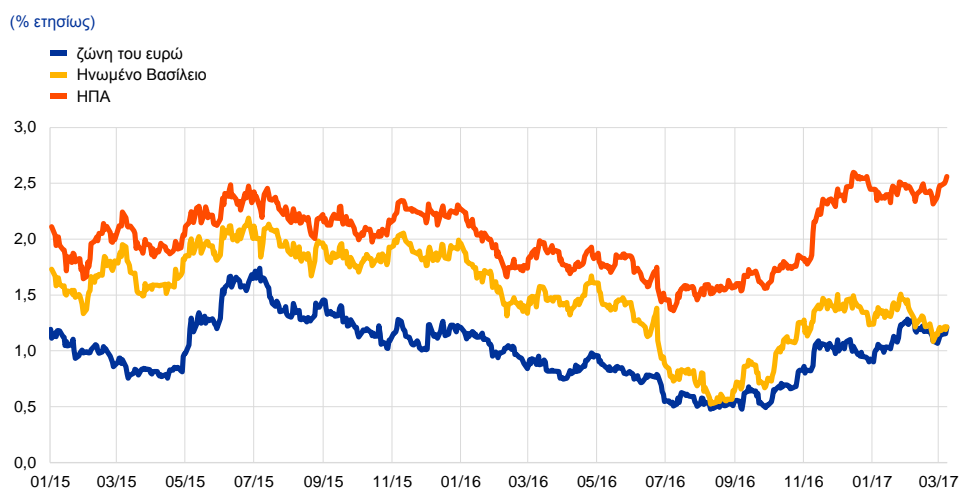
2 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις

Από τη συνεδρίαση νομισματικής πολιτικής του Διοικητικού Συμβουλίου τον Δεκέμβριο και έπειτα, οι αποδόσεις κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν ελαφρώς, επιδεικνύοντας κάποια μεταβλητότητα. Οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων μειώθηκαν και παραμένουν σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με τον Μάρτιο του 2016, όταν ανακοινώθηκε το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων του επιχειρηματικού τομέα (CSPP). Οι τιμές των μετοχών του ευρέος χρηματιστηριακού δείκτη αυξήθηκαν στη ζώνη του ευρώ, ενώ παρόμοια αύξηση παρατηρήθηκε και στις ΗΠΑ. Η αξία του ευρώ υποτιμήθηκε ελαφρώς σε όρους σταθμισμένης ισοτιμίας με βάση το εξωτερικό εμπόριο.

Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν συνολικά από τις αρχές Δεκεμβρίου. Κατά την εξεταζόμενη περίοδο (από τις 8 Δεκεμβρίου 2016 έως τις 8 Μαρτίου 2017), ο σταθμισμένος ως προς το ΑΕΠ μέσος όρος των αποδόσεων των δεκαετών κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ σημείωσε άνοδο κατά περίπου 15 μονάδες βάσης σε περίπου 1,2% (βλ. Διάγραμμα 5).

Διάγραμμα 5

Αποδόσεις 10ετών κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ, τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο



Πηγές: Bloomberg και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

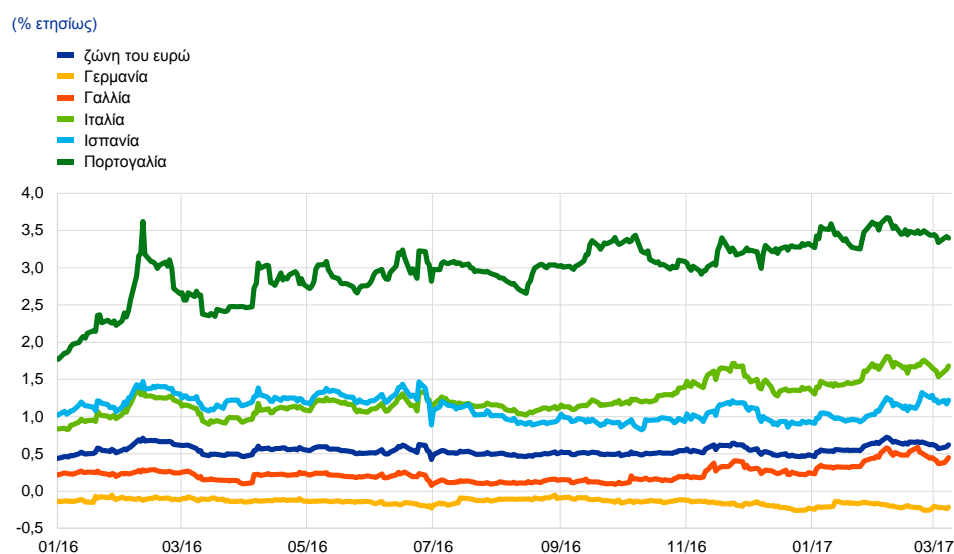
Σημειώσεις: Για τη ζώνη του ευρώ, αναφέρεται ο σταθμισμένος ως προς το ΑΕΠ μέσος όρος των αποδόσεων των 10ετών κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Για πρόσφατη παρατήρηση: 8 Μαρτίου 2017.

Εντός της ζώνης του ευρώ, οι διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων διευρύνθηκαν λόγω πολιτικής αβεβαιότητας. Οι γενικώς σταθερές εξελίξεις στον σταθμισμένο ως προς το ΑΕΠ μέσο όρο των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων συγκαλύπτουν ορισμένες ανομοιογενείς εξελίξεις μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ. Οι διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων διευρύνθηκαν σε αρκετές χώρες (βλ. Διάγραμμα 6). Το γεγονός αυτό παρατηρήθηκε ιδιαίτερα στη Γαλλία όπου

η αυξημένη πολιτική αβεβαιότητα που περιβάλλει τις επικείμενες προεδρικές εκλογές επέφερε κάποια μεταβλητότητα στις διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων. Στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου, η διαφορά μεταξύ της απόδοσης του δεκαετούς γαλλικού ομολόγου και του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου των συμφωνιών ανταλλαγής επί του δείκτη μίας ημέρας (OIS) μειώθηκε κατά περίπου 20 μ.β. σε σχέση με την αρχή της περιόδου, αφού είχε αυξηθεί κατά έως και 40 μ.β. στη διάρκεια του υπό εξέταση διαστήματος. Στις χώρες με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση, παρατηρήθηκε παρόμοια αύξηση της διαφοράς αποδόσεων.

Διάγραμμα 6

Διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ έναντι του επιτοκίου OIS της ζώνης του ευρώ



Πηγές: Thomson Reuters και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

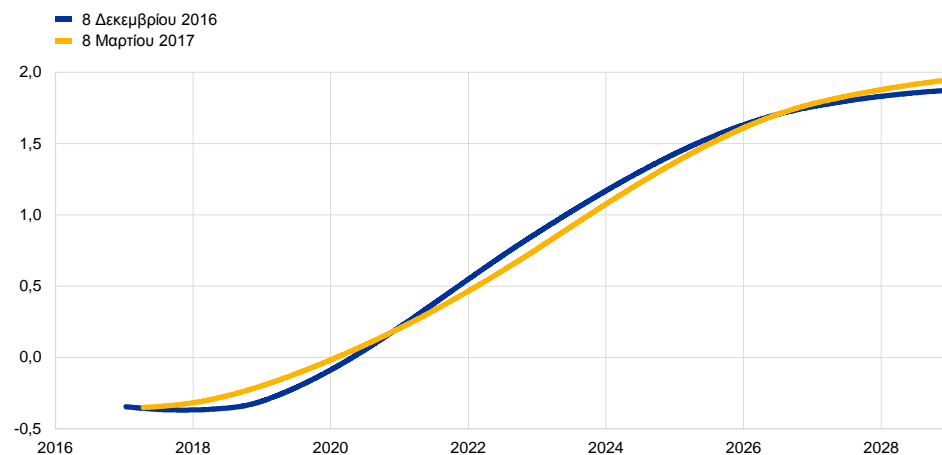
Σημειώσεις: Για τον υπολογισμό της διαφοράς αποδόσεων αφαιρείται το επιτόκιο των συμφωνιών ανταλλαγής επί του δείκτη μίας ημέρας (OIS) από την απόδοση του κρατικού ομολόγου. Για τη ζώνη του ευρώ αναφέρεται ο σταθμισμένος ως προς το ΑΕΠ μέσος όρος των αποδόσεων των 10ετών κρατικών ομολόγων. Πιο πρόσφατη παρατήρηση: 8 Μαρτίου 2017.

Η καμπύλη των προθεσμιακών επιτοκίων EONIA (του μέσου δείκτη των επιτοκίων του ευρώ για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας) παρέμεινε σε γενικές γραμμές αμετάβλητη από τις αρχές Δεκεμβρίου, υποδηλώνοντας ότι οι αγορές δεν προσδοκούν περαιτέρω μειώσεις στο επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Η σταδιακά ανοδική τάση της κλίσης της καμπύλης των προθεσμιακών επιτοκίων EONIA υποδηλώνει ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά εξακολουθούν να αναμένουν μια παρατεταμένη περίοδο αρνητικών επιτοκίων EONIA χωρίς προσδοκίες για περαιτέρω μειώσεις του επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Αυτό έρχεται σε έντονη αντίθεση με την κατάσταση που επικρατούσε στις αρχές Οκτωβρίου του 2016, όταν το τμήμα της της καμπύλης αποδόσεων που αντιστοιχεί στις βραχύτερες διάρκειες είχε καθοδική κλίση, υποδεικνύοντας περαιτέρω μειώσεις στο επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

Διάγραμμα 7

Προθεσμιακά επιτόκια EONIA

(% ετησίως)



Πηγές: Thomson Reuters και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

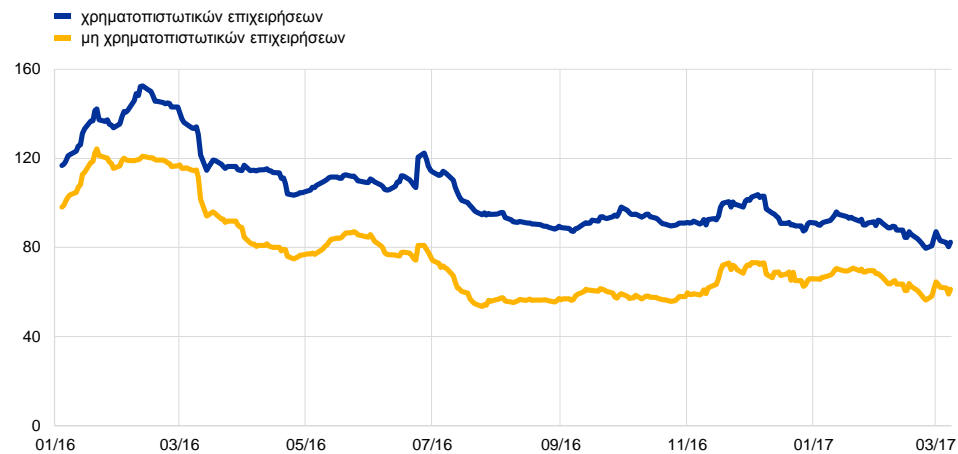
Το επιτόκιο EONIA διατηρήθηκε σταθερό σε περίπου -35 μονάδες βάσης κατά την εξεταζόμενη περίοδο, με εξαίρεση μια μικρή αύξηση στο τέλος του έτους. Η υπερβάλλουσα ρευστότητα ενισχύθηκε κατά περίπου 165 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε περίπου 1.356 δισεκ. ευρώ χάρη στις αγορές που υλοποίησε το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων. Η αύξηση της υπερβάλλουσας ρευστότητας αντανάκλωσε επίσης τη συμμετοχή στην τρίτη στοχευμένη πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-II), η οποία έλαβε χώρα τον Δεκέμβριο του 2016. Το Πλαίσιο 4 παρουσιάζει αναλυτικότερα τις συνθήκες ρευστότητας.

Οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα μειώθηκαν σε όλες τις πιστοληπτικές διαβαθμίσεις από τις αρχές Δεκεμβρίου και έπειτα (βλ. Διάγραμμα 8). Η μείωση των διαφορών αποδόσεων (έναντι της αντίστοιχης καμπύλης για τη διαβάθμιση AAA στη ζώνη του ευρώ) στηρίχθηκε από τη βελτίωση των προοπτικών ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ. Υπό αυτή την έννοια, οι χαμηλότερες διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων υποδηλώνουν μείωση των εκτιμήσεων της αγοράς σχετικά με τον εταιρικό κίνδυνο. Οι διαφορές αποδόσεων των ομολόγων επενδυτικής βαθμίδας που εκδίδονται από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις κυμαίνονται πλέον σε επίπεδα περίπου 60 μονάδες βάσης χαμηλότερα από τα αντίστοιχα επίπεδα στις αρχές Μαρτίου του 2016, όταν το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε την έναρξη του προγράμματος CSPP. Στον χρηματοπιστωτικό τομέα, οι διαφορές αποδόσεων των ομολόγων επίσης περιορίστηκαν κατά 5-20 μονάδες βάσης την εξεταζόμενη περίοδο.

Διάγραμμα 8

Διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ

(μονάδες βάσης)



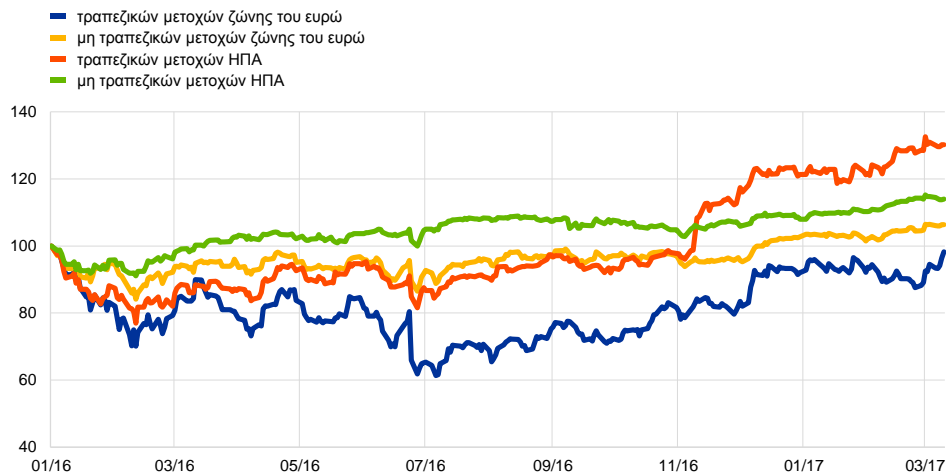
Πηγές: Δείκτες iBoxx και υπολογισμοί της ΕΚΤ.
Σημείωση: Πιο πρόσφατη παρατήρηση: 8 Μαρτίου 2017.

Ο ευρύς χρηματιστηριακός δείκτης της ζώνης του ευρώ ενισχύθηκε σημαντικά από τις αρχές Δεκεμβρίου. Οι τιμές των μη τραπεζικών μετοχών αυξήθηκαν κατά 7% την υπό εξέταση περίοδο, καταγράφοντας καλύτερες επιδόσεις από τις τιμές των τραπεζικών μετοχών, οι οποίες σημείωσαν άνοδο μόλις 2% (βλ. Διάγραμμα 9). Οι μη τραπεζικές μετοχές της ζώνης του ευρώ κατέγραψαν καλύτερη επίδοση από τις αντίστοιχες μετοχές των ΗΠΑ, ενώ αντίθετα οι τραπεζικές μετοχές της ζώνης του ευρώ σημείωσαν χειρότερη επίδοση από τις αντίστοιχες αμερικανικές μετοχές. Η άνοδος στηρίχθηκε από τη βελτίωση των προοπτικών για τη μακροοικονομική ανάπτυξη και τον πληθωρισμό. Σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα και σε σύγκριση με τα χαμηλά επίπεδα που καταγράφηκαν στον απόηχο του αποτελέσματος του βρετανικού δημοψηφίσματος για την παραμονή της χώρας στην ΕΕ στα τέλη Ιουνίου του 2016, οι τιμές των μετοχών του ευρέος χρηματιστηριακού δείκτη της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν κατά περίπου 25% (εκ των οποίων οι τιμές των τραπεζικών μετοχών κατά περίπου 50%). Η αβεβαιότητα στις αγορές – όπως μετρείται από τις προσδοκίες για τη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών – διατηρήθηκε σε γενικές γραμμές σταθερή την υπό εξέταση περίοδο. Στις αρχές Μαρτίου η τεκμαρτή μεταβλητότητα στις αγορές μετοχών της ζώνης του ευρώ ήταν 15% σε ετήσια βάση, ενώ στις ΗΠΑ διαμορφώθηκε σε 12%. Η τεκμαρτή μεταβλητότητα και στις δύο οικονομικές περιοχές είναι πολύ χαμηλότερη από τον ιστορικό μέσο όρο τους και αντανακλούν εν μέρει τη χαμηλή μεταβλητότητα που καταγράφηκε στις δικαυμάνσεις των τιμών των μετοχών.

Διάγραμμα 9

Δείκτες τιμών μετοχών στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ

(1 Ιανουαρίου 2016=100)



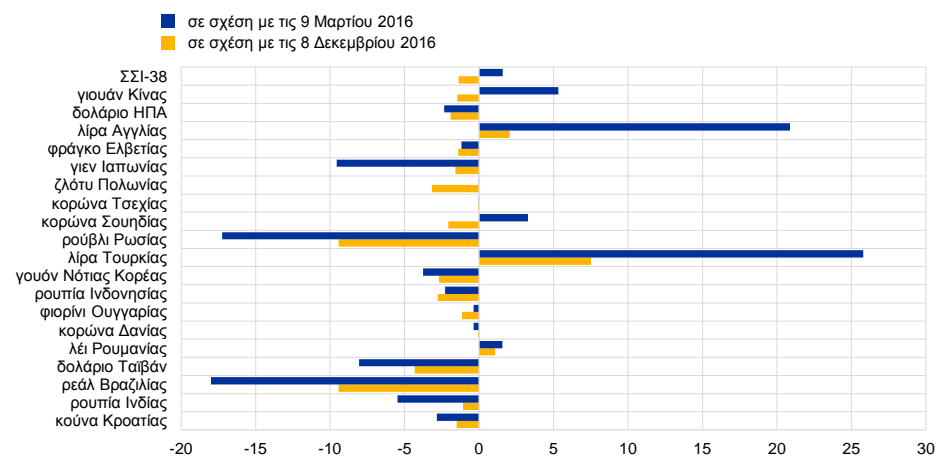
Πηγές: Thomson Reuters και υπολογισμοί της ΕΚΤ.
Σημείωση: Πιο πρόσφατη παρατήρηση: 8 Μαρτίου 2017.

Στις αγορές συναλλάγματος, το ευρώ υποτιμήθηκε ελαφρώς σε όρους σταθμισμένης ισοτιμίας με βάση το εξωτερικό εμπόριο (βλ. Διάγραμμα 10). Η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ μειώθηκε κατά 1,4% από τις 8 Δεκεμβρίου. Σε διμερείς όρους, το ευρώ υποχώρησε κατά 1,9% έναντι του αμερικανικού δολαρίου την ίδια περίοδο. Το ευρώ αποδυναμώθηκε επίσης έναντι των άλλων σημαντικών νομισμάτων, συμπεριλαμβανομένων του ιαπωνικού γιεν (κατά 1,6% και του ελβετικού φράγκου (κατά 1,4%), ενώ συνέχισε να ενισχύεται έναντι της βρετανικής λίρας (κατά 2,1%). Ταυτόχρονα, η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ υποχώρησε και έναντι των νομισμάτων των περισσότερων άλλων κρατών-μελών της ΕΕ που δεν ανήκουν στη ζώνη του ευρώ καθώς και έναντι των νομισμάτων των σημαντικών αναδυόμενων οικονομιών (συμπεριλαμβανομένου του κινεζικού γιουάν), με μοναδική εξαίρεση την τουρκική λίρα.

Διάγραμμα 10

Μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι επιλεγμένων νομισμάτων

(ποσοστά %)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Η ονομαστική ΣΣΙ-38 είναι η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι των νομισμάτων των 38 σημαντικότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ.

Οικονομική δραστηριότητα

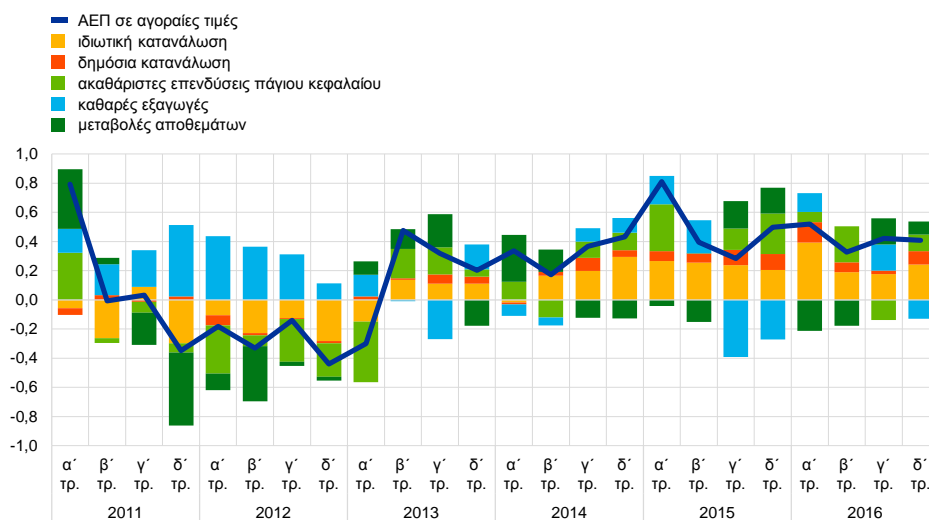
Η συνεχιζόμενη οικονομική επέκταση σταθεροποιείται σταδιακά, υποστηριζόμενη πρωτίστως από την εγχώρια ζήτηση της ζώνης του ευρώ. Επίσης, υπάρχουν ενδείξεις ότι η παγκόσμια ανάκαμψη ενισχύεται κάπως. Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Μαρτίου 2017 προβλέπουν αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 1,8% το 2017, 1,7% το 2018 και 1,6% το 2019. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προοπτικές ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ έγιναν λιγότερο έντονοι, ωστόσο παραμένουν καθοδικοί και σχετίζονται κυρίως με παγκόσμιους παράγοντες.

Η οικονομική επέκταση της ζώνης του ευρώ συνεχίζεται, υποστηριζόμενη από την εγχώρια ζήτηση. Το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,4% σε τριμηνιαία βάση το δ' τρίμηνο του έτους (βλ. Διάγραμμα 11). Η εγχώρια ζήτηση και οι μεταβολές των αποθεμάτων είχαν θετική συμβολή στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ, ενώ το εμπορικό ισοζύγιο είχε αρνητική συμβολή. Ο ρυθμός αύξησης του προϊόντος το δ' τρίμηνο προκάλεσε αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,7% σε ετήσια βάση το 2016. Η τάση σταθεροποίησης της οικονομικής δραστηριότητας και επέκτασης σε όλους τους τομείς και τις χώρες διατηρήθηκε το δ' τρίμηνο του 2016.

Διάγραμμα 11

Πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ και συνιστώσες αυτού

(τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές και τριμηνιαίες συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Eurostat.

Σημείωση: Πιο πρόσφατη παρατήρηση: δ' τρίμηνο του 2016 για το ΑΕΠ και τις συνιστώσες του.

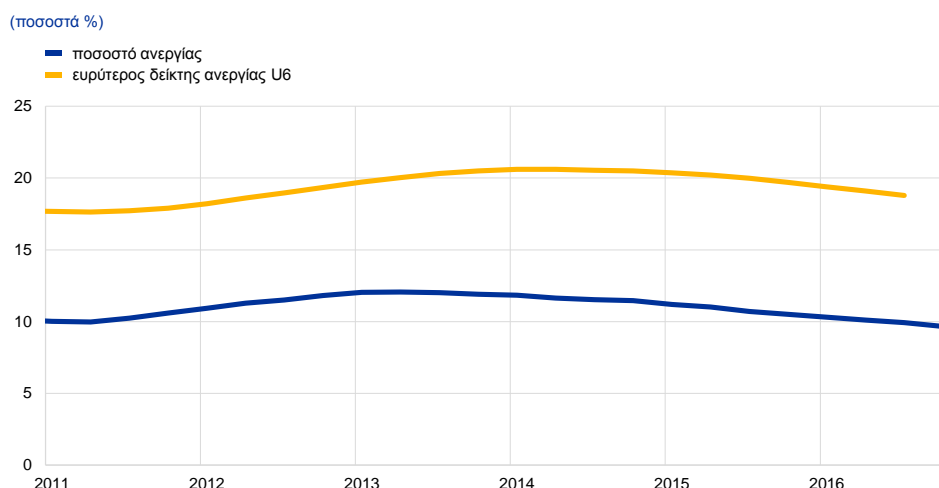
Η ιδιωτική κατανάλωση παραμένει ο κύριος παράγοντας που στηρίζει τη συνεχιζόμενη οικονομική επέκταση. Η πραγματική καταναλωτική δαπάνη αυξήθηκε κατά 0,4% σε τριμηνιαία βάση το δ' τρίμηνο. Αυτή η μικρή ανάκαμψη σε σύγκριση με το γ' τρίμηνο εκδηλώθηκε παρά την άνοδο των τιμών του πετρελαίου. Η εμπιστοσύνη των καταναλωτών παρέμεινε ανθεκτική και πολύ υψηλότερη από τον μακροχρόνιο μέσο όρο της τον Ιανουάριο και τον Φεβρουάριο, σηματοδοτώντας την ισχυρή δυναμική της καταναλωτικής δαπάνης βραχυπρόθεσμα. Επιπλέον, η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης συνέχισε να υποστηρίζεται από τις σημαντικές αυξήσεις

του εισοδήματος των νοικοκυριών, οι οποίες αποδίδονται στη βελτίωση των αγορών εργασίας στη ζώνη του ευρώ.

Η ανεργία στη ζώνη του ευρώ υποχωρεί διαρκώς επί 14 συναπτά τρίμηνα. Η ανεργία στη ζώνη του ευρώ συνέχισε να μειώνεται το δ΄ τρίμηνο του 2016, αφού είχε κορυφωθεί στην αρχή του 2013. Τον Ιανουάριο ήταν 9,6%, δηλ. στο χαμηλότερο επίπεδο της από το β΄ τρίμηνο του 2009. Η αύξηση της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ συνεχίστηκε το γ΄ τρίμηνο του 2016, πρωτίστως λόγω της δημιουργίας θέσεων εργασίας στον τομέα των υπηρεσιών. Τα εισερχόμενα στοιχεία των ερευνών υποδηλώνουν συνεχιζόμενη βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας, καθώς όλοι οι κύριοι δείκτες αντικατοπτρίζουν περαιτέρω θετική τάση και τον Φεβρουάριο του 2017, με μοναδική εξαίρεση τον τομέα των κατασκευών, όπου παρέμειναν σε γενικές γραμμές αμετάβλητοι.

Διάγραμμα 12

Το ποσοστό ανεργίας και ένας ευρύτερος δείκτης της υποαπασχόλησης στην αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ



Πηγή: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Πιο πρόσφατη παρατήρηση: δ΄ τρίμηνο 2016 για το ποσοστό ανεργίας και γ΄ τρίμηνο 2016 για τον ευρύτερο "δείκτη ανεργίας U6". Ο δείκτης U6 είναι ένας ευρύτερος δείκτης υποαπασχόλησης στην αγορά εργασίας, ο οποίος λαμβάνει υπόψη και εκτιμήσεις για τους "αποθαρρυσμένους εργάτες, τα άτομα που είναι οριακά συνδεδεμένα με την αγορά εργασίας και τους υποαπασχολούμενους εργαζόμενους μερικής απασχόλησης".

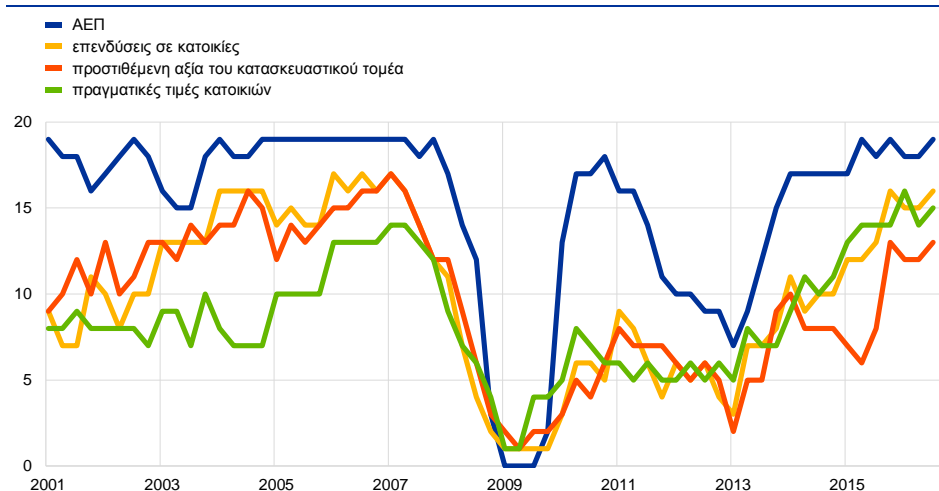
Παρόλο που η τάση της ανεργίας είναι συνολικά σαφώς θετική, η υποαπασχόληση του δυναμικού στην αγορά εργασίας παραμένει σημαντική εάν ληφθούν υπόψη ευρύτεροι δείκτες της υποαπασχόλησης στην αγορά εργασίας. Ενώ οι άνεργοι στην αγορά εργασίας είναι λιγότεροι, εξακολουθούν να υπάρχουν αρκετοί οι οποίοι δεν προσμετρούνται μεν ως άνεργοι, ωστόσο μπορεί να είναι σε θέση να ανταγωνιστούν για μια θέση εργασίας, περιορίζοντας έτσι τις μισθολογικές πιέσεις. Οι ευρύτεροι δείκτες υποαπασχόλησης στην αγορά εργασίας (π.χ. ο "δείκτης U6", ο οποίος περιλαμβάνει εκτιμήσεις για τον αριθμό των "αποθαρρυσμένων εργατών", άλλων ατόμων που είναι ενδεχομένως οριακά συνδεδεμένα με την αγορά εργασίας και υποαπασχολούμενων εργαζομένων μερικής απασχόλησης, οι οποίοι επί του παρόντος εργάζονται, αλλά λιγότερες εβδομαδιαίες ώρες εργασίας από ό,τι θα επιθυμούσαν) παραμένουν σε υψηλά επίπεδα και υποχώρησαν λιγότερο από ό,τι το ποσοστό ανεργίας (βλ. Διάγραμμα 12). Αυτό

δείχνει ότι εξακολουθεί να υπάρχει σημαντική υποαπασχόληση στην ευρύτερη αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ.

Οι αγορές κατοικιών της ζώνης του ευρώ υποστηρίζουν ολοένα περισσότερο τη δυναμική της ανάπτυξης. Η ανάκαμψη των αγορών κατοικιών της ζώνης του ευρώ εκδηλώθηκε με χρονική υστέρηση και ήταν πιο υποτονική σε σύγκριση με τη συνολική οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, τελευταία αυξανόμενος αριθμός χωρών παρουσιάζει θετικούς ρυθμούς ανόδου σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του προηγούμενου έτους όσον αφορά τους σημαντικότερους δείκτες της αγοράς κατοικιών (βλ. Διάγραμμα 13). Συνεπώς, φαίνεται ότι πολλές αγορές κατοικιών της ζώνης του ευρώ εισέρχονται σε φάση επέκτασης. Εντούτοις, η ισχύς της ανάκαμψης αυτής παραμένει σχετικά συγκρατημένη και ανομοιογενής στις επιμέρους χώρες. Όσον αφορά το μέλλον, η βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, οι βελτιωμένες επιχειρηματικές προσδοκίες στον τομέα των κατασκευών και η αύξηση των οικοδομικών αδειών που έχουν εκδοθεί επίσης δείχνουν συνεχή επιτάχυνση των επενδύσεων σε κατασκευές το 2017.

Διάγραμμα 13

Αριθμός χωρών της ζώνης του ευρώ με θετικούς ετήσιους ρυθμούς ανόδου των δεικτών της αγοράς κατοικιών



Πηγές: Eurostat και ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Πιο πρόσφατη παρατήρηση: γ' τρίμηνο 2016. Τα στοιχεία είναι μη σταθμισμένα και κυμαίνονται από 0 έως 19.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις φαίνεται ότι επίσης παρουσιάζουν επέκταση το δ' τρίμηνο, πιθανώς όμως με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι το γ' τρίμηνο, καθώς η παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών κατέγραψε μέτρια μόνο αύξηση. Παράλληλα, σύμφωνα με την έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής το α' τρίμηνο του 2017, η ζήτηση, που θεωρείται περιοριστικός παράγοντας για την παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, υποχώρησε περαιτέρω και παραμένει στο χαμηλότερο επίπεδο της από την έναρξη της Μεγάλης Ύφεσης. Ο βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού επίσης αυξήθηκε πάνω από τα μέσα προ της κρίσης επίπεδα το α' τρίμηνο του 2017.

Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, οι συνολικές επενδύσεις αναμένεται να στηριχθούν περαιτέρω από την πολύ διευκολυντική κατεύθυνση της

νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Οι συνθήκες χρηματοδότησης συνεχίζουν να δημιουργούν ένα πολύ ευνοϊκό περιβάλλον και τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να ενισχυθούν στον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, ο οποίος έχει ήδη υψηλά ρευστά διαθέσιμα. Επιπλέον, η έντονη ανάκαμψη που παρατηρείται όσον αφορά τις τιμές των μετοχών και η μέτρια αύξηση της δανειακής χρηματοδότησης έχουν οδηγήσει τον δείκτη μόχλευσης (δείκτης χρέους προς σύνολο ενεργητικού) σε χαμηλά επίπεδα. Η αύξηση του κέρδους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων θα ενθαρρύνει τις επενδύσεις, ιδίως εν όψει της ανάγκης για αντικατάσταση του κεφαλαιακού εξοπλισμού μετά από χρόνια υποτονικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου. Ωστόσο, η ανάκαμψη των επενδύσεων θα συνεχίσει να επηρεάζεται ανασταλτικά από τις δυσκαμψίες στις αγορές προϊόντων, τις προσδοκίες για χαμηλότερη μακροχρόνια ανάπτυξη από ό,τι στο παρελθόν και τη διαρκή ανάγκη απομόχλευσης σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, η συνεχιζόμενη προσαρμογή στις μεταβολές του κανονιστικού περιβάλλοντος, η χαμηλή κερδοφορία των τραπεζών και το ακόμη υψηλό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων στους ισολογισμούς των τραπεζών σε αρκετές χώρες εξακολουθούν να επηρεάζουν δυσμενώς τη δυνατότητα των τραπεζών να επιτελέσουν το διαμεσολαβητικό τους ρόλο και, κατ' επέκταση, τη χρηματοδότηση επενδύσεων των επιχειρήσεων βραχυπρόθεσμα.

Η αύξηση των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ συνέχισε να επιταχύνεται λόγω της σταδιακής βελτίωσης του παγκόσμιου εμπορίου. Οι συνολικές εξαγωγές της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν κατά 1,5% σε τριμηνιαία βάση το δ' τρίμηνο, εξέλιξη που αποδίδεται τόσο στο εμπόριο αγαθών όσο και στο εμπόριο υπηρεσιών. Τα μηνιαία στοιχεία έως τον Δεκέμβριο του 2016 δείχνουν σταθερές αυξήσεις (όσον αφορά τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές) των εξαγωγών αγαθών στην Κίνα και άλλες ασιατικές χώρες. Ταυτόχρονα, η Λατινική Αμερική και οι ΗΠΑ είχαν θετική συμβολή. Έως τον Νοέμβριο οι εξαγωγές προς το Ηνωμένο Βασίλειο υποχωρούσαν, ενώ οι εξαγωγές προς άλλες ευρωπαϊκές χώρες αυξάνονταν. Υπάρχουν ενδείξεις ότι ο ρυθμός ανόδου των εξαγωγών αγαθών της ζώνης του ευρώ ξεπέρασε τον ρυθμό αύξησης των παγκόσμιων εισαγωγών αγαθών το δ' τρίμηνο του 2016, σηματοδοτώντας ενδεχόμενη αύξηση των εξαγωγικών μεριδίων της ζώνης του ευρώ σε ένα περιβάλλον υποτίμησης της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Οι έρευνες αλλά και οι νέες παραγγελίες εξαγωγών που αφορούν το α' τρίμηνο του 2017 δείχνουν βελτίωση της δυναμικής των εξαγωγών το προσεχές διάστημα. Πιο μακροπρόθεσμα, οι εξαγωγές εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να αυξηθούν μετά από τη σταδιακή ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου. Ωστόσο, οι κίνδυνοι για τις προοπτικές του εμπορίου αφορούν ενδεχόμενες δυσμενείς επιδράσεις από την αυξημένη αβεβαιότητα που σχετίζεται με τις εμπορικές πολιτικές παγκοσμίως.

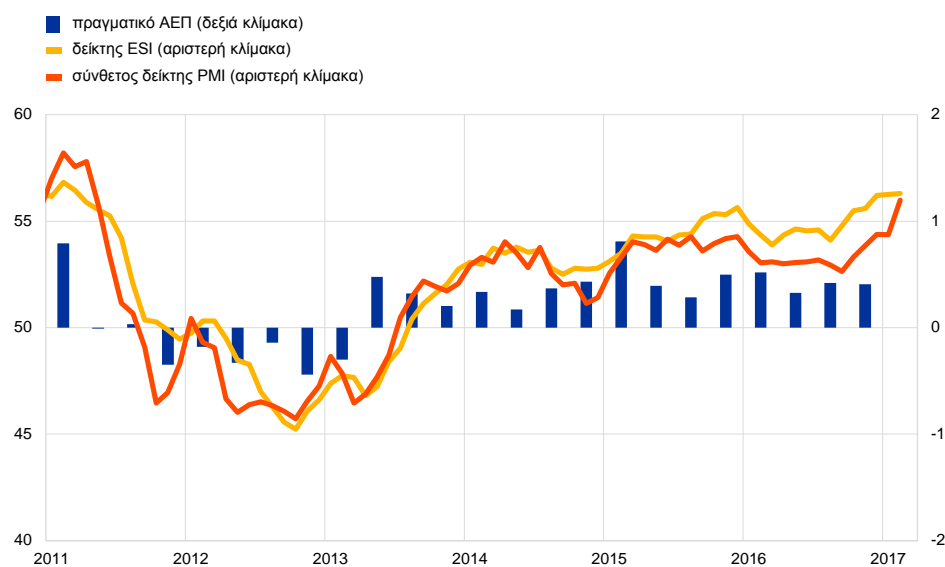
Συνολικά, οι έρευνες δείχνουν εύρωστη δυναμική ανάπτυξης το α' τρίμηνο του 2017. Ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (ESI) σημείωσε γενικευμένη βελτίωση τον Ιανουάριο, και τον Φεβρουάριο παρέμεινε αμετάβλητος σε υψηλά επίπεδα. Από την άλλη πλευρά, ο σύνθετος Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για την παραγωγή ήταν σταθερός τον Ιανουάριο και παρουσίασε ευρεία βελτίωση τον Φεβρουάριο. Η άνοδος τους δύο πρώτους μήνες του 2017 σε σύγκριση με το δ' τρίμηνο του 2016 αντικατόπτριζε τη βελτιωμένη αξιολόγηση της παρούσας

κατάστασης και τις εύρωστες παραγγελίες στη βιομηχανία και τις κατασκευές. Και οι δύο δείκτες κυμαίνονται επί του παρόντος σε επίπεδα υψηλότερα από τους μακροχρόνιους μέσους όρους τους (βλ. Διάγραμμα 14).

Διάγραμμα 14

Πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ, σύνθετος δείκτης PMI για την παραγωγή και δείκτης ESI

(τριμηνιαίοι ρυθμοί αύξησης και κανονικοποιημένη διαφορά θετικών-αρνητικών απαντήσεων, δείκτες διάχυσης)



Πηγές: Markit, Ευρωπαϊκή Επιτροπή και Eurostat.

Σημειώσεις: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: δ' τρίμηνο του 2016 για το πραγματικό ΑΕΠ και Φεβρουάριος 2017 για ESI και PMI αντίστοιχα.

Η οικονομική επέκταση της ζώνης του ευρώ αναμένεται να συνεχιστεί, υποστηριζόμενη από την επίδραση των μέτρων νομισματικής πολιτικής, η οποία εξακολουθεί να μεταδίδεται στην πραγματική οικονομία. Η βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και οι πολύ ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης συνεχίζουν να προάγουν την ανάκαμψη των επενδύσεων. Οι συνεχείς αυξήσεις της απασχόλησης, αποτέλεσμα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που πραγματοποιήθηκαν, στηρίζουν το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και, ως εκ τούτου, την ιδιωτική κατανάλωση. Επίσης, υπάρχουν ενδείξεις για κάπως ισχυρότερη παγκόσμια ανάκαμψη και άνοδο του παγκόσμιου εμπορίου. Ωστόσο, η οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να επηρεαστεί αρνητικά από τον βραδύ ρυθμό υλοποίησης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και τις εναπομένουσες προσαρμογές των ισολογισμών σε ορισμένους τομείς.

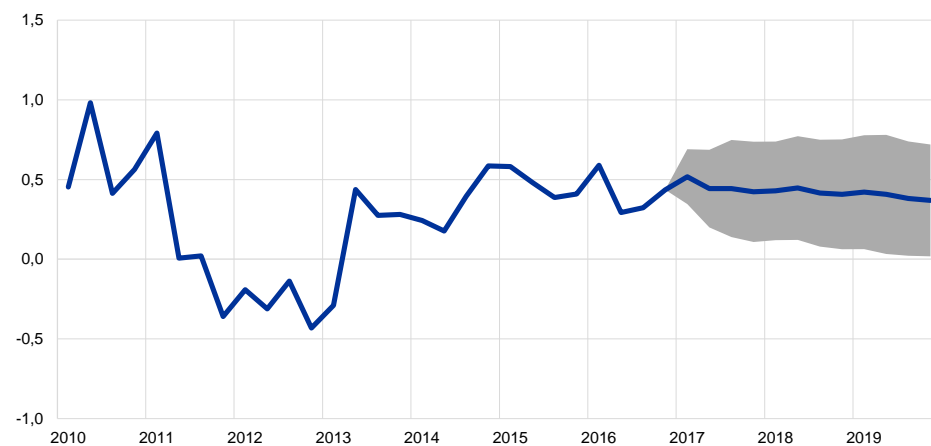
Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Μαρτίου 2017 προβλέπουν αύξηση του ετήσιου πραγματικού ΑΕΠ κατά 1,8% το 2017, 1,7% το 2018 και 1,6% το 2019 (βλ. Διάγραμμα 15). Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου 2016, οι προοπτικές για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ αναθεωρήθηκαν ελαφρώς προς τα άνω κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας το 2017 και το 2018, λόγω της κάπως εντονότερης εξωτερικής ζήτησης βραχυπρόθεσμα, της ασθενέστερης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και του

ευνοϊκότερου οικονομικού κλίματος. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προοπτικές ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ έγιναν λιγότερο έντονοι, ωστόσο παραμένουν καθοδικοί και σχετίζονται κυρίως με παγκόσμιους παράγοντες.

Διάγραμμα 15

Πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ (συμπεριλαμβανομένων των προβολών)

(τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Eurostat και το άρθρο με τίτλο “Μάρτιος 2017 – Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομήμων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ”, που δημοσιεύθηκε στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ στις 9.3.2017.

Σημειώσεις: 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 διάρθωση για έκτακτα γεγονότα, περιγράφεται στο κείμενο “New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges”, ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2009, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

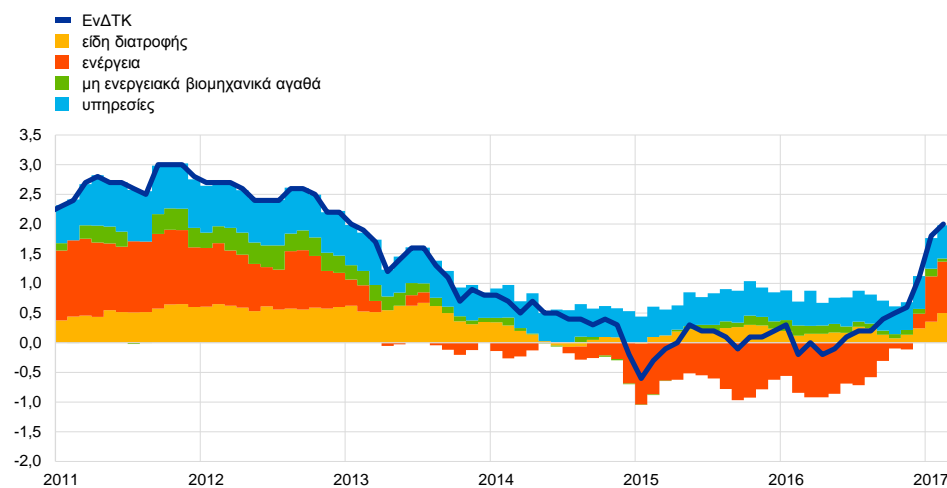
Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη ζώνη του ευρώ τον Φεβρουάριο του 2017 ήταν 2,0% αυξημένος έναντι 1,8% τον Ιανουάριο. Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, με βάση τις ισχύουσες τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου, ο μετρούμενος πληθωρισμός είναι πιθανόν να παραμείνει σε επίπεδα πλησίον του 2% τους ερχόμενους μήνες. Οι δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού όμως παραμένουν χαμηλοί και αναμένεται να καταγράψουν σταδιακή άνοδο μεσοπρόθεσμα. Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Μαρτίου 2017 προβλέπουν ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ 1,7% το 2017, 1,6% το 2018 και 1,7% το 2019.

Ο μετρούμενος πληθωρισμός αυξήθηκε περαιτέρω τον Φεβρουάριο. Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ αυξήθηκε περαιτέρω σε 2,0% τον Φεβρουάριο, από 1,8% τον Ιανουάριο και 1,1% τον Δεκέμβριο του 2016 (βλ. Διάγραμμα 16). Η αύξηση τους τελευταίους μήνες οφειλόταν κυρίως στον πληθωρισμό της ενέργειας και, σε μικρότερο βαθμό, στον πληθωρισμό των ειδών διατροφής, και οδήγησε τον μετρούμενο πληθωρισμό τον Φεβρουάριο του τρέχοντος έτους στο πιο υψηλό επίπεδο που καταγράφηκε από τον Ιανουάριο του 2013.

Διάγραμμα 16

Συμβολή συνιστωσών στον μετρούμενο πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ στη ζώνη του ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.
Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Φεβρουάριος 2017.

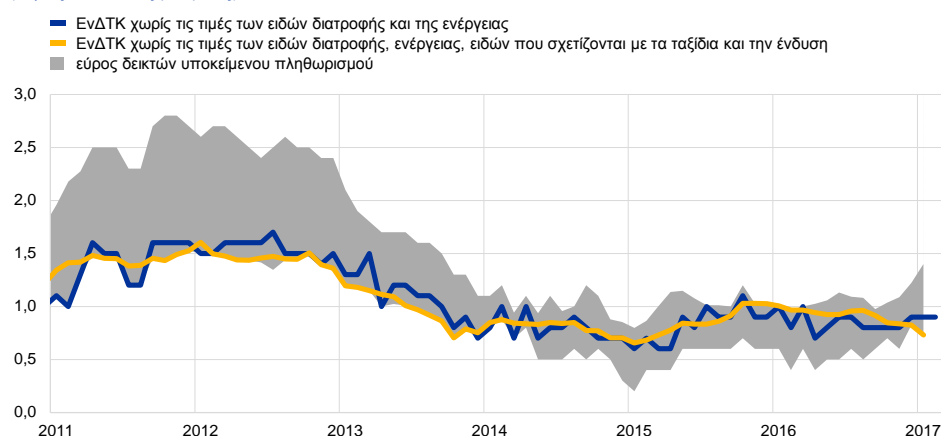
Εντούτοις, ο υποκείμενος πληθωρισμός παρέμεινε υποτονικός. Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας ήταν 0,9% τον Φεβρουάριο του 2017, σημαντικά χαμηλότερος από τον μακροχρόνιο μέσο όρο του. Ο ρυθμός παρέμεινε αμετάβλητος από τον Δεκέμβριο του 2016 και ήταν μόνον ελαφρά υψηλότερος από το 0,8% που καταγράφηκε από τον Αύγουστο έως τον Νοέμβριο του 2016. Αλλά και οι περισσότεροι υπόλοιποι δείκτες του υποκείμενου

πληθωρισμού δεν εμφάνισαν ενδείξεις μιας πιο δυναμικής ανοδικής εξέλιξης (βλ. Διάγραμμα 17). Τα υποτονικό επίπεδο του υποκείμενου πληθωρισμού ενδεχομένως αντανακλά εν μέρει τις έμμεσες καθοδικές επιδράσεις, που εκδηλώθηκαν με χρονική υστέρηση, από τις χαμηλές τιμές του πετρελαίου αλλά, σε βαθύτερη ανάλυση, και την υποαπασχόληση των πόρων στην οικονομία και τις συνεχιζόμενες ασθενείς πιέσεις από την πλευρά του εγχώριου κόστους.

Διάγραμμα 17

Δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

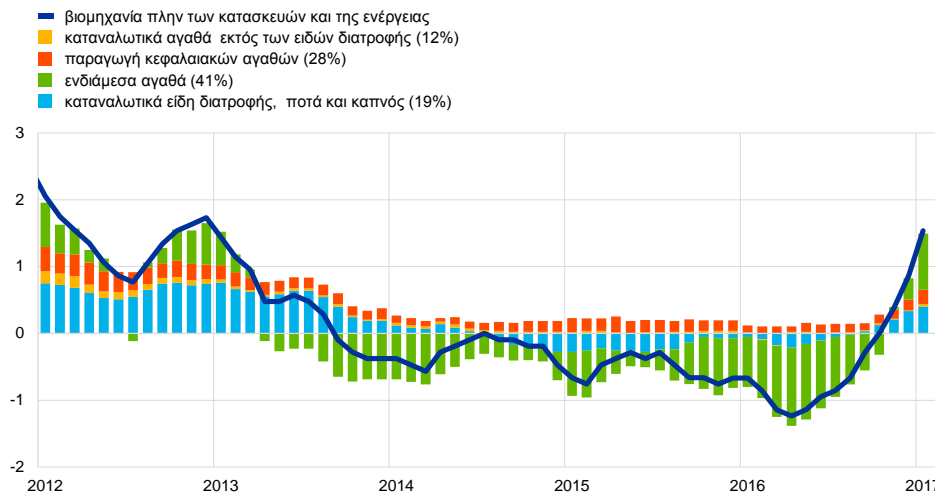
Σημειώσεις: Το εύρος των υποκείμενων δεικτών περιλαμβάνει τα ακόλουθα: ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας, ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής και της ενέργειας, ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας, ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής, της ενέργειας, των ειδών που σχετίζονται με τα ταξίδια και των ειδών ένδυσης, περικομμένος μέσος όρος (10%), περικομμένος μέσος όρος (30%), διάμεση τιμή του ΕνΔΤΚ και δείκτης βασισμένος σε δυναμικό υπόδειγμα παραγόντων. Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Φεβρουάριος 2017 (ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας) και Ιανουάριος 2017 (όλοι οι άλλοι δείκτες).

Υπάρχουν μόνον ασθενείς ενδείξεις ανοδικών προϋπαρχουσών πιέσεων στις τιμές. Οι έντονες αυξήσεις στον πληθωρισμό τιμών παραγωγού για το σύνολο της βιομηχανίας (εκτός των κατασκευών και την ενέργειας) από την άνοιξη του 2016 αντανακλούν κυρίως μεγάλες αυξήσεις στις τιμές παραγωγού για τα ενδιάμεσα αγαθά (βλ. Διάγραμμα 18). Μέρος αυτών των αυξήσεων ενδέχεται – με κάποια χρονική υστέρηση – να μετακυλιέται στις τιμές των καταναλωτικών αγαθών εκτός των ειδών διατροφής και στα επόμενα στάδια της παραγωγής και της αλυσίδας διαμόρφωσης των τιμών. Επιπλέον, ο πληθωρισμός των τιμών των εισαγομένων για τα καταναλωτικά αγαθά εκτός των ειδών διατροφής κατέγραψε αξιοσημείωτη αύξηση σε 0% τον Ιανουάριο από -0,1% τον Δεκέμβριο και -1,0% τον Νοέμβριο. Ωστόσο, στην αρχή του 2017, ο πληθωρισμός των τιμών παραγωγού εγχώριων καταναλωτικών αγαθών εκτός των ειδών διατροφής δεν είχε δείξει ακόμη σαφή ανοδική τάση, δεδομένου ότι αυξήθηκε μόνον σε 0,3% τον Ιανουάριο αφού κυμάνθηκε γύρω στο 0,1% καθ' όλη τη διάρκεια του 2016. Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι το υψηλότερο κόστος και οι υψηλότερες τιμές που προκύπτουν στο επίπεδο των ενδιάμεσων αγαθών απορροφήθηκαν από τα περιθώρια κέρδους στα διαφορετικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας και ότι η τιμολογιακή ισχύς των επιχειρήσεων παρέμεινε περιορισμένη λόγω του ισχυρού παγκόσμιου ανταγωνισμού.

Διάγραμμα 18

Συμβολή στις τιμές παραγωγού

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Ιανουάριος 2017.

Ο ρυθμός αύξησης των μισθών παρέμεινε χαμηλός με βάση τα ιστορικά δεδομένα.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των συμβατικών αποδοχών στη ζώνη του ευρώ διαμορφώθηκε στο 1,4% το τέταρτο τρίμηνο του 2016, ελαφρώς χαμηλότερος από το 1,5% του δεύτερου και του τρίτου τριμήνου του 2016. Μεταξύ των παραγόντων που ενδεχομένως επηρεάζουν αρνητικά την αύξηση των μισθών συμπεριλαμβάνονται η υπερπροσφορά στην αγορά εργασίας που εξακολουθεί να είναι σημαντική, ο ασθενής ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας και οι συνεχιζόμενες επιδράσεις από τις μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας που εφαρμόστηκαν σε ορισμένες χώρες κατά τη διάρκεια της κρίσης.¹ Επιπροσθέτως, το περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού τα τελευταία χρόνια ενδέχεται να εξακολουθεί να συμβάλλει στον χαμηλότερο ρυθμό αύξησης των μισθών μέσω επίσημων και ανεπίσημων μηχανισμών τιμαριθμικής αναπροσαρμογής.

Οι δείκτες μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό που βασίζονται στην αγορά ήταν σε γενικές γραμμές σταθεροί από τις αρχές Δεκεμβρίου 2016, παραμένοντας κατά τι χαμηλότεροι από τους δείκτες που βασίζονται σε στοιχεία ερευνών.

Η ανοδική τάση των δεικτών προσδοκιών για τον πληθωρισμό που βασίζονται στην αγορά, η οποία είχε παρατηρηθεί από το τέλος Σεπτεμβρίου, περιορίστηκε μετά τις αρχές Δεκεμβρίου. Οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό που βασίζονται στην αγορά παρέμειναν κατά βάση σταθερές, ενώ αύξηση παρατηρήθηκε σε βραχύτερους ορίζοντες. Πιο συγκεκριμένα, ο ρυθμός πληθωρισμού μετά από πέντε έτη για ορίζοντα πέντε ετών επί του παρόντος διαμορφώνεται γύρω στο 1,71% ή κατά 50 μονάδες βάσης περίπου υψηλότερα από τα χαμηλά επίπεδα που παρατηρήθηκαν το φθινόπωρο του 2016 (βλ. Διάγραμμα 19). Ανεξάρτητα από τις σημαντικές αυξήσεις σε όλες τις διάρκειες από τον Σεπτέμβριο του 2016, οι δείκτες προσδοκιών για τον πληθωρισμό που βασίζονται

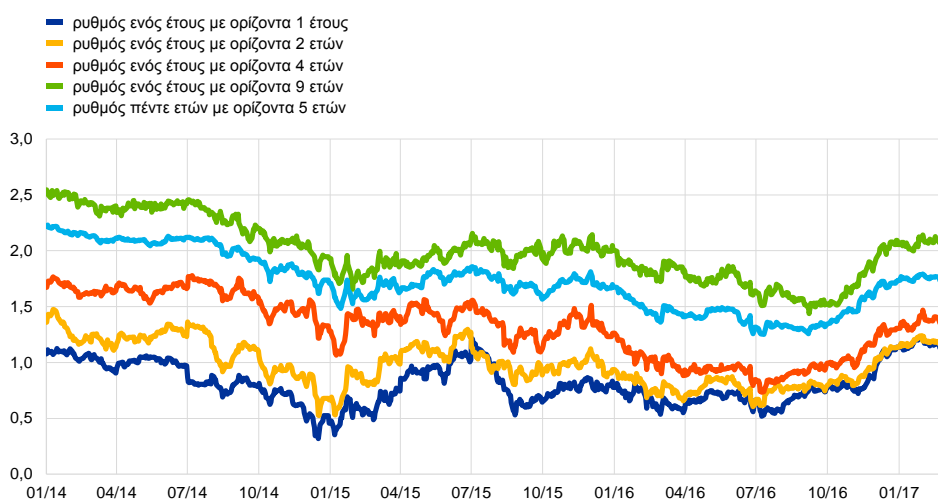
¹ Βλ. το πλαίσιο με τίτλο "Recent wage trends in the euro area", Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 3, ECB, 2016.

στην αγορά εξακολουθούν να καταδεικνύουν μόνο σταδιακή επιστροφή σε επίπεδο πληθωρισμού γύρω στο 2%, καθώς π.χ. ο ρυθμός πληθωρισμού μετά από ένα έτος για ορίζοντα τεσσάρων ετών εξακολουθεί να κυμαίνεται γύρω στο 1,35%. Οι υψηλότερες μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό βάσει δεικτών της αγοράς, όταν συγκριθούν με το περυσινό φθινόπωρο, έχουν καλύψει μερικώς το χάσμα σε σχέση με τους δείκτες που βασίζονται σε στοιχεία ερευνών, οι οποίοι παρέμειναν σταθεροί στο 1,8% σύμφωνα με την έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των εξειδικευμένων φορέων διενέργειας προβλέψεων (Survey of Professional Forecasters) για το πρώτο τρίμηνο του 2017.²

Διάγραμμα 19

Προσδοκίες για τον πληθωρισμό που βασίζονται σε δείκτες των αγορών

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Thomson Reuters και υπολογισμοί της ΕΚΤ.
Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: 3 Μαρτίου 2017.

Όσον αφορά το μέλλον, ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη ζώνη του ευρώ, σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, θα αυξηθεί έντονα από 0,2% το 2016 σε 1,7% το 2017. Οι προοπτικές για τον μετρούμενο πληθωρισμό για το 2017 αναθεωρήθηκαν σημαντικά μετά την πρόσφατη άνοδο των τιμών του πετρελαίου. Ωστόσο, υπάρχουν αντίθετες εξελίξεις στον πληθωρισμό της ενέργειας και στον πληθωρισμό των μη ενεργειακών αγαθών. Την περίοδο 2016-2017, οι τιμές της ενέργειας αναμένεται να έχουν την πιο σημαντική συμβολή στην ενίσχυση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ). Το γεγονός αυτό με τη σειρά του αντανακλά ανοδικές επιδράσεις από τη βάση σύγκρισης, σε συνδυασμό με τις πρόσφατες σημαντικές αυξήσεις στις τιμές του πετρελαίου. Με βάση τα στοιχεία που ήταν διαθέσιμα στα μέσα Φεβρουαρίου, οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Μαρτίου 2017 προβλέπουν ότι ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ θα διαμορφωθεί στο 1,7% το 2017, στο 1,6% το 2018 και στο 1,7% το 2019 (βλ. Διάγραμμα 20).³ Σε σύγκριση με τις

² Αντίθετα με τους δείκτες προσδοκιών για τον πληθωρισμό που βασίζονται σε στοιχεία ερευνών, οι δείκτες που βασίζονται στην αγορά ενσωματώνουν ασφάλιστρο κινδύνου.

³ Βλ. το άρθρο με τίτλο "Μάρτιος 2017 - Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ", που δημοσιεύθηκε στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ στις 9 Μαρτίου 2017.

μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου 2016, οι προοπτικές για τον μετρούμενο πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ έχουν αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα άνω για το 2017 και ελαφρώς προς τα άνω για το 2018, ενώ παραμένουν αμετάβλητες για το 2019.

Διάγραμμα 20

Πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ για τη ζώνη του ευρώ (συμπεριλαμβανομένων των προβολών)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Eurostat και άρθρο με τίτλο "Μάρτιος 2017 – Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ", που δημοσιεύθηκε στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ στις 9 Μαρτίου 2017.

Σημείωση: Οι πιο πρόσφατες παρατηρήσεις αφορούν το δ' τρίμηνο του 2016 (πραγματοποιήσεις) και το δ' τρίμηνο 2019 (προβολή).

Σε αντίθεση με τον πληθωρισμό της ενέργειας, η αναμενόμενη επιτάχυνση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής είναι πιθανό να είναι πολύ περισσότερο σταδιακή στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναμένεται να αυξηθεί από 0,9% το 2016 σε 1,1% το 2017 και να καταγράψει άνοδο σε 1,6% και 1,8% το 2018 και το 2019 αντίστοιχα. Ένας από τους κύριους παράγοντες που συντελούν σε αυτήν τη σταδιακή επιτάχυνση είναι η αναμενόμενη αύξηση των μισθών και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος καθώς η ανάκαμψη προχωρεί και παγιώνεται. Η μείωση της υπερπροσφοράς στην αγορά εργασίας και η σταδιακή εξασθένηση παραγόντων που συνδέονται με την κρίση και έχουν συγκρατήσει την αύξηση των μισθών τα τελευταία έτη αναμένεται να οδηγήσουν σε ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό και, δεδομένης της αναμενόμενης βάσει των προβολών μετριότερης ανάκαμψης της παραγωγικότητας, του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Συνολικά, η σταδιακή επιτάχυνση του υποκείμενου πληθωρισμού αναμένεται ότι θα ενισχύσει το επίπεδο του μετρούμενου πληθωρισμού το χρονικό διάστημα 2017-2019.

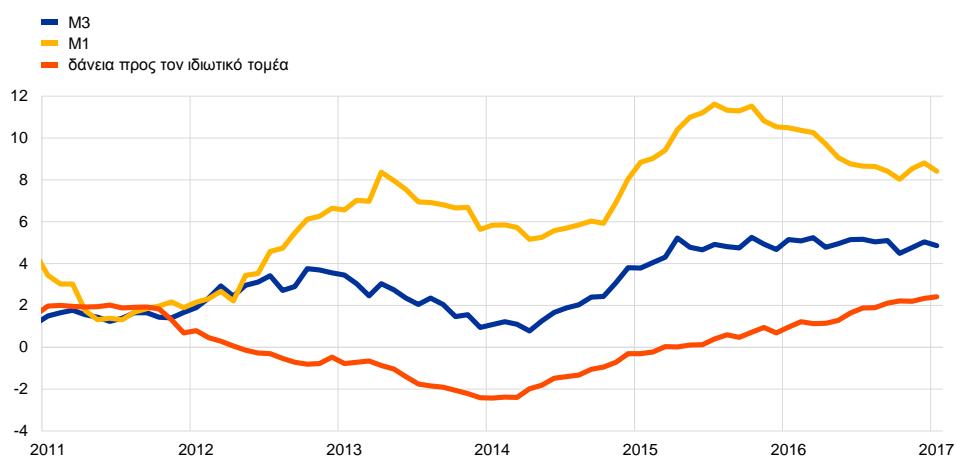
Ο ρυθμός αύξησης της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια παρέμεινε σταθερός τον Ιανουάριο του 2017. Παράλληλα, τα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα συνέχισαν να ανακάμπτουν σταδιακά το δ΄ τρίμηνο του 2016 και τον Ιανουάριο. Η ετήσια ροή συνολικής εξωτερικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εκτιμάται ότι ενισχύθηκε περαιτέρω το δ΄ τρίμηνο του 2016.

Η αύξηση της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερή τον Ιανουάριο, διατηρώντας τον υψηλό ρυθμό που εμφάνιζε κυρίως από τα μέσα του 2015. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 διαμορφώθηκε σε 4,9% τον Ιανουάριο (βλ. Διάγραμμα 21). Το χαμηλό κόστος ευκαιρίας της διακράτησης των πιο ρευστών χρηματοδοτικών μέσων σε ένα περιβάλλον πολύ χαμηλών επιτοκίων και η επίδραση των μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ συνέχισαν να στηρίζουν την αύξηση της ποσότητας χρήματος. Επιπλέον, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του M1 διατηρήθηκε σε γενικές γραμμές σταθερός το δ΄ τρίμηνο του 2016, καθώς διακόπηκε η τάση επιβράδυνσης που κατέγραφε από τα μέσα του 2015, αλλά στη συνέχεια υποχώρησε κάπως και έφθασε στο 8,4% τον Ιανουάριο, από 8,8% τον Δεκέμβριο του 2016.

Διάγραμμα 21

M3, M1 και δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, με εποχική και ημερολογιακή διόρθωση)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Τα δάνεια είναι διορθωμένα ως προς τις πωλήσεις και τιλοποιήσεις δανείων και ως προς τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθεσίμων σε επίπεδο ομίλου (notional cash pooling). Πιο πρόσφατη παρατήρηση: Ιανουάριος 2017.

Οι καταθέσεις μίας ημέρας συνέχισαν να αποτελούν τον κύριο παράγοντα ανόδου του M3. Συγκεκριμένα, οι ετήσιοι ρυθμοί αύξησης των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας που τηρούν τα νοικοκυριά και οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) επιταχύνθηκαν το δ΄ τρίμηνο του 2016 και τον Ιανουάριο του 2017, φθάνοντας το 11,4% και 10,5% αντίστοιχα, αφού είχαν επιβραδυνθεί το προηγούμενο τρίμηνο. Αντίθετα, ο ευμετάβλητος ετήσιος ρυθμός ανόδου των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας που τηρούν οι λοιποί (πλην των ΝΧΙ) φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης υποχώρησε τον Ιανουάριο. Ο ετήσιος ρυθμός

αύξησης του νομίσματος σε κυκλοφορία παρέμεινε συγκρατημένος και συνεπώς δεν υπήρξε τάση υποκατάστασης των καταθέσεων με μετρητά από τον τομέα διακράτησης χρήματος στο περιβάλλον πολύ χαμηλών ή αρνητικών επιτοκίων. Οι βραχυπρόθεσμες καταθέσεις εκτός των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας (δηλ. M2 μείον M1) συνέχισαν να ασκούν αρνητική επίδραση στο M3 το δ' τρίμηνο και τον Ιανουάριο. Ο ρυθμός αύξησης των εμπορεύσιμων χρηματοδοτικών μέσων (δηλ. M3 μείον M2), που αποτελούν μια μικρή συνιστώσα του M3, ενισχύθηκε προς το τέλος του δ' τριμήνου και τον Ιανουάριο, υποστηριζόμενος κυρίως από την εύρωστη αύξηση των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος.

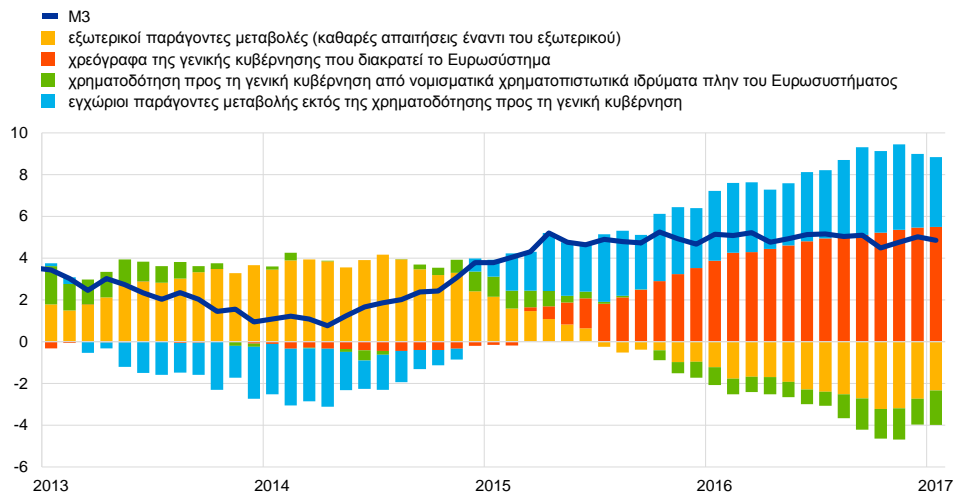
Οι εγχώριες πηγές δημιουργίας χρήματος ήταν και πάλι ο κύριος παράγοντας ανόδου της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια (βλ. Διάγραμμα 22).

Μεταξύ των παραγόντων μεταβολής του M3, οι αγορές χρεογράφων της γενικής κυβέρνησης από το Ευρωσύστημα (βλ. κόκκινο τμήμα στις ράβδους του Διαγράμματος 22), κυρίως στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP) που εφαρμόζει η ΕΚΤ, συνέβαλαν θετικά στην άνοδο του M3. Επιπλέον, ο ρυθμός αύξησης του M3 συνέχισε να υποστηρίζεται από εγχώριους παράγοντες μεταβολής εκτός της χρηματοδότησης προς τη γενική κυβέρνηση (βλ. μπλε τμήμα στις ράβδους του Διαγράμματος 22). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα, σε συνδυασμό με την επίμονη μείωση των πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των ΝΧΙ. Οι εν λόγω πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις (εκτός κεφαλαίου και αποθεματικών), ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των οποίων παραμένει αρνητικός από το β' τρίμηνο του 2012, μειώθηκαν περαιτέρω το δ' τρίμηνο του 2016 και τον Ιανουάριο. Ο αρνητικός ετήσιος ρυθμός μεταβολής τους οφείλεται εν μέρει στην επίδραση των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης TLTRO-II της ΕΚΤ, οι οποίες λειτουργούν ως υποκατάστατο της πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης των τραπεζών από την αγορά και μειώνουν την ελκυστικότητα των μακροπρόθεσμων καταθέσεων και των τραπεζικών ομολόγων για τους επενδυτές.

Διάγραμμα 22

M3 και παράγοντες μεταβολής του

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες, με εποχική και ημερολογιακή διόρθωση)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Πιο πρόσφατη παρατήρηση: Ιανουάριος 2017.

Οι καθαρές απαιτήσεις των NXI έναντι του εξωτερικού συνέχισαν να ασκούν καθοδικές πιέσεις στην ετήσια αύξηση του M3. Εντούτοις, εμφάνισαν μικρή θετική μηνιαία εισροή τον Δεκέμβριο και τον Ιανουάριο. Αυτό ελάττωσε τις καθοδικές πιέσεις τους στην ετήσια αύξηση του M3 (βλ. κίτρινο τμήμα στις ράβδους του Διαγράμματος 22) και αποτελεί ίσως ένδειξη ότι μειώνεται το μερίδιο των πωλήσεων ομολόγων από μη κατοίκους στο πλαίσιο του προγράμματος PSPP. Οι σχετικές με το PSPP πωλήσεις κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ από μη κατοίκους συνέβαλαν στην ετήσια μείωση των καθαρών απαιτήσεων των NXI έναντι του εξωτερικού, υπό την προϋπόθεση ότι το προϊόν της πώλησής τους επενδύθηκε κυρίως σε τίτλους εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, το μερίδιο των σχετικών με το PSPP πωλήσεων κρατικών ομολόγων από NXI της ζώνης του ευρώ πλην του Ευρωσυστήματος αυξάνεται. Οι πωλήσεις κρατικών ομολόγων από NXI της ζώνης του ευρώ πλην του Ευρωσυστήματος συνέβαλαν στον αρνητικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής της χρηματοδότησης προς τη γενική κυβέρνηση από τα NXI πλην του Ευρωσυστήματος και επέδρασαν ανασχετικά στην άνοδο του M3 (βλ. πράσινο τμήμα στις ράβδους του Διαγράμματος 22).

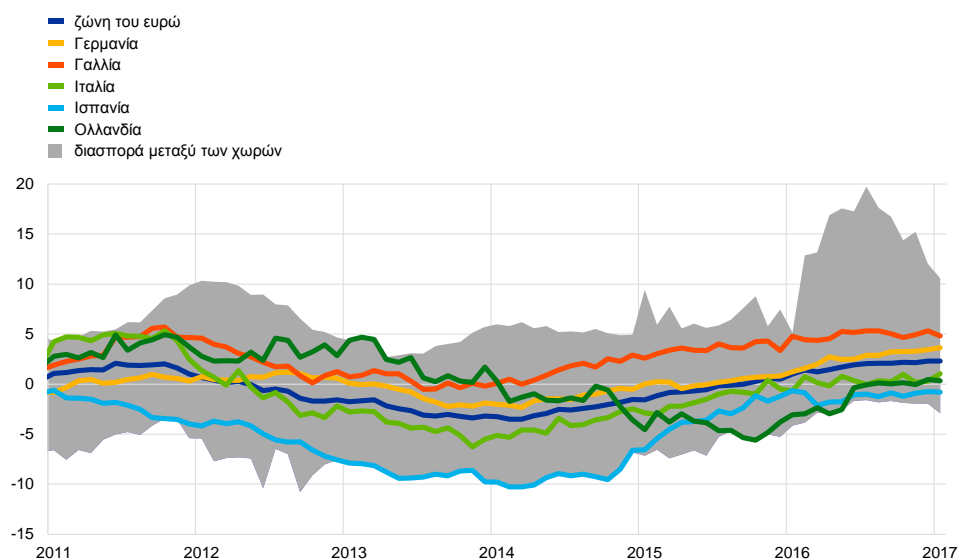
Ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα συνέχισε να ανακάμπτει σταδιακά. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των NXI προς τον ιδιωτικό τομέα (διορθωμένος ως προς τις πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων και ως προς τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθεσίμων σε επίπεδο ομίλου – notional cash pooling) επιταχύνθηκε το δ' τρίμηνο του 2016 και τον Ιανουάριο του 2017 (βλ. Διάγραμμα 21). Σε όλους τους τομείς ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των δανείων προς ΜΧΕ επιταχύνθηκε περαιτέρω το δ' τρίμηνο και εν συνεχεία παρέμεινε σταθερός στο 2,3% τον Ιανουάριο (βλ. Διάγραμμα 23). Συνολικά, ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς ΜΧΕ ανέκαμψε σημαντικά από το κατώτατο σημείο στο οποίο είχε διαμορφωθεί το α' τρίμηνο του 2014. Αυτή η εξέλιξη ήταν γενικευμένη στις μεγαλύτερες χώρες, αν και οι ρυθμοί μεταβολής των δανείων παραμένουν ακόμη

αρνητικοί σε ορισμένες οικονομίες. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά επιταχύνθηκε το δ΄ τρίμηνο του 2016 και εν συνεχεία ανέκαμψε ελαφρώς περαιτέρω τον Ιανουάριο, φθάνοντας το 2,2%, έναντι 2,0% τον Δεκέμβριο (βλ. Διάγραμμα 24). Η σημαντική μείωση των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων στη ζώνη του ευρώ μετά το καλοκαίρι του 2014 (που αποδίδεται κυρίως στα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ) και η συνολική βελτίωση τόσο της προσφοράς όσο και της ζήτησης τραπεζικών δανείων στήριξαν αυτές τις εξελίξεις. Επίσης, οι τράπεζες σημείωσαν πρόοδο στην εξυγίανση των ισολογισμών τους, παρότι το επίπεδο μη εξυπηρετούμενων δανείων παραμένει υψηλό σε ορισμένες χώρες και ίσως λειτουργεί ανασχετικά στη χορήγηση τραπεζικών δανείων.

Διάγραμμα 23

Δάνεια των ΝΧΙ προς ΜΧΕ σε επιλεγμένες χώρες της ζώνης του ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



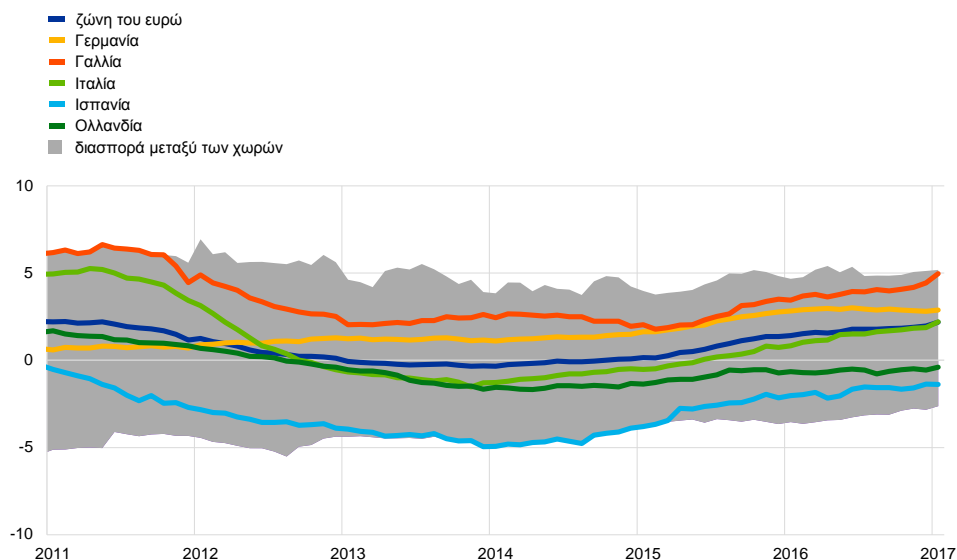
Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Διορθωμένα ως προς τις πωλήσεις και τιλοποιήσεις δανείων και ως προς τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθεσίμων σε επίπεδο ομίλου (notional cash pooling). Η διασπορά μεταξύ των χωρών υπολογίζεται ως το εύρος μεταξύ ενός ελαχίστου/μεγίστου για ένα σταθερό δείγμα 12 χωρών της ζώνης του ευρώ. Πιο πρόσφατη παρατήρηση: Ιανουάριος 2017.

Διάγραμμα 24

Δάνεια των ΝΧΙ προς νοικοκυριά σε επιλεγμένες χώρες της ζώνης του ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Διορθωμένα ως προς τις πωλήσεις και τιποποιήσεις δανείων και ως προς τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθεσίμων σε επίπεδο ομίλου (notional cash pooling). Η διασπορά μεταξύ των χωρών υπολογίζεται ως το εύρος μεταξύ ενός ελαχίστου/μέγιστου για ένα σταθερό δείγμα 12 χωρών της ζώνης του ευρώ. Πιο πρόσφατη παρατήρηση: Ιανουάριος 2017.

Το δ' τρίμηνο του 2016 ο ρυθμός αύξησης των δανείων συνέχισε να στηρίζεται από την αυξανόμενη ζήτηση σε όλες τις επιμέρους κατηγορίες δανείων, ενώ τα πιστοδοτικά κριτήρια για τα επιχειρηματικά δάνεια και τα στεγαστικά δάνεια προς τα νοικοκυριά σταθεροποιήθηκαν σε γενικές γραμμές. Σύμφωνα με την έρευνα για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ του Ιανουαρίου 2017, οι ανταγωνιστικές πιέσεις συνέχισαν να συμβάλλουν στη χαλάρωση των πιστοδοτικών κριτηρίων για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, ενώ αντίθετα η προθυμία των τραπεζών για ανοχή κινδύνων είχε αυστηροποιητική επίδραση. Τα ποσοστά απόρριψης αιτήσεων για δάνεια μειώθηκαν σε όλες τις κατηγορίες δανείων. Το χαμηλό γενικό επίπεδο των επιτοκίων παρέμεινε βασικός παράγοντας της καθαρής αύξησης της ζήτησης δανείων από επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Οι ανάγκες για τη χρηματοδότηση συγχωνεύσεων και εξαγορών και το γεγονός ότι τόσο οι προοπτικές της αγοράς κατοικιών όσο και η εμπιστοσύνη των καταναλωτών παρέμειναν ευνοϊκές συνέβαλαν επίσης θετικά στη ζήτηση δανείων (βλ. την [έρευνα](#)). Στο πλαίσιο αυτό, οι τράπεζες που συμμετείχαν στην έρευνα ανέφεραν επίσης ότι η κερδοφορία αποτέλεσε τον βασικό λόγο για τη συμμετοχή τους στην τρίτη στοχευμένη πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης της σειράς TLTRO-II. Κατά την εκτίμηση των τραπεζών, η κύρια επίδραση των προηγούμενων TLTRO στην προσφορά δανείων ήταν η χαλάρωση των όρων χορήγησης δανείων, ενώ αυξήθηκε η χαλαρωτική επίδραση στα πιστοδοτικά κριτήρια.

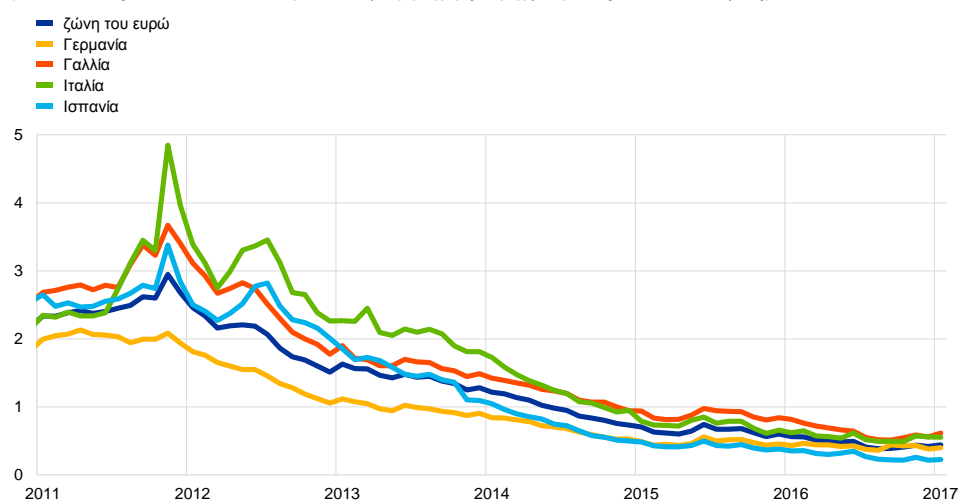
Οι συνθήκες χρηματοδότησης των τραπεζών παρέμειναν ευνοϊκές. Το σύνθετο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών με ανάληψη χρέους αυξήθηκε ελαφρά το δ' τρίμηνο του 2016 και τον Ιανουάριο του 2017 (βλ. Διάγραμμα 25). Η αύξηση αυτή προήλθε από την άνοδο των αποδόσεων των τραπεζικών ομολόγων, ενώ αντίθετα το κόστος των καταθέσεων παρέμεινε σταθερό. Παρά την πρόσφατη αυτή εξέλιξη, το

σύνθετο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών με ανάληψη χρέους παρέμεινε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, χάρη στην επίδραση της διευκολυντικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, της καθαρής εξόφλησης πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των ΝΧΙ, της ενίσχυσης των ισολογισμών των τραπεζών και του περιορισμού του κατακερματισμού των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Διάγραμμα 25

Σύνθετος δείκτης κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών μέσω ανάληψη χρέους

(σύνθετο κόστος καταθέσεων και δανεισμού από την αγορά χωρίς παροχή ασφάλειας, ποσοστά % ετησίως)



Πηγές: ΕΚΤ, Merrill Lynch Global Index και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Το σύνθετο κόστος καταθέσεων υπολογίζεται ως μέσος όρος των επιτοκίων για νέες καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας, καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια και καταθέσεις υπό προειδοποίηση, σταθμισμένων ως προς τα αντίστοιχα υπόλοιπα. Πιο πρόσφατη παρατήρηση: Ιανουάριος 2017.

Τα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων για τις ΜΧΕ και τα νοικοκυριά παρέμειναν σε πολύ χαμηλά επίπεδα το δ΄ τρίμηνο του 2016 και τον Ιανουάριο του 2017

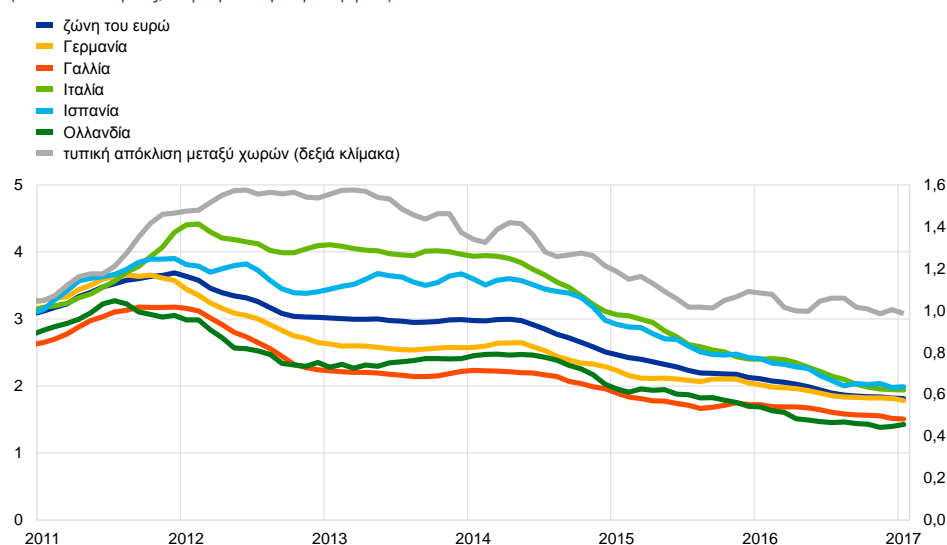
(βλ. Διαγράμματα 26 και 27). Ο σύνθετος δείκτης τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων για δάνεια προς ΜΧΕ υποχώρησε ελαφρά το δ΄ τρίμηνο του 2016 και εν συνεχεία παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερός τον Ιανουάριο σε νέο ιστορικό χαμηλό. Την ίδια περίοδο ο σύνθετος δείκτης τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων για στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά υποχώρησε ελαφρώς περαιτέρω το δ΄ τρίμηνο του 2016, φθάνοντας σε νέο ιστορικό χαμηλό τον Δεκέμβριο, και κατόπιν αυξήθηκε ελαφρά τον Ιανουάριο. Μετά την ανακοίνωση των μέτρων της ΕΚΤ για τη χαλάρωση των πιστωτικών συνθηκών τον Ιούνιο του 2014, οι σύνθετοι δείκτες τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων για δάνεια προς ΜΧΕ και νοικοκυριά μειώθηκαν πολύ περισσότερο από ό,τι τα επιτόκια αναφοράς της αγοράς, σηματοδοτώντας βελτίωση της μετάδοσης των μέτρων νομισματικής πολιτικής στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων. Η μείωση του σύνθετου δείκτη του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών συνέβαλε στην υποχώρηση των σύνθετων δεικτών τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων. Μεταξύ Μαΐου 2014 και Ιανουαρίου 2017 οι σύνθετοι δείκτες τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων για δάνεια προς ΜΧΕ και προς νοικοκυριά σημείωσαν πτώση κατά περίπου 110 μονάδες βάσης. Η μείωση των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων ήταν ιδιαίτερα έντονη στις ευάλωτες χώρες, συμβάλλοντας έτσι στον μετριασμό παλαιότερων ασυμμετριών ως προς τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στις

επιμέρους χώρες. Την ίδια περίοδο η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων των πολύ μικρών δανείων (έως 0,25 εκατ. ευρώ) και των επιτοκίων των μεγάλων δανείων (άνω του 1 εκατ. ευρώ) στη ζώνη του ευρώ περιορίστηκε σημαντικά και κυμάνθηκε γύρω από τα χαμηλά επίπεδα του 4^{ου} τριμήνου του 2016 και του Ιανουαρίου 2017. Αυτό δείχνει ότι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις ωφελούνται γενικώς περισσότερο από τη μείωση των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων από ό,τι οι μεγάλες επιχειρήσεις.

Διάγραμμα 26

Σύνθετα επιτόκια δανείων προς ΜΧΕ

(ποσοστά % ετησίως, κινητοί μέσοι όροι τριών μηνών)



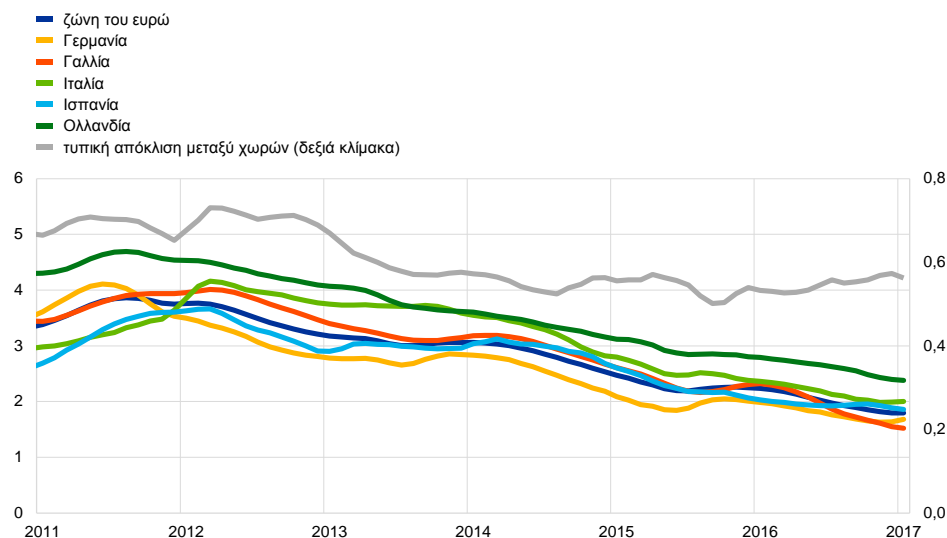
Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Ο δείκτης συνολικού κόστους τραπεζικού δανεισμού υπολογίζεται με άθροιση των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων και στάθμιση με βάση έναν κυλιόμενο μέσο όρο 24 μηνών του όγκου των νέων δανείων. Η τυπική απόκλιση μεταξύ χωρών υπολογίζεται για ένα σταθερό δείγμα 12 χωρών της ζώνης του ευρώ. Πιο πρόσφατη παρατήρηση: Ιανουάριος 2017.

Διάγραμμα 27

Σύνθετα επιτόκια δανείων για αγορά κατοικίας

(ποσοστά % ετησίως, κινητοί μέσοι όροι τριών μηνών)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Ο δείκτης συνολικού κόστους τραπεζικού δανεισμού υπολογίζεται με άθροιση των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων και στάθμιση με βάση έναν κυλιόμενο μέσο όρο 24 μηνών του όγκου των νέων δανείων. Η τυπική απόκλιση μεταξύ χωρών υπολογίζεται για ένα σταθερό δείγμα 12 χωρών της ζώνης του ευρώ. Πιο πρόσφατη παρατήρηση: Ιανουάριος 2017.

Η ετήσια ροή της συνολικής εξωτερικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι ενισχύθηκε το δ΄ τρίμηνο του 2016, μετά την πρόσκαιρη επιβράδυνσή της το προηγούμενο τρίμηνο. Η εξωτερική

χρηματοδότηση των ΜΧΕ διαμορφώνεται πλέον στο επίπεδο στο οποίο βρισκόταν στην αρχή του 2005 (αμέσως πριν από την έναρξη της περιόδου της υπερβολικής πιστωτικής επέκτασης). Την ανάκαμψη που παρατηρείται στην εξωτερική χρηματοδότηση των ΜΧΕ από τις αρχές του 2014 στήριξαν η ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, περαιτέρω μειώσεις του κόστους τραπεζικών χορηγήσεων, η χαλάρωση των όρων χορήγησης τραπεζικών πιστώσεων, το πολύ χαμηλό κόστος χρηματοδότησης μέσω έκδοσης χρεογράφων και οι αυξημένες συγχωνεύσεις και εξαγορές. Ταυτόχρονα, τα πρωτοφανή υψηλά ταμειακά διαθέσιμα των ΜΧΕ περιόρισαν την ανάγκη εξωτερικής χρηματοδότησης.

Η καθαρή έκδοση χρεογράφων από τις ΜΧΕ αυξήθηκε και πάλι στις αρχές του 2017, μετά την πτώση που κατέγραψε προς το τέλος του 2016. Τα πιο πρόσφατα στοιχεία της ΕΚΤ δείχνουν ότι η εκδοτική δραστηριότητα υποχώρησε σημαντικά τον Δεκέμβριο, κυρίως για λόγους που συνδέονται με την επίδραση εποχικών παραγόντων. Όπως δείχνουν τα προκαταρκτικά στοιχεία, η έκδοση χρεογράφων αυξήθηκε ξανά τον Ιανουάριο και τον Φεβρουάριο. Η υποστήριξη που της παρείχαν οι αγορές επιχειρηματικών ομολόγων που πραγματοποιεί η ΕΚΤ συνεχίστηκε. Η καθαρή έκδοση εισηγμένων μετοχών από τις ΜΧΕ μειώθηκε το δ΄ τρίμηνο του 2016, λόγω σημαντικών επαναγορών μετοχών, συνολικού ύψους περίπου 7,5 δισεκ. ευρώ, τον Νοέμβριο και τον Δεκέμβριο.

Το κόστος χρηματοδότησης των ΜΧΕ παραμένει πολύ ευνοϊκό. Το συνολικό ονομαστικό κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης των ΜΧΕ εκτιμάται ότι αυξήθηκε

ελαφρά κατά μέσο όρο τον Ιανουάριο και τον Φεβρουάριο του 2017, μετά την επάνοδό του τον Δεκέμβριο στο ιστορικό χαμηλό επίπεδο που είχε σημειώσει τον Ιούλιο του 2016. Η αύξηση του συνολικού κόστους χρηματοδότησης οφειλόταν στη μικρή άνοδο του κόστους χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης μετοχών, η οποία αποδίδεται στην ελαφρά αύξηση του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου, ενώ τα ασφάλιστρα κινδύνου των μετοχών παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητα.

Την περίοδο 2017-2019, το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης και οι λόγοι χρέους στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται ότι θα παραμείνουν σε καθοδική τροχιά. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ, που ήταν ελαφρώς επεκτατική το 2016, αναμένεται να είναι γενικώς ουδέτερη τα έτη 2017-2019. Εντούτοις, οι επακόλουθες ενέργειες των χωρών της ζώνης του ευρώ μετά την αξιολόγηση των σχεδίων δημοσιονομικών προγραμμάτων τους για το 2017 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή δεν ήταν ικανοποιητικές, καθώς καμία από τις χώρες που κρίθηκε ότι διέτρεχαν κίνδυνο μη συμμόρφωσης με το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) δεν έχει υλοποιήσει σημαντικά μέτρα.

Το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Μαρτίου 2017,⁴ προβλέπεται μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος από 1,6% του ΑΕΠ το 2016 σε 0,9% του ΑΕΠ το 2019 (βλ. τον πίνακα). Η προβλεπόμενη μείωση οφείλεται στην περαιτέρω μείωση των πληρωμών για τόκους και στην επίτευξη υψηλότερου πρωτογενούς δημοσιονομικού πλεονάσματος, αντανακλώντας επίσης τις κυκλικές συνθήκες. Συγκριτικά με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος που δημοσιεύθηκαν τον Δεκέμβριο του 2017, οι δημοσιονομικές προοπτικές είναι ευνοϊκότερες. Τα μη αναμενόμενα έκτακτα έσοδα σε ορισμένες χώρες επέφεραν μεγαλύτερη του αναμενόμενου βελτίωση του αποτελέσματος για το 2016. Το γεγονός αυτό θα έχει θετική επίδραση και στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα του 2017, που σε συνδυασμό με τις χαμηλότερες πρωτογενείς δαπάνες δικαιολογεί τις πιο ευνοϊκές δημοσιονομικές προοπτικές για την περίοδο 2017-2019.

⁴ Βλ. τις μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Μαρτίου 2017.

Πίνακας

Δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ

(% του ΑΕΠ)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
α. Συνολικά έσοδα	46,8	46,5	46,3	46,0	45,9	45,8
β. Συνολικές δαπάνες	49,4	48,5	47,9	47,4	47,1	46,7
εκ των οποίων:						
γ. Δαπάνες για τόκους	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
δ. Πρωτογενείς δαπάνες (β – γ)	46,7	46,1	45,8	45,4	45,2	45,0
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (α – β)	-2,6	-2,1	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα (α – δ)	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8
Κυκλικά προσαρμοσμένο δημοσιονομικό αποτέλεσμα	-1,9	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4	-1,1
Διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα	1,0	0,8	0,5	0,4	0,5	0,6
Ακαθάριστο χρέος	92,0	90,4	89,3	88,0	86,4	84,5
Υπόμνηση: πραγματικό ΑΕΠ (ποσοστιαίες μεταβολές)	1,2	1,9	1,7	1,8	1,7	1,6

Πηγές: Eurostat, ΕΚΤ και μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Μαρτίου 2017.

Σημειώσεις: Τα στοιχεία αφορούν τον συνολικό τομέα της γενικής κυβέρνησης της ζώνης του ευρώ. Το άθροισμα ενδέχεται να μη συμφωνεί με το σύνολο λόγω στρογγυλοποίησης. Επειδή οι προβολές λαμβάνουν συνήθως υπόψη τα πιο πρόσφατα στοιχεία, ενδέχεται να υπάρχουν αποκλίσεις σε σχέση με τα τελευταία επικυρωμένα στοιχεία της Eurostat.

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ ήταν ελαφρώς επεκτατική το 2016 και εκτιμάται ότι θα καταστεί γενικώς ουδέτερη τα έτη 2017-2019.⁵ Τα κυριότερα μέτρα τόνωσης της οικονομίας το 2016 περιλάμβαναν μειώσεις της άμεσης φορολογίας σε κάποιες χώρες της ζώνης του ευρώ. Την περίοδο 2017-2019 τα επιπλέον μέτρα στην πλευρά των εσόδων που οδηγούν σε αύξηση του ελλείμματος ενδέχεται να αντισταθμιστούν από συνιστώσες κρατικών δαπανών που αυξάνονται με λιγότερο δυναμικό ρυθμό. Ειδικότερα, οι αμοιβές των μισθωτών και η ενδιάμεση κατανάλωση προβλέπεται ότι θα αυξηθούν με ρυθμό χαμηλότερο του δυνητικού (βάσει της τάσης) ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ, ενώ άλλες κατηγορίες, όπως οι δημόσιες επενδύσεις, αναμένεται να αυξηθούν με ρυθμό υψηλότερο του δυνητικού. Οι μεταβολές σε σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2016 είναι πολύ περιορισμένες. Εν όψει της ανάγκης να βρεθεί μια ισορροπία μεταξύ οικονομικής σταθεροποίησης και διατηρησιμότητας των δημόσιων οικονομικών σε κάποιες χώρες της ζώνης του ευρώ, μια γενικώς ουδέτερη κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής μπορεί να θεωρηθεί ενδεοδειγμένη για το προσεχές διάστημα.

Το υψηλό επίπεδο του δημόσιου χρέους της ζώνης του ευρώ ως συνόλου προβλέπεται να συνεχίσει να μειώνεται σταδιακά. Ο λόγος χρέους/ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ, ο οποίος κορυφώθηκε το 2014, αναμένεται ότι θα μειωθεί από 89,3% το 2016 σε 84,5% έως το τέλος του 2019. Η μείωση του χρέους προέρχεται

⁵ Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αντανάκλα τον προσανατολισμό και το μέγεθος των μέτρων τόνωσης της οικονομίας από τις δημοσιονομικές πολιτικές, πέραν της αυτόματης αντίδρασης των δημόσιων οικονομικών στον οικονομικό κύκλο. Μετρείται ως η μεταβολή του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος, δηλ. του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος χωρίς να συνυπολογίζονται προσωρινά μέτρα, όπως η κρατική στήριξη προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με την έννοια της κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ, βλ. το άρθρο με τίτλο "The euro area fiscal stance", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

σε μεγάλο βαθμό από την ευνοϊκή διαφορά επιτοκίου-ρυθμού ανάπτυξης, που αντανακλά βελτίωση των κυκλικών συνθηκών και χαμηλά επιτόκια. Και τα μικρά πρωτογενή πλεονάσματα αναμένεται ότι θα έχουν ευνοϊκές επιδράσεις στην προβλεπόμενη εξέλιξη του χρέους. Συγκριτικά με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2016, ο λόγος χρέους/ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ αναθεωρήθηκε προς τα κάτω σε όλη τη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής λόγω των καλύτερων δημοσιονομικών προοπτικών και της μεγαλύτερης συμβολής της διαφοράς επιτοκίου-ρυθμού ανάπτυξης στη μείωση του χρέους. Πάντως, ο λόγος του δημόσιου χρέους σε περισσότερες από τις μισές χώρες της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι θα υπερβεί την τιμή αναφοράς, δηλ. 60% του ΑΕΠ, μέχρι το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής και σε ορισμένες περιπτώσεις μάλιστα αναμένεται ότι θα αυξηθεί στο διάστημα του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Απαιτούνται περαιτέρω προσπάθειες δημοσιονομικής προσαρμογής, ιδίως στις χώρες με υψηλά επίπεδα χρέους. Οι εν λόγω χώρες πρέπει να θέσουν σταθερά τον λόγο του δημόσιου χρέους τους σε καθοδική τροχιά, καθώς είναι ιδιαίτερα ευάλωτες σε τυχόν επανεμφάνιση αστάθειας στις χρηματοπιστωτικές αγορές ή εκ νέου αύξηση των επιτοκίων. Η πλήρης συμμόρφωση με το ΣΣΑ θα μπορούσε να διασφαλίσει τη διόρθωση των δημοσιονομικών ανισορροπιών και την επίτευξη διατηρήσιμης τροχιάς του χρέους. Αντίθετα, οι χώρες της ζώνης του ευρώ που διαθέτουν δημοσιονομικό χώρο μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα περιθώρια ευελιξίας που έχουν, επεκτείνοντας π.χ. τις δημόσιες επενδύσεις. Η προσπάθεια να καταστεί η σύνθεση των κρατικών προϋπολογισμών πιο φιλική προς την ανάπτυξη θα ήταν ευεργετική για όλες τις χώρες. Για ανάλυση της έννοιας του δημοσιονομικού χώρου, βλ. Πλαίσιο 6.

Οι επακόλουθες ενέργειες των χωρών της ζώνης του ευρώ μετά την αξιολόγηση των σχεδίων δημοσιονομικών προγραμμάτων τους για το 2017 δεν ήταν ικανοποιητική.⁶ Στις 16 Νοεμβρίου, με βάση τις φθινοπωρινές προβλέψεις του 2016, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατέληξε ότι τα σχέδια δημοσιονομικών προγραμμάτων οκτώ κρατών-μελών από τα 18 που συμμετείχαν στην αξιολόγηση βρίσκονταν σε κίνδυνο μη συμμόρφωσης με τις διατάξεις του ΣΣΑ. Οι χώρες αυτές είναι το Βέλγιο, η Ιταλία, η Κύπρος, η Λιθουανία, η Σλοβενία και η Φινλανδία, που υπάγονται στο προληπτικό σκέλος του ΣΣΑ, και η Ισπανία και η Πορτογαλία, που υπάγονται στο διορθωτικό σκέλος.⁷ Στα μέσα Ιανουαρίου του 2017 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναθεώρησε την αξιολόγησή της για την Ισπανία για να αποτυπώσει το γεγονός ότι το επικαιροποιημένο σχέδιο δημοσιονομικού προγράμματος που υπέβαλε η ισπανική κυβέρνηση τον Δεκέμβριο ήταν γενικώς σύμμορφο προς το ΣΣΑ. Στις συνεδριάσεις της Ευρωομάδας που ακολούθησαν, οι κυβερνήσεις των χωρών που κρίθηκε ότι διέτρεχαν κίνδυνο μη συμμόρφωσης δεσμεύθηκαν να λάβουν τα μέτρα που χρειάζονται για να διασφαλιστεί η

⁶ Βλ. το πλαίσιο με τίτλο "Αξιολόγηση των σχεδίων δημοσιονομικών προγραμμάτων για το 2017 και της δημοσιονομικής κατάστασης στη ζώνη του ευρώ συνολικά", *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 8, ΕΚΤ, 2016.

⁷ Τα σχέδια δημοσιονομικών προγραμμάτων της Λιθουανίας και της Φινλανδίας θα καταστούν γενικώς σύμμορφα με το ΣΣΑ εάν τους παραχωρούνταν η δυνατότητα μείωσης του απαιτούμενου ρυθμού διαρθρωτικής προσαρμογής προς τον ΜΔΣ που οι εν λόγω χώρες είχαν αιτηθεί δυνάμει της ρήτρας διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της ρήτρας επενδύσεων. Την άνοιξη η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα αξιολογήσει εκ νέου τη δυνατότητα υπαγωγής τους στις ρήτρες αυτές με βάση τα οικεία προγράμματα σταθερότητας.

συμμόρφωση με τους δημοσιονομικούς κανόνες της ΕΕ. Όμως με βάση τις χειμερινές προβλέψεις 2017 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, καμία από τις χώρες αυτές δεν έχει υλοποιήσει σημαντικά μέτρα προκειμένου να αντιμετωπίσει τις υστερήσεις που είχαν διαπιστωθεί στον τομέα της δημοσιονομικής προσαρμογής.

Στις 22 Φεβρουαρίου 2017 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσιοποίησε την έκθεσή της σχετικά με τη συμμόρφωση της Ιταλίας προς το κριτήριο του χρέους, η οποία διαπίστωνε μη συμμόρφωση με το κριτήριο προς το παρόν.⁸ Σύμφωνα με την καθιερωμένη πρακτική, η συμμόρφωση με το προληπτικό σκέλος του ΣΣΑ θα μπορούσε να αποτελέσει ελαφρυντικό παράγοντα κατά την αξιολόγηση της συμμόρφωσης με το ενδεικτικό ποσοστό μείωσης του χρέους. Ωστόσο, σύμφωνα με τις χειμερινές προβλέψεις 2017 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, τα δημόσια οικονομικά της Ιταλίας κρίνεται ότι διατρέχουν κίνδυνο σημαντικής απόκλισης από τις απαιτήσεις του προληπτικού σκέλους του ΣΣΑ. Σύμφωνα με την έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, μια πρόσθετη δημοσιονομική προσπάθεια ύψους 0,2% του ΑΕΠ το 2017 θα ήταν καθοριστική ώστε η Ιταλία να επανέλθει σε τροχιά προσαρμογής προς τον μεσοπρόθεσμο στόχο (ΜΔΣ) το 2017. Παρ' όλα αυτά, εάν ληφθούν υπόψη όλες οι σχετικές διατάξεις του ΣΣΑ περί ευελιξίας, η προσαρμογή αυτή θα ήταν απλώς επαρκής ώστε να διασφαλίσει "σε γενικές γραμμές" συμμόρφωση με τις απαιτήσεις του προληπτικού σκέλους το 2017. Εξάλλου, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά ότι οι δημόσιες επενδύσεις στην Ιταλία μειώθηκαν ελαφρώς το 2016, ενώ το επίπεδο των επενδύσεων θα πρέπει τουλάχιστον να διατηρηθεί προκειμένου η χώρα να κριθεί κατάλληλη για υπαγωγή στη ρήτρα επενδύσεων. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα λάβει οριστική απόφαση για το κατά πόσον θα πρέπει να συστήσει την ενεργοποίηση διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) για την Ιταλία την άνοιξη, με βάση τα τελικά στοιχεία για το 2016 και τις εαρινές προβλέψεις 2017 της Επιτροπής, καθώς και την υλοποίηση των δημοσιονομικών δεσμεύσεων στις οποίες προέβησαν οι ιταλικές αρχές τον Φεβρουάριο του 2017.

Είναι σημαντικό τα εργαλεία του ενισχυμένου πλαισίου διακυβέρνησης να εφαρμόζονται αποτελεσματικά και με συνέπεια τόσο διαχρονικά όσο και μεταξύ των χωρών. Είναι καίριας σημασίας τα εργαλεία αυτά να χρησιμοποιούνται σύμφωνα με τον αρχικό σκοπό τους προκειμένου να διασφαλίζονται βιώσιμες δημοσιονομικές θέσεις στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Συγκεκριμένα, ο κανόνας για το χρέος κινδυνεύει να αποδυναμωθεί αν υπόκειται εκ των πραγμάτων στο προληπτικό σκέλος του ΣΣΑ, το οποίο ενδέχεται να μην αποδίδει επαρκή βαρύτητα σε ζητήματα διατηρησιμότητας του χρέους. Τέλος, η πλήρης και συνεπής υλοποίηση του ΣΣΑ είναι ζωτικής σημασίας για την εμπιστοσύνη στο ευρωπαϊκό δημοσιονομικό πλαίσιο.

Επιπλέον, στις 22 Φεβρουαρίου 2017 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσιοποίησε επίσης την αξιολόγησή της σχετικά με την ενσωμάτωση του δημοσιονομικού συμφώνου στο εθνικό δίκαιο.⁹ Η Συνθήκη για τη Σταθερότητα, τον Συντονισμό και

⁸ Βλ. https://ec.europa.eu/info/publications/italy-report-prepared-accordance-article-126-3-treaty_en.

⁹ Η Συνθήκη για τη Σταθερότητα, τον Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΣΣΣΔ), η οποία είναι διακυβερνητική συμφωνία, υπογράφηκε από 25 χώρες, εκ των οποίων 22 χώρες (δηλαδή οι 19 χώρες της ζώνης του ευρώ συν τη Βουλγαρία, τη Δανία και τη Ρουμανία) δεσμεύονται επισήμως από το δημοσιονομικό σύμφωνο.

τη Διακυβέρνηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΣΣΣΔ) περιέχει ως κύρια διάταξη την υποχρέωση θέσπισης του κανόνα ισοσκελίσης του προϋπολογισμού στο εθνικό νομικό σύστημα – γνωστή και ως δημοσιονομικό σύμφωνο.¹⁰ Η ΣΣΣΔ τέθηκε σε ισχύ την 1 Ιανουαρίου 2013 με προθεσμία ενός έτους για την ενσωμάτωσή της στο εθνικό δίκαιο (π.χ. έως την 1 Ιανουαρίου 2014). Σύμφωνα με το άρθρο 8(1) της ΣΣΣΔ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή καλείται να υποβάλει εγκαίρως στα συμβαλλόμενα μέρη έκθεση σχετικά με τη μεταφορά του δημοσιονομικού συμφώνου στην εθνική νομοθεσία. Η αξιολόγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οποία δημοσιεύθηκε στις 22 Φεβρουαρίου 2017, εξετάζει μόνο την ενσωμάτωση του δημοσιονομικού συμφώνου στο δίκαιο και όχι την εφαρμογή του στην πράξη. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφάσισε ότι όλα "τα συμβαλλόμενα μέρη έχουν επιτύχει σημαντική προσαρμογή στα εθνικά δημοσιονομικά πλαίσιά τους ως αποτέλεσμα των απαιτήσεων του δημοσιονομικού συμφώνου", παρά τις όποιες εθνικές διαφορές. Ειδικότερα, διαπιστώθηκε ότι όλα τα συμβαλλόμενα μέρη έχουν θεσπίσει έναν δεσμευτικό κανόνα ισοσκελίσης του προϋπολογισμού, ο οποίος υποστηρίζεται από έναν διορθωτικό μηχανισμό που τίθεται αυτομάτως σε λειτουργία σε περίπτωση σημαντικών αποκλίσεων από τον ΜΔΣ ή από την πορεία προσαρμογής προς αυτόν. Επιπροσθέτως, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επιβεβαίωσε ότι η συμμόρφωση με τον κανόνα παρακολουθείται από ανεξάρτητο εθνικό δημοσιονομικό θεσμικό όργανο. Όμως, για έναν μεγάλο αριθμό χωρών, η αξιολόγησή τους ως "σύμμορφων" από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξαρτάται από τις επίσημες δεσμεύσεις των εθνικών αρχών να υλοποιήσουν τα σημεία εκείνα του δημοσιονομικού συμφώνου που υπολείπονται. Οι επιφυλάξεις αυτές αφορούν πιο συγκεκριμένα την ουσία του κανόνα ισοσκελίσης του προϋπολογισμού, την εφαρμογή της αρχής "είτε συμμορφώνεσαι είτε εξηγείς" αν οι κυβερνήσεις δεν ακολουθούν τις συστάσεις των ανεξάρτητων θεσμικών οργάνων παρακολούθησης, καθώς και τις διαδικασίες που διέπουν την ενεργοποίηση του διορθωτικού μηχανισμού. Καθώς πρόκειται για κύρια στοιχεία του δημοσιονομικού συμφώνου, δεν έχει ακόμη διαπιστωθεί κατά πόσον ο τρόπος θέσπισης του δημοσιονομικού συμφώνου θα είναι ικανοποιητικός και επαρκής για την αποτελεσματική λειτουργία των εθνικών δημοσιονομικών πλαισίων.

¹⁰ Βλ. επίσης το άρθρο με τίτλο "A fiscal compact for a stronger economic and monetary union", *Monthly Bulletin*, ECB, May 2012, και το πλαίσιο με τίτλο "Κύρια στοιχεία του δημοσιονομικού συμφώνου", *Μηνιαίο Δελτίο*, ΕΚΤ, Μάρτιος 2012.

Πλαίσια

- 1 Εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές των αναδυόμενων οικονομιών μετά τις αμερικανικές προεδρικές εκλογές του 2016 σε σύγκριση με τις εξελίξεις μετά το επεισόδιο από τις δηλώσεις περί σταδιακού περιορισμού της ποσοτικής χαλάρωσης στις ΗΠΑ το 2013.

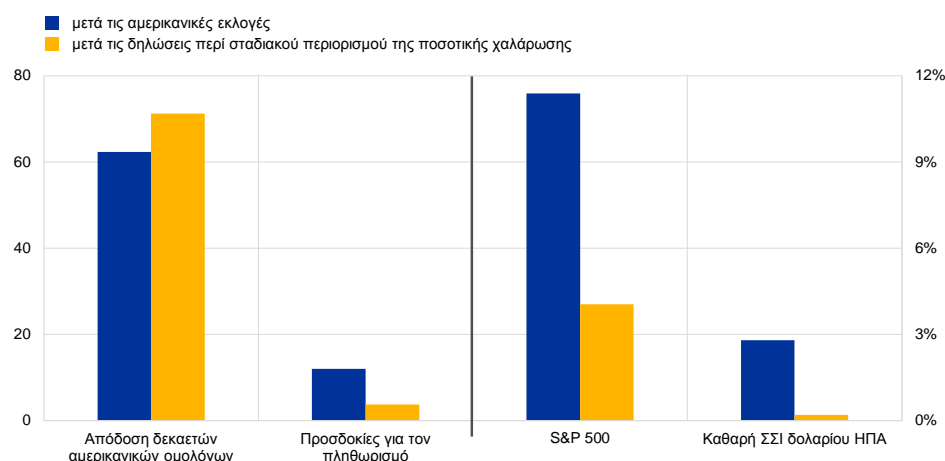
Το παρόν πλαίσιο συγκρίνει τις αντιδράσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών των ΗΠΑ και των αναδυόμενων οικονομιών μετά τις αμερικανικές προεδρικές εκλογές του 2016 με τις εξελίξεις το 2013 κατά το επεισόδιο που προκλήθηκε από τις δηλώσεις περί σταδιακού περιορισμού του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης στις ΗΠΑ και υπογραμμίζει τους κινδύνους για τις προοπτικές των αναδυόμενων οικονομιών από τις πολιτικές των ΗΠΑ.

Και στα δύο επεισόδια, οι προσδοκίες για ταχύτερη ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ συνδέθηκαν με σημαντικές διακυμάνσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές των ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα Α). Τον Μάιο του 2013 οι αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων σημείωσαν έντονη αύξηση μετά από δηλώσεις με τις οποίες ο Πρόεδρος του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ, κ. Bernanke, προανήγγειλε τον σταδιακό περιορισμό των αγορών περιουσιακών στοιχείων που πραγματοποιούνταν στο πλαίσιο του τρίτου προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης. Μετά τις αμερικανικές προεδρικές εκλογές του 2016, οι αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων κατέγραψαν παρόμοια αύξηση. Σε αντίθεση με το επεισόδιο του 2013, ωστόσο, οι αμερικανικές χρηματιστηριακές αγορές έχουν ανακάμψει, οι βασιζόμενοι στην αγορά δείκτες των προσδοκιών για τον πληθωρισμό στις ΗΠΑ έχουν σημειώσει άνοδο και το δολάριο ΗΠΑ έχει ενισχυθεί. Και στα δύο επεισόδια, η καμπύλη αποδόσεων μετατοπίστηκε προς τα άνω σε όλες τις διάρκειες, αντικατοπτρίζοντας προσδοκίες για ταχύτερη αυστηροποίηση των αμερικανικής νομισματικής πολιτικής.

Διάγραμμα Α

Μεταβολές των τιμών των μετοχών, των αποδόσεων των ομολόγων, των προσδοκιών για τον πληθωρισμό στις ΗΠΑ και της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου ΗΠΑ μετά τις αμερικανικές προεδρικές εκλογές του 2016 σε σύγκριση με τις μεταβολές μετά τις δηλώσεις περί σταδιακού περιορισμού του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης

(ποσοστά (δεξιά κλίμακα), μονάδες βάσης (αριστερή κλίμακα))



Πηγές: Bloomberg, Συμβούλιο Διοικητών του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και υπολογισμοί ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Οι "προσδοκίες για τον πληθωρισμό" αντλούνται από τη σειρά "US Inflation Compensation: Coupon Equivalent Forward Rate: 5-10 years" και η "ονομαστική ΣΣΙ του δολαρίου ΗΠΑ" είναι η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου ΗΠΑ, η φράση "μετά τις αμερικανικές εκλογές" αφορά την περίοδο από 8.11.2016 (ημερομηνία της συνεδρίασης της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς (FOMC)) μέχρι 3.3.2017 και η φράση "μετά τις δηλώσεις περί σταδιακού περιορισμού του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης" αφορά την περίοδο από 22.5.2013 έως 19.9.2013.

Ωστόσο, φαίνεται ότι η αύξηση των αποδόσεων των αμερικανικών ομολόγων έχει διαφορετικά αίτια στις δύο περιπτώσεις. Στο παρόν επεισόδιο η

αλληλεπίδραση μεταξύ των τιμών των μετοχών, των αποδόσεων των ομολόγων των ΗΠΑ και της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου ΗΠΑ υποδηλώνει ότι ο παράγοντας που καθορίζει τις εξελίξεις στην αμερικανική αγορά περιουσιακών στοιχείων είναι μια θετική διαταραχή της ζήτησης. Ειδικότερα, η άνοδος των τιμών των μετοχών και η πτώση των τιμών των ομολόγων φαίνεται ότι αντανακλούν προσδοκίες της αγοράς για δημοσιονομικά μέτρα τόνωσης της οικονομίας. Αντίθετα, μετά τις δηλώσεις περί σταδιακού περιορισμού του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης το 2013, φαίνεται ότι στην αύξηση των αποδόσεων των αμερικανικών ομολόγων οδήγησε μια διαταραχή συνδεδεμένη με τη νομισματική πολιτική – η μεταβολή των προσδοκιών της αγοράς σχετικά με τη μελλοντική πορεία της νομισματικής πολιτικής.

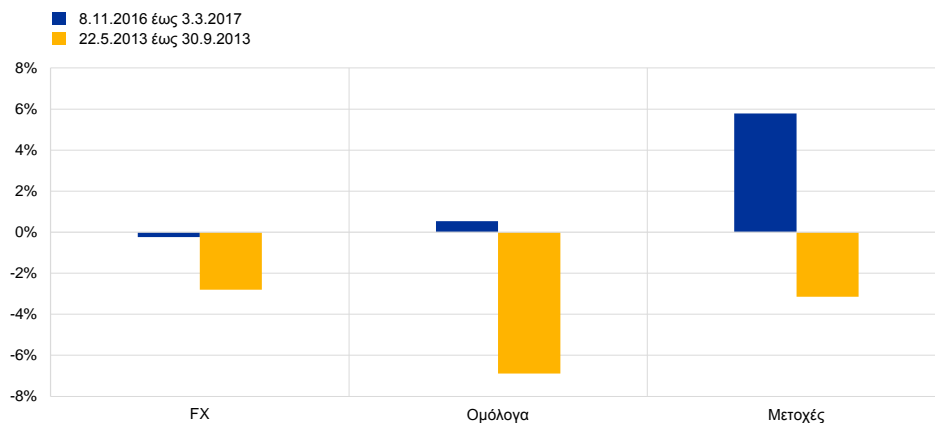
Ως αποτέλεσμα, η αντίδραση των χρηματοπιστωτικών αγορών των αναδυόμενων αγορών τους τελευταίους μήνες ήταν συνολικά ηπιότερη από ό,τι κατά τη διάρκεια του επεισοδίου που ακολούθησε τις δηλώσεις περί σταδιακού περιορισμού του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης. Τις εβδομάδες που ακολούθησαν τις αμερικανικές προεδρικές εκλογές, τα νομίσματα των αναδυόμενων οικονομιών υποτιμήθηκαν, οι τιμές των ομολόγων τους υποχώρησαν (δηλ. οι αποδόσεις τους αυξήθηκαν) και οι τιμές των μετοχών σημείωσαν αισθητή πτώση. Η αρχική πτώση των τιμών των ομολόγων και των μετοχών στις αναδυόμενες οικονομίες έχει αντιστραφεί σήμερα – μάλιστα οι τιμές των

μετοχών των αναδυόμενων οικονομιών έχουν υπερβεί τα προ των εκλογών επίπεδα – και τα νομίσματα των αναδυόμενων οικονομιών έχουν ανακάμψει. Αντίθετα, κατά το επεισόδιο που προκάλεσαν οι δηλώσεις περί σταδιακού περιορισμού της ποσοτικής χαλάρωσης, η πτώση των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των τιμών των ομολόγων και των μετοχών στις αναδυόμενες οικονομίες είχε σημαντικά μεγαλύτερη διάρκεια (βλ. Διάγραμμα Β). Μάλιστα, οι αθρόες ρευστοποιήσεις του Μαΐου 2013 σήμαναν την έναρξη μιας μακροχρόνιας καθοδικής τάσης στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων των αναδυόμενων οικονομιών που συνεχίστηκε μέχρι τις αρχές του 2016.

Διάγραμμα Β

Μεταβολές των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων στις αναδυόμενες οικονομίες μετά τις αμερικανικές εκλογές του 2016 και μετά τις δηλώσεις περί περιορισμού της ποσοτικής χαλάρωσης το 2013

(ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Bloomberg και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

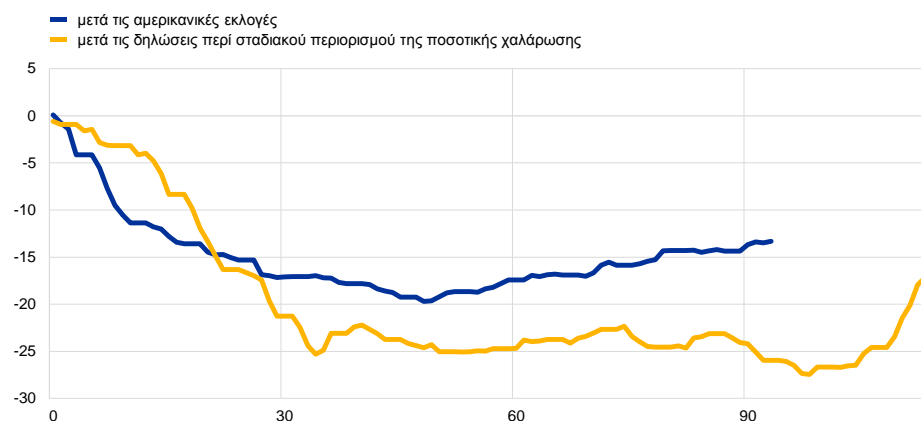
Σημειώσεις: "FX" είναι ο σταθμισμένος με βάση το εξωτερικό εμπόριο δείκτης συναλλαγματικών ισοτιμιών των αναδυόμενων οικονομιών (EMCI) της JP Morgan. "Ομόλογα" είναι ο δείκτης τιμών ομολόγων της JP Morgan για κρατικά ομόλογα σε δολάρια ΗΠΑ που αποτελούν αντικείμενο συναλλαγών στις αναδυόμενες οικονομίες (EMBI). "Μετοχές" είναι ο παγκόσμιος δείκτης τιμών μετοχών της MSCI για τις αναδυόμενες αγορές.

Οι πρόσφατες εκροές από τις αγορές μετοχών και ομολόγων των αναδυόμενων οικονομιών ήταν μικρότερες από αυτές που είχαν καταγραφεί μετά το επεισόδιο με τις δηλώσεις περί σταδιακού περιορισμού της ποσοτικής χαλάρωσης. Οι σωρευτικές εκροές από το χαρτοφυλάκιο των αναδυόμενων οικονομιών τους μήνες που ακολούθησαν τις αμερικανικές εκλογές έφθασαν τα 17 δισεκ. δολάρια ΗΠΑ (σύμφωνα με στοιχεία του Institute of International Finance), ελαφρώς μόνο χαμηλότερες από τις εκροές κατά την ίδια περίοδο μετά τις δηλώσεις περί σταδιακού περιορισμού της ποσοτικής χαλάρωσης, οι οποίες είχαν φθάσει τα 21 δισεκ. δολάρια ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα Γ). Οι πρόσφατες εξελίξεις είναι εν πολλοίς αποτέλεσμα αποεπενδύσεων στις αγορές ομολόγων των αναδυόμενων οικονομιών εκ μέρους μη κατοίκων επενδυτών, οι οποίες αντικατοπτρίζουν την έντονη άνοδο των αποδόσεων των αμερικανικών ομολόγων. Στην αρχή του έτους, όμως, αυτές οι κεφαλαιακές εκροές αντιστράφηκαν, γεγονός που συνέβαλε στη σταθεροποίηση των αγορών περιουσιακών στοιχείων στις αναδυόμενες οικονομίες. Και στα δύο επεισόδια, οι εκροές από τα χαρτοφυλάκια μη κατοίκων ακολουθήθηκαν από ταχεία ανάκαμψη των αγορών, χωρίς καμία αιφνίδια διακοπή.

Διάγραμμα Γ

Εκροές κεφαλαίων μη κατοίκων στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου σε αναδυόμενες οικονομίες μετά τις αμερικανικές εκλογές του 2016 και μετά δηλώσεις περί σταδιακού περιορισμού της ποσοτικής χαλάρωσης

(άξονας X: αριθμός ημερών μετά την έναρξη του επεισοδίου, ημερήσιες σωρευτικές ροές σε δισεκ. δολάρια ΗΠΑ).



Πηγές: Institute of International Finance και υπολογισμοί της ΕΚΤ.
Σημειώσεις: η φράση "μετά τις αμερικανικές εκλογές" αφορά τις σωρευτικές μεταβολές από τις 8.11.2016 μέχρι τις 9.2.2017, ενώ η φράση "μετά τις δηλώσεις περί σταδιακού περιορισμού της ποσοτικής χαλάρωσης" αφορά τις σωρευτικές μεταβολές από 23.5.2013 έως 19.9.2013. Οι αθροιστικές ροές βασίζονται σε οκτώ αναδυόμενες οικονομίες που δημοσιεύουν ημερήσια στοιχεία για τις υποχρεώσεις στην κατηγορία επενδύσεων χαρτοφυλακίου: Ινδονησία, Ινδία, Κορέα, Ταϊλάνδη, Νότιος Αφρική, Βραζιλία, Φιλιππίνες και Τουρκία.

Παρά τις συνολικά ήπιες εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, επικρατούν καθοδικοί κίνδυνοι για τη δραστηριότητα στις αναδυόμενες οικονομίες, οι οποίοι σχετίζονται ιδιαίτερα με το ενδεχόμενο ενίσχυσης της διάθεσης για προστατευτισμό έναντι σημαντικών αναδυόμενων οικονομιών, η οποία θα ήταν επιζήμια για το παγκόσμιο εμπόριο. Τα μέτρα προστατευτισμού, αν εφαρμοστούν, θα μπορούσαν να υπεραντισταθμίσουν τα δυνητικά οφέλη από την αύξηση της δραστηριότητας στις ΗΠΑ και θα επιβαρύνουν συνολικά την οικονομική ανάπτυξη στις αναδυόμενες οικονομίες. Για παράδειγμα, η πιθανότητα ανόδου του προστατευτισμού έχει ήδη συμβάλει σε αύξηση της αβεβαιότητας σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές του εμπορίου του Μεξικού με τις ΗΠΑ, γεγονός που επιδεινώνει τις προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης της χώρας. Επιπλέον, οι εξαγωγές πολλών αναδυόμενων οικονομιών κατά κανόνα έχουν υψηλό εισαγωγικό περιεχόμενο. Αυτή η στενή διασύνδεση των αλυσίδων εφοδιασμού υποδηλώνει ότι κάθε αύξηση των φραγμών του εμπορίου θα είχε σημαντικές επιπτώσεις και θα οδηγούσε σε παγκόσμιες αρνητικές αλληλεπιδράσεις.

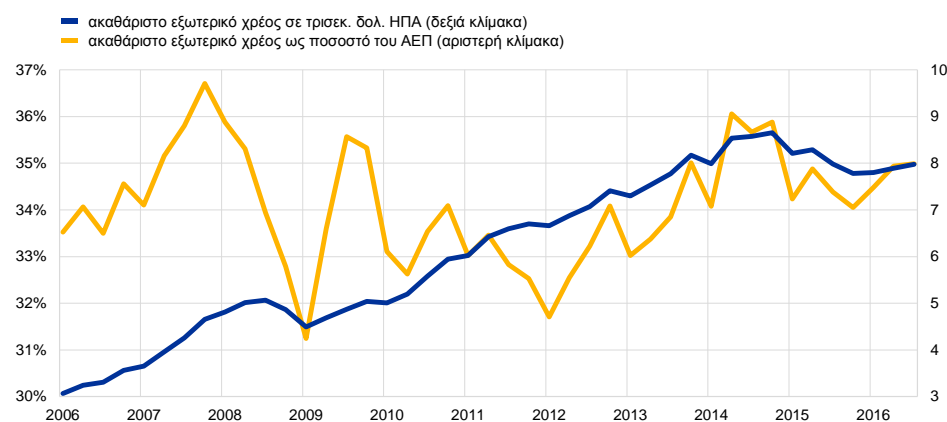
Εξάλλου, η συσσώρευση εξωτερικού χρέους στις αναδυόμενες οικονομίες, σε συνδυασμό με την προτίμηση των επιχειρήσεων και των τραπεζών των αναδυόμενων οικονομιών για χρηματοδότηση σε δολάρια ΗΠΑ, μπορεί να καταστήσει ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες ευάλωτες. Το εξωτερικό χρέος πολλών αναδυόμενων οικονομιών επεκτάθηκε μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και εξακολούθησε να επεκτείνεται μετά το επεισόδιο της έντονης αντίδρασης των αγορών στην ανακοίνωση για σταδιακό περιορισμό της ποσοτικής χαλάρωσης στις ΗΠΑ, λόγω κυρίως των πολύ χαλαρών παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών συνθηκών (βλ. Διάγραμμα Δ). Καθώς το δολάριο ΗΠΑ ενισχύεται και τα επιτόκια αυξάνονται παγκοσμίως, το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους γίνεται

όλο και επαχθέστερο. Επιπλέον, σε χώρες που αντιμετωπίζουν αυξημένες πληθωριστικές πιέσεις από την έντονη υποτίμηση των νομισμάτων τους, οι κεντρικές τράπεζες μπορεί να χρειαστεί να αυστηροποιήσουν περαιτέρω την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής τους, με αποτέλεσμα να αυξηθεί ακόμη περισσότερο το βάρος εξυπηρέτησης των δανείων που έχουν χορηγηθεί σε εγχώριο νόμισμα. Συνολικά, ο υψηλότερος λόγος εξυπηρέτησης του χρέους μπορεί να επηρεάσει δυσμενώς την οικονομική δραστηριότητα, με αρνητικές επιπτώσεις για την κατανάλωση και τις επενδύσεις στις αφορώμενες αναδυόμενες οικονομίες.

Διάγραμμα Δ

Αναδυόμενες οικονομίες: ακαθάριστο εξωτερικό χρέος

(% του ΑΕΠ, τρισεκ. δολ. ΗΠΑ)



Πηγές: Παγκόσμια Τράπεζα και εθνικές πηγές για το ΑΕΠ.
 Σημείωση: Η σειρά αυτή αποτελεί ένα σύνολο 14 χωρών (Αργεντινή, Βραζιλία, Κίνα, Ινδία, Ινδονησία, Μεξικό, Ρωσία, Νότιος Αφρική, Κορέα, Τουρκία, Χονγκ Κονγκ, Μαλαισία, Σιγκαπούρη και Ταϊλάνδη).

Ανάλυση των καθαρών εκροών επενδύσεων χαρτοφυλακίου της ζώνης του ευρώ

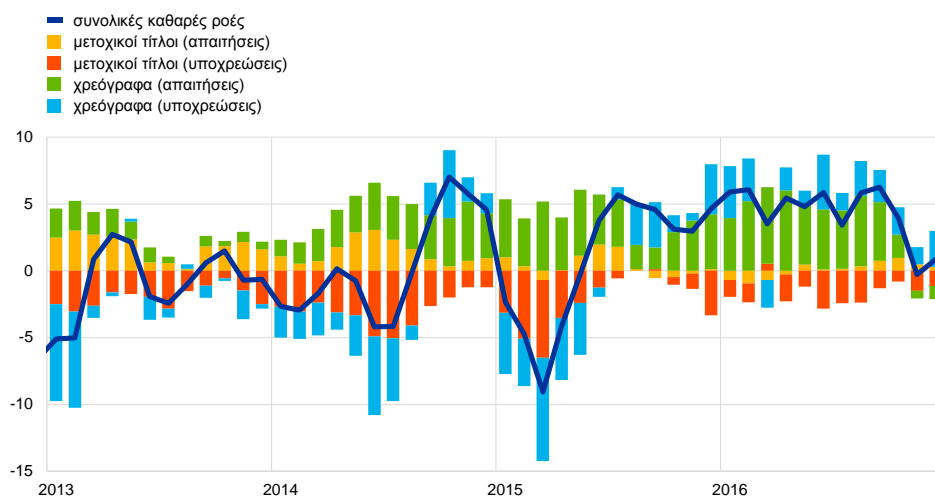
Το παρόν πλαίσιο αναλύει τις πρόσφατες εξελίξεις στις ροές επενδύσεων χαρτοφυλακίου στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ. Το 2016 το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ αντικατοπτρίστηκε κυρίως στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών (υποσύνολο του ισοζυγίου πληρωμών) από τις καθαρές εκροές επενδύσεων χαρτοφυλακίου και – σε μικρότερο βαθμό – άμεσων επενδύσεων.

Το 2016 η ζώνη του ευρώ κατέγραψε καθαρές εκροές επενδύσεων χαρτοφυλακίου, λόγω αναδιάρθρωσης υπέρ χρεογράφων εκτός ζώνης ευρώ από επενδυτές τόσο της ζώνης του ευρώ όσο και εκτός αυτής (βλ. Διάγραμμα Α). Στην περίπτωση των κατοίκων της ζώνης του ευρώ, το γεγονός αυτό αποτελεί συνέχιση της έντονης μετατόπισης των χαρτοφυλακίων τους προς χρεόγραφα εκτός ζώνης ευρώ, η οποία παρατηρείται από το δεύτερο εξάμηνο του 2014. Οι ετήσιες καθαρές αγορές χρεογράφων εκτός ζώνης ευρώ από επενδυτές της ζώνης του ευρώ ανήλθαν συνολικά σε 364 δισεκ. ευρώ το 2016, ελαφρώς μόνο χαμηλότερες από το πρωτοφανές υψηλό επίπεδο των 382 δισεκ. ευρώ που καταγράφηκε το 2015. Αυτό όμως συγκαλύπτει τις καθαρές πωλήσεις χρεογράφων εκτός ζώνης ευρώ στις οποίες προέβησαν οι επενδυτές της ζώνης του ευρώ το δ' τρίμηνο του 2016, για πρώτη φορά μετά το β' τρίμηνο του 2012, και οι οποίες ανήλθαν συνολικά σε 26 δισεκ. ευρώ το εν λόγω τρίμηνο. Οι καθαρές επενδύσεις κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε μετοχικούς τίτλους εκτός ζώνης ευρώ παρέμειναν σε χαμηλά επίπεδα το 2016, φθάνοντας συνολικά τα 12 δισεκ. ευρώ.

Διάγραμμα Α

Ανάλυση των ροών επενδύσεων χαρτοφυλακίου της ζώνης του ευρώ

(% του ΑΕΠ, κινητοί μέσοι όροι τριών μηνών)



Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.

Σημειώσεις: Για τις απαιτήσεις, θετικό (αρνητικό) πρόσημο υποδηλώνει καθαρές αγορές (πωλήσεις) τίτλων εκτός ζώνης ευρώ από επενδυτές της ζώνης του ευρώ. Για τις υποχρεώσεις, θετικό (αρνητικό) πρόσημο υποδηλώνει καθαρές πωλήσεις (αγορές) τίτλων της ζώνης του ευρώ από επενδυτές εκτός ζώνης ευρώ. Για τις καθαρές ροές, θετικό (αρνητικό) πρόσημο υποδηλώνει καθαρές εκροές (εισροές) από (προς) τη ζώνη του ευρώ. Οι μετοχικοί τίτλοι περιλαμβάνουν και τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα. Πιο πρόσφατη παρατήρηση: Δεκέμβριος 2016.

Οι επενδυτές εκτός ζώνης ευρώ εμφάνισαν καθαρές πωλήσεις χρεογράφων της ζώνης του ευρώ το 2016 – για πρώτη φορά μετά την εισαγωγή του ευρώ, οι οποίες ανήλθαν συνολικά σε 192 δισεκ. ευρώ το 2016, έναντι καθαρών αγορών ύψους 30 δισεκ. ευρώ το 2015. Αυτό οφείλεται εν πολλοίς στις καθαρές πωλήσεις κρατικών χρεογράφων (συνολικού ύψους 116 δισεκ. ευρώ, οι οποίες σε μεγάλο βαθμό αντανάκλυσαν πωλήσεις στο πλαίσιο του προγράμματος PSPP) και χρεογράφων που εξέδωσαν τα ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ (συνολικού ύψους 63 δισεκ. ευρώ). Από την άλλη πλευρά, οι επενδυτές εκτός ζώνης ευρώ συνέχισαν να εμφανίζουν καθαρές αγορές μετοχικών τίτλων της ζώνης του ευρώ, παρόλο που οι καθαρές αγορές τους μειώθηκαν σε 126 δισεκ. ευρώ το 2016, από 268 δισεκ. ευρώ το 2015.

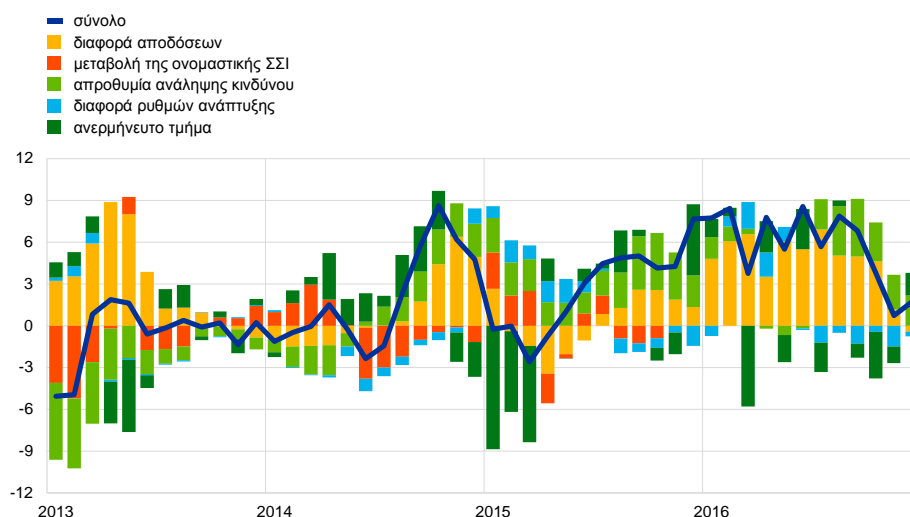
Οι επίμονα αρνητικές διαφορές επιτοκίων έναντι των άλλων ανεπτυγμένων οικονομιών ήταν σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας των καθαρών εκροών χρεογράφων στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου το 2016 (βλ. Διάγραμμα Β). Σύμφωνα με μια εμπειρική άσκηση που εκτιμά τις χρονικά μεταβαλλόμενες συμβολές επιλεγμένων οικονομικών και χρηματοπιστωτικών μεταβλητών στην εξέλιξη των καθαρών ροών χρεογράφων στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου της ζώνης του ευρώ, οι διαφορές των επιτοκίων διαδραμάτισαν καθοριστικό ρόλο το 2016.¹¹ Ενδεικτικά, η μέση διαφορά αποδόσεων μεταξύ των σταθμισμένων ως προς το ΑΕΠ κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ και των αντίστοιχων κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ ήταν περίπου -1,0 ποσοστιαία μονάδα για τα δεκαετή ομόλογα και -1,4 ποσοστιαία μονάδα για τα πενταετή ομόλογα το 2016. Επίσης, οι εκτιμήσεις αυτές υποδηλώνουν ότι η απροθυμία ανάληψης κινδύνου από τους επενδυτές συνέβαλε έως έναν βαθμό στις καθαρές εκροές χρεογράφων που σημειώθηκαν το δεύτερο εξάμηνο του 2016 και οι οποίες ενδέχεται να συνδέονται με τις πρόσκαιρες αυξήσεις των δεικτών χρηματοπιστωτικής πίεσης μετά το βρετανικό δημοψήφισμα για την παραμονή της χώρας στην ΕΕ τον Ιούνιο του 2016.

¹¹ Οι εκτιμήσεις των χρονικά μεταβαλλόμενων παραγόντων που οδήγησαν σε καθαρές ροές επενδύσεων χαρτοφυλακίου της ζώνης του ευρώ βασίζονται σε ένα υπόδειγμα περιορισμένης παραμετροποίησης (reduced-form) με χρονικά μεταβαλλόμενους συντελεστές παλινδρόμησης, το οποίο αποτυπώνει τόσο τις μεταβολές του κλίματος στην αγορά όσο και τις μεταβολές των υπό συνθήκη συσχετίσεων μεταξύ των θεμελιωδών μεγεθών και των χρηματοοικονομικών ροών. Τα θεμελιώδη μεγέθη περιλαμβάνουν (α) τον σύνθετο δείκτη συστημικής πίεσης της ΕΚΤ ως προσεγγιστική μεταβλητή για τον βαθμό απροθυμίας ανάληψης κινδύνου από τους επενδυτές, (β) την ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΣΣΙ) του ευρώ έναντι των νομισμάτων των 38 σημαντικότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ, (γ) τη διαφορά μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ανεπτυγμένων οικονομιών εκτός ζώνης ευρώ ως προς τον ρυθμό αύξησης της βιομηχανικής παραγωγής και (δ) τη διαφορά αποδόσεων μεταξύ των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ και των κρατικών ομολόγων των ανεπτυγμένων οικονομιών εκτός ζώνης ευρώ. Το υπόδειγμα εκτιμάται σε μηνιαία συχνότητα με βάση το φίλτρο Kalman με τη μέγιστη πιθανοφάνεια. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. Box 4 στο άρθρο με τίτλο "Euro area cross-border financial flows", *Monthly Bulletin*, ECB, February 2012.

Διάγραμμα Β

Εκτιμήσεις βάσει υποδείγματος των παραγόντων που οδήγησαν σε καθαρές εκροές χρεογράφων στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου

(% του ΑΕΠ, κινητοί μέσοι όροι τριών μηνών, συμβολές μεταβλητών)



Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.

Σημειώσεις: Θετικό (αρνητικό) πρόσημο υποδηλώνει καθαρές εκροές (εισροές) από (προς) τη ζώνη του ευρώ. Για λεπτομέρειες σχετικά με τις μεταβλητές, βλ. υποσημείωση 1 του παρόντος πλαισίου. Πιο πρόσφατη παρατήρηση: Δεκέμβριος 2016.

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία για τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2016, οι καθαρές αγορές χρεογράφων εκτός ζώνης ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ κατά την περίοδο αυτή αφορούσαν σχεδόν αποκλειστικά μακροπρόθεσμα χρεόγραφα και σε μεγάλο βαθμό αντανάκλασαν συναλλαγές από τις "λοιπές χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις". Η εν λόγω κατηγορία επιχειρήσεων – η οποία περιλαμβάνει τα αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα, τα ταμεία συντάξεων και τις ασφαλιστικές εταιρίες – αντιπροσώπευε περίπου το 74% των καθαρών αγορών χρεογράφων εκτός ζώνης ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ την περίοδο αυτή, ενώ οι "λοιποί ιδιωτικοί φορείς"¹² και τα ΝΧΙ εξαιρουμένου του Ευρωσυστήματος αντιπροσώπευαν αντίστοιχα το 14% και το 7%. Περίπου το 40% των χρεογράφων εκτός ζώνης ευρώ που αγόρασαν κάτοικοι της ζώνης του ευρώ εκδόθηκε από κυβερνήσεις εκτός ζώνης ευρώ, ενώ το υπόλοιπο 60% εκδόθηκε από ΝΧΙ εκτός ζώνης ευρώ, λοιπές χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και λοιπούς ιδιωτικούς φορείς (κατά περίπου 20% για κάθε κατηγορία).

Οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου σε χρεόγραφα του εξωτερικού από επενδυτές της ζώνης του ευρώ παρέμειναν συγκεντρωμένες στις άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες το 2016 (βλ. Διάγραμμα Γ). Σύμφωνα με διαθέσιμες ενδείξεις για τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2016, το 46% των καθαρών αγορών χρεογράφων εκτός ζώνης ευρώ από επενδυτές της ζώνης του ευρώ για την εν λόγω περίοδο αφορούσε τίτλους που εκδόθηκαν από τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο (17%), άλλα κράτη-μέλη της ΕΕ (13%) και τον Καναδά (4%). Οι καθαρές αγορές χρεογράφων που εκδόθηκαν

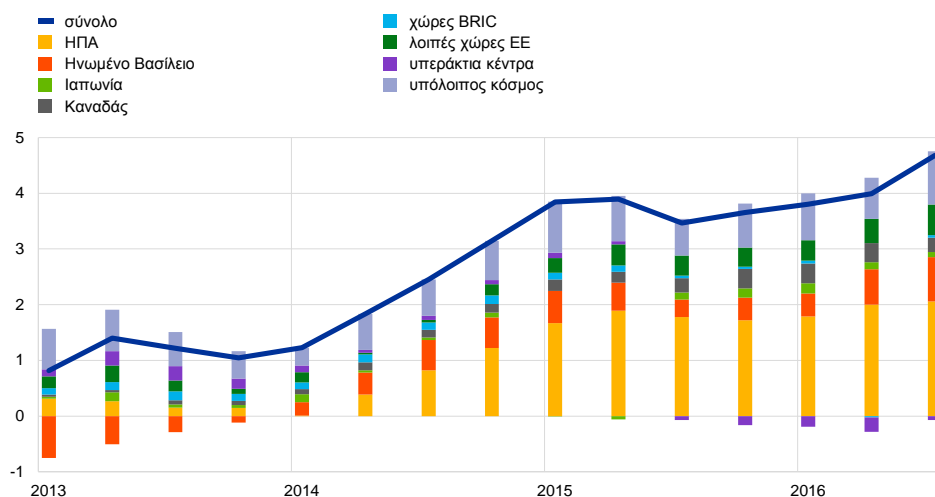
¹² Περιλαμβάνουν τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά και τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ).

αθροιστικά από τη Βραζιλία, την Κίνα, την Ινδία και τη Ρωσία εξακολούθησαν να αντιστοιχούν σε λιγότερο από 1% των συνολικών καθαρών αγορών.

Διάγραμμα Γ

Γεωγραφική κατανομή των καθαρών αγορών χρεογράφων εκτός ζώνης ευρώ από επενδυτές της ζώνης του ευρώ

(% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ, κινητοί μέσοι όροι τεσσάρων τριμήνων)



Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.

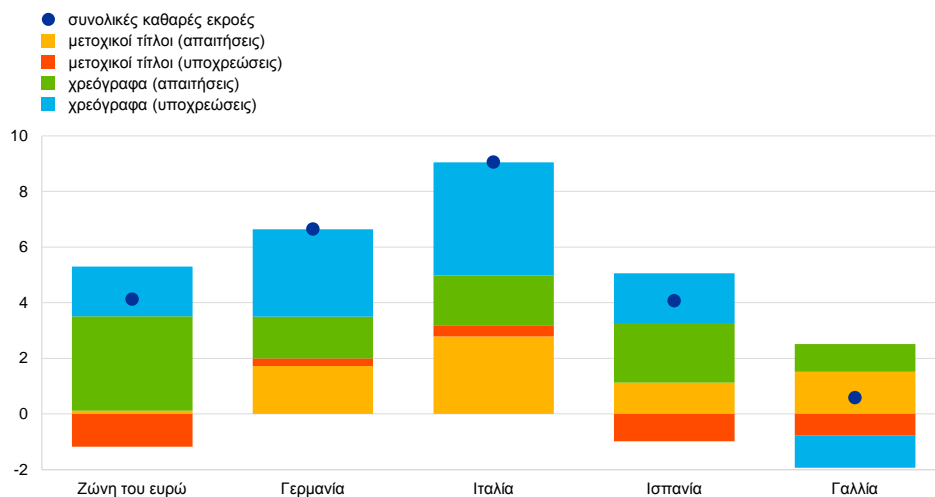
Σημειώσεις: Οι "χώρες BRIC" περιλαμβάνουν τη Βραζιλία, τη Ρωσία, την Ινδία και την Κίνα, ενώ οι "λοιπές χώρες ΕΕ" περιλαμβάνουν τα κράτη-μέλη της ΕΕ εκτός ζώνης ευρώ, εξαιρουμένου του Ηνωμένου Βασιλείου. Πιο πρόσφατη παρατήρηση: γ' τρίμηνο 2016.

Τα στοιχεία σε επίπεδο χωρών δείχνουν καθαρές εκροές επενδύσεων χαρτοφυλακίου για τις μεγαλύτερες χώρες της ζώνης του ευρώ, που οφείλονται στις καθαρές πωλήσεις εγχώριων χρεογράφων από ξένους επενδυτές και στις καθαρές αγορές ξένων περιουσιακών στοιχείων από εγχώριους επενδυτές (βλ. Διάγραμμα Δ). Οι υψηλότερες καθαρές πωλήσεις χρεογράφων από ξένους επενδυτές καταγράφηκαν στην Ιταλία (4,1% του ΑΕΠ), τη Γερμανία (3,1% του ΑΕΠ) και την Ισπανία (1,8% του ΑΕΠ), ενώ σημειώθηκαν καθαρές αγορές γαλλικών χρεογράφων από ξένους επενδυτές (συνολικού ύψους 1,2% του ΑΕΠ). Στην Ισπανία και τη Γαλλία καταγράφηκαν επίσης καθαρές εισροές μετοχικών τίτλων χαρτοφυλακίου από ξένους επενδυτές. Σε αντιστοιχία με το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ, παρατηρήθηκαν έντονες καθαρές διασυνοριακές ροές μετοχικών τίτλων χαρτοφυλακίου σε επίπεδο χωρών. Οι ροές αυτές μπορούν να ερμηνευθούν από τις έντονες διασυνοριακές ροές μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ προς αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα – τα οποία εδρεύουν κατά κύριο λόγο σε χρηματοπιστωτικά κέντρα της ζώνης του ευρώ. Το 2016 οι καθαρές διασυνοριακές ροές προς αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα αντιπροσώπευαν το μεγαλύτερο μέρος των ροών μετοχικών τίτλων χαρτοφυλακίου που παρατηρήθηκαν για μεμονωμένες χώρες της ζώνης του ευρώ, με την Ιταλία να εμφανίζει τις υψηλότερες ροές. Εξάλλου, το 2016 οι επενδυτές στη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ιταλία και την Ισπανία εμφάνισαν καθαρές αγορές ξένων χρεογράφων, συνολικού ύψους 1-2% του ΑΕΠ.

Διάγραμμα Δ

Ανάλυση των καθαρών ροών επενδύσεων χαρτοφυλακίου το 2016

(% του ΑΕΠ)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Για τις απαιτήσεις, θετικό (αρνητικό) πρόσημο υποδηλώνει καθαρές αγορές (πωλήσεις) ξένων τίτλων από εγχώριους επενδυτές. Για τις υποχρεώσεις, θετικό (αρνητικό) πρόσημο υποδηλώνει καθαρές πωλήσεις (αγορές) εγχώριων τίτλων από ξένους επενδυτές. Για τις καθαρές ροές, το θετικό (αρνητικό) πρόσημο υποδηλώνει καθαρές εκροές (εισορές) από (προς) την αντίστοιχη χώρα/τη ζώνη του ευρώ. Οι μετοχικοί τίτλοι περιλαμβάνουν και τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα.

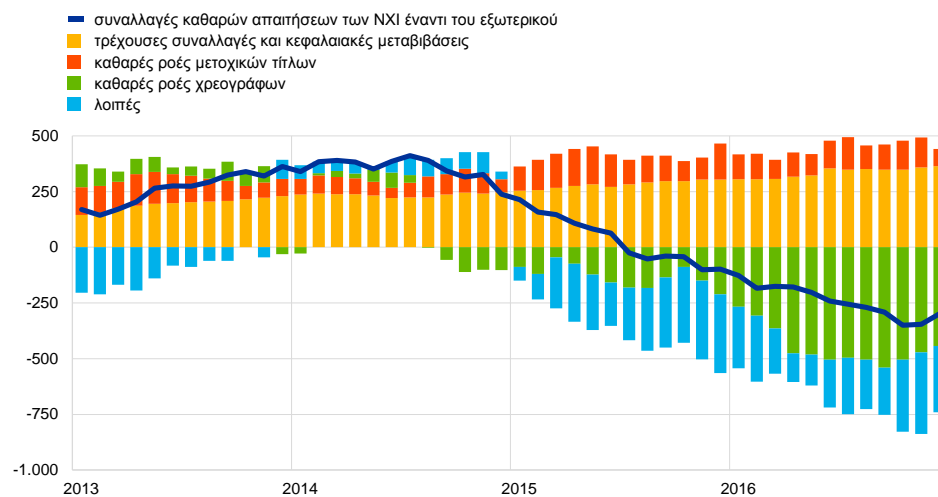
Στον τομέα εκτός των ΝΧΙ, οι μετατοπίσεις χαρτοφυλακίου από τα χρεόγραφα της ζώνης του ευρώ συνέχισαν να επηρεάζουν δυσμενώς τις καθαρές απαιτήσεις των ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ έναντι του εξωτερικού το 2016 (βλ. Διάγραμμα Ε).

Οι ροές επενδύσεων χαρτοφυλακίου της ζώνης του ευρώ εξαιρουμένου του τομέα των ΝΧΙ ακολούθησαν εκ του σύνεγγυς τις εξελίξεις του αντίστοιχου μεγέθους για το σύνολο της οικονομίας που φαίνονται στο Διάγραμμα Α. Οι καθαρές απαιτήσεις των ΝΧΙ έναντι του εξωτερικού αντανακλούν συναλλαγές που προκύπτουν από τις εμπορικές και χρηματοοικονομικές ροές του τομέα των εκτός ΝΧΙ φορέων. Όπως διαπιστώνεται από τη νομισματική παρουσίαση του ισοζυγίου πληρωμών, οι καθαρές εκροές χρεογράφων χαρτοφυλακίου στον τομέα των εκτός ΝΧΙ φορέων είχαν αυξανόμενη αρνητική επίδραση στον ετήσιο ρυθμό ανόδου του Μ3 στη ζώνη του ευρώ το 2016 μέσω των καθαρών απαιτήσεων των ΝΧΙ έναντι του εξωτερικού. Αντίθετα, οι καθαρές απαιτήσεις των ΝΧΙ έναντι του εξωτερικού συνέχισαν να ενισχύονται από τις συναλλαγές των εκτός ΝΧΙ φορέων που σχετίζονται με το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ και σε μικρότερο βαθμό με τις καθαρές εισροές μετοχικών τίτλων.

Διάγραμμα Ε

Νομισματική παρουσίαση του ισοζυγίου πληρωμών

(δισεκ. ευρώ, αθροίσματα μηνιαίων ροών ανά κυλιόμενο δωδεκάμηνο)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Θετικό (αρνητικό) πρόσημο υποδηλώνει καθαρή εισροή (εκροή)/αύξηση (μείωση) των καθαρών απαιτήσεων των ΝΧΙ έναντι του εξωτερικού. Όλες οι συναλλαγές του ισοζυγίου πληρωμών αφορούν τον τομέα εκτός ΝΧΙ. Το στοιχείο "λοιπά" περιλαμβάνει τις καθαρές ροές ΞΑΕ, άλλες επενδύσεις και χρηματοοικονομικά παράγωγα, τις αποκλίσεις μεταξύ της στατιστικής του ισοζυγίου πληρωμών και της νομισματικής στατιστικής, καθώς και τακτοποιητέα στοιχεία. Πιο πρόσφατη παρατήρηση: Δεκέμβριος 2016.

Η επίδραση των μη συμβατικών μέτρων της ΕΚΤ στους όρους χρηματοδότησης: ανασκόπηση των πρόσφατων στοιχείων

Από τον Ιούνιο του 2014 και εξής η ΕΚΤ έχει υιοθετήσει μια δέσμη μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής προκειμένου να επανέλθουν οι ρυθμοί πληθωρισμού σε επίπεδα κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα.

Τα μέτρα αυτά περιλαμβάνουν στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO), μείωση του επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων σε αρνητικά επίπεδα και επέκταση του προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (APP) σε διάφορους τίτλους επενδυτικής βαθμίδας του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα. Αυτή η δέσμη μέτρων ενισχύθηκε από την παροχή ενδείξεων για την μελλοντική εξέλιξη των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, τα οποία αναμένεται να “παραμείνουν στα σημερινά ή σε χαμηλότερα επίπεδα για παρατεταμένη περίοδο, και πολύ πέραν του χρονικού ορίζοντα των καθαρών αγορών περιουσιακών στοιχείων”, και των αγορών περιουσιακών στοιχείων, οι οποίες θα συνεχιστούν με τον σημερινό ρυθμό τους “έως το τέλος του Δεκεμβρίου 2017 ή και αργότερα, και πάντως έως ότου το Διοικητικό Συμβούλιο διαπιστώσει μια διαρκή προσαρμογή της πορείας του πληθωρισμού η οποία να είναι συμβατή με την επιδίωξή του για τον πληθωρισμό”. Στο πλαίσιο της παροχής ενδείξεων για τη μελλοντική εξέλιξη της νομισματικής πολιτικής της, η ΕΚΤ επανέλαβε επίσης την πρόθεσή της να αυξήσει το μέγεθος ή/και τη διάρκεια του προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων εάν οι προοπτικές καταστούν λιγότερο ευνοϊκές ή επιδεινωθούν οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες.

Το παρόν πλαίσιο ανασκοπεί τα πρόσφατα στοιχεία για την

αποτελεσματικότητα αυτών των μέτρων όσον αφορά την υποστήριξη των

όρων χρηματοδότησης και την πιστωτική διαμεσολάβηση. Η υιοθέτηση μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες, καθώς και οι επιδράσεις τους και οι μηχανισμοί με τους οποίους λειτουργούν, αποτελούν αντικείμενο εκτενούς ακαδημαϊκής έρευνας τα τελευταία χρόνια.¹³ Στο παρόν πλαίσιο εξετάζονται ορισμένα βασικά διδάγματα που μπορούν να εξαχθούν από αυτή την έρευνα για τη ζώνη του ευρώ, με έμφαση στις προσαρμογές των τιμών στις χρηματοπιστωτικές αγορές και της δανειοδοτικής συμπεριφοράς των τραπεζών, που αποτελούν τα αναγκαία πρώτα στάδια της διαδικασίας μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.¹⁴ Το πλαίσιο ομαδοποιεί τα εμπειρικά στοιχεία σε τρεις τυπικούς διαύλους μετάδοσης: τον δίαυλο σηματοδότησης, τον δίαυλο άμεσης μετάδοσης και τον δίαυλο ανακατανομής των χαρτοφυλακίων.

¹³ Για τις ΗΠΑ βλ. π.χ. Krishnamurthy, A. and Vissing-Jorgensen, A., “The Effects of Quantitative Easing on Long-term Interest Rates”, *Brookings Papers on Economic Activity*, autumn 2011, σελ. 215-265, και Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J. and Sack, B., “The Financial Market Effects of the Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchases”, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7(1), 2011, pp.3-43. Για το Ηνωμένο Βασίλειο βλ. Joyce, M.A.S., Lasasoa, A., Stevens, I. and Tong, M., “The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom”, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7(3), 2011, σελ. 113-161.

¹⁴ Προηγούμενη εκτενή ανασκόπηση των μη συμβατικών μέτρων της ΕΚΤ βλ. στο άρθρο “The transmission of the ECB’s recent non-standard monetary policy measures”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2015.

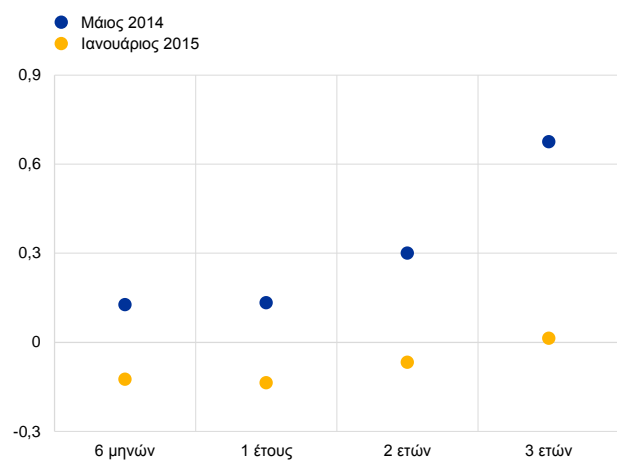
Μέσω του διαύλου σηματοδότησης, τα μη συμβατικά μέτρα διατράνωσαν την πρόθεση της ΕΚΤ να διατηρήσει χαμηλά τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια για παρατεταμένο χρονικό διάστημα και στήριξαν τις πληθωριστικές προσδοκίες.

Η μείωση του επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων σε αρνητικά επίπεδα αποτέλεσε ισχυρό εργαλείο που σηματοδότησε ότι τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια ενδέχεται να παραμείνουν χαμηλά ή και να υποχωρήσουν σε χαμηλότερα επίπεδα για μεγαλύτερη περίοδο από ό,τι θα αναμενόταν σε διαφορετική περίπτωση, γεγονός που ενίσχυσε την επίδραση του APP της ΕΚΤ σε όλο το εύρος της καμπύλης αποδόσεων.

Διάγραμμα Α

Προθεσμιακά επιτόκια EONIA τριών μηνών (OIS)

(ποσοστά % ετησίως, χρονικός ορίζοντας)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημαντικό μέρος της υποχώρησης της αναμενόμενης πορείας των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων μπορεί να αποδοθεί στα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Το Διάγραμμα Α συγκρίνει δύο σειρές προθεσμιακών επιτοκίων τριών μηνών για συμφωνίες ανταλλαγής επί του δείκτη μίας ημέρας (OIS) (που προσεγγίζουν τις προσδοκίες της αγοράς για την εξέλιξη των ονομαστικών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων).¹⁵ Η πρώτη σειρά παρατηρείται τον Μάιο του 2014, δηλ. μόλις πριν από την λήψη των μη συμβατικών μέτρων. Η δεύτερη σειρά παρατηρείται αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου στις 22.1.2015, όταν ανακοινώθηκε το πρόγραμμα APP. Κατά την περίοδο μεταξύ Μαΐου 2014 και Ιανουαρίου 2015 οι προσδοκίες της αγοράς σχετικά με τα επιτόκια αναθεωρήθηκαν έντονα προς τα κάτω, όπως αντανακλάται π.χ. στη μείωση των επιτοκίων των OIS την επόμενη τριετία, τα οποία υποχώρησαν κατά

70 μονάδες βάσης περίπου. Εκτός από τα μέτρα νομισματικής πολιτικής, σε αυτές τις μεταβολές των προσδοκιών της αγοράς μπορεί να συνέβαλαν και διάφοροι άλλοι παράγοντες. Στη βιβλιογραφία, μια μέθοδος που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό της συμβολής των μέτρων της ΕΚΤ είναι η εξέταση των μεταβολών των τιμών των περιουσιακών στοιχείων κοντά στις ημερομηνίες των ανακοινώσεων (προσέγγιση που συχνά αποκαλείται “ενδείξεις ανάλυσης γεγονότων” (event-study evidence)).¹⁶ Η προσέγγιση αυτή επιβεβαιώνει ότι σχετικό μέρος της υποχώρησης της αναμενόμενης πορείας των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων μπορεί να αποδοθεί

¹⁵ Κατ' αρχήν, τα προθεσμιακά επιτόκια των OIS ενδέχεται να μην αντανακλούν πλήρως τα αναμενόμενα μελλοντικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια καθώς μπορεί να ενσωματώνουν μια συνιστώσα ασφαλιστρού διάρκειας. Επειδή όμως δίνεται έμφαση στις βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες διάρκειες, αυτή η επιφύλαξη δεν είναι τόσο σημαντική, δεδομένου ότι για τις διάρκειες αυτές η αποζημίωση για τον κίνδυνο διάρκειας τείνει να είναι μικρότερη.

¹⁶ Καθώς οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι προσανατολισμένες προς το μέλλον, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αντιδρούν στα μέτρα πολιτικής όταν διαμορφώνονται και αναθεωρούνται οι προοπτικές αυτών των μέτρων, δηλ. κοντά στο χρόνο ανακοίνωσης των μέτρων πολιτικής. Παρόμοιες προσεγγίσεις ανάλυσης γεγονότων χρησιμοποιήθηκαν για την αξιολόγηση των μέτρων πολιτικής που υιοθετήθηκαν στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Για τις ΗΠΑ βλ. π.χ. Krishnamurthy, A. and Vissing-Jorgensen, A., ό.π., και για το Ηνωμένο Βασίλειο βλ. Joyce, M.A.S., Lasaosa, A., Stevens, I. and Tong, M., ό.π.

στα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής.¹⁷ Επιπλέον, η προσέγγιση αυτή δείχνει ότι τα μέτρα άσκησαν επιδράσεις σηματοδότησης στις πληθωριστικές προσδοκίες, οι οποίες αυξήθηκαν σημαντικά, ιδίως κοντά στις διάφορες ημερομηνίες ανακοίνωσης του APP.¹⁸ Αυτή η εκ νέου σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών είναι πολύ σημαντική για να επιτευχθεί διαρκής προσαρμογή της πορείας του πληθωρισμού.¹⁹

Μέσω του διαύλου άμεσης μετάδοσης, η νομισματική πολιτική επέφερε περαιτέρω έντονη χαλάρωση στα τμήματα της αγοράς στα οποία στοχεύουν τα μη συμβατικά μέτρα. Εκτός από τη γενικευμένη χαλάρωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, τα μέτρα πολιτικής της ΕΚΤ σχεδιάστηκαν για να βελτιώνουν άμεσα τον τρόπο μετάδοσης της προκύπτουσας ώθησης στους όρους δανεισμού των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Η αποτελεσματικότητα αυτού του διαύλου είναι εμφανέστερη στην περίπτωση των TLTRO, οι οποίες διαθέτουν ενσωματωμένους μηχανισμούς παροχής κινήτρων για να εξασφαλιστεί ότι το ευνοϊκό κόστος χρηματοδότησης που προσφέρουν στις τράπεζες μετακυλιείται στους τελικούς δανειολήπτες.²⁰

¹⁷ Ο δίαυλος σηματοδότησης συνέβαλε και στη μείωση της αβεβαιότητας που περιβάλλει τα μελλοντικά επιτόκια. Καθώς η χαμηλότερη μεταβλητότητα των επιτοκίων μειώνει την πιθανότητα μεγάλων διακυμάνσεων των επιτοκίων, καθιστά λιγότερο επισφαλή ως επένδυση και τα ομόλογα με μεγαλύτερες διάρκειες, συμπερίζοντας έτσι τα ασφάλιστρα διάρκειας.

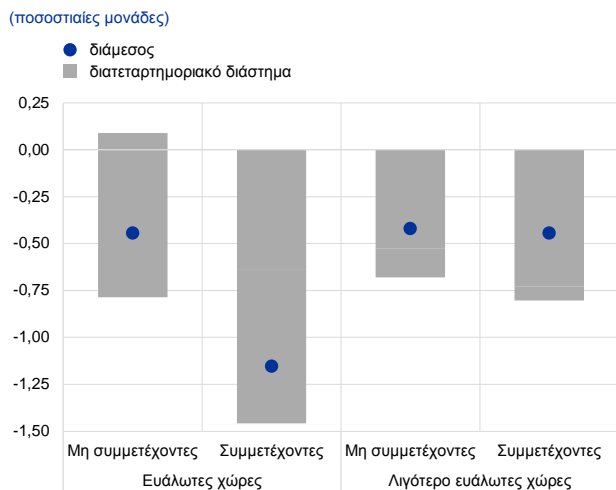
¹⁸ Για παράδειγμα, διαπιστώθηκε ότι η ανακοίνωση του APP τον Ιανουάριο του 2015 αύξησε τις πληθωριστικές προσδοκίες για όλες τις διάρκειες, με επίδραση που κυμαίνεται μεταξύ 10 και 30 μονάδων βάσης για διάρκεια πέντε ετών επί πληθωριστικών προσδοκιών που εξάγονται από συμφωνίες ανταλλαγής που συνδέονται με τον πληθωρισμό. Βλ. Altavilla, C., Carboni, G. and Motto, R., "Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area", *ECB Working Paper Series*, No 1864, ECB, 2015, και Ambler, S. and Rumler, F., "The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy Announcements in the Euro Area: An Event and Econometric Study", *Oesterreichische Nationalbank Working Papers*, No 212, Oesterreichische Nationalbank, 2017.

¹⁹ Ειδικότερα, μια αξιολόγηση βάσει υποδείγματος υποδηλώνει ότι σε αυτόν τον δίαυλο επανασταθεροποίησης μπορεί να αποδοθεί το 1/3 της επίδρασης του APP στον πληθωρισμό. Βλ. Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F. and Karadi, P., "The ECB's asset purchase programme: an early assessment", *ECB Working Paper Series*, No 1956, ECB, 2016.

²⁰ Οι TLTRO είναι στοχευμένες πράξεις, καθώς το ποσό που μπορούν να δανειζονται οι τράπεζες συνδέεται με τα δάνειά τους προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Ο μηχανισμός κινήτρων λειτουργεί μέσω επιδράσεων στις τιμές στο πλαίσιο των TLTRO II: εάν οι χορηγήσεις μιας συμμετέχουσας τράπεζας υπερβούν το αντίστοιχο ποσοτικό όριο αναφοράς για τη δημιουργία πιστώσεων, το επιτόκιο που χρεώνεται στις TLTRO II μειώνεται σε σχέση με το τυπικό κόστος δανεισμού – που ισούται με το επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης που ισχύει κατά το χρόνο του διακανονισμού – και μπορεί ακόμα και να πέσει στο επίπεδο του τότε ισχύοντος επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

Διάγραμμα Β

Μεταβολές επιτοκίων χορηγήσεων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις: Πράξεις TLTRO-I

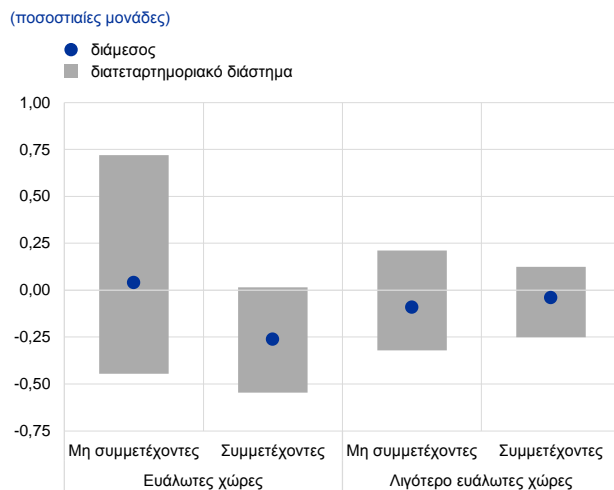


Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Το διάγραμμα καλύπτει την περίοδο Ιουνίου 2014-Ιουλίου 2015. Στις "ευάλωτες" χώρες, η κατηγορία "μη συμμετέχοντες" περιλαμβάνει 10 τράπεζες και η κατηγορία "συμμετέχοντες" περιλαμβάνει 49 τράπεζες. Στις "λιγότερο ευάλωτες" χώρες, η κατηγορία "μη συμμετέχοντες" περιλαμβάνει 71 τράπεζες και η κατηγορία "συμμετέχοντες" περιλαμβάνει 43 τράπεζες.

Διάγραμμα Γ

Μεταβολές επιτοκίων χορηγήσεων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις: Πράξεις TLTRO-II



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Το διάγραμμα καλύπτει την περίοδο Μαρτίου 2016-Δεκεμβρίου 2016. Στις "ευάλωτες" χώρες, η κατηγορία "μη συμμετέχοντες" περιλαμβάνει 24 τράπεζες και η κατηγορία "συμμετέχοντες" περιλαμβάνει 47 τράπεζες. Στις "λιγότερο ευάλωτες" χώρες, η κατηγορία "μη συμμετέχοντες" περιλαμβάνει 73 τράπεζες και η κατηγορία "συμμετέχοντες" περιλαμβάνει 51 τράπεζες.

Τα Διαγράμματα Β και Γ παρέχουν στοιχεία για τον διάλογο αυτό χρησιμοποιώντας πληροφορίες για τα επιτόκια χορηγήσεων των τραπεζών και τη συμμετοχή τους στις δύο σειρές TLTRO. Τα στοιχεία υποδηλώνουν ότι οι τράπεζες με έδρα ευάλωτες χώρες που συμμετείχαν στις TLTRO μείωσαν τα επιτόκια χορηγήσεών τους περισσότερο από ό,τι οι τράπεζες που δεν συμμετείχαν.²¹ Αυτό βοήθησε να κατευθυνθεί η ώθηση από τη νομισματική πολιτική σε δανειολήπτες του ιδιωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ οι οποίοι είχαν μεγαλύτερη ανάγκη διευκόλυνσης.

Τέλος, μέσω του διαλόγου ανακατανομής χαρτοφυλακίων, τα μη συμβατικά μέτρα της ΕΚΤ συμπίεσαν τα ασφάλιστρα κινδύνου σε ευρύ φάσμα κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων. Οι αγορές περιουσιακών στοιχείων από

κεντρικές τράπεζες συνήθως συνεπάγονται απορρόφηση μεσομακροπρόθεσμων ομολόγων με αντάλλαγμα αποθεματικά κεντρικής τράπεζας "μηδενικής διάρκειας". Ως εκ τούτου, οι επενδυτές έχουν κίνητρο να ανακατανεύμουν τα χαρτοφυλάκιά τους προς άλλα τμήματα της αγοράς με μεγαλύτερο κίνδυνο και να δεχθούν χαμηλότερη αποζημίωση για τη διακράτηση αυτού του κινδύνου. Αυτό συμβαίνει επειδή οι αγορές των κεντρικών τραπεζών αποδεσμεύουν την ικανότητα ανάληψης κινδύνου στον ιδιωτικό τομέα και μειώνουν τις προσαρμοσμένες ως προς τον κίνδυνο αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων στα οποία στοχεύουν τα προγράμματα αγοράς, ωθώντας έτσι τους επενδυτές να εξετάσουν το ενδεχόμενο εναλλακτικών επενδύσεων. Για να διευκρινιστεί αυτός ο διάλογος, τα Διαγράμματα Δ και Ε δείχνουν τις μεταβολές των αποδόσεων επιλεγμένων κρατικών τίτλων της ζώνης του ευρώ στη

²¹ Σε όλο το πλαίσιο, ο όρος "ευάλωτες χώρες" αναφέρεται στην Ιρλανδία, την Ελλάδα, την Ισπανία, την Ιταλία, την Κύπρο, την Πορτογαλία και τη Σλοβενία, ενώ ο όρος "λιγότερο ευάλωτες χώρες" αναφέρεται στις υπόλοιπες χώρες της ζώνης του ευρώ.

διάρκεια της συνέντευξης τύπου στις 22.1.2015, όταν ανακοινώθηκε το APP.²² Όπως προβλέπει η θεωρία, όσο μεγαλύτερη ήταν η περίοδος έως τη λήξη, τόσο εντονότερη ήταν η μείωση των αποδόσεων. Οι ευρύτερες αντιδράσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων είναι συμβατές και με την άποψη ότι τα μέτρα της ΕΚΤ επέφεραν χαλάρωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, γεγονός που αντανάκλα η βελτίωση στις χρηματιστηριακές αγορές και η μείωση των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων κοντά στην ανακοίνωση αυτή. Αναμφίβολα, λόγω του χρονικού περιορισμού της αξιολόγησης της αντίδρασης των αγορών στην ημερομηνία 22.1.2015, οπότε έγινε η επίσημη ανακοίνωση, δεν καταγράφεται το γεγονός ότι οι ανακοινώσεις της ΕΚΤ που υπαινίσσονταν την επικείμενη υιοθέτηση προγράμματος αγοράς τίτλων άρχισαν να επηρεάζουν τις προσδοκίες των αγορών ήδη από τον Σεπτέμβριο του 2014. Εάν ληφθούν υπόψη και αυτές οι επιδράσεις των προσδοκιών, η αντίδραση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων είναι ποιοτικώς παρόμοια με αυτή που σημειώθηκε μετά την ανακοίνωση του APP στις 22.1.2015. Από ποσοτική σκοπιά, το APP εξηγεί το μεγαλύτερο μέρος της μείωσης που παρατηρήθηκε στις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των ομολόγων της ζώνης του ευρώ από τον Σεπτέμβριο του 2014 και εξής.²³ Επιπλέον, συμπιέστηκαν τα ασφάλιστρα κινδύνου σε ένα ευρύ φάσμα κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων, γεγονός που υποδηλώνει διάχυση των επιδράσεων σε μη στοχευμένα περιουσιακά στοιχεία. Σε περίπτωση μεταγενέστερων αναπροσαρμογών του APP, είναι όλο και δυσκολότερο να προσδιοριστούν οι επιδράσεις του με αναλύσεις γεγονότων, επειδή οι συμμετέχοντες στις αγορές έχουν σταδιακά αναθεωρήσει με την πάροδο του χρόνου τις προσδοκίες τους όσον αφορά τις δέσμες μέτρων πολιτικής με βάση τη συνεχή ροή ανακοινώσεων οικονομικών στοιχείων.²⁴ Παράλληλα, οι διαθέσιμες μελέτες που επιδιώκουν να αντιμετωπίσουν αυτή την πρόκληση χρησιμοποιώντας χρονικές σειρές και διαφοροποιήσεις μεταξύ των τομέων όσον αφορά τις τιμές και τους όγκους αγοράς περιουσιακών στοιχείων επιβεβαιώνουν και αυτές ότι τα μέτρα της ΕΚΤ εξηγούν το μεγαλύτερο μέρος της μείωσης που παρατηρήθηκε στα μακροπρόθεσμα ασφάλιστρα κινδύνου στη ζώνη του ευρώ από τον Σεπτέμβριο του 2014 και εξής.²⁵

²² Τα Διαγράμματα Δ και Ε παρουσιάζουν μεταβολές αποδόσεων μεταξύ 14:30 και 16:00 CET στις 22.1.2015, δηλ. μεταξύ της έναρξης και της λήξης της συνέντευξης τύπου.

²³ Το μεγαλύτερο μέρος της επίδρασης που αποδίδεται στο APP αφορά "επιδράσεις αποθεμάτων", δηλ. τις συνεχείς μεταβολές αποδόσεων που συνδέονται με την απορρόφηση χρεογράφων από κεντρικές τράπεζες. Βλ. π.χ. Altavilla, C., Carboni, G. and Motto, R., ό.π., Blattner, S.T. and Joyce, M.A.S., "Net debt supply shocks in the euro area and the implications for QE", *ECB Working Paper Series*, No 1957, ECB, 2016, De Santis, R., "Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news", *ECB Working Paper Series*, No 1939, ECB, 2016, και Kojien, R.S.J., Koulischer, F., Nguyen, B. and Yogo, M., "Quantitative easing in the euro area: The dynamics of risk exposure and the impact on asset prices", *Banque de France Working Papers*, No 601, Banque de France, 2016. Η επίδραση της πραγματοποίησης των αγορών ("επιδράσεις ροών") κρίνεται επίσης σημαντική, αν και πιο περιορισμένη από ό,τι οι επιδράσεις αποθεμάτων. Βλ. Holm-Hadulla, F. and De Santis, R., "Flow effects of ECB sovereign bond purchases: evidence from a natural experiment", *ECB Working Paper Series*, ECB, υπό έκδοση.

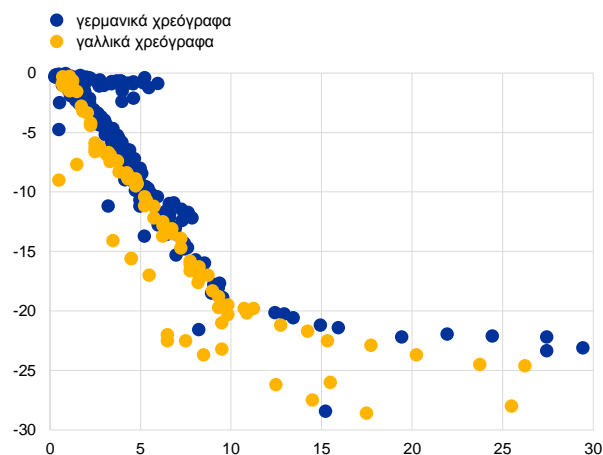
²⁴ Αυτό ήταν εμφανές π.χ. στο πλαίσιο της πιο πρόσφατης αναθεώρησης της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ κατά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου στις 8.12.2016, την οποία ανέμενε η αγορά, όπως επιβεβαιώνουν στοιχεία που βασίζονται σε έρευνες.

²⁵ Βλ. π.χ. Blattner, S.T. and Joyce, M.A.S., ό.π.

Διάγραμμα Δ

Μεταβολές αποδόσεων γερμανικών και γαλλικών χρεογράφων μετά την ανακοίνωση του APP στις 22.1.2015

(μονάδες βάσης, έτη έως τη λήξη)

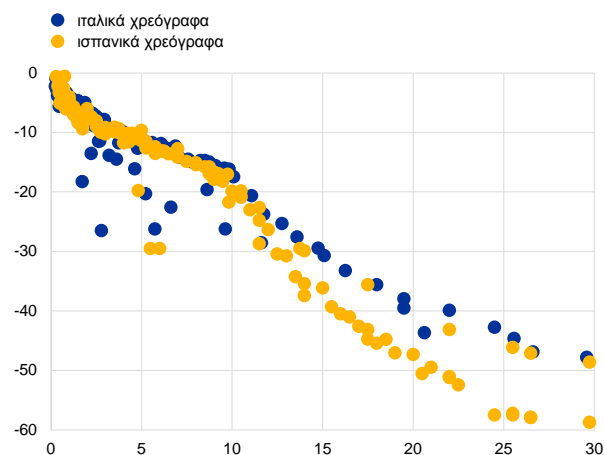


Πηγή: Υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Διάγραμμα Ε

Μεταβολές αποδόσεων ιταλικών και ισπανικών χρεογράφων μετά την ανακοίνωση του APP στις 22.1.2015

(μονάδες βάσης, έτη έως τη λήξη)



Πηγή: Υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Ο δίαυλος ανακατανομών όχι μόνον επηρέασε τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, αλλά και έδωσε στις τράπεζες κίνητρα ώστε να βελτιώσουν τις πιστωτικές συνθήκες για τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Μια σειρά εμπειρικών αναλύσεων υπογραμμίζει ότι τα διάφορα μέτρα άσκησαν αμοιβαία ενισχυτική επίδραση στους όρους των τραπεζικών χορηγήσεων.²⁶ Για παράδειγμα, από την πλευρά του παθητικού, οι TLTRO παρέιχαν χρηματοδοτική ελάφρυνση στις τράπεζες που συμμετείχαν στις πράξεις αυτές. Παράλληλα, το APP και οι μειώσεις των επιτοκίων οδήγησαν σε συμπίεση του κόστους χρηματοδότησης για το σύνολο του τραπεζικού συστήματος. Από την πλευρά του ενεργητικού, τα αρνητικά επιτόκια της υπερβάλλουσας ρευστότητας ενίσχυσαν τις επιδράσεις της ανακατανομής χαρτοφυλακίων. Αυτό οφείλεται στο ότι η έμμεση χρέωση που επιβλήθηκε στα υπερβάλλοντα αποθεματικά αύξησε την ταχύτητα κυκλοφορίας των υπερβαλλόντων αποθεματικών στην αγορά χρήματος, βελτιώνοντας έτσι τη σχετική ελκυστικότητα της χορήγησης δανείων ή της διακράτησης χρεογράφων με υψηλότερες αποδόσεις εκ μέρους των τραπεζών. Παράλληλα, τα ακριβή πρότυπα των προκυπτουσών βελτιώσεων των πιστωτικών συνθηκών διέφεραν μεταξύ των διαφόρων τύπων τραπεζών ή/και μεταξύ των επιμέρους χωρών.

Στην περίπτωση τραπεζών με μεγαλύτερη προσφυγή σε TLTRO και αυστηρότερους περιορισμούς στους ισολογισμούς, τα μέτρα τείνουν να

²⁶ Βλ. π.χ. Albertazzi, U., Becker, B. and Boucinha, M., "Portfolio Rebalancing and the Transmission of Large-Scale Asset Programs: Evidence from the Euro Area", available as a conference paper in *Monetary policy pass-through and credit markets - ECB conference 27-28 October 2016*, ECB, Frankfurt am Main, 2016, Altavilla, C., Canova, F. and Ciccarelli, M., "Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through", *ECB Working Paper Series*, No 1978, ECB, 2016, και Boeckx, J., De Sola Perea, M. and Peersman, G., "The Transmission Mechanism of Credit Support Policies in the Euro Area", *Working Paper Research*, No 302, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, 2016.

μεταδίδονται με τη μορφή μείωσης των επιτοκίων χορηγήσεων. Για παράδειγμα, τράπεζες που εδρεύουν σε ευάλωτες χώρες με υψηλά επίπεδα συμμετοχής σε TLTRO αντέδρασαν στα μέτρα πολιτικής κυρίως μειώνοντας τα επιτόκια χορηγήσεων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.²⁷ Στις περιπτώσεις αυτές, η ροή των πιστώσεων ανέκαμψε σταδιακά μόνο, εν μέσω, μεταξύ άλλων, της διαρθρωτικής ανάγκης απομόχλευσης και της ασθενούς κυκλικής ζήτησης σε ένα περιβάλλον βραδείας οικονομικής ανάκαμψης στις ευάλωτες χώρες. Η έντονη μετάδοση στα επιτόκια χορηγήσεων στις χώρες που επλήγησαν περισσότερο από την οικονομική κρίση αντανάκλασε σε μεγάλο βαθμό την εξομάλυνση από προηγούμενες απομειώσεις. Αυτό οδήγησε επίσης σε μείωση της διασποράς των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων και σε υποχώρηση του κατακερματισμού όσον αφορά τους όρους χρηματοδότησης στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ.²⁸

Στην περίπτωση τραπεζών που διακρατούσαν υπερβάλλουσα ρευστότητα και αντιμετώπιζαν σημαντική ζήτηση πιστώσεων, η ώθηση τείνει να οδηγεί σε βελτίωση του όγκου των πιστώσεων. Ως αποτέλεσμα των μέτρων της ΕΚΤ, οι τράπεζες που εδρεύουν σε χώρες όπου η οικονομική ανάκαμψη σταθεροποιείται γρηγορότερα ανακατένειμαν τα χαρτοφυλάκιά τους επεκτείνοντας την παροχή πιστώσεων. Στις χώρες αυτές, η επίδραση του κόστους χρηματοδότησης είναι λιγότερο σημαντική από ό,τι σε πιο ευάλωτες οικονομίες, πιθανόν επειδή οι διαφορές αποδόσεων και τα ασφάλιστρα ήταν ήδη συμπιεσμένα. Επιπλέον, οι σχετικά εύρωστοι ισολογισμοί των τραπεζών στις λιγότερο ευάλωτες οικονομίες παρείχαν περιθώρια επέκτασης του ενεργητικού. Τέλος, σύμφωνα με συμπληρωματικά στοιχεία, τα αρνητικά επιτόκια διέυρναν τα κίνητρα για ανακατανομή χαρτοφυλακίων, καθώς η αύξηση του όγκου των πιστώσεων αποδείχθηκε ιδιαίτερα σημαντική στην περίπτωση τραπεζών με υψηλά επίπεδα υπερβάλλουσας ρευστότητας.²⁹

Συνολικά, τα στοιχεία υποστηρίζουν την άποψη ότι η νομισματική πολιτική μεταδίδεται μέσω των τραπεζικών χορηγήσεων (bank lending view), σύμφωνα με την οποία οι συνθήκες των ισολογισμών των τραπεζών επηρεάζουν τους όρους και τις προϋποθέσεις των τραπεζικών πιστώσεων. Τα στοιχεία δείχνουν επίσης ότι η μετάδοση των αγορών περιουσιακών στοιχείων σε ένα τραπεζοκεντρικό σύστημα, όπως η ζώνη του ευρώ, δεν είναι ασθενέστερη από ό,τι σε συστήματα στα οποία οι κεφαλαιαγορές διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο. Σε συνδυασμό με τα αρνητικά επιτόκια και τις στοχευμένες πράξεις χορηγήσεων, η ώθηση που παρείχε η ΕΚΤ οδήγησε σε απτές βελτιώσεις των όρων δανεισμού για την πραγματική οικονομία.

²⁷ Για παράδειγμα, έως το τέλος Δεκεμβρίου 2015 τα μη συμβατικά μέτρα είχαν συμβάλει κατά 40 μονάδες βάσης στη διατήρηση των επιτοκίων επί νέων δανείων προς επιχειρήσεις σε χαμηλά επίπεδα. Βλ. Altavilla, C., Canova, F. and Ciccarelli, M., ό.π. Βλ. επίσης Albertazzi, U., Nobili, A. and Signoretti, F., "The Bank Lending Channel of Conventional and Unconventional Monetary Policy", *Banca d'Italia Working Papers*, No 1094, Banca d'Italia, 2016.

²⁸ Βλ. το άρθρο με τίτλο "MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy", *Economic Bulletin*, ECB, Issue 1, 2017.

²⁹ Demiralp, S., Eisenschmidt, J. and Vlassopoulos, T., "Negative interest rates, excess liquidity and bank business models: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area", *ECB Working Paper Series*, ECB, υπό έκδοση.

Συνθήκες ρευστότητας και πράξεις νομισματικής πολιτικής την περίοδο 26 Οκτωβρίου 2016 - 24 Ιανουαρίου 2017

Το παρόν πλαίσιο περιγράφει τις πράξεις νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ κατά την έβδομη και την όγδοη περίοδο τήρησης ελάχιστων αποθεματικών του 2016, οι οποίες διήρκεσαν από τις 26 Οκτωβρίου έως τις 13 Δεκεμβρίου 2016 και από τις 14 Δεκεμβρίου 2016 έως τις 24 Ιανουαρίου 2017 αντίστοιχα.

Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, τα επιτόκια των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (MRO), της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων παρέμειναν αμετάβλητα στο 0,00%, 0,25% και -0,40% αντίστοιχα.

Στις 21 Δεκεμβρίου η τρίτη στοχευμένη πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO) στη δεύτερη σειρά των TLTRO (TLTRO-II) διακανονίστηκε για το ποσό των 62,2 δισεκ. ευρώ. Η ρευστότητα που χορηγήθηκε από την πράξη αυτή αντισταθμίστηκε εν μέρει από τις οικειοθελείς αποπληρωμές για την δεύτερη πράξη TLTRO-I, οι οποίες ανήλθαν συνολικά σε 14,2 δισεκ. ευρώ. Η χορήγηση καθαρής ρευστότητας ύψους 48,0 δισεκ. ευρώ κατέληξε στο να διαμορφωθεί το συνολικό υπόλοιπο και για τα δύο προγράμματα TLTRO σε 545,7 δισεκ. ευρώ στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου. Επιπλέον, το Ευρωσύστημα συνέχισε να αγοράζει τίτλους του δημόσιου τομέα, καλυμμένες ομολογίες, προϊόντα τιτλοποίησης και τίτλους του επιχειρηματικού τομέα στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (APP), με στόχο μηνιαίες αγορές που θα ανέρχονται κατά μέσο όρο σε 80 δισεκ. ευρώ.

Ανάγκες ρευστότητας

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, οι μέσες ημερήσιες ανάγκες ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος, οι οποίες ορίζονται ως το άθροισμα των αυτόνομων παραγόντων και των υποχρεωτικών αποθεματικών, διαμορφώθηκαν σε 993,2 δισεκ. ευρώ, αυξημένες κατά 85,2 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο (δηλ. την πέμπτη και την έκτη περίοδο τήρησης του 2016). Αυτή η αύξηση στις ανάγκες ρευστότητας οφειλόταν σχεδόν αποκλειστικά στην άνοδο των μέσων καθαρών αυτόνομων παραγόντων, οι οποίοι αυξήθηκαν κατά 84,3 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκαν στο πρωτοφανές ποσό των 875,2 δισεκ. ευρώ, ενώ τα ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά αυξήθηκαν μόνον οριακά (βλ. τον πίνακα).

Πίνακας

Κατάσταση ρευστότητας του Ευρωσυστήματος

	26 Οκτωβρίου 2016 έως 24 Ιανουαρίου 2017		27 Ιουλίου 2016 έως 25 Οκτωβρίου 2016			Όγδοη περίοδος τήρησης		Έβδομη περίοδος τήρησης	
Υποχρεώσεις - ανάγκες ρευστότητας (μέσοι όροι, δισεκ. ευρώ)									
Αυτόνομοι παράγοντες ρευστότητας	1.944,8	(+28,1)	1.916,7	1.942,8	(-3,7)	1.946,5	(+8,1)		
Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία	1.110,5	(+14,9)	1.095,5	1.119,1	(+16,1)	1.103,1	(+8,3)		
Καταθέσεις του Δημοσίου	152,0	(+0,1)	151,9	143,0	(-16,6)	159,7	(-8,6)		
Λοιποί αυτόνομοι παράγοντες	682,3	(+13,0)	669,3	680,6	(-3,2)	683,7	(+8,4)		
Μέσα νομισματικής πολιτικής									
Τρεχούμενοι λογαριασμοί	867,8	(+105,8)	762,0	919,0	(+95,2)	823,9	(+46,5)		
Υποχρεωτικά αποθεματικά	118,0	(+0,8)	117,2	118,8	(+1,4)	117,4	(-0,4)		
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	437,1	(+67,2)	369,9	434,4	(-4,9)	439,4	(+52,1)		
Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων για απορρόφηση ρευστότητας	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)		
Απαιτήσεις - παροχή ρευστότητας (μέσοι όροι, δισεκ. ευρώ)									
Αυτόνομοι παράγοντες ρευστότητας	1.070,0	(-56,2)	1.126,2	1.042,1	(-51,8)	1.093,9	(-21,6)		
Καθαρές απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού	681,5	(-4,7)	686,3	674,7	(-12,8)	687,4	(-0,4)		
Καθαρές απαιτήσεις σε ευρώ	388,4	(-51,5)	439,9	367,4	(-39,1)	406,5	(-21,3)		
Μέσα νομισματικής πολιτικής									
Πράξεις ανοικτής αγοράς	2.179,9	(+257,2)	1.922,7	2.254,3	(+138,3)	2.116,0	(+128,1)		
Δημοπρασίες	563,2	(+29,7)	533,5	583,5	(+37,8)	545,8	(+4,9)		
MRO	34,3	(-6,4)	40,6	34,6	(+0,6)	34,0	(-3,4)		
LTRO διάρκειας 3 μηνών	13,3	(-6,1)	19,3	11,7	(-2,9)	14,6	(-3,1)		
Πράξεις TLTRO-I	47,2	(-13,1)	60,3	40,8	(-11,8)	52,6	(-3,7)		
Πράξεις TLTRO-II	468,5	(+55,2)	413,2	496,4	(+51,8)	444,6	(+15,1)		
Χαρτοφυλάκια οριστικών αγορών	1.616,7	(+227,4)	1.389,2	1.670,8	(+100,6)	1.570,2	(+123,2)		
Πρώτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών	13,1	(-2,8)	15,9	12,5	(-1,0)	13,5	(-1,7)		
Δεύτερο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών	7,0	(-0,4)	7,4	6,9	(-0,1)	7,0	(-0,2)		
Τρίτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών	202,7	(+11,2)	191,6	205,0	(+4,2)	200,8	(+6,1)		
Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων	102,2	(-4,9)	107,1	102,2	(-0,0)	102,2	(-3,2)		
Πρόγραμμα αγοράς προϊόντων πιλοποίησης	22,4	(+1,9)	20,5	23,0	(+1,0)	21,9	(+1,2)		
Πρόγραμμα αγοράς τίτλων του δημοσίου τομέα	1.221,2	(+198,2)	1.023,0	1.268,6	(+88,0)	1.180,6	(+107,7)		
Πρόγραμμα αγοράς τίτλων του επιχειρηματικού τομέα	48,0	(+24,2)	23,9	52,6	(+8,5)	44,1	(+13,3)		
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	0,2	(+0,1)	0,1	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,1)		
Άλλες πληροφορίες που αφορούν τη ρευστότητα (μέσοι όροι, δισεκ. ευρώ)									
Συνολικές ανάγκες ρευστότητας	993,2	(+85,2)	908,0	1.019,9	(+49,5)	970,3	(+29,3)		
Αυτόνομοι παράγοντες	875,2	(+84,3)	790,8	901,1	(+48,2)	852,9	(+29,6)		
Υπερβάλλουσα ρευστότητα	1.186,7	(+172,0)	1.014,7	1.234,5	(+88,8)	1.145,7	(+98,9)		
Εξελίξεις στα επιτόκια (μέσοι όροι, ποσοστά %)									
MRO	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)		
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)		
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)		
ΕΟΝΙΑ	-0,350	(-0,008)	-0,342	-0,351	(-0,003)	-0,348	(-0,003)		

Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Λόγω στρογγυλοποίησης όλων των μεγεθών του πίνακα, σε ορισμένες περιπτώσεις η αναγραφόμενη μεταβολή έναντι της προηγούμενης περιόδου δεν αντιστοιχεί στη διαφορά μεταξύ των στρογγυλοποιημένων μεγεθών που παρέχονται για αυτές τις περιόδους (διαφορά 0,1 δισεκ. ευρώ).

1) Στο συνολικό μέγεθος των αυτόνομων παραγόντων περιλαμβάνονται και τα «ακτοπονητέα στοιχεία».

Η αύξηση των αυτόνομων παραγόντων προέκυψε κυρίως ως αποτέλεσμα της αύξησης των παραγόντων που απορροφούν ρευστότητα. Η μεγαλύτερη συμβολή σε αυτήν την αύξηση προήλθε από την μέση ζήτηση για τραπεζογραμμάτια, η οποία αυξήθηκε κατά 14,9 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε στα 1.110,5 δισεκ. ευρώ, συμβαδίζοντας σε γενικές γραμμές με την συνήθη πορεία τέλους του έτους. Οι μέσοι λοιποί αυτόνομοι παράγοντες επίσης αυξήθηκαν, αφού σημείωσαν άνοδο κατά 13,0 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 682,3 δισεκ. ευρώ. Οι μέσες καταθέσεις του Δημοσίου παρέμειναν κατά βάση αμετάβλητες, καθώς αυξήθηκαν κατά μόλις 0,1 δισεκ. ευρώ σε 152,0 δισεκ. ευρώ.

Οι αυτόνομοι παράγοντες χορήγησης ρευστότητας μειώθηκαν την εξεταζόμενη περίοδο, καθώς η συνεχιζόμενη μείωση των καθαρών απαιτήσεων σε ευρώ συνδυάστηκε με την ελαφρά μείωση στις καθарές απαιτήσεις σε ξένο νόμισμα. Οι μέσες καθарές απαιτήσεις σε ευρώ υποχώρησαν σε 388,4 δισεκ. ευρώ, μείωση κατά 51,5 δισεκ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο, λόγω της υποχώρησης της αξίας των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που διακρατεί το Ευρωσύστημα για σκοπούς άλλους από τη νομισματική πολιτική, αλλά και λόγω της αύξησης των υποχρεώσεων των εθνικών κεντρικών τραπεζών έναντι ξένων επίσημων ιδρυμάτων. Είναι πιθανό αυτά τα ιδρύματα να αύξησαν τις διακρατήσεις τους λόγω των περιορισμένων επενδυτικών ευκαιριών στην αγορά. Οι μέσες καθарές απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού μειώθηκαν κατά 4,7 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 681,5 δισεκ. ευρώ.

Η μεταβλητότητα των αυτόνομων παραγόντων παρέμεινε αυξημένη, σε γενικές γραμμές αμετάβλητη σε σχέση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο. Η μεταβλητότητα αντανάκλωσε πρωταρχικά διακυμάνσεις τόσο στις καταθέσεις Δημοσίου όσο και στις καθарές απαιτήσεις σε ευρώ.

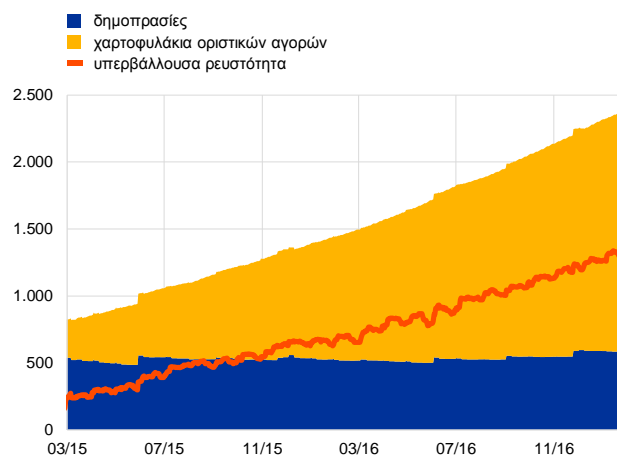
Χορήγηση ρευστότητας μέσω των εργαλείων νομισματικής πολιτικής

Το μέσο ύψος της ρευστότητας που χορηγήθηκε μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς – δηλ. μέσω δημοπρασιών και των προγραμμάτων αγοράς περιουσιακών στοιχείων – αυξήθηκε κατά 257,2 δισεκ. ευρώ, φθάνοντας τα 2.179,9 δισεκ. ευρώ (βλ. το διάγραμμα). Η αύξηση αυτή οφειλόταν κατά κύριο λόγο στο διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων της ΕΚΤ.

Διάγραμμα

Εξέλιξη των μέσων νομισματικής πολιτικής και υπερβάλλουσα ρευστότητα

(δισεκ. ευρώ)



Πηγή: ΕΚΤ.

Η μέση ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω δημοπρασιών αυξήθηκε κατά 29,7 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 563,2 δισεκ. ευρώ. Η αύξηση της ρευστότητας που χορηγήθηκε μέσω των TLTRO υπεραντιστάθμισε την υποχώρηση της ρευστότητας που χορηγήθηκε μέσω των τακτικών πράξεων. Η μέση ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω MRO και LTRO τριών μηνών μειώθηκε κατά 6,4 δισεκ. ευρώ και 6,1 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα, ενώ το μέσο υφιστάμενο υπόλοιπο των TLTRO αυξήθηκε κατά 42,1 δισεκ. ευρώ, εν πολλοίς ως το καθαρό αποτέλεσμα του διακανονισμού της τρίτης πράξης TLTRO-II και των οικειοθελών πρόωρων αποπληρωμών για κεφάλαια που χορηγήθηκαν μέσω της δεύτερης πράξης TLTRO-I.

Η μέση ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω του προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (APP) αυξήθηκε κατά 227,4 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 1.616,7 δισεκ. ευρώ, κυρίως

λόγω του προγράμματος αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP). Η μέση ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω του προγράμματος αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα, του τρίτου προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογιών, του προγράμματος αγοράς τιτλοποιημένων απαιτήσεων και του προγράμματος αγοράς τίτλων του επιχειρηματικού τομέα αυξήθηκε κατά 198,2 δισεκ. ευρώ, 11,2 δισεκ. ευρώ, 1,9 δισεκ. ευρώ και 24,2 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα. Η εξόφληση ομολόγων που διακρατούνται στο πλαίσιο του προγράμματος για τις αγορές τίτλων και των δύο προηγούμενων προγραμμάτων αγοράς καλυμμένων ομολογιών ανήλθε συνολικά σε 8,1 δισεκ. ευρώ.

Υπερβάλλουσα ρευστότητα

Λόγω των εξελίξεων που παρουσιάστηκαν αναλυτικά παραπάνω, η μέση υπερβάλλουσα ρευστότητα αυξήθηκε κατά 172,0 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 1.186,7 δισεκ. ευρώ την εξεταζόμενη περίοδο (βλ. το διάγραμμα). Την έβδομη περίοδο τήρησης, η μέση υπερβάλλουσα ρευστότητα αυξήθηκε κατά 98,9 δισεκ. ευρώ λόγω της ρευστότητας που χορηγήθηκε στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (APP). Η μικρότερη αύξηση κατά 88,8 δισεκ. ευρώ την όγδοη περίοδο τήρησης ήταν αποτέλεσμα κυρίως της μείωσης κατά 51,8 δισεκ. ευρώ των αυτόνομων παραγόντων χορήγησης ρευστότητας, η οποία αντιστάθμισε εν μέρει τη ρευστότητα που χορηγήθηκε στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων. Επιπλέον, ο ρυθμός των αγορών περιουσιακών στοιχείων μέσω των προγραμμάτων αγορών ήταν κατάτι βραδύτερος την όγδοη περίοδο τήρησης λόγω Χριστουγέννων.

Η άνοδος της υπερβάλλουσας ρευστότητας αποτυπώθηκε κυρίως στα υψηλότερα μέσα υπόλοιπα που τηρούνται στους τρεχούμενους λογαριασμούς, τα οποία αυξήθηκαν κατά 105,8 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 867,8 δισεκ. ευρώ την

εξεταζόμενη περίοδο. Η μέση προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων αυξήθηκε κατά 67,2 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 437,1 δισεκ. ευρώ.

Εξελίξεις στα επιτόκια

Τα επιτόκια μίας ημέρας της αγοράς χρήματος παρέμειναν πλησίον του επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων (ορισμένα επιτόκια υποχώρησαν κάτω από αυτό), ενώ πρωτοφανή χαμηλά επιτόκια παρατηρήθηκαν κατά την περίοδο τέλους του έτους στην αγορά συμφωνιών επαναγοράς. Στην αγορά χωρίς παροχή ασφάλειας, ο δείκτης EONIA διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε -0,350%, μειωμένος οριακά έναντι μέσου -0,342% την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο. Ο δείκτης EONIA διακυμάνθηκε εντός ενός σχετικά μικρού εύρους, μεταξύ του υψηλού -0,329% την τελευταία ημέρα του 2016 και του χαμηλού -0,356%. Επιπλέον, στην αγορά με παροχή ασφάλειας, τα μέσα επιτόκια των συμφωνιών επαναγοράς μίας ημέρας στην αγορά GC Pooling υποχώρησαν ελαφρώς σε -0,405% και -0,399% για το τυποποιημένο και το διευρυμένο “καλάθι” εξασφάλισαν αντίστοιχα, καταγράφοντας μείωση 0,004 της ποσοστιαίας μονάδας σε σύγκριση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο.

Τα επιτόκια των υψηλής ποιότητας εξασφαλίσεων έφθασαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα την περίοδο τέλους του έτους εν μέσω περιορισμών από την πλευρά της προσφοράς. Για παράδειγμα, το επιτόκιο RepoFunds Rate μίας ημέρας για τις γερμανικές εξασφαλίσεις έφθασε το -4,9% την περίοδο τέλους του έτους, ενώ το γαλλικό αντίστοιχο έφθασε το -5,3%. Συγκριτικά, το επιτόκιο RepoFunds Rate μίας ημέρας για τις γερμανικές εξασφαλίσεις έφθασε στο -0,86% κατά μέσο όρο καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, ενώ το επιτόκιο για τις γαλλικές εξασφαλίσεις έφθασε στο -0,75% κατά μέσο όρο. Τα επιτόκια για τις ιταλικές και τις ισπανικές εξασφαλίσεις κατέγραψαν μικρότερες μειώσεις την περίοδο τέλους του έτους. Μετά το τέλος του έτους, τα επιτόκια των συμφωνιών επαναγοράς επανήλθαν στα επίπεδα που είχαν παρατηρηθεί τον Νοέμβριο.

Από τις 8 Δεκεμβρίου, οι κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος μπορούν να δέχονται και μετρητά ως ασφάλεια στις διευκολύνσεις δανεισμού τίτλων στο πλαίσιο του PSPP και δεν είναι υποχρεωμένες να τα επανεπενδύσουν σε μετρητά. Αυτό το μέτρο στόχο έχει να ενισχύσει την ρευστότητα και την λειτουργία της αγοράς συμφωνιών επαναγοράς της ζώνης του ευρώ και να συμβάλλει στον μετριασμό των δυνητικών εντάσεων που συνδέονται με τις ασφάλειες στην αγορά.

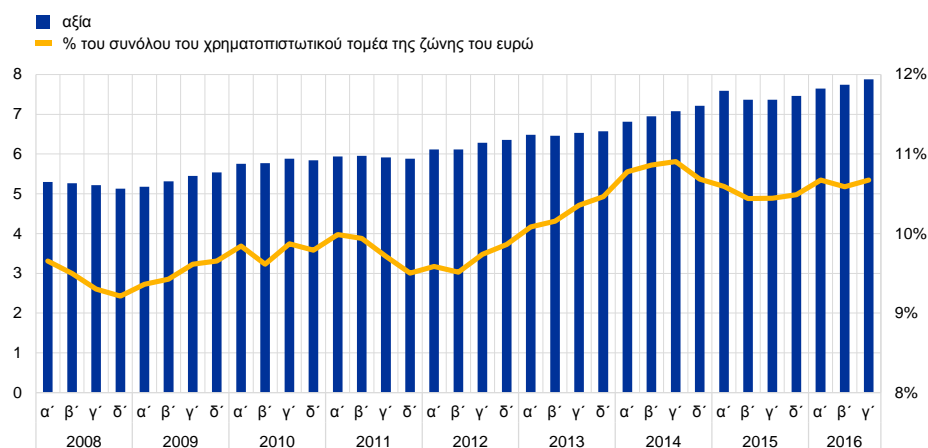
Νέες στατιστικές της ζώνης του ευρώ για τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις

Οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις συνιστούν έναν σημαντικό σε μέγεθος κλάδο του χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ, αντιπροσωπεύοντας 11% του συνολικού ενεργητικού του τομέα το γ' τρίμηνο του 2006. Ο κλάδος αυτός παρουσιάζει σταθερή μεγέθυνση τα τελευταία χρόνια, με το σύνολο του ενεργητικού του να ανέρχεται σε 7,9 τρισεκ. ευρώ το γ' τρίμηνο του 2016 (ή 74% του ετήσιου ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ) όπως φαίνεται και στο διάγραμμα παρακάτω.

Διάγραμμα

Σύνολο ενεργητικού των ασφαλιστικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ

(τρισεκ. ευρώ, ποσοστά %)



Πηγές: ΕΚΤ και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Τον Φεβρουάριο του 2017 η ΕΚΤ δημοσίευσε για πρώτη φορά εναρμονισμένα στατιστικά στοιχεία για τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις. Το σύνολο δεδομένων περιλαμβάνει τα συγκεντρωτικά τριμηνιαία στοιχεία ενεργητικού και παθητικού των ασφαλιστικών επιχειρήσεων για το σύνολο της ζώνης του ευρώ, αρχής γενομένης από το γ' τρίμηνο του 2016. Τα δεδομένα αυτά (μαζί με ένα χωριστό νέο σύνολο δεδομένων για τα ταμεία συντάξεων) ενισχύουν περαιτέρω την ποιότητα, την κάλυψη και τη λεπτομερή ανάλυση των στατιστικών της ΕΚΤ για τον χρηματοπιστωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ. Σε αυτό το αρχικό στάδιο, η σειρά δεδομένων αναφέρεται σε υπόλοιπα. Μελλοντικά προβλέπονται περαιτέρω βελτιώσεις, π.χ. προσθήκη και στοιχείων συναλλαγών, λεπτομερέστερες αναλύσεις και πιο έγκαιρες δημοσιεύσεις στοιχείων.

Το σύνολο δεδομένων για τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις και τα ταμεία συντάξεων της ζώνης του ευρώ που δημοσίευσε η ΕΚΤ από τον Ιούνιο του 2011 έως τον Οκτώβριο του 2016 παρουσίαζε ορισμένες αδυναμίες. Συγκεκριμένα, τα στοιχεία δεν ήταν εναρμονισμένα για όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, ορισμένα στοιχεία βασίζονταν σε εκτιμήσεις όπου δεν υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία σε εθνικό επίπεδο. Το εν λόγω σύνολο δεδομένων διακόπηκε μετά τη δημοσίευση των στοιχείων για το β' τρίμηνο του 2016. Ωστόσο, προς διευκόλυνση των χρηστών των στατιστικών στοιχείων για τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις υπάρχει σύνδεση μεταξύ

των παλαιών και των νέων συνόλων δεδομένων, καθώς τα στοιχεία για τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις που αφορούν το γ' τρίμηνο του 2016 υπό το προηγούμενο καθεστώς διατίθενται επίσης ως εκτιμήσεις.

Οι νέες στατιστικές για τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις επιφέρουν πολλές βελτιώσεις στην προηγούμενη βάση δεδομένων. Το νέο σύνολο δεδομένων παρέχει (α) εναρμονισμένους ορισμούς που είναι σύμμορφοι με τα διεθνή στατιστικά πρότυπα, (β) πλήρη κάλυψη των ιδρυμάτων, (γ) λεπτομερείς αναλύσεις των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού, (δ) ανάλυση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων κατά κλάδο δραστηριότητας σε ζωής, ζημιών, μικτές και αντασφαλιστικές και (ε) πιο έγκαιρη δημοσίευση στοιχείων.

Κατά τον σχεδιασμό του πλαισίου κατάρτισης των στατιστικών στοιχείων για το νέο σύνολο δεδομένων, η ΕΚΤ καταβάλλει προσπάθεια να ελαχιστοποιήσει την επιβάρυνση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων από την υποχρέωση υποβολής στοιχείων, ενοποιώντας τις ευρωπαϊκές απαιτήσεις παροχής στατιστικής και εποπτικής πληροφόρησης. Κατ' αυτόν τον τρόπο, το πλαίσιο συλλογής στατιστικών στοιχείων επιτρέπει σε μεγάλο βαθμό την άντληση στατιστικής πληροφόρησης από τα στοιχεία που υποβάλλονται για εποπτικούς σκοπούς σύμφωνα με το πλαίσιο Φερεγγυότητα II της ΕΕ. Πολλές εθνικές αρμόδιες αρχές επέλεξαν να λαμβάνουν μία μόνο ροή δεδομένων για στατιστικούς και εποπτικούς σκοπούς, με βάση τα υποδείγματα υποβολής στοιχείων που έχει καταρτίσει η ΕΚΤ – σε στενή συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) – τα οποία ενοποιούν τις απαιτήσεις παροχής στατιστικής και εποπτικής πληροφόρησης. Ένα κοινό τεχνικό πλαίσιο, βάσει του συστήματος ταξινόμησης eXtensible Business Reporting Language (XBRL), έχει δημιουργηθεί από την EIOPA προς διευκόλυνση της ενοποίησης.

Εννοιολογικά ζητήματα σχετικά με τη μέτρηση του δημοσιονομικού χώρου

Οι συστάσεις για την άσκηση των δημοσιονομικών πολιτικών αναφέρονται συχνά στον “δημοσιονομικό χώρο” (fiscal space) των χωρών. Για παράδειγμα, στις 5 Δεκεμβρίου 2016 η Ευρωζώνη τόνισε ότι “υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των κρατών-μελών σε ό,τι αφορά τον δημοσιονομικό χώρο και τις ανάγκες δημοσιονομικής προσαρμογής”.³⁰ Αντίστοιχα, οι συστάσεις πολιτικής αναφέρονται συχνά στους πιθανούς τρόπους δημιουργίας δημοσιονομικού χώρου, π.χ. μέσω της υλοποίησης φιλικών προς την ανάπτυξη διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.³¹

Η έννοια “δημοσιονομικός χώρος” περιγράφει γενικά τη δυνατότητα των κυβερνήσεων να πραγματοποιούν δημοσιονομικούς ελιγμούς, διατηρώντας παράλληλα τη συνολική ευρωστία των δημόσιων οικονομικών. Ωστόσο, δεν υπάρχει μια κοινής αποδοχής προσέγγιση για τη μέτρησή του. Αντίθετα, οι εκτιμήσεις του “δημοσιονομικού χώρου” διαφέρουν ανάλογα με τη μέθοδο ή το υπόδειγμα που χρησιμοποιείται. Σε πρόσφατες συζητήσεις πολιτικής αναπτύχθηκαν διάφορες προσεγγίσεις. Αυτές μπορούν να ομαδοποιηθούν σε τρεις ευρείες κατηγορίες, ανάλογα με το αν λαμβάνουν υπόψη πιθανούς περιορισμούς των δημοσιονομικών πολιτικών προερχόμενους από (α) τα υπάρχοντα δημοσιονομικά πλαίσια, (β) τους κινδύνους για τη βιωσιμότητα του χρέους ή (γ) τα λεγόμενα “όρια του χρέους”, δηλ. εκτιμήσεις των λόγων του χρέους πέραν των οποίων καθίσταται αμφίβολη η ικανότητα των κυβερνήσεων να τηρήσουν τις δανειακές τους υποχρεώσεις.³² Το παρόν πλαίσιο επισκοπεί και αξιολογεί αυτές τις διαφορετικές έννοιες εξετάζοντάς τις σε συνδυασμό με το πλαίσιο δημοσιονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ.

Ξεκινώντας με τον πρώτο περιορισμό, ο δημοσιονομικός χώρος των κρατών-μελών της ΕΕ προκύπτει από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) και από τα εθνικά δημοσιονομικά πλαίσια. Οι διατάξεις του ΣΣΑ κατευθύνουν τις χώρες προς την επίτευξη βιώσιμων δημοσιονομικών θέσεων μεσοπρόθεσμα. Αυτές αποτυπώνονται στους λεγόμενους “μεσοπρόθεσμους δημοσιονομικούς στόχους” (ΜΠΣ), οι οποίοι ορίζονται ως διαρθρωτικά δημοσιονομικά αποτελέσματα, δηλ. διορθωμένα ως προς την επίδραση του οικονομικού κύκλου και μέτρων προσωρινού χαρακτήρα. Οι ΜΠΣ είναι ειδικοί ανά χώρα στόχοι που καθορίζονται από την κυβέρνηση και συναρτώνται με την τήρηση ελάχιστων τιμών που υπολογίζονται σύμφωνα με μια κοινή μεθοδολογία.³³ Με αυτά τα δεδομένα, ο απλούστερος δείκτης μέτρησης του δημοσιονομικού χώρου στο πλαίσιο του ΣΣΑ είναι η απόσταση του διαρθρωτικού αποτελέσματος μιας χώρας από τον ΜΠΣ. Σύμφωνα με τις χειμερινές

³⁰ Βλ. τα κυριότερα αποτελέσματα της [συνόδου της Ευρωζώνης στις 5 Δεκεμβρίου 2016](#).

³¹ Βλ. π.χ. “[Priorities for structural reforms in G20 countries](#)”, staff background paper for G20 surveillance note, IMF, Washington, 2016.

³² Για μια διαφορετική κατηγοριοποίηση των υφιστάμενων προσεγγίσεων, βλ. “[Using the fiscal levers to escape the low-growth trap](#)”, *Economic Outlook*, OECD, November 2016.

³³ Σύμφωνα με το ΣΣΑ, οι ΜΠΣ έχουν σχεδιαστεί για να εξυπηρετούν τρεις σκοπούς: (α) να διατηρούν τα κράτη-μέλη ένα περιθώριο ασφαλείας ώστε να μην παραβιάζουν την τιμή αναφοράς για το έλλειμμα (3%) της Συνθήκης του Μάαστριχτ σε καθοδικές φάσεις του οικονομικού κύκλου, (β) να είναι βιώσιμα τα χρέη των κρατών-μελών, λαμβανομένης υπόψη της οικονομικής και δημοσιονομικής επίδρασης της γήρανσης του πληθυσμού τους, και (γ) να διαθέτουν τα κράτη-μέλη περιθώρια δημοσιονομικών ελιγμών, ιδίως προκειμένου να διαφυλάξουν τις δημόσιες επενδύσεις.

προβλέψεις 2017 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, μόνο τρεις χώρες (η Γερμανία, το Λουξεμβούργο και η Ολλανδία) αναμένεται να ξεπεράσουν τους ΜΠΣ το 2017 (βλ. τον πίνακα). Για όσες χώρες δεν έχουν ακόμη εκπληρώσει τον ΜΠΣ τους, το ΣΣΑ συνιστά να καταβάλουν τις ενδεδειγμένες προσπάθειες προς αυτή την κατεύθυνση.³⁴ Συγκρινόμενες με τις ειδικές ανά χώρα συστάσεις για το 2017, οι διαρθρωτικές προσπάθειες για την επίτευξη υγιών δημοσιονομικών θέσεων αναμένεται να υπολείπονται των δεσμεύσεων που έχουν αναληφθεί στο πλαίσιο του ΣΣΑ σε πολλές χώρες (βλ. τον πίνακα). Έτσι, λίγες μόνο χώρες είναι πιθανόν να έχουν κάποιον – περιορισμένο – δημοσιονομικό χώρο σε σχέση με την απαιτούμενη προσαρμογή το 2017.

Το δημοσιονομικό πλαίσιο της ΕΕ χαρακτηρίζεται από ασυμμετρία. Οι χώρες που υπολείπονται σε σχέση με την απαιτούμενη προσαρμογή καλούνται να εντείνουν τις προσπάθειες δημοσιονομικής εξυγίανσης. Επιπλέον, σε ορισμένες χώρες, τα εθνικά δημοσιονομικά πλαίσια ενδέχεται να επιβάλλουν πιο απαιτητικές δημοσιονομικές προσαρμογές από αυτές που ορίζει το ΣΣΑ. Αντίθετα, το ΣΣΑ δεν υποχρεώνει τις χώρες που διαθέτουν περιθώρια δημοσιονομικών ελιγμών να τα χρησιμοποιήσουν.

³⁴ Βλ. αναλυτικότερα το πλαίσιο με τίτλο "Η αποτελεσματικότητα του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου ως 'άγκυρας' των δημοσιονομικών πολιτικών", *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 4, ΕΚΤ, 2015.

Πίνακας

Δείκτες δημοσιονομικού χώρου

	Διαρθρωτικό αποτέλεσμα (2017)	Μεσοπρόθεσμος δημοσιονομικός στόχος (ΜΠΣ)	Διαρθρωτική προσπάθεια το 2017 (μεταβολή του διαρθρωτικού αποτελέσματος σε ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ)	Απαιτούμενη διαρθρωτική προσπάθεια στο πλαίσιο του ΣΣΑ (σε ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ)*	Δημοσιονομικός χώρος			
					Απόσταση από τον ΜΠΣ	Υστέρηση έναντι της απαιτούμενης διαρθρωτικής προσπάθειας	Κριτήριο χρέους: απόσταση από την τιμή αναφοράς 60%	Βιωσιμότητα του χρέους – συνολική αξιολόγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (επίπεδο κινδύνου)**
Προληπτικό σκέλος του ΣΣΑ								
Βέλγιο	-2,0	0,0	0,6	0,6	-2,0	0,0	46,5	ΥΨΗΛΟ
Γερμανία	0,4	-0,5	-0,3	-	0,9	0,0	5,5	ΧΑΜΗΛΟ
Εσθονία	-0,4	0,0	-0,7	-	-0,4	0,0	-49,9	ΧΑΜΗΛΟ
Ιρλανδία	-1,4	-0,5	0,5	0,6	-0,9	-0,1	13,6	ΜΕΣΑΙΟ
Ιταλία	-2,0	0,0	-0,4	0,6	-2,0	-1,0	73,3	ΥΨΗΛΟ
Κύπρος	-0,7	0,0	-1,3	-0,6	-0,7	-0,7	43,2	ΥΨΗΛΟ
Λεττονία	-1,6	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	0,1	-23,5	ΧΑΜΗΛΟ
Λιθουανία	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,4	-0,2	-16,5	ΧΑΜΗΛΟ
Λουξεμβούργο	0,4	-0,5	-1,8	-	0,9	0,0	-36,9	ΧΑΜΗΛΟ
Μάλτα	-0,7	0,0	0,7	0,6	-0,7	0,1	-2,0	ΧΑΜΗΛΟ
Ολλανδία	0,0	-0,5	-0,1	-	0,5	0,0	0,2	ΧΑΜΗΛΟ
Αυστρία	-0,8	-0,5	0,1	0,3	-0,3	-0,2	21,3	ΜΕΣΑΙΟ
Σλοβενία	-2,1	0,25	-0,2	0,6	-2,4	-0,8	18,9	ΥΨΗΛΟ
Σλοβακία	-1,3	-0,5	0,7	0,5	-0,8	0,2	-8,2	ΧΑΜΗΛΟ
Φινλανδία	-1,5	-0,5	-0,3	0,6	-1,0	-0,9	5,6	ΥΨΗΛΟ
Διορθωτικό σκέλος του ΣΣΑ								
Ισπανία	-3,6	0,0	0,2	0,5	-3,6	-0,3	40,0	ΥΨΗΛΟ
Γαλλία	-2,3	-0,4	0,2	0,9	-1,9	-0,7	36,7	ΥΨΗΛΟ
Πορτογαλία	-2,3	0,25	-0,1	0,6	-2,0	-0,7	68,9	ΥΨΗΛΟ

Πηγές: Χειμερινές προβλέψεις 2017 και Debt Sustainability Monitor 2016 (βλ. https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016_en) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Σημειώσεις: Στον πίνακα δεν περιλαμβάνεται η Ελλάδα, που υπάγεται σε πρόγραμμα οικονομικής στήριξης. *Ως απαιτήσεις διαρθρωτικής προσπάθειας νοούνται αυτές που ορίζονται στις ειδικές ανά χώρα συστάσεις για το 2017. Μπορεί να είναι χαμηλότερες, αν παραχωρηθεί στις χώρες ευελιξία για να υλοποιήσουν, μεταξύ άλλων, διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις ή δημόσιες επενδύσεις. Αντίστοιχα, οι απαιτήσεις προσαρμογής είναι υψηλότερες για τις χώρες των οποίων το ενδεικτικό ποσοστό μείωσης του χρέους αποτελεί δεσμευτική απαίτηση βάσει του ΣΣΑ. Σκοπός είναι να εξασφαλιστεί ικανοποιητική πρόοδος όσον αφορά τη μείωση των υψηλών επιπέδων χρέους ώστε να προσεγγίσουν την τιμή αναφοράς (60% του ΑΕΠ). **Αυτή η ομαδοποίηση σε κατηγορίες κινδύνου αφορά τους κινδύνους που επισημαίνονται στη "μεσοπρόθεσμη" ανάλυση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη βιωσιμότητα του χρέους. Το πλαίσιο βιωσιμότητας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής περιλαμβάνει μια συνολική "μεσοπρόθεσμη" ανάλυση (σε χρονικό ορίζοντα δέκα ετών) μαζί με τον δείκτη "S1". Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή χρησιμοποιεί δύο επιπλέον δείκτες για την αποτίμηση των κινδύνων: τον δείκτη "S0" (για κινδύνους σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα) και τον δείκτη "S2" (για κινδύνους σε (πολύ) μακροπρόθεσμο ορίζοντα). Συγκεκριμένα, ο δείκτης "S2" υπολογίζει την άμεση και μόνιμη δημοσιονομική προσαρμογή που απαιτείται, προκειμένου να σταθεροποιηθεί ο λόγος χρέους/ΑΕΠ σε έναν απεριόριστο ορίζοντα, συμπεριλαμβανομένου του τυχόν πρόσθετου κόστους λόγω της γήρανσης του πληθυσμού.

Η διαθεσιμότητα δημοσιονομικού χώρου στο πλαίσιο των δημοσιονομικών κανόνων της ΕΕ αντανάκλα επίσης οικονομικές και άλλες εξελίξεις. Αρκετές διατάξεις του ΣΣΑ προβλέπουν τη δυνατότητα να ληφθούν ρητώς υπόψη κυκλικές εξελίξεις και άλλοι παράγοντες. Μετά την ανακοίνωση που εξέδωσε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή τον Ιανουάριο του 2015 σχετικά με την ευελιξία εντός του δημοσιονομικού πλαισίου της ΕΕ, οι απαιτήσεις προσαρμογής υπό το προληπτικό σκέλος του ΣΣΑ εξαρτώνται πλέον από το παραγωγικό κενό. Η προσαρμογή για την επίτευξη του ΜΠΣ μπορεί επίσης να πραγματοποιείται με βραδύτερο ρυθμό σε περίπτωση που οι χώρες υλοποιούν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις ή αυξάνουν τις επενδύσεις.³⁵ Όσον

³⁵ Για λεπτομέρειες, βλ. το πλαίσιο με τίτλο "Flexibility within the Stability and Growth Pact", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2015.

αφορά τις απαιτήσεις μείωσης του χρέους, διάφοροι σχετικοί παράγοντες όπως ο χαμηλός πληθωρισμός και η χαμηλή ανάπτυξη ενδέχεται να περιορίσουν τις απαιτούμενες ανάγκες προσαρμογής.³⁶ Επιπλέον, η “γενική ρήτρα διαφυγής”, η οποία δεν έχει εφαρμοστεί ποτέ μέχρι σήμερα, επιτρέπει κατ’ αρχήν τροποποιήσεις της δημοσιονομικής προσαρμογής σε περίπτωση σοβαρής επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας, υπό την προϋπόθεση ότι δεν τίθεται σε κίνδυνο η βιωσιμότητα του χρέους μεσοπρόθεσμα.

Όσον αφορά τον δεύτερο περιορισμό που αναφέρθηκε παραπάνω, ο διαθέσιμος δημοσιονομικός χώρος μπορεί να προκύψει από τη σφαιρική ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους. Δεν υπάρχει ένας και μοναδικός τρόπος να υπολογιστεί κατά πόσον, στην πράξη, το χρέος είναι βιώσιμο. Η σφαιρική ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους παρουσιάζει τόσο την προβλεπόμενη δυναμική του χρέους όσο και το επίπεδο στο οποίο σταθεροποιείται το χρέος σε ένα κεντρικό σενάριο (σενάριο αναφοράς) και σε ποικίλα σενάρια δυσμενών διαταραχών. Στην ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους λαμβάνονται επίσης υπόψη και άλλοι συναφείς δείκτες, όπως οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες μιας κυβέρνησης, το δημοσιονομικό της πλαίσιο, η διάρθρωση της ληκτότητας του δημόσιου χρέους, η ύπαρξη και η έκταση ενδεχόμενων υποχρεώσεων, η ποιότητα των θεσμών και οι πολιτικοί κίνδυνοι.³⁷ Με δεδομένη την ανάγκη προβολής της εξέλιξης του χρέους σε μακροχρόνιους ορίζοντες, οποιαδήποτε ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους επηρεάζεται από τις παραδοχές που εφαρμόζονται. Σύμφωνα με την τελευταία έκδοση Debt Sustainability Monitor³⁸ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ένας σημαντικός αριθμός χωρών αντιμετωπίζει αυξημένους ή υψηλούς κινδύνους για τη βιωσιμότητα του χρέους μεσοπρόθεσμα (βλ. τον πίνακα)³⁹. Έτσι, οι περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ έχουν ελάχιστα ή καθόλου περιθώρια δημοσιονομικών ελιγμών σύμφωνα με τη μεθοδολογία αυτή. Όπως φαίνεται στον πίνακα, τα αποτελέσματα αυτής της προσέγγισης συνδέονται στενά με αυτά που προκύπτουν από τον δημοσιονομικό χώρο που βασίζεται σε κανόνες: γενικά, οι χώρες με αυξημένους ή υψηλούς κινδύνους για τη βιωσιμότητα του χρέους είναι επίσης αυτές των οποίων οι λόγοι του χρέους παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη υπέρβαση σε σχέση με την τιμή αναφοράς 60% του ΑΕΠ και των οποίων η διαρθρωτική δημοσιονομική θέση απέχει περισσότερο από τον ΜΠΣ.⁴⁰

Όσον αφορά τον τρίτο περιορισμό, η έννοια του δημοσιονομικού χώρου σε σχέση με τα “όρια του χρέους” περιγράφει τα περιθώρια δημοσιονομικών ελιγμών ως την απόσταση μεταξύ του τρέχοντος λόγου του χρέους και ενός

³⁶ Βλ. επίσης τα άρθρα “Government debt reduction strategies in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016 και “The euro area fiscal stance”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

³⁷ Βλ. π.χ. Bouabdallah O., Checherita-Westphal, C., Warmedinger, T., de Stefani, R., Drudi, F., Setzer, R. and Westphal, A., “Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework”, Occasional Paper (υπό έκδοση, ECB, 2017).

³⁸ Βλ. https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016_en και τον πίνακα.

³⁹ Καμία χώρα της ζώνης του ευρώ δεν αντιμετωπίζει υψηλούς κινδύνους βραχυπρόθεσμα, σύμφωνα με τα αποτελέσματα βάσει του δείκτη “S0”, ενώ μόνο μία χώρα αντιμετωπίζει υψηλούς κινδύνους (πολύ) μακροπρόθεσμα, σύμφωνα με τα αποτελέσματα βάσει του δείκτη “S2”.

⁴⁰ Κατ’ αρχήν, ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων αυξάνει τον δημοσιονομικό χώρο μιας κυβέρνησης που προκύπτει τόσο από το ΣΣΑ όσο και από περιορισμούς που σχετίζονται με το επίπεδο του χρέους: οι χαμηλότερες δαπάνες για τόκους βελτιώνουν τα διαρθρωτικά αποτελέσματα και τη βιωσιμότητα του χρέους.

επιπέδου πέραν του οποίου τα κράτη διατρέχουν τον κίνδυνο αθέτησης των δανειακών τους υποχρεώσεων.⁴¹ Ο προσδιορισμός αυτών των ορίων του χρέους είτε συνδέεται άμεσα με την ικανότητα της κυβέρνησης να αυξάνει τα έσοδα είτε υπολογίζεται γενικότερα ως το σημείο όπου η πολιτική κόπωση θεωρείται ότι αποτρέπει τα μέτρα προσαρμογής που είναι απαραίτητα για τη σταθεροποίηση του αυξανόμενου χρέους. Διαφορετικές προσεγγίσεις παραμετροποιούν επίσης υποθετικούς κλονισμούς που πλήττουν τις οικονομίες, τη δημοσιονομική πολιτική που έχουν ασκήσει οι κυβερνήσεις κατά το παρελθόν και τις αντιδράσεις τους στο αυξανόμενο χρέος. Γενικώς, δεδομένου ότι διαφοροποιούνται σημαντικά ανάλογα με τις υποκείμενες παραδοχές, τα οικονομετρικά και τα εμπειρικά αποτελέσματα για τα όρια του χρέους υπόκεινται σε υψηλό βαθμό αβεβαιότητας. Το γεγονός αυτό δημιουργεί ερωτηματικά όσον αφορά τη δυνατότητα πρακτικής εφαρμογής τους για τη διατύπωση συμβουλών πολιτικής.

Για τους σκοπούς χάραξης πολιτικής, ο δημοσιονομικός χώρος που υπολογίζεται βάσει κανόνων έχει άμεση χρησιμότητα για τον δημοσιονομικό προγραμματισμό των χωρών της ζώνης του ευρώ και υπόκειται λιγότερο σε ακραίες αναθεωρήσεις σε σχέση με άλλους δείκτες μέτρησης. Ικανοποιεί επομένως την ανάγκη οι δημοσιονομικές πολιτικές στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση να βασίζονται σε συντηρητικές προσεγγίσεις. Παράλληλα, η επισκόπηση των διαφορετικών εννοιών για τη μέτρηση του δημοσιονομικού χώρου υποδηλώνει ότι περιθώρια δημοσιονομικών ελιγμών μπορούν να δημιουργηθούν με τη βοήθεια σωστά σχεδιασμένων πολιτικών.⁴² Αυτές εκτείνονται από τις πρόσθετες προσπάθειες προσαρμογής έως τη φιλική προς την ανάπτυξη σύνθεση των δημοσιονομικών πολιτικών, καθώς και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του δυνητικού προϊόντος. Όλες οι χώρες της ζώνης του ευρώ διαθέτουν περιθώρια ώστε να ενεργήσουν προς αυτές τις κατευθύνσεις.

⁴¹ Βλ. π.χ. Gosh, A.R., Kim, J.I., Mendoza, E., Ostry J.D. and Quereshi, M., "Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies", *Economic Journal*, Vol. 123, 2013. Μια άλλη προσέγγιση εκτιμά το επίπεδο ισορροπίας (steady-state) του χρέους, δηλ. το λόγο χρέους/ΑΕΠ προς τον οποίο μια οικονομία τείνει να συγκλίνει μακροπρόθεσμα. Προς το σκοπό αυτό, από τα ιστορικά πρωτογενή πλεονάσματα αφαιρεί τη θετική διαφορά επιτοκίου-ρυθμού ανάπτυξης. Στο Gosh et al., οι εκτιμήσεις των βιώσιμων λόγων χρέους που υπολογίζονται με τον τρόπο αυτόν κυμαίνονται από 62% έως 74% του ΑΕΠ στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ.

⁴² Βλ. επίσης Box 3 στο Bankowski, K. and Ferdinandusse, M., "Euro area fiscal stance", *Occasional Paper Series*, No 182, ECB, January 2017.

Η διαδικασία μακροοικονομικών ανισορροπιών του 2017 και η εφαρμογή των ειδικών ανά χώρα συστάσεων του 2016

Στις 22 Φεβρουαρίου 2017 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε τη Χειμερινή δέσμη του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου, στην οποία περιλαμβάνονται τα συμπεράσματα από την εφαρμογή της διαδικασίας μακροοικονομικών ανισορροπιών (DMA), καθώς και μια αξιολόγηση της προόδου που έχει επιτευχθεί όσον αφορά τις μεταρρυθμίσεις σε κάθε κράτος-μέλος από την υιοθέτηση των σχετικών ειδικών ανά χώρα συστάσεων (CSR) τον Ιούλιο του 2016.

Αποτέλεσμα της αξιολόγησης της DMA του 2017 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή

Η DMA καθιερώθηκε το 2011 και φέτος διανύει το έκτο έτος εφαρμογής της.

Σκοπός της είναι να αποτρέπει την εμφάνιση επιβλαβών μακροοικονομικών ανισορροπιών σε χώρες της ΕΕ και να τις διορθώνει όταν είναι υπερβολικές. Μετά από μια εξέταση βάσει μιας σειράς δεικτών το φθινόπωρο κάθε έτους, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή διενεργεί εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις επιλεγμένων χωρών (που περιλαμβάνονται στις ετήσιες ανά χώρα εκθέσεις που δημοσιεύει) για να αξιολογήσει τη σοβαρότητα ενδεχόμενων ανισορροπιών. Αν κριθεί ότι υφίστανται ανισορροπίες, το οικείο κράτος-μέλος λαμβάνει συστάσεις πολιτικής από το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης – βάσει συστάσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής – υπό το προληπτικό σκέλος της διαδικασίας. Στις περιπτώσεις όπου οι ανισορροπίες κρίνονται υπερβολικές, μπορεί να ενεργοποιηθεί η διαδικασία υπερβολικών ανισορροπιών, κατόπιν σύστασης που απευθύνει στο Συμβούλιο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή.⁴³ Υπό αυτό το διορθωτικό σκέλος της διαδικασίας, πρέπει να υποβληθεί σχέδιο διορθωτικών ενεργειών που να εξηγήει πώς θα αντιμετωπιστούν οι εν λόγω υπερβολικές ανισορροπίες. Σε περίπτωση επανειλημμένων παραλείψεων υποβολής επαρκούς σχεδίου ή μη συμμόρφωσης προς το εγκεκριμένο σχέδιο, το Συμβούλιο μπορεί να επιβάλλει οικονομικές κυρώσεις στην αντίστοιχη χώρα της ζώνης του ευρώ.

Στην αξιολόγησή της η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εντόπισε υπερβολικές ανισορροπίες σε έξι χώρες: τη Βουλγαρία, τη Γαλλία, την Κροατία, την Ιταλία, την Κύπρο και την Πορτογαλία (βλ. Πίνακα Α). Υπερβολικές ανισορροπίες είχαν εντοπιστεί σε καθεμία από τις χώρες αυτές, εκτός της Κύπρου, από το 2015. Η Κύπρος προστέθηκε σε αυτόν τον κατάλογο το 2016, αφού εξήλθε από το πρόγραμμα οικονομικής και χρηματοπιστωτικής προσαρμογής τον Μάρτιο του ίδιου έτους. Εξεταζόμενος αναδρομικά σε μια μακρότερη περίοδο, ο αριθμός των χωρών στις οποίες η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εντόπιζε υπερβολικές ανισορροπίες αυξανόταν κάθε χρόνο από το 2012, ενώ σταθεροποιήθηκε μόνο το 2017 (βλ. Διάγραμμα Α).

⁴³ Βλ. αιτιολογική σκέψη 22 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1176/2011 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Νοεμβρίου 2011 σχετικά με την πρόληψη και τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών.

Αυτή η τάση οφείλεται ως έναν βαθμό στις χώρες των οποίων τα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής έχουν λήξει και οι οποίες, ως εκ τούτου, έχουν αυτόματα επανενταχθεί στις τακτικές εποπτικές διαδικασίες της ΕΕ. Παρόλο που τα προγράμματα προσαρμογής συνέβαλαν στον περιορισμό των ανισορροπιών, οι γενικότερες ευπάθειες στις χώρες αυτές παραμένουν υψηλές και άρα η στενή παρακολούθηση εξακολουθεί να είναι αναγκαία. Εντούτοις, ακόμη και αν συνυπολογιστεί η “αυτόματη” συμπερίληψη αυτών των χωρών, ο αριθμός των χωρών που ανήκουν στην κατηγορία των υπερβολικών ανισορροπιών δεν έχει μειωθεί. Αυτό φαίνεται να συμβαδίζει με το αποτέλεσμα της αξιολόγησης σχετικά με την ανταπόκριση στις ειδικές ανά χώρα συστάσεις του 2016 (βλ. παρακάτω), σύμφωνα με το οποίο η πρόοδος των μεταρρυθμίσεων εξακολουθεί να είναι βραδεία, παρά τις προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι χώρες αυτές. Μόνο η Ισπανία και η Σλοβενία κατάφεραν να εξέλθουν από την κατηγορία των υπερβολικών ανισορροπιών, ενώ η Ιταλία συμπεριλαμβάνεται σε αυτήν για τέταρτη χρονιά.

Πίνακας Α

Τα συμπεράσματα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη διαδικασία μακροοικονομικών ανισορροπιών του 2017

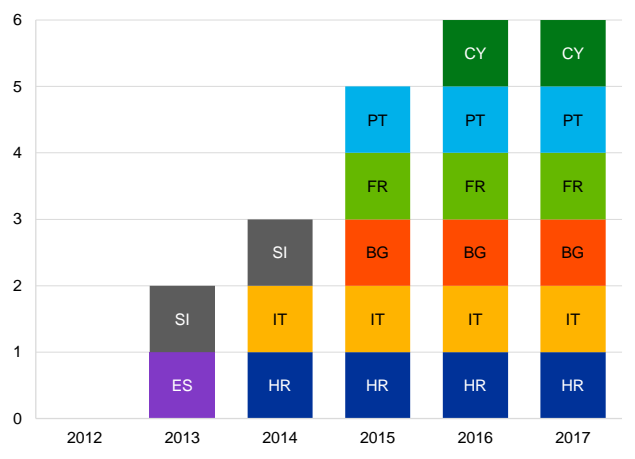
(1) Απουσία ανισορροπιών				(2) Ανισορροπίες		(3) Υπερβολικές ανισορροπίες		(4) Υπερβολικές ανισορροπίες και εφαρμογή του διορθωτικού σκέλους (ΔΥΑ)	
2016		2017		2016	2017	2016	2017	2016	2017
BE*	HU*	BE	HU	DE	DE	BG	BG	-	-
CZ	MT	CZ	MT	IE	IE	FR	FR		
DK	AT*	DK	AT	ES	ES	HR**	HR		
EE*	PL	EE	PL	NL	NL	IT	IT**		
LV	RO*	LV	RO	SI	SI	PT**	PT**		
LT	SK	LT	SK	FI		CY	CY**		
LU	UK*	LU	UK	SE	SE				
			FI*						

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Σημειώσεις: * Καθεμία από αυτές τις χώρες αποτέλεσε αντικείμενο εμπειριστατωμένης επισκόπησης το 2017. Οι υπόλοιπες χώρες της στήλης (1) αξιολογήθηκαν στην έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης – που αποτελεί το πρώτο στάδιο της ΔΜΑ – και κρίθηκε ότι δεν παρουσιάζουν ανισορροπίες. ** Στην περίπτωση της Ιταλίας, της Κύπρου και της Πορτογαλίας, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα εξετάσει ειδικά κατά πόσον τα αντίστοιχα Εθνικά Προγράμματα Μεταρρυθμίσεων των χωρών αυτών περιέχουν επαρκώς φιλόδοξα μέτρα πολιτικής. Εάν κρίνει το αποτέλεσμα ικανοποιητικό, η Επιτροπή δεν θα ζητήσει να ενεργοποιηθεί το διορθωτικό σκέλος της ΔΜΑ για τις χώρες αυτές. Η ίδια προσέγγιση εφαρμόστηκε για την Κροατία και την Πορτογαλία το 2016.

Διάγραμμα Α

Αύξηση, από το 2012 και εξής, του αριθμού των χωρών με υπερβολικές ανισορροπίες



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Σημειώσεις: Το διάγραμμα δείχνει για κάθε έτος τις χώρες εκείνες οι οποίες, σύμφωνα με την αξιολόγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, παρουσιάζουν υπερβολικές ανισορροπίες. Μια χώρα που υπάγεται σε πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής εντάσσεται στη ΔΜΑ αυτόματα μόλις το εν λόγω πρόγραμμα λήξει. Το 2012 σε καμία χώρα δεν εντοπίστηκαν υπερβολικές ανισορροπίες.

Όπως και το προηγούμενο έτος, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εντόπισε και πάλι ανισορροπίες (αν και όχι υπερβολικές) στη Γερμανία, την Ιρλανδία, την Ισπανία, την Ολλανδία, τη Σλοβενία και τη Σουηδία.

Αντίθετα, στην περίπτωση της Φινλανδίας, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή απενεργοποίησε τη διαδικασία αφού κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι ανισορροπίες που είχαν εντοπιστεί το προηγούμενο έτος δεν υφίσταντο πλέον, χάρη (μεταξύ άλλων) στα ισχυρά μέτρα πολιτικής που εφάρμοσε η κυβέρνηση για την ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας.

Παρά την παρατηρούμενη αύξηση του αριθμού των χωρών που δεν παρουσιάζουν ανισορροπίες το 2016, αυτό δεν σημαίνει ότι θα πρέπει να σταματήσουν οι προσπάθειές τους για υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων. Στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ πρέπει ακόμη να γίνουν πολλά για να επιτευχθεί βέλτιστη πρακτική ως προς τις πολιτικές για εύρυθμες αγορές εργασίας και προϊόντων.⁴⁴ Εμπειρικές μελέτες υποδηλώνουν επίσης ότι υπάρχει στενή

συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας των θεσμών και της ανθεκτικότητας σε κλονισμούς, αλλά και της οικονομικής ανάπτυξης.⁴⁵ Στις εν λόγω χώρες απαιτούνται επομένως περαιτέρω μεταρρυθμίσεις για να αυξηθεί η ανθεκτικότητα και η ανταγωνιστικότητά τους.

Παρότι εντόπισε υπερβολικές ανισορροπίες σε έξι χώρες, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δεν προτείνει σε αυτό το στάδιο την ενεργοποίηση της διαδικασίας υπερβολικών ανισορροπιών (δηλ. του διορθωτικού σκέλους της ΔΜΑ). Από τότε που δημιουργήθηκε η διαδικασία αυτή, η ΕΚΤ ήταν της γνώμης ότι τα εργαλεία της ΔΜΑ – συμπεριλαμβανομένου του πλήρους διορθωτικού σκέλους της διαδικασίας – θα πρέπει να εφαρμόζονται πλήρως όσον αφορά τις χώρες που παρουσιάζουν υπερβολικές ανισορροπίες. Αυτό ζήτησαν επίσης ρητά οι πέντε Πρόεδροι στην έκθεσή τους το 2015.⁴⁶ Η χρήση τέτοιων εργαλείων είναι επιθυμητή όχι μόνο για να ενισχυθούν οι οικονομικές προοπτικές της ίδιας της οικείας χώρας, αλλά και για να διευκολυνθεί η διαδικασία οικονομικής προσαρμογής των χωρών εντός της ζώνης του ευρώ και να περιοριστούν οι ευπάθειες που παρατηρούνται σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Είναι δηλαδή προς το συμφέρον του συνόλου της ζώνης του ευρώ.

Παρόλο που η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δεν έχει ενεργοποιήσει ακόμη το διορθωτικό σκέλος, έχει ανακοινώσει ότι τρεις από τις χώρες με υπερβολικές ανισορροπίες (Ιταλία, Κύπρος και Πορτογαλία) κλήθηκαν να προτείνουν

⁴⁴ "Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU", *Economic Bulletin*, Issue 5, 2016.

⁴⁵ ό.π.

⁴⁶ Juncker, J.-C. et al., *Η ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης της Ευρώπης*, Ιούνιος 2015.

ιδιαίτεως φιλόδοξα μέτρα πολιτικής στα εθνικά τους προγράμματα μεταρρυθμίσεων (τα οποία πρόκειται να υποβληθούν έως τον Απρίλιο του 2017). Σε περίπτωση που τα εν λόγω προγράμματα δεν περιέχουν τα απαιτούμενα μέτρα πολιτικής, η διαδικασία υπερβολικών ανισορροπιών θα μπορούσε να ενεργοποιηθεί τον Μάιο. Για κάθε χώρα στην οποία έχει εντοπιστεί ανισορροπία ή υπερβολική ανισορροπία, η Επιτροπή θα διεξάγει αποστολή στοχευμένης παρακολούθησης ανάλογα με τη σοβαρότητα της ανισορροπίας.

Αξιολόγηση της ανταπόκρισης στις ειδικές ανά χώρα συστάσεις του 2016

Συνολικά, τα κράτη-μέλη της ΕΕ δεν έχουν ανταποκριθεί με επαρκείς ενέργειες στις ειδικές ανά χώρα συστάσεις του 2016 για την εφαρμογή μεταρρυθμίσεων (βλ. Πίνακα Β). Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή συμπέρανε ότι για τη συντριπτική πλειοψηφία – πάνω από το 90% – των συστάσεων για μεταρρυθμίσεις έχει σημειωθεί μόνο “κάποια” ή “περιορισμένη” πρόοδος όσον αφορά την εφαρμογή τους, ενώ μόνο δύο (από τις 90 περίπου) ειδικές ανά χώρα συστάσεις έχουν εφαρμοστεί με τρόπο που υποδηλώνει σημαντική πρόοδο, και καμία δεν έχει εφαρμοστεί πλήρως. Αυτή η υποτονική δυναμική των μεταρρυθμίσεων έρχεται σε πολύ έντονη αντίθεση με τη διαπίστωση ότι ο αριθμός των χωρών με υπερβολικές ανισορροπίες δεν έχει μειωθεί. Παρά τη μεγαλύτερή τους ευπάθεια, οι έξι χώρες στις οποίες πέρυσι είχαν εντοπιστεί υπερβολικές ανισορροπίες δεν επέτυχαν κατά μέσο όρο – εξαιρουμένης της Γαλλίας – να καταγράψουν σημαντικά υψηλότερα ποσοστά εφαρμογής σε σχέση με τον μέσο όρο των κρατών-μελών της ΕΕ. Αυτό είναι ιδιαίτερα παράδοξο στην περίπτωση της Πορτογαλίας και της Κροατίας, καθώς οι εν λόγω χώρες δεσμεύθηκαν να υλοποιήσουν ένα φιλόδοξο μεταρρυθμιστικό πρόγραμμα το 2016 και κατόπιν τούτου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφάσισε να μην εφαρμόσει τη ΔΥΑ.

Πίνακας Β

Αξιολόγηση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή της ανταπόκρισης στις ειδικές ανά χώρα συστάσεις του 2016

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK	
CSR 1*																												
CSR 2*																												
CSR 3*																												
CSR 4*																												
CSR 5*																												
Κατηγορία ΔΜΑ 2017	(1)	(3)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)	(1)	(2)	(1)	

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

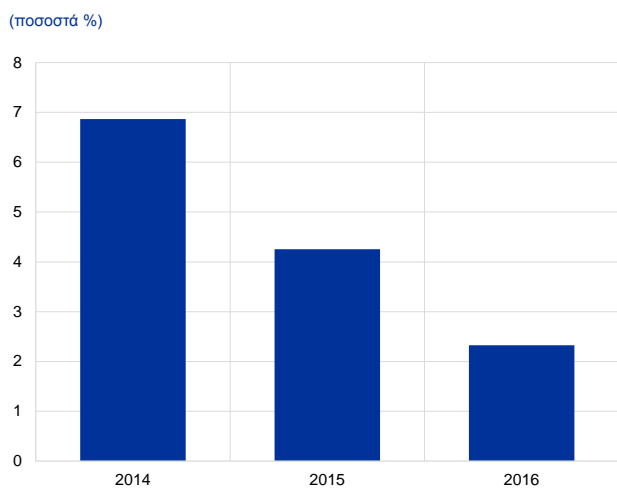
Σημειώσεις: * Στην αξιολόγηση CSR 1 δεν περιλαμβάνεται η συμμόρφωση προς το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, η οποία θα αξιολογηθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή την άνοιξη του 2017.

Η Ελλάδα (GR) δεν συμπεριλήφθηκε στο Ευρωπαϊκό Εξάμηνο το 2016, επειδή υπόκειται σε πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, και ως εκ τούτου δεν έχει λάβει καμία ειδική ανά χώρα σύσταση. "Καμία πρόοδος": Το κράτος-μέλος δεν έχει ανακοινώσει ούτε λάβει με αξιόπιστο τρόπο μέτρα ανταποκρινόμενα στη σύσταση. Στην κατηγορία αυτή εμπίπτουν και τα κράτη-μέλη που έχουν αναθέσει σε ομάδα μελέτης την αξιολόγηση πιθανών μέτρων. "Περιορισμένη πρόοδος": Το κράτος-μέλος έχει ανακοινώσει κάποια μέτρα, τα οποία όμως ανταποκρίνονται στη σύσταση μόνο σε περιορισμένο βαθμό, ή/και έχει υποβάλει νομοθετικές πράξεις στο αρμόδιο διοικητικό ή νομοθετικό όργανο, αλλά αυτές δεν έχουν ακόμη εγκριθεί και απαιτείται περαιτέρω σημαντικό μη νομοθετικό έργο για να εφαρμοστεί η σύσταση, ή/και έχει υποβάλει μη νομοθετικές πράξεις, αλλά χωρίς να έχει προβεί σε περαιτέρω ενέργειες για την εφαρμογή, όπως απαιτείται για να ανταποκριθεί στη σύσταση. "Κάποια πρόοδος": Το κράτος-μέλος έχει λάβει μέτρα που ανταποκρίνονται μερικώς στη σύσταση ή/και έχει λάβει μέτρα που ανταποκρίνονται στη σύσταση, αλλά απαιτείται ακόμα αρκετό έργο για την πλήρη ανταπόκριση στη σύσταση, καθώς έχουν εφαρμοστεί λίγα μόνο από τα μέτρα που έχουν ληφθεί. "Σημαντική πρόοδος": Το κράτος-μέλος έχει λάβει μέτρα ανταποκρινόμενα σε μεγάλο βαθμό στη σύσταση, τα περισσότερα από τα οποία έχουν ήδη εφαρμοστεί. "Πλήρης ανταπόκριση": Το κράτος-μέλος έχει εφαρμόσει όλα τα απαιτούμενα μέτρα για να ανταποκριθεί επαρκώς στη σύσταση. "Δεν αξιολογήθηκαν": Ισχύει για τις περιπτώσεις όπου η CSR 1 αφορά κατά κύριο λόγο ή αποκλειστικά το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (βλ. παραπάνω).

Για τις ονομασίες των κατηγοριών ΔΜΑ 2017, βλ. Πίνακα Α.

Διάγραμμα Β

Μείωση του ποσοστού των ειδικών ανά χώρα συστάσεων στις οποίες έχει επιτευχθεί πλήρης ανταπόκριση ή σημαντική πρόοδος ως προς την υλοποίησή τους



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.
Σημείωση: Το διάγραμμα απεικονίζει, για κάθε έτος, το ποσοστό των γενικών συστάσεων (σε αντίθεση με τα επιμέρους στοιχεία τους) στις οποίες έχει επιτευχθεί πλήρης ανταπόκριση ή σημαντική πρόοδος ως προς την υλοποίησή τους (βλ. Σημειώσεις του Πίνακα Β για τους αναλυτικούς ορισμούς των κατηγοριών "πλήρης ανταπόκριση" και "σημαντική πρόοδος").

Εξετάζοντας αναδρομικά την ανταπόκριση στις ειδικές ανά χώρα συστάσεις κατά την τελευταία τριετία, φαίνεται ότι οι μεταρρυθμιστικές προσπάθειες συνέχισαν να αποδυναμώνονται, παρά το γεγονός ότι ο αριθμός των συστάσεων έχει μειωθεί. Το προηγούμενο έτος η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είχε καταλήξει στο συμπέρασμα ότι οι περισσότερες χώρες είχαν σημειώσει μόνον "κάποια" ή "περιορισμένη" πρόοδο σχετικά με την εφαρμογή των ειδικών ανά χώρα συστάσεων του 2015. Εφέτος, ο αριθμός των περιπτώσεων όπου έχει επιτευχθεί "σημαντική πρόοδος" ή "πλήρης ανταπόκριση" στις ειδικές ανά χώρα συστάσεις είναι ακόμη χαμηλότερος (βλ. Διάγραμμα Β). Η απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής να μειώσει σημαντικά τον αριθμό των ειδικών ανά χώρα συστάσεων το 2015, προκειμένου να επιτρέψει στα κράτη-μέλη να επικεντρωθούν σε καίρια ζητήματα προτεραιότητας μακροοικονομικού και κοινωνικού χαρακτήρα, δεν απέδωσε το επιθυμητό αποτέλεσμα ενίσχυσης των μεταρρυθμιστικών προσπαθειών.

Συνολικά, τα κράτη-μέλη εφάρμοσαν αναλογικά

λιγότερες συστάσεις που αφορούσαν πολιτικές για την αγορά προϊόντων από ό,τι πολιτικές για την αγορά εργασίας. Σύμφωνα με την αξιολόγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων στην αγορά προϊόντων ήταν ιδιαίτερα υποτονική σε σύγκριση με άλλους τομείς πολιτικής (π.χ. μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας). Στα παραδείγματα ειδικών ανά χώρα συστάσεων που σχετίζονται με την αγορά προϊόντων συμπεριλαμβάνονται συστάσεις προς τα κράτη-μέλη: (α) να ελαττώσουν τους φραγμούς που εμποδίζουν την είσοδο νέων επιχειρήσεων στους κλάδους δικτύων (ενέργεια, μεταφορές, επικοινωνίες κ.λπ.), (β) να ανοίξουν τα κλειστά επαγγέλματα και (γ) να βελτιώσουν τα κανονιστικά πλαίσια ούτως ώστε να ενισχύσουν τον ανταγωνισμό. Η βελτίωση σε όλους αυτούς τους τομείς είναι καίριας σημασίας για την επίτευξη μεγαλύτερης αύξησης της παραγωγικότητας και την προαγωγή των επενδύσεων.

Η πλήρης και αποτελεσματική αξιοποίηση όλων των διαθέσιμων μέσων στο πλαίσιο της ΔΜΑ – συμπεριλαμβανομένου του διορθωτικού σκέλους της – είναι αναγκαία για να ενισχυθεί η μεταρρυθμιστική δυναμική. Η περαιτέρω επιβράδυνση που παρατηρείται όσον αφορά την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων έρχεται σε έντονη αντίθεση τόσο με την ανάγκη να αντιμετωπιστούν οι σημαντικές ευπάθειες που εξακολουθούν να υπάρχουν σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ όσο και με την ανάγκη αύξησης της ανθεκτικότητας. Οι χαμηλές επιδόσεις των χωρών από αυτή την άποψη υποδηλώνουν ότι οι δεσμεύσεις πολιτικής που αναλαμβάνουν τα κράτη-μέλη στα εθνικά τους προγράμματα μεταρρυθμίσεων και οι επανειλημμένες συστάσεις που τους απευθύνει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή για αποφασιστική δράση δεν αποτελούν επαρκή τεκμήρια και μέσα επιβολής των μεταρρυθμίσεων. Τα εργαλεία που είναι διαθέσιμα στο πλαίσιο του διορθωτικού

σκέλους της ΔΜΑ είναι ικανά να βελτιώσουν τις μεταρρυθμιστικές προσπάθειες, ενισχύοντας έτσι την ανθεκτικότητα μεμονωμένων χωρών και βελτιώνοντας τη λειτουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

Στατιστικά στοιχεία

Περιεχόμενα

1 Εξωτερικό περιβάλλον	S 2
2 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις	S 3
3 Οικονομική δραστηριότητα	S 8
4 Τιμές και κόστος	S 14
5 Χρήμα και πίστη	S 18
6 Δημοσιονομικές εξελίξεις	S 23

Περισσότερες πληροφορίες

Τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ παρατίθενται στο Statistical Data Warehouse (SDW):	http://sdw.ecb.europa.eu/
Στοιχεία από τη στατιστική ενότητα του Οικονομικού Δελτίου διατίθενται από το SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
Πλήρες Στατιστικό Δελτίο διατίθεται στο SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Μεθοδολογικοί ορισμοί περιλαμβάνονται στις Γενικές Σημειώσεις του Στατιστικού Δελτίου:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Λεπτομέρειες για τους υπολογισμούς περιλαμβάνονται στις Τεχνικές Σημειώσεις του Στατιστικού Δελτίου:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Επεξήγηση όρων και συντομογραφιών περιλαμβάνεται στο στατιστικό γλωσσάριο της ΕΚΤ:	www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Στους πίνακες εμφανίζονται τα εξής σύμβολα:

- δεν υπάρχουν/δεν εφαρμόζονται στοιχεία
- . τα στοιχεία δεν είναι ακόμη διαθέσιμα
- ... στοιχεία μηδενικά ή αμελητέα
- (π) προσωρινά στοιχεία
- ε.δ. με εποχική διόρθωση
- χ.ε.δ. χωρίς εποχική διόρθωση

1 Εξωτερικό περιβάλλον

1.1 Κυριότεροι εμπορικοί εταίροι, ΑΕΠ και ΔΤΚ

	ΑΕΠ ¹⁾ (ποσοστιαίες μεταβολές έναντι της προηγούμενης περιόδου)						ΔΤΚ (ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)						
	G20 ²⁾	ΗΠΑ	Ηνωμένο Βασίλειο	Ιαπωνία	Κίνα	Υπόμνηση: ζώνη του ευρώ	Χώρες του ΟΟΣΑ		ΗΠΑ	Ηνωμένο Βασίλειο (ΕνΔΤΚ)	Ιαπωνία	Κίνα	Υπόμνηση: ζώνη του ευρώ ³⁾ (ΕνΔΤΚ)
							Σύνολο	χωρίς τις τιμές διατροφής και της ενέργειας					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	3,4	2,4	3,1	0,2	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,3	2,6	2,2	1,3	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	.	1,6	1,8	1,0	6,7	1,7	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 α' τρ.	0,8	0,2	0,2	0,6	1,3	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,0	2,1	0,0
β' τρ.	0,7	0,4	0,6	0,4	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,4	-0,4	2,1	-0,1
γ' τρ.	0,8	0,9	0,6	0,3	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
δ' τρ.	.	0,5	0,7	0,2	1,7	0,4	1,6	1,8	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2016 Σεπτ.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,8	1,5	1,0	-0,5	1,9	0,4
Οκτ.	-	-	-	-	-	-	1,4	1,7	1,6	0,9	0,1	2,1	0,5
Νοέμ.	-	-	-	-	-	-	1,5	1,7	1,7	1,2	0,5	2,3	0,6
Δεκ.	-	-	-	-	-	-	1,8	1,8	2,1	1,6	0,3	2,1	1,1
2017 Ιαν.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	1,8	0,4	2,5	1,8
Φεβρ. ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	2,0

Πηγές: Eurostat (στήλες 3, 6, 10, 13), ΤΔΔ (στήλες 2, 4, 9, 11, 12), ΟΟΣΑ (στήλες 1, 5, 7, 8).

1) Τριμηνιαία στοιχεία με εποχική διόρθωση, ετήσια στοιχεία χωρίς εποχική διόρθωση.

2) Επί του παρόντος δεν διατίθενται στοιχεία για την Αργεντινή εξαιτίας της κατάστασης έκτακτης ανάγκης στην οποία η κυβέρνηση της χώρας κήρυξε το εθνικό στατιστικό σύστημα στις 7.1.2016. Ως εκ τούτου, η Αργεντινή δεν συμπεριλαμβάνεται στους υπολογισμούς που αφορούν το "G20". Η συμπερίληψη της Αργεντινής θα επανεξεταστεί στο μέλλον με βάση τις περαιτέρω εξελίξεις.

3) Τα στοιχεία αφορούν την εκάστοτε σύνθεση της ζώνης του ευρώ.

4) Το μέγεθος για τη ζώνη του ευρώ αποτελεί εκτίμηση βάσει προσωρινών εθνικών στοιχείων, καθώς και πρώιμων πληροφοριών για τις τιμές της ενέργειας.

1.2 Κυριότεροι εμπορικοί εταίροι, Δείκτες Υπευθύνων Προμηθειών και παγκόσμιο εμπόριο

	Έρευνες των Υπευθύνων Προμηθειών (δείκτες διάχυσης, ε.δ.)						Εισαγωγές εμπορευμάτων ¹⁾					
	Σύνθετος Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών					Υπόμνηση: ζώνη του ευρώ	Παγκόσμιος Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών ²⁾			Παγκόσμιο σύνολο	Προηγμένες οικονομίες	Αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς
	Παγκόσμιο σύνολο ²⁾	ΗΠΑ	Ηνωμένο Βασίλειο	Ιαπωνία	Κίνα		Μεταποίηση	Υπηρεσίες	Νέες παραγγελίες εξαγωγών			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2014	54,1	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,0	51,5	2,6	3,8	1,7
2015	53,1	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,3	3,8	-0,3
2016	51,6	52,4	53,5	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	0,9	1,2	0,6
2016 α' τρ.	51,1	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,8	51,2	49,4	-0,6	0,6	-1,4
β' τρ.	50,7	51,5	52,5	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,8	-0,3	0,1	-0,5
γ' τρ.	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	1,1	1,1	1,1
δ' τρ.	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	0,7	-1,3	2,1
2016 Σεπτ.	51,5	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,6	51,5	50,2	1,1	1,1	1,1
Οκτ.	53,0	54,9	54,8	51,3	52,9	53,3	53,3	52,9	50,4	0,9	0,2	1,4
Νοέμ.	53,0	54,9	55,3	52,0	52,9	53,9	53,2	53,0	50,6	0,3	-1,0	1,2
Δεκ.	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	0,7	-1,3	2,1
2017 Ιαν.	53,9	55,8	55,4	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,6	.	.	.
Φεβρ.	52,9	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,4	52,7	52,2	.	.	.

Πηγές: Markit (στήλες 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis και υπολογισμοί της ΕΚΤ (στήλες 10-12).

1) Το παγκόσμιο σύνολο και το σύνολο των προηγμένων οικονομιών δεν περιλαμβάνουν τη ζώνη του ευρώ. Τα ετήσια και τριμηνιαία στοιχεία είναι ποσοστιαίες μεταβολές έναντι της προηγούμενης περιόδου και τα μηνιαία στοιχεία έναντι των προηγούμενων 3 μηνών. Όλα τα στοιχεία έχουν υποστεί εποχική διόρθωση.

2) Χωρίς τη ζώνη του ευρώ.

2 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις

2.1 Επιτόκια της αγοράς χρήματος

(% ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

	Ζώνη του ευρώ ¹⁾					ΗΠΑ	Ιαπωνία
	Καταθέσεις μίας ημέρας (EONIA)	Καταθέσεις διάρκειας 1 μηνός (EURIBOR)	Καταθέσεις διάρκειας 3 μηνών (EURIBOR)	Καταθέσεις διάρκειας 6 μηνών (EURIBOR)	Καταθέσεις διάρκειας 12 μηνών (EURIBOR)	Καταθέσεις διάρκειας 3 μηνών (LIBOR)	Καταθέσεις διάρκειας 3 μηνών (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 Αύγ.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02
Σεπτ.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03
Οκτ.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
Νοέμ.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06
Δεκ.	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04
2017 Ιαν.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02
Φεβρ.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Τα στοιχεία αφορούν την εκάστοτε σύνθεση της ζώνης του ευρώ, βλ. τις Γενικές Σημειώσεις.

2.2 Καμπύλες αποδόσεων

(τέλος περιόδου, σε % ετησίως, διαφορές αποδόσεων σε ποσοστιαίες μονάδες)

	Επιτόκια spot					Διαφορές αποδόσεων			Στιγμιαία προθεσμιακά επιτόκια			
	Ζώνη του ευρώ ^{1), 2)}					Ζώνη του ευρώ ^{1), 2)}	ΗΠΑ	Ηνωμένο Βασίλειο	Ζώνη του ευρώ ^{1), 2)}			
	3 μήνες	1 έτος	2 έτη	5 έτη	10 έτη	10 έτη - 1 έτος	10 έτη - 1 έτος	10 έτη - 1 έτος	1 έτος	2 έτη	5 έτη	10 έτη
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 Αύγ.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	0,64
Σεπτ.	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64
Οκτ.	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
Νοέμ.	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29
Δεκ.	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 Ιαν.	-0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
Φεβρ.	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Τα στοιχεία αφορούν την εκάστοτε σύνθεση της ζώνης του ευρώ, βλ. τις Γενικές Σημειώσεις.

2) Υπολογισμοί της ΕΚΤ με βάση δεδομένα της EuroMTS και πιστοληπτικές διαβαθμίσεις της Fitch Ratings.

2.3 Χρηματιστηριακοί δείκτες

(επίπεδα δεικτών σε μονάδες, μέσοι όροι περιόδου)

	Δείκτες Dow Jones EURO STOXX											ΗΠΑ	Ιαπωνία	
	Δείκτες αναφοράς		Κύριοι κλαδικόι δείκτες									Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	Ευρύς δείκτης	Ευρο STOXX 50	Βασικά υλικά	Καταναλωτικές υπηρεσίες	Καταναλωτικά αγαθά	Πετρέλαιο και φυσικό αέριο	Χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	Βιομηχανικές επιχειρήσεις	Τεχνολογία	Υπηρεσίες κοινής ωφέλειας	Τηλεπικοινωνίες			Υγεία
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2016 Αύγ.	323,2	2 992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2 177,5	16 586,1
Σεπτ.	325,5	3 012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2 157,7	16 737,0
Οκτ.	327,9	3 042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2 143,0	17 044,5
Νοέμ.	324,5	3 026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2 165,0	17 689,5
Δεκ.	342,6	3 207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2 246,6	19 066,0
2017 Ιαν.	352,4	3 298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2 275,1	19 194,1
Φεβρ.	353,2	3 293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2 329,9	19 188,7

Πηγή: ΕΚΤ.

2 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις

2.4 Επιτόκια ΝΧΙ επί νέων δανείων και καταθέσεων νοικοκυριών^{1), 2)}

(% ετησίως, μέσος όρος περιόδου, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Καταθέσεις				Ανακυκλούμενα δάνεια και υπεραναλήψεις	Χορηγηθείσα πίστωση μέσω πιστωτικών καρτών	Καταναλωτικά δάνεια			Δάνεια προς ατομικές επιχειρήσεις και μονάδες μη εταιρικής μορφής	Δάνεια για αγορά κατοικίας				Σύνθετος δείκτης κόστους δανεισμού	
	Μίας ημέρας	Υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών	Με συμφωνημένη διάρκεια				Κατά αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου	ΣΕΠΕ ³⁾	Κατά αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου			ΣΕΠΕ ³⁾				
			Έως 2 έτη	Άνω των 2 ετών					Κυμαινόμενο επιτόκιο και σταθερό έως 1 έτος		Άνω του 1 έτους		Κυμαινόμενο επιτόκιο και σταθερό έως 1 έτος	Άνω του 1 και έως 5 έτη		Άνω των 5 και 10 έτη	Άνω των 10 ετών
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2016 Φεβρ.	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,62	2,00	2,20	2,23	2,33	2,49	2,19
Μάρτ.	0,11	0,58	0,59	0,88	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,24	2,38	2,38	2,11
Απρ.	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,19	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09
Μάιος	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02
Ιούν.	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,01	2,32	1,97
Ιούλ.	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92
Αύγ.	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90
Σεπτ.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86
Οκτ.	0,08	0,49	0,44	0,76	6,43	16,78	5,17	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81
Νοέμ.	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79
Δεκ.	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,88	1,80	1,76	2,24	1,78
2017 Ιαν. ^(m)	0,07	0,48	0,42	0,76	6,36	16,67	5,06	5,85	6,21	2,27	1,75	1,87	1,80	1,76	2,29	1,81

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Τα στοιχεία αφορούν την εκάστοτε σύνθεση της ζώνης του ευρώ.

2) Περιλαμβάνονται τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν νοικοκυριά.

3) Συνολικό ετήσιο ποσοστό επιβάρυνσης (ΣΕΠΕ).

2.5 Επιτόκια ΝΧΙ επί νέων δανείων και καταθέσεων χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων^{1), 2)}

(% ετησίως, μέσος όρος περιόδου, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Καταθέσεις			Ανακυκλούμενα δάνεια και υπεραναλήψεις	Λοιπά δάνεια κατά μέγεθος και αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου									Σύνθετος δείκτης κόστους δανεισμού
	Μίας ημέρας	Με συμφωνημένη διάρκεια			Έως 0,25 εκατ. ευρώ			Άνω των 0,25 εκατ. ευρώ και έως 1 εκατ. ευρώ			Άνω του 1 εκατ. ευρώ			
		Έως 2 έτη	Άνω των 2 ετών		Κυμαινόμενο επιτόκιο και σταθερό έως 3 μήνες	Άνω των 3 μηνών και έως 1 έτος	Άνω του 1 έτους	Κυμαινόμενο επιτόκιο και σταθερό έως 3 μήνες	Άνω των 3 μηνών και έως 1 έτος	Άνω του 1 έτους	Κυμαινόμενο επιτόκιο και σταθερό έως 3 μήνες	Άνω των 3 μηνών και έως 1 έτος	Άνω του 1 έτους	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2016 Φεβρ.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,97	2,11	2,09	1,37	1,48	1,74	2,03
Μάρτ.	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,04
Απρ.	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01
Μάιος	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92
Ιούν.	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,91	1,85	1,34	1,60	1,64	1,89
Ιούλ.	0,09	0,16	0,42	2,70	2,73	3,07	2,47	1,87	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
Αύγ.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83
Σεπτ.	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,96	2,42	1,82	1,85	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86
Οκτ.	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
Νοέμ.	0,07	0,12	0,42	2,64	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,28	1,43	1,52	1,82
Δεκ.	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,84	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017 Ιαν. ^(m)	0,06	0,12	0,51	2,69	2,67	2,83	2,30	1,81	1,85	1,73	1,22	1,45	1,63	1,80

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Τα στοιχεία αφορούν την εκάστοτε σύνθεση της ζώνης του ευρώ.

2) Σύμφωνα με το ESA 2010, τον Δεκέμβριο του 2014 οι εταιρίες συμμετοχών των μη χρηματοπιστωτικών ομίλων αναξινομήθηκαν από τον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στον τομέα των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων.

2 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις

2.6 Εκδόσεις χρεογράφων κατοίκων της ζώνης του ευρώ, κατά τομέα εκδότη και αρχική διάρκεια (δισεκ. ευρώ, συναλλαγές στη διάρκεια του μηνός και υπόλοιπα στο τέλος της περιόδου, ονομαστική αξία)

	Υπόλοιπα							Ακαθάριστες εκδόσεις ¹⁾						
	Σύνολο	NXI (συμπεριλαμβανομένου του Ευρωσυστήματος)	Επιχειρήσεις πλην NXI			Γενική κυβέρνηση		Σύνολο	NXI (συμπεριλαμβανομένου του Ευρωσυστήματος)	Επιχειρήσεις πλην NXI			Γενική κυβέρνηση	
			Χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην NXI	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	Κεντρ. κυβέρνηση	Λοιπή γενική κυβέρνηση	Χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην NXI			Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	Κεντρ. κυβέρνηση	Λοιπή γενική κυβέρνηση		
													Χρηματοδοτικές εταιρίες ειδικού σκοπού	Χρηματοδοτικές εταιρίες ειδικού σκοπού
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Βραχυπρόθεσμες														
2014	1 320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 278	517	156	.	62	478	65	338	153	37	.	33	82	34
2016	1 241	521	133	.	59	466	62	335	147	45	.	32	79	33
2016 Αύγ.	1 301	526	151	.	71	484	70	321	142	51	.	24	77	27
Σεπτ.	1 315	540	149	.	69	492	66	355	159	44	.	30	86	36
Οκτ.	1 291	531	139	.	71	484	67	340	155	43	.	35	69	37
Νοέμ.	1 304	537	145	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26
Δεκ.	1 241	521	133	.	59	466	62	303	128	69	.	31	50	25
2017 Ιαν.	1 273	537	134	.	71	469	62	390	187	37	.	38	88	41
Μακροπρόθεσμες														
2014	15 135	4 050	3 167	.	990	6 285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15 242	3 783	3 285	.	1 055	6 482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15 255	3 645	3 191	.	1 133	6 635	651	207	59	45	.	17	77	9
2016 Αύγ.	15 167	3 696	3 125	.	1 078	6 629	640	99	32	17	.	3	42	5
Σεπτ.	15 184	3 677	3 141	.	1 097	6 630	638	217	52	46	.	29	84	7
Οκτ.	15 214	3 673	3 169	.	1 103	6 618	651	239	56	61	.	22	82	18
Νοέμ.	15 276	3 666	3 177	.	1 129	6 653	652	216	43	64	.	26	76	7
Δεκ.	15 255	3 645	3 191	.	1 133	6 635	651	156	45	71	.	13	25	2
2017 Ιαν.	15 311	3 647	3 203	.	1 135	6 679	648	287	94	62	.	15	107	9

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Για λόγους σύγκρισης, τα ετήσια στοιχεία αφορούν τον μέσο όρο ανά μήνα στη διάρκεια του έτους.

2.7 Ρυθμοί μεταβολής και υπόλοιπα χρεογράφων και εισηγμένων μετοχών (δισεκ. ευρώ, ποσοστιαίες μεταβολές)

	Χρεόγραφα							Εισηγμένες μετοχές			
	Σύνολο	NXI (συμπεριλαμβανομένου του Ευρωσυστήματος)	Επιχειρήσεις πλην NXI			Γενική κυβέρνηση		Σύνολο	NXI	Χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην NXI	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις
			Χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην NXI	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	Κεντρική κυβέρνηση	Λοιπή γενική κυβέρνηση					
							Χρηματοδοτικές εταιρίες ειδικού σκοπού				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Υπόλοιπα											
2014	16 455,1	4 593,1	3 297,3	.	1 048,8	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3
2015	16 520,7	4 300,6	3 441,5	.	1 116,6	6 960,0	702,1	6 744,7	586,1	910,5	5 248,1
2016	16 496,0	4 165,6	3 324,7	.	1 192,2	7 100,2	713,3	7 029,1	538,7	1 022,8	5 467,6
2016 Αύγ.	16 468,4	4 221,7	3 276,1	.	1 148,3	7 112,6	709,7	6 535,7	444,7	880,6	5 210,3
Σεπτ.	16 498,3	4 216,3	3 289,9	.	1 165,9	7 122,3	703,9	6 593,0	427,5	877,3	5 288,2
Οκτ.	16 504,4	4 203,1	3 307,7	.	1 174,4	7 101,5	717,6	6 665,7	479,2	912,2	5 274,4
Νοέμ.	16 579,9	4 203,0	3 321,6	.	1 198,8	7 140,0	716,4	6 651,0	482,3	957,1	5 211,6
Δεκ.	16 496,0	4 165,6	3 324,7	.	1 192,2	7 100,2	713,3	7 029,1	538,7	1 022,8	5 467,6
2017 Ιαν.	16 583,7	4 183,7	3 336,8	.	1 205,8	7 147,5	709,9	7 015,2	542,3	1 020,9	5 452,0
Ρυθμός μεταβολής											
2014	-0,7	-8,1	0,4	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	0,0	-2,9	-2,8	.	6,9	2,0	1,4	0,5	1,2	1,0	0,4
2016 Αύγ.	0,1	-4,5	0,1	.	3,9	2,1	2,1	0,9	2,8	1,6	0,6
Σεπτ.	0,0	-3,8	-0,9	.	5,5	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6
Οκτ.	-0,3	-4,0	-1,7	.	6,2	1,3	3,1	0,9	2,8	1,4	0,7
Νοέμ.	-0,2	-4,2	-1,2	.	7,1	1,5	1,0	0,8	2,8	1,0	0,5
Δεκ.	0,0	-2,9	-2,8	.	6,9	2,0	1,4	0,5	1,2	1,0	0,4
2017 Ιαν.	0,6	-2,0	-1,7	.	8,6	2,0	1,1	0,6	1,5	1,1	0,4

Πηγή: ΕΚΤ.

2 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις

2.8 Σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες¹⁾ (μέσοι όροι περιόδου, δείκτης: α' τρ. 1999=100)

	ΣΣΙ-19						ΣΣΙ-38	
	Ονομαστική	Πραγματική ΔTK	Πραγματική ΔΤΠ	Αποπληθωριστής πραγματικού ΑΕΠ	Πραγματική με βάση το μοναδιαίο κόστος εργασίας στη μεταποίηση ²⁾	Πραγματική με βάση το μοναδιαίο κόστος εργασίας στο σύνολο της οικονομίας	Ονομαστική	Πραγματική ΔTK
	1	2	3	4	5	6	7	8
2014	101,8	97,8	97,0	91,9	98,5	100,0	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,7	85,0	90,9	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	.	.	.	110,4	90,0
2016 α' τρ.	94,1	89,5	91,0	85,6	85,4	91,9	110,4	90,1
β' τρ.	94,9	90,3	91,7	86,1	85,5	92,2	110,8	90,4
γ' τρ.	95,2	90,5	91,7	86,2	86,1	92,2	110,6	90,1
δ' τρ.	94,9	90,2	91,1	.	.	.	110,0	89,6
2016 Σεπτ.	95,4	90,6	91,8	-	-	-	110,9	90,3
Οκτ.	95,5	90,8	91,8	-	-	-	110,6	90,1
Νοέμ.	95,0	90,2	91,1	-	-	-	110,3	89,7
Δεκ.	94,2	89,6	90,4	-	-	-	109,2	88,9
2017 Ιαν.	94,4	89,7	90,4	-	-	-	109,7	89,1
Φεβρ.	93,9	89,2	89,8	-	-	-	108,8	88,3
	<i>Ποσοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου μηνός</i>							
2017 Φεβρ.	-0,5	-0,5	-0,6	-	-	-	-0,8	-0,9
	<i>Ποσοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους</i>							
2017 Φεβρ.	-0,9	-0,8	-2,0	-	-	-	-2,2	-2,8

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Ορισμό των ομάδων εμπορικών εταιρών και λοιπές πληροφορίες βλ. στις Γενικές Σημειώσεις του Στατιστικού Δελτίου.

2) Σειρές αποπληθωρισμένες με το μοναδιαίο κόστος εργασίας στη μεταποίηση είναι διαθέσιμες μόνο για την ομάδα εμπορικών εταιρών ΣΣΙ-18.

2.9 Διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες

(μέσοι όροι περιόδου, μονάδες εθνικού νομίσματος ανά ευρώ)

	Γιουάν Κίνας	Κούνα Κροατίας	Κορώνα Τσεχίας	Κορώνα Δανίας	Φιορίνι Ουγγαρίας	Γεν Ιαπωνίας	Ζλότυ Πολωνίας	Λίρα Αγγλίας	Λέι Ρουμανίας	Κορώνα Σουηδίας	Φράγκο Ελβετίας	Δολάριο ΗΠΑ
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2016 α' τρ.	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
β' τρ.	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
γ' τρ.	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
δ' τρ.	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2016 Σεπτ.	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
Οκτ.	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
Νοέμ.	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
Δεκ.	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
2017 Ιαν.	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
Φεβρ.	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
	<i>Ποσοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου μηνός</i>											
2017 Φεβρ.	-0,1	-1,1	0,0	0,0	-0,2	-1,6	-1,4	-1,0	0,3	-0,4	-0,5	0,3
	<i>Ποσοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους</i>											
2017 Φεβρ.	0,7	-2,5	-0,1	-0,4	-0,6	-5,6	-2,0	9,9	0,7	0,7	-3,3	-4,1

Πηγή: ΕΚΤ.

2 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις

2.10 Ισοζύγιο πληρωμών της ζώνης του ευρώ, ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών (δισεκ. ευρώ, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά, υπόλοιπα στο τέλος της περιόδου, συναλλαγές στη διάρκεια της περιόδου)

	Σύνολο ¹⁾			Άμεσες επενδύσεις		Επενδύσεις χαρτοφυλακίου		Καθαρά χρηματοοικονομικά παράγωγα	Λοιπές επενδύσεις		Συναλλαγματικά διαθέσιμα	Υπόμνηση: ακαθάριστο εξωτερικό χρέος
	Απαιτήσεις	Υποχρεώσεις	Καθαρό αποτέλεσμα	Απαιτήσεις	Υποχρεώσεις	Απαιτήσεις	Υποχρεώσεις		Απαιτήσεις	Υποχρεώσεις		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Υπόλοιπα (διεθνής επενδυτική θέση)												
2015 δ' τρ.	22 234,9	23 309,5	-1 074,5	9 813,6	8 082,4	7 175,8	10 301,2	-44,6	4 645,8	4 925,9	644,2	13 003,5
2016 α' τρ.	22 100,4	23 177,4	-1 077,0	9 675,5	7 997,6	7 111,3	10 108,7	-21,8	4 660,0	5 071,1	675,3	13 236,7
β' τρ.	22 655,4	23 592,2	-936,9	9 808,6	8 199,1	7 428,4	10 144,1	-54,0	4 750,5	5 249,0	721,8	13 379,8
γ' τρ.	22 850,8	23 717,5	-866,6	9 746,7	8 053,4	7 689,8	10 288,3	-49,2	4 736,5	5 375,8	727,0	13 362,6
Υπόλοιπα ως ποσοστό του ΑΕΠ												
2016 γ' τρ.	214,0	222,2	-8,1	91,3	75,4	72,0	96,4	-0,5	44,4	50,4	6,8	125,2
Συναλλαγές												
2016 α' τρ.	385,6	381,0	4,6	113,8	74,8	134,1	40,6	27,3	109,3	265,6	1,0	-
β' τρ.	205,9	143,7	62,3	-13,5	24,6	122,3	-34,2	-44,6	139,5	153,3	2,2	-
γ' τρ.	205,0	39,3	165,7	37,5	-87,8	138,2	-29,6	26,0	-4,4	156,7	7,7	-
δ' τρ.	103,1	-52,1	155,2	154,6	1,9	-18,5	-42,0	17,1	-54,5	-12,0	4,3	-
2016 Ιούλ.	135,6	111,2	24,4	5,1	-26,7	53,6	-5,2	14,7	63,0	143,2	-0,9	-
Αύγ.	126,1	74,2	51,9	44,5	2,3	54,2	-16,2	6,7	18,8	88,1	1,8	-
Σεπτ.	-56,7	-146,1	89,5	-12,2	-63,4	30,4	-8,2	4,6	-86,3	-74,6	6,8	-
Οκτ.	243,7	252,8	-9,1	95,7	24,7	-12,0	-9,0	8,7	155,3	237,2	-4,1	-
Νοέμ.	43,0	22,7	20,3	51,6	22,3	-20,6	22,4	2,3	7,5	-22,0	2,2	-
Δεκ.	-183,6	-327,6	144,1	7,3	-45,1	14,2	-55,4	6,1	-217,3	-227,2	6,1	-
Σωρευτικές συναλλαγές 12μήνου												
2016 Δεκ.	899,6	511,9	387,8	292,4	13,5	376,2	-65,2	25,9	190,0	563,5	15,2	-
Σωρευτικές συναλλαγές 12μήνου ως ποσοστό του ΑΕΠ												
2016 Δεκ.	8,4	4,8	3,6	2,7	0,1	3,5	-0,6	0,2	1,8	5,3	0,1	-

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Τα καθαρά χρηματοοικονομικά παράγωγα περιλαμβάνονται στις συνολικές απαιτήσεις.

3 Οικονομική δραστηριότητα

3.1 ΑΕΠ και συνιστώσες της δαπάνης

(τριμηνιαία στοιχεία με εποχική διόρθωση, ετήσια στοιχεία χωρίς εποχική διόρθωση)

	ΑΕΠ									Εξωτερικό ισοζύγιο ¹⁾		
	Σύνολο	Εγχώρια ζήτηση							Μεταβολές αποθεμάτων ²⁾	Σύνολο	Εξαγωγές ¹⁾	Εισαγωγές ¹⁾
		Σύνολο	Ιδιωτική κατανάλωση	Δημόσια κατανάλωση	Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου			Προϊόντα διανοητικής ιδιοκτησίας				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Τρέχουσες τιμές (δισεκ. ευρώ)</i>												
2014	10 135,2	9 776,8	5 632,5	2 125,5	1 988,6	1 000,5	598,7	382,2	30,3	358,3	4 532,5	4 174,2
2015	10 459,6	9 986,9	5 743,3	2 164,6	2 066,3	1 018,6	631,9	407,6	12,7	472,7	4 833,4	4 360,7
2016	10 733,2	10 233,2	5 875,7	2 221,5	2 138,1	.	.	.	-2,1	500,0	4 902,6	4 402,6
2016 α' τρ.	2 660,3	2 534,3	1 455,0	551,5	527,1	259,8	163,1	102,0	0,7	126,0	1 200,3	1 074,3
β' τρ.	2 671,4	2 547,7	1 462,9	553,8	534,7	260,2	164,4	107,4	-3,6	123,7	1 215,5	1 091,8
γ' τρ.	2 686,7	2 560,7	1 469,9	556,6	533,6	263,2	165,1	102,9	0,6	126,1	1 223,8	1 097,7
δ' τρ.	2 707,8	2 586,1	1 483,2	559,6	539,0	.	.	.	4,3	121,8	1 253,4	1 131,7
<i>Ως ποσοστό του ΑΕΠ</i>												
2016	100,0	95,3	54,7	20,7	19,9	.	.	.	0,0	4,7	-	-
<i>Αλυσιωτοί όγκοι (τιμές προηγούμενου έτους)</i>												
<i>τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές</i>												
2016 α' τρ.	0,5	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,0	-0,6	-	-	0,2	-0,1
β' τρ.	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	-0,6	1,0	5,7	-	-	1,3	1,4
γ' τρ.	0,4	0,3	0,3	0,1	-0,7	0,9	-0,2	-4,6	-	-	0,3	-0,1
δ' τρ.	0,4	0,6	0,4	0,4	0,6	.	.	.	-	-	1,5	2,0
<i>ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές</i>												
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,5	-0,9	4,4	3,1	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,3	4,7	5,6	-	-	6,5	6,5
2016	1,7	2,0	2,0	1,8	2,6	.	.	.	-	-	2,9	3,5
2016 α' τρ.	1,7	2,1	2,0	2,0	2,5	2,1	4,1	0,7	-	-	2,5	3,4
β' τρ.	1,6	2,3	1,9	2,0	3,8	2,1	5,2	5,0	-	-	2,5	4,0
γ' τρ.	1,8	1,8	1,8	1,6	2,3	2,6	3,9	-1,0	-	-	2,6	2,8
δ' τρ.	1,7	1,6	1,8	1,6	1,5	.	.	.	-	-	3,3	3,2
<i>συμβολές στις τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές του ΑΕΠ, ποσοστιαίες μονάδες</i>												
2016 α' τρ.	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
β' τρ.	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,0	-	-
γ' τρ.	0,4	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,2	0,2	0,2	-	-
δ' τρ.	0,4	0,5	0,2	0,1	0,1	.	.	.	0,1	-0,1	-	-
<i>συμβολές στις ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές του ΑΕΠ, ποσοστιαίες μονάδες</i>												
2014	1,2	1,2	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,7	1,9	1,1	0,4	0,5	.	.	.	-0,1	-0,1	-	-
2016 α' τρ.	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,3	-	-
β' τρ.	1,6	2,1	1,0	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,5	-	-
γ' τρ.	1,8	1,7	1,0	0,3	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	-	-
δ' τρ.	1,7	1,5	1,0	0,3	0,3	.	.	.	-0,1	0,2	-	-

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Οι εξαγωγές/εισαγωγές καλύπτουν αγαθά και υπηρεσίες και συμπεριλαμβάνουν τις εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ.

2) Συμπεριλαμβάνεται η κτήση (μείον διάθεση) τιμαλφών.

3 Οικονομική δραστηριότητα

3.2 Προστιθέμενη αξία κατά οικονομική δραστηριότητα

(τριμηνιαία στοιχεία με εποχική διόρθωση, ετήσια στοιχεία χωρίς εποχική διόρθωση)

	Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία (βασικές τιμές)											Φόροι μείον επιδοτήσεις προϊόντων
	Σύνολο	Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	Μεταποίηση, ενέργεια και εταιρίες κοινής ωφέλειας	Κατασκευές	Εμπόριο, μεταφορές, ξενοδοχεία και εστιατόρια	Ενημέρωση και επικοινωνία	Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	Δραστηριότητες σχετικές με ακίνητη περιουσία	Επαγγελματικές, επιχειρηματικές και υποστηρικτικές υπηρεσίες	Δημόσια διοίκηση, παιδεία, υγεία και κοινωνική εργασία	Τέχνες, ψυχαγωγία και λοιπές υπηρεσίες	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Τρέχουσες τιμές (δισεκ. ευρώ)												
2014	9 100,9	150,0	1 777,2	461,1	1 711,3	415,4	461,5	1 044,9	979,2	1 778,7	321,5	1 034,3
2015	9 387,7	150,6	1 886,6	466,7	1 766,6	428,2	459,9	1 062,9	1 021,8	1 817,6	326,9	1 071,9
2016	9 626,0	145,8	1 923,6	486,1	1 819,8	443,0	451,6	1 090,2	1 063,8	1 865,8	336,4	1 107,1
2016 α' τρ.	2 387,0	36,1	478,9	120,2	450,0	109,6	113,6	269,9	262,7	462,5	83,5	273,4
β' τρ.	2 396,0	36,0	476,7	120,8	452,7	110,5	113,0	271,9	265,4	465,2	83,8	275,5
γ' τρ.	2 409,3	36,3	480,3	121,7	455,0	111,0	112,8	273,3	267,0	467,8	84,1	277,5
δ' τρ.	2 426,9	37,4	484,8	123,0	460,0	111,5	112,2	275,1	268,1	470,0	84,6	281,0
<i>ως ποσοστό της προστιθέμενης αξίας</i>												
2016	100,0	1,5	20,0	5,0	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,4	3,5	-
Αλυσωτοί όγκοι (τιμές προηγούμενου έτους)												
<i>τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές</i>												
2016 α' τρ.	0,6	-1,3	0,2	1,1	0,9	1,0	0,9	0,2	0,8	0,4	0,5	0,2
β' τρ.	0,3	-0,8	0,1	-0,1	0,4	1,3	-0,6	0,3	1,1	0,2	0,1	0,5
γ' τρ.	0,4	-0,7	0,7	0,4	0,4	1,1	0,1	0,2	0,4	0,3	0,4	0,5
δ' τρ.	0,4	0,1	0,4	0,6	0,7	0,6	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,5
<i>ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές</i>												
2014	1,2	1,2	2,4	-1,1	1,2	3,5	-1,2	0,5	2,5	0,5	0,1	1,1
2015	1,9	-0,6	4,3	-0,1	2,1	2,8	-0,3	0,8	2,8	1,0	0,0	3,2
2016	1,6	-2,0	1,4	1,8	2,4	3,1	0,2	1,0	2,9	1,1	1,2	2,6
2016 α' τρ.	1,5	-1,7	1,7	1,4	2,2	2,5	0,3	0,8	2,7	0,9	0,9	3,3
β' τρ.	1,5	-1,8	1,1	1,5	2,3	3,1	-0,3	1,0	3,3	1,0	1,3	2,4
γ' τρ.	1,7	-2,1	1,2	2,4	2,3	3,6	0,5	1,0	3,1	1,2	1,4	2,6
δ' τρ.	1,7	-2,6	1,4	2,1	2,5	4,1	0,4	1,1	2,5	1,1	1,3	1,7
<i>συμβολές στις τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές της προστιθέμενης αξίας, ποσοστιαίες μονάδες</i>												
2016 α' τρ.	0,6	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
β' τρ.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
γ' τρ.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
δ' τρ.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>συμβολές στις ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές της προστιθέμενης αξίας, ποσοστιαίες μονάδες</i>												
2014	1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,6	0,0	0,3	0,1	0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 α' τρ.	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
β' τρ.	1,5	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
γ' τρ.	1,7	0,0	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
δ' τρ.	1,7	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

3 Οικονομική δραστηριότητα

3.3 Απασχόληση¹⁾

(τριμηνιαία στοιχεία με εποχική διόρθωση, ετήσια στοιχεία χωρίς εποχική διόρθωση)

	Σύνολο	Κατά οικονομική δραστηριότητα											
		Κατά εργασιακό καθεστώς			Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	Μεταποίηση, ενέργεια και κοινή ωφέλεια	Κατασκευές	Εμπόριο, μεταφορές, ξενοδοχεία και εστιατόρια	Ενημέρωση και επικοινωνία	Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	Δραστηριότητες σχετικές με ακίνητη περιουσία	Επαγγελματικές, επιχειρηματικές και υποστηρικτικές υπηρεσίες	Δημόσια διοίκηση, παιδεία, υγεία και κοινωνική εργασία	Τέχνες, ψυχαγωγία και λοιπές υπηρεσίες
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Αριθμός απασχολούμενων													
<i>ως ποσοστό του συνολικού αριθμού απασχολούμενων</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
<i>ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,8	-1,8	-1,3	-3,6	-0,9	0,4	-1,3	-1,4	0,4	0,3	0,4
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-0,9	0,1	0,0	1,1	1,2	-0,5	0,8	3,0	0,9	1,1
2015 δ' τρ.	1,2	1,5	-0,3	-1,0	0,3	0,0	1,5	1,7	-0,7	0,2	3,2	1,0	1,6
2016 α' τρ.	1,4	1,7	-0,5	-0,9	0,7	-0,1	1,7	2,4	-0,4	1,1	3,3	1,0	1,9
β' τρ.	1,4	1,6	-0,1	-0,4	0,6	-0,2	1,9	2,0	-0,4	0,3	3,0	1,1	1,6
γ' τρ.	1,2	1,4	-0,1	0,3	0,6	-0,1	1,7	1,8	-0,3	1,4	2,6	1,0	1,2
Πραγματικές ώρες εργασίας													
<i>ως ποσοστό των συνολικών ωρών εργασίας</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
<i>ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,5	-5,0	-1,7	0,1	-1,9	-2,7	-0,6	-0,2	-1,0
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,1	1,4	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9	2,1	-0,5	1,1	3,2	1,1	1,1
2015 δ' τρ.	1,2	1,4	0,2	0,1	0,1	0,7	1,3	2,2	-0,4	-0,6	3,2	1,1	1,6
2016 α' τρ.	1,5	1,8	0,2	0,7	0,9	0,4	1,7	3,0	0,0	1,0	3,9	1,0	1,1
β' τρ.	1,5	1,7	1,0	0,5	1,0	0,0	2,0	2,5	0,4	0,4	3,6	0,9	1,8
γ' τρ.	1,1	1,3	-0,1	0,5	0,6	-0,2	1,7	1,7	-0,2	0,1	2,2	0,7	0,7
Πραγματικές ώρες εργασίας ανά απασχολούμενο													
<i>ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,2	-0,7	-1,4	-1,1	-0,5	-1,4
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,2	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0
2015 δ' τρ.	0,0	-0,1	0,6	1,1	-0,2	0,7	-0,3	0,4	0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0
2016 α' τρ.	0,2	0,1	0,7	1,6	0,3	0,5	0,0	0,6	0,3	-0,1	0,6	-0,1	-0,8
β' τρ.	0,2	0,0	1,1	0,8	0,4	0,2	0,0	0,4	0,8	0,2	0,6	-0,2	0,2
γ' τρ.	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-1,3	-0,4	-0,3	-0,4

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Τα στοιχεία για την απασχόληση βασίζονται στο ESA 2010.

3 Οικονομική δραστηριότητα

3.4 Εργατικό δυναμικό, ανεργία και κενές θέσεις εργασίας

(με εποχική διόρθωση, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Εργατικό δυναμικό, εκατομμύρια άτομα ¹⁾	Υποαπασχόληση, % του εργατικού δυναμικού ¹⁾	Ανεργία											Ποσοστό κενών θέσεων εργασίας ²⁾
			Σύνολο		Μακρο-πρόβλεψη ανεργία, % του εργατικού δυναμικού ¹⁾	Κατά ηλικία				Κατά φύλο				
			Εκατομμύρια	% του εργατικού δυναμικού		Ενήλικες		Νέοι		Άνδρες		Γυναίκες		
						Εκατομμύρια	% του εργατικού δυναμικού	Εκατομμύρια	% του εργατικού δυναμικού	Εκατομμύρια	% του εργατικού δυναμικού	Εκατομμύρια	% του εργατικού δυναμικού	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% του συνόλου το 2016			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2014	160,334	4,6	18,636	11,6	6,1	15,216	10,4	3,421	23,7	9,933	11,5	8,703	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,293	9,8	3,149	22,3	9,252	10,7	8,190	11,0	1,5
2016	.	.	16,233	10,0	.	13,283	9,0	2,950	20,9	8,471	9,7	7,761	10,4	1,7
2016 α' τρ.	161,013	4,5	16,633	10,3	5,2	13,627	9,2	3,006	21,5	8,712	10,0	7,921	10,6	1,7
2016 β' τρ.	161,849	4,5	16,387	10,1	5,1	13,406	9,1	2,981	21,0	8,518	9,8	7,869	10,5	1,7
2016 γ' τρ.	162,465	4,1	16,130	9,9	4,8	13,202	8,9	2,929	20,7	8,389	9,6	7,741	10,3	1,6
2016 δ' τρ.	.	.	15,779	9,7	.	12,897	8,7	2,882	20,4	8,265	9,4	7,514	10,0	1,7
2016 Αύγ.	-	-	16,153	9,9	-	13,218	8,9	2,936	20,7	8,386	9,6	7,767	10,4	-
2016 Σεπτ.	-	-	16,042	9,9	-	13,148	8,9	2,894	20,5	8,361	9,6	7,680	10,2	-
2016 Οκτ.	-	-	15,860	9,8	-	12,990	8,8	2,870	20,4	8,305	9,5	7,555	10,1	-
2016 Νοέμ.	-	-	15,802	9,7	-	12,899	8,7	2,903	20,5	8,295	9,5	7,507	10,0	-
2016 Δεκ.	-	-	15,676	9,6	-	12,803	8,6	2,874	20,3	8,195	9,3	7,481	10,0	-
2017 Ιαν.	-	-	15,620	9,6	-	12,794	8,6	2,826	20,0	8,152	9,3	7,468	10,0	-

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Χωρίς εποχική διόρθωση.

2) Το ποσοστό κενών θέσεων εργασίας ισούται με το πηλίκο του αριθμού των κενών θέσεων εργασίας προς τον συνολικό αριθμό θέσεων εργασίας (άθροισμα κατελημμένων και κενών), εκφραζόμενο ως ποσοστό.

3.5 Βραχυχρόνιοι δείκτες επιχειρηματικής δραστηριότητας

	Βιομηχανική παραγωγή						Παραγωγή τομέα κατασκευών	Δείκτης ΕΚΤ για τις νέες βιομηχανικές παραγωγές	Λιανικές πωλήσεις				Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων
	Σύνολο (εκτός των κατασκευών)		Βασικές ομάδες αγαθών						Σύνολο	Είδη διαροπής-ποτά-καπνός	Προϊόντα πλην ειδών διατροφής	Καύσιμα	
	Μεταποίηση	Ενδιάμεσα αγαθά	Κεφαλαιακά αγαθά	Καταναλωτικά αγαθά	Ενέργεια								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% του συνόλου το 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές													
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,0	2,3	1,0	3,6	2,3	0,8	-0,8	3,6	2,7	1,7	3,5	2,4	8,8
2016	1,4	1,5	1,7	1,7	1,0	-0,1	1,9	0,4	1,9	1,3	2,5	1,8	7,2
2016 α' τρ.	1,3	2,0	1,9	2,9	1,0	-3,7	2,6	0,4	2,2	1,7	2,8	1,4	9,5
2016 β' τρ.	1,1	1,1	1,2	1,3	1,1	-0,9	-0,1	-2,3	1,8	0,6	2,8	2,2	8,5
2016 γ' τρ.	1,0	1,2	1,5	0,9	1,3	-0,5	3,1	0,2	1,4	1,3	1,5	2,3	6,5
2016 δ' τρ.	2,0	1,6	2,3	1,6	0,7	4,8	2,2	3,3	2,2	1,5	3,1	1,3	4,0
2016 Αύγ.	2,4	2,5	2,7	3,4	0,6	2,1	2,1	2,0	1,2	0,5	1,9	1,7	3,9
2016 Σεπτ.	1,3	1,3	1,5	1,2	1,3	1,4	1,8	1,8	1,1	1,9	0,3	2,3	9,4
2016 Οκτ.	0,8	0,6	0,9	1,3	-0,8	2,0	1,7	3,2	2,9	2,4	3,9	1,4	4,2
2016 Νοέμ.	3,2	2,8	2,9	3,3	2,5	5,8	0,6	2,4	2,7	1,7	3,7	2,2	4,5
2016 Δεκ.	2,0	1,3	3,4	-0,1	0,5	6,5	3,2	4,1	1,2	0,6	1,9	0,2	3,1
2017 Ιαν.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	0,3	2,2	0,6	3,0
Μηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές (ε.δ.)													
2016 Αύγ.	2,0	2,1	1,8	4,2	0,0	3,5	0,2	2,4	-0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,6
2016 Σεπτ.	-0,8	-1,0	-0,5	-2,1	-0,7	-0,1	-0,9	-1,1	-0,1	0,5	-1,1	0,0	4,1
2016 Οκτ.	0,2	0,0	-0,3	1,4	-0,9	0,8	0,7	2,6	1,2	0,2	2,6	-0,7	-3,9
2016 Νοέμ.	1,5	1,6	1,9	0,2	1,7	1,3	0,9	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,5	2,4
2016 Δεκ.	-1,6	-1,7	-0,2	-3,3	-0,8	-1,4	-0,2	2,4	-0,5	-0,2	-0,4	-0,5	2,3
2017 Ιαν.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,1	-0,1	-0,2	0,8	0,8

Πηγές: Eurostat, υπολογισμοί της ΕΚΤ, πειραματικά στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ (στήλη 8) και European Automobile Manufacturers Association (στήλη 13).

3 Οικονομική δραστηριότητα

3.6 Έρευνες γνώμης (με εποχική διόρθωση)

	Έρευνες Επιχειρήσεων και Καταναλωτών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (διαφορά ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)								Έρευνες Υπευθύνων Προμηθειών (δείκτες διάχυσης)			
	Δείκτης οικονομικού κλίματος (μακρο-χρόνιος μέσος όρος= 100)	Μεταποιητική βιομηχανία		Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	Δείκτης εμπιστοσύνης στις κατασκευές	Δείκτης εμπιστοσύνης στο λιανικό εμπόριο	Κλάδοι υπηρεσιών		Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για τη μεταποίηση	Μεταποιητική παραγωγή	Επιχειρηματική δραστηριότητα για τις υπηρεσίες	Σύνθετος δείκτης παραγωγής
		Δείκτης εμπιστοσύνης στη βιομηχανία	Βαθμός χρησιμοποίησης παραγωγικού δυναμικού (%)				Δείκτης εμπιστοσύνης στις υπηρεσίες	Βαθμός χρησιμοποίησης παραγωγικού δυναμικού (%)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,7	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 α' τρ.	103,9	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	2,0	10,7	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
β' τρ.	104,2	-3,4	81,6	-7,8	-18,4	1,8	11,2	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
γ' τρ.	104,2	-2,9	82,0	-8,2	-16,0	0,3	10,3	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
δ' τρ.	106,9	-0,6	82,4	-6,4	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2016 Σεπτ.	104,8	-1,8	-	-8,2	-15,7	0,5	9,9	-	52,6	53,8	52,2	52,6
Οκτ.	106,3	-0,7	82,3	-8,0	-14,4	0,4	12,1	89,4	53,5	54,6	52,8	53,3
Νοέμ.	106,5	-1,1	-	-6,2	-12,9	1,5	12,2	-	53,7	54,1	53,8	53,9
Δεκ.	107,8	0,0	-	-5,1	-12,1	3,5	12,9	-	54,9	56,1	53,7	54,4
2017 Ιαν.	107,9	0,8	82,5	-4,8	-12,9	2,3	12,8	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
Φεβρ.	108,0	1,3	-	-6,2	-10,3	1,9	13,8	-	55,4	57,3	55,5	56,0

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Γενική Διεύθυνση ECFIN) (στήλες 1-8) και Markit (στήλες 9-12).

3.7 Συνοπτικοί λογαριασμοί νοικοκυριών και μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (τρέχουσες τιμές, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά, χωρίς εποχική διόρθωση)

	Νοικοκυριά							Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις					
	Ποσοστό αποταμίευσης (ακαθάριστο) ¹⁾	Λόγος χρέους	Πραγματικό ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημα	Χρηματοοικονομικές επενδύσεις	Μη χρηματοοικονομικές επενδύσεις (ακαθάριστες)	Καθαρή θέση ²⁾	Οικιστικός πλούτος	Μερίδιο κέρδους ³⁾	Ποσοστό αποταμίευσης (καθαρό)	Λόγος χρέους ³⁾	Χρηματοοικονομικές επενδύσεις	Μη χρηματοοικονομικές επενδύσεις (ακαθάριστες)	Χρηματοδότηση
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	12,5	95,6	-0,5	1,2	-4,9	0,9	-1,4	32,5	4,2	129,6	2,0	-0,1	0,7
2014	12,5	94,7	0,7	1,8	0,6	2,6	1,0	33,0	4,8	130,9	2,4	6,5	1,3
2015	12,3	94,1	1,8	2,0	2,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,4	3,8	2,5	2,1
2015 δ' τρ.	12,3	94,1	1,8	2,0	5,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,4	3,8	4,6	2,1
2016 α' τρ.	12,3	93,5	2,4	1,9	3,7	2,1	3,4	33,5	5,8	132,8	3,7	4,8	2,1
β' τρ.	12,5	93,6	2,5	2,3	5,6	3,2	3,8	33,7	6,1	133,4	3,9	4,5	2,2
γ' τρ.	12,5	93,5	1,7	2,2	5,7	4,4	4,3	33,5	6,1	131,8	3,5	3,0	1,9

Πηγές: EKT και Eurostat.

1) Με βάση τα σωρευτικά αθροίσματα τεσσάρων τριμήνων της αποταμίευσης και του ακαθάριστου διαθέσιμου εισοδήματος (διορθωμένων ως προς τη μεταβολή του καθαρού μεριδίου των νοικοκυριών στα αποθεματικά των ταμείων συντάξεων).

2) Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (μεϊον αντίστοιχες υποχρεώσεις) και μη χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Τα μη χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία αποτελούνται κυρίως από τον οικιστικό πλούτο (κατοικίες και οικόπεδα). Περιλαμβάνουν επίσης μη χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία επιχειρήσεων μη εταιρικής μορφής που ταξινομούνται εντός του τομέα των νοικοκυριών.

3) Το μερίδιο κέρδους χρησιμοποιεί το καθαρό επιχειρηματικό εισόδημα, που ισοδυναμεί περίπου με τα τρέχοντα κέρδη στην επιχειρηματική λογιστική.

4) Με βάση τα υπόλοιπα των δανείων, των χρεογράφων, των εμπορικών πιστώσεων και των υποχρεώσεων των συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων.

3 Οικονομική δραστηριότητα

3.8 Ισοζύγιο πληρωμών της ζώνης του ευρώ, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και ισοζύγιο κεφαλαίων (δισεκ. ευρώ, με εποχική διόρθωση, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά, συναλλαγές)

	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών											Ισοζύγιο κεφαλαίων ¹⁾	
	Σύνολο			Αγαθά		Υπηρεσίες		Πρωτογενές εισόδημα		Δευτερογενές εισόδημα		Πιστωση	Χρέωση
	Πιστωση	Χρέωση	Καθαρό	Πιστωση	Χρέωση	Πιστωση	Χρέωση	Πιστωση	Χρέωση	Πιστωση	Χρέωση		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016 α' τρ.	878,7	793,7	84,9	515,4	426,1	194,6	177,5	143,6	135,6	25,1	54,6	9,8	11,1
β' τρ.	887,3	792,2	95,1	518,8	421,3	191,0	178,0	152,1	140,4	25,4	52,6	7,3	6,9
γ' τρ.	896,4	807,5	88,8	524,4	427,6	196,0	175,8	150,5	141,7	25,5	62,4	6,5	5,7
δ' τρ.	913,9	818,2	95,8	541,5	452,9	197,4	178,5	151,9	128,1	23,2	58,6	13,8	7,8
2016 Ιούλ.	294,6	264,5	30,1	171,8	142,2	63,2	57,2	50,7	46,4	8,9	18,6	2,6	2,0
Αύγ.	300,7	271,2	29,5	176,4	143,7	65,5	58,7	50,5	47,6	8,4	21,1	1,7	1,7
Σεπτ.	301,1	271,8	29,3	176,3	141,7	67,3	59,8	49,3	47,7	8,2	22,6	2,2	2,0
Οκτ.	297,2	268,8	28,4	174,9	148,9	66,4	57,5	48,5	42,1	7,4	20,3	3,1	2,0
Νοέμ.	311,1	274,7	36,4	182,5	151,7	66,0	60,7	55,1	42,9	7,5	19,3	3,4	2,0
Δεκ.	305,6	274,6	31,0	184,1	152,3	64,9	60,3	48,3	43,0	8,4	19,0	7,3	3,8
<i>Σωρευτικές συναλλαγές 12 μηνών</i>													
2016 Δεκ.	3 576,3	3 211,7	364,7	2 100,1	1 727,9	779,0	709,9	598,1	545,7	99,1	228,1	37,4	31,5
<i>Σωρευτικές συναλλαγές 12 μηνών ως ποσοστό του ΑΕΠ</i>													
2016 Δεκ.	33,3	29,9	3,4	19,6	16,1	7,3	6,6	5,6	5,1	0,9	2,1	0,3	0,3

1) Το ισοζύγιο κεφαλαίων δεν είναι εποχικά διορθωμένο.

3.9 Εξωτερικό εμπόριο αγαθών της ζώνης του ευρώ, αξίες και όγκοι κατά ομάδα προϊόντων (με εποχική διόρθωση, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σύνολο		Εξαγωγές (f.o.b.)				Εισαγωγές(c.i.f.)						
	Εξαγωγές	Εισαγωγές	Σύνολο			Υπόμνηση: Μεταποίηση	Σύνολο			Υπόμνηση			
			Ενδιάμεσα αγαθά	Κεφαλαιακά αγαθά	Καταναλωτικά αγαθά		Ενδιάμεσα αγαθά	Κεφαλαιακά αγαθά	Καταναλωτικά αγαθά	Μεταποίηση	Πετρέλαιο		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Αξίες (δισεκ. ευρώ, ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές για τις στήλες 1 και 2)</i>													
2016 α' τρ.	-0,9	-2,5	502,2	233,1	104,2	151,2	421,6	438,5	240,8	72,5	116,8	326,7	37,4
β' τρ.	0,0	-3,7	502,9	231,7	106,1	153,6	432,9	431,9	236,8	71,7	115,4	325,7	42,4
γ' τρ.	-0,2	-2,2	506,5	236,6	102,9	153,7	427,5	440,8	242,5	71,2	116,7	326,9	43,7
δ' τρ.	2,2	1,9	523,9	.	.	.	438,7	457,4	.	.	.	332,7	.
2016 Ιούλ.	-9,4	-8,0	166,4	77,6	33,6	50,4	135,1	146,6	80,6	23,6	38,8	104,8	15,0
Αύγ.	8,4	3,8	170,5	79,3	35,0	52,0	147,1	147,7	81,2	24,1	39,2	112,0	14,4
Σεπτ.	2,2	-1,7	169,7	79,7	34,3	51,3	145,3	146,5	80,7	23,6	38,8	110,0	14,4
Οκτ.	-4,5	-3,0	169,5	78,9	34,7	51,2	136,4	149,8	82,4	24,9	39,3	107,0	15,6
Νοέμ.	5,7	4,9	174,7	82,2	34,7	52,8	148,3	152,5	85,1	24,1	39,7	112,5	16,4
Δεκ.	5,9	4,2	179,6	.	.	.	154,0	155,1	.	.	.	113,1	.
<i>Δείκτες όγκου (2000=100, ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές για τις στήλες 1 και 2)</i>													
2016 α' τρ.	-0,8	2,5	118,3	115,6	117,5	121,7	116,9	109,9	110,8	107,0	110,0	111,3	110,7
β' τρ.	2,3	4,5	118,3	114,2	119,8	124,0	120,1	107,7	107,0	105,7	110,7	112,5	101,2
γ' τρ.	0,5	1,1	118,3	115,6	115,1	123,6	117,9	108,4	107,4	105,0	110,8	111,9	100,1
δ' τρ.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 Ιούν.	0,1	2,7	117,6	112,8	118,3	124,5	120,8	107,6	106,8	106,4	110,6	113,5	97,0
Ιούλ.	-8,3	-3,7	116,9	113,9	113,6	121,7	112,0	108,7	107,5	105,0	110,6	108,1	102,4
Αύγ.	9,1	7,1	119,1	116,1	116,5	125,0	121,3	109,0	108,1	106,4	111,5	114,8	99,8
Σεπτ.	2,4	0,5	119,0	116,9	115,2	124,2	120,5	107,6	106,6	103,5	110,3	112,8	98,2
Οκτ.	-4,8	-2,6	118,3	114,8	115,6	124,0	112,8	108,8	107,3	108,4	111,5	108,9	100,5
Νοέμ.	4,8	4,0	121,1	119,3	115,9	125,6	121,8	109,9	109,7	104,2	111,8	113,7	107,3

Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.

1) Οι διαφορές μεταξύ του ισοζυγίου αγαθών που καταρτίζει η ΕΚΤ (Πίνακας 3.8) και των εμπορικών συναλλαγών επί αγαθών που καταρτίζει η Eurostat (Πίνακας 3.9) οφείλονται κυρίως στους διαφορετικούς ορισμούς.

2) Οι ομάδες προϊόντων ταξινομούνται στις μεγάλες οικονομικές κατηγορίες.

4. Τιμές και κόστος

4.1 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή¹⁾

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σύνολο					Σύνολο (ε.δ., ποσοστιαία μεταβολή έναντι της προηγούμενης περιόδου) ²⁾						Υπόμνηση: διοικητικά καθοριζόμενες τιμές	
	Δείκτης 2015=100	Σύνολο		Αγαθά	Υπηρεσίες	Σύνολο	Επεξεργασμένα είδη διατροφής	Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	Βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας	Ενέργεια (μ.ε.δ.)	Υπηρεσίες	Σύνολο ΕνΔΤΚ χωρίς τις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές	Διοικητικά καθοριζόμενες τιμές
		2	3											4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% του συνόλου το 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2
2016 α' τρ.	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-1,0	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3
2016 β' τρ.	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,1	2,0	0,3	-0,1	0,0
2016 γ' τρ.	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3
2016 δ' τρ.	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2016 Σεπτ.	100,6	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,8	0,0	1,0	0,1	0,4	0,4
2016 Οκτ.	100,9	0,5	0,8	0,1	1,1	0,2	0,1	0,0	0,0	1,6	0,1	0,6	0,2
2016 Νοέμ.	100,8	0,6	0,8	0,2	1,1	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,6	0,3
2016 Δεκ.	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,1	1,8	0,2	1,3	0,3
2017 Ιαν.	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,8	0,1	2,5	0,0	2,0	0,4
2017 Φεβρ. ³⁾	100,8	2,0	0,9	.	1,3	0,1	0,1	1,6	-0,2	-0,2	0,2	.	.

	Αγαθά						Υπηρεσίες					
	Είδη διατροφής (συμπεριλαμβάνονται αλκοολούχα ποτά και καπνός)			Βιομηχανικά αγαθά			Στέγαση		Μεταφορές	Επικοινωνία	Ψυχαγωγία και προσωπικές υπηρεσίες	Διάφορα
	Σύνολο	Επεξεργασμένα είδη διατροφής	Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	Σύνολο	Βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας	Ενέργεια	Ενοίκια					
% του συνόλου το 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2
2016 α' τρ.	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2
2016 β' τρ.	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2
2016 γ' τρ.	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3
2016 δ' τρ.	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2
2016 Σεπτ.	0,7	0,5	1,1	-0,6	0,3	-3,0	1,1	1,1	0,9	0,0	1,5	1,3
2016 Οκτ.	0,4	0,5	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,1	1,2	1,0	0,0	1,2	1,1
2016 Νοέμ.	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,3	-1,1	1,2	1,2	1,1	-0,1	1,1	1,2
2016 Δεκ.	1,2	0,7	2,1	0,9	0,3	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,3	1,6	1,2
2017 Ιαν.	1,8	0,7	3,5	2,5	0,5	8,1	1,3	1,3	1,3	-1,0	1,7	0,7
2017 Φεβρ. ³⁾	2,5	0,9	5,2	.	0,2	9,2	.	.	.	.	.	.

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Τα στοιχεία αφορούν την εκάστοτε σύνθεση της ζώνης του ευρώ.

2) Τον Μάιο του 2016 η ΕΚΤ ξεκίνησε τη δημοσίευση βελτιωμένων εποχικών διορθωμένων σειρών ΕνΔΤΚ για τη ζώνη του ευρώ, κατόπιν αναθεώρησης της μεθοδολογίας για την εποχική διόρθωση, όπως περιγράφεται στο Box 1, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

3) Το μέγεθος για τη ζώνη του ευρώ αποτελεί εκτίμηση βάσει προσωρινών εθνικών στοιχείων, καθώς και πρώιμων πληροφοριών για τις τιμές της ενέργειας.

4. Τιμές και κόστος

4.2 Βιομηχανία, κατασκευές και τιμές ακινήτων (ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Τιμές παραγωγού στη βιομηχανία πλην των κατασκευών										Κατασκευές	Τιμές οικιστικών ακινήτων ¹⁾	Πειραματικός δείκτης τιμών επαγγελματικών ακινήτων ¹⁾
	Σύνολο (δείκτης 2010=100)	Σύνολο		Βιομηχανία πλην των κατασκευών και της ενέργειας						Ενέργεια			
		Μεταποίηση	Σύνολο	Ενδιάμεσα αγαθά	Κεφαλαιακά αγαθά	Καταναλωτικά αγαθά							
						Σύνολο	Είδη διατροφής-ποτά-καπνός	Προϊόντα πλην ειδών διατροφής					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% του συνόλου (2010)	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,3
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	-0,1	0,1	-6,9	.	.	.
2016 α' τρ.	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,3	2,8	5,8
β' τρ.	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,5
γ' τρ.	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	-0,1	0,1	-5,9	0,5	3,4	.
δ' τρ.	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	0,1	0,4	.	.	.
2016 Αύγ.	101,8	-1,9	-1,3	-0,7	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,7	-	-	-
Σεπτ.	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,4	0,1	0,2	0,1	-4,5	-	-	-
Οκτ.	102,6	-0,5	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,6	-	-	-
Νοέμ.	102,9	0,0	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,1	0,1	-0,8	-	-	-
Δεκ.	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,2	1,7	0,1	3,8	-	-	-
2017 Ιαν.	104,4	3,5	3,7	1,5	2,1	0,8	1,5	2,1	0,3	9,7	-	-	-

Πηγές: Eurostat, υπολογισμοί της ΕΚΤ και υπολογισμοί της ΕΚΤ με βάση στοιχεία MSCI και εθνικών πηγών (στήλη 13).

1) Πειραματικά στοιχεία με βάση μη εναρμονισμένες πηγές (βλ. <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/experiment.en.html> για περισσότερες λεπτομέρειες).

4.3 Τιμές βασικών εμπορευμάτων και αποπληθωριστές του ΑΕΠ (ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Αποπληθωριστές του ΑΕΠ								Τιμές πετρελαίου (ευρώ/βαρέλι)	Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων (σε ευρώ)					
	Σύνολο (ε.δ., δείκτης 2010=100)	Σύνολο	Εγχώρια ζήτηση				Εξαγωγές ¹⁾	Εισαγωγές ¹⁾		Σταθμισμένες ως προς τις εισαγωγές ²⁾			Σταθμισμένες ως προς τη χρήση ²⁾		
			Σύνολο	Ιδιωτική κατανάλωση	Δημόσια κατανάλωση	Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου				Σύνολο	Είδη διατροφής	Προϊόντα πλην ειδών διατροφής	Σύνολο	Είδη διατροφής	Προϊόντα πλην ειδών διατροφής
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% του συνόλου									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,8	1,1	0,3	0,1	0,5	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,7	0,9	0,5	0,3	0,8	0,8	-1,4	-2,5	39,9	-3,6	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 α' τρ.	106,4	1,1	0,4	0,3	0,9	0,7	-1,5	-3,3	31,2	-12,2	-8,5	-16,4	-12,9	-11,1	-15,4
β' τρ.	106,5	0,9	0,2	0,1	0,7	0,7	-2,3	-4,1	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
γ' τρ.	106,7	0,8	0,6	0,3	0,9	0,9	-1,5	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
δ' τρ.	107,1	0,7	0,9	0,7	0,8	1,0	-0,1	0,0	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2016 Σεπτ.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	1,2	0,7	1,7	-4,5	-8,9	1,9
Οκτ.	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,1	-0,3	7,1	-2,9	-10,3	8,3
Νοέμ.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,5	-0,1	19,0	2,4	-8,1	18,7
Δεκ.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,7	3,9	30,2	10,6	-1,4	28,8
2017 Ιαν.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,4	7,5	34,0	13,3	1,0	32,0
Φεβρ.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,0	7,7	37,0	15,2	1,7	35,6

Πηγές: Eurostat, υπολογισμοί της ΕΚΤ και Bloomberg (στήλη 9).

1) Οι αποπληθωριστές εξαγωγών και εισαγωγών αφορούν αγαθά και υπηρεσίες και περιλαμβάνουν εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ.

2) Σταθμισμένες ως προς τις εισαγωγές: σταθμισμένες σύμφωνα με τη μέση διάρθρωση των εισαγωγών την περίοδο 2009-11. Σταθμισμένες ως προς τη χρήση: σταθμισμένες σύμφωνα με τη μέση διάρθρωση της εγχώριας ζήτησης την περίοδο 2009-11.

4. Τιμές και κόστος

4.4 Έρευνες γνώμης σχετικά με τις τιμές (με εποχική διόρθωση)

	Έρευνες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις Επιχειρήσεις και τους Καταναλωτές (διαφορές θετικών και αρνητικών απαντήσεων)					Έρευνες Υπευθύνων Προμηθειών (δείκτες διάχυσης)			
	Προσδοκίες για τις τιμές πώλησης (τους επόμενους 3 μήνες)				Τάσεις τιμών καταναλωτή το προηγούμενο 12μηνο	Τιμές εισροών		Τιμές που χρεώνονται	
	Μεταποίηση	Λιανικό εμπόριο	Υπηρεσίες	Κατασκευές		Μεταποίηση	Υπηρεσίες	Μεταποίηση	Υπηρεσίες
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,6	-13,2	-1,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	-0,7	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 α' τρ.	-4,8	0,7	3,7	-9,1	-1,8	41,5	52,5	47,7	49,0
β' τρ.	-1,0	1,9	4,6	-8,1	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
γ' τρ.	-0,2	1,0	4,5	-6,6	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
δ' τρ.	4,6	3,1	4,9	-5,4	1,6	58,6	54,9	51,6	50,5
2016 Σεπτ.	-0,1	0,9	4,5	-7,5	0,4	52,4	54,0	49,9	50,0
Οκτ.	3,5	2,6	4,5	-5,0	0,0	53,9	54,3	50,8	49,7
Νοέμ.	4,9	2,8	5,3	-6,0	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3
Δεκ.	5,4	4,0	4,9	-5,1	2,8	63,2	56,0	52,5	51,4
2017 Ιαν.	8,3	4,9	6,7	-5,1	8,3	67,0	56,4	54,0	50,9
Φεβρ.	9,0	6,1	6,4	-3,1	12,9	68,3	56,9	55,4	51,1

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Χρηματοπιστωτικών Θεμάτων) και Markit.

4.5 Δείκτες κόστους εργασίας

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σύνολο (ε.δ., δείκτης 2012=100)	Σύνολο	Κατά συνιστώσα		Για επιλεγμένες οικονομικές δραστηριότητες		Υπόμνηση: Δείκτης συμβατικών αποδοχών ¹⁾
			Μισθοί και ημερομίσθια	Εργοδοτικές εισφορές	Επιχειρηματική οικονομία	Κυρίως μη επιχειρηματική οικονομία	
	1	2	3	4	5	6	7
% του συνόλου το 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2014	102,7	1,3	1,3	1,1	1,3	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	2,0	0,6	1,6	1,6	1,5
2016	.	.	.	.	.	.	1,4
2016 α' τρ.	99,0	1,5	1,6	1,4	1,6	1,6	1,4
β' τρ.	109,3	1,0	0,8	1,4	0,9	1,2	1,5
γ' τρ.	102,6	1,6	1,7	1,2	1,4	1,7	1,5
δ' τρ.	.	.	.	.	.	.	1,4

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Πειραματικά στοιχεία με βάση μη εναρμονισμένες πηγές (βλ. <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/experiment.en.html> για περισσότερες λεπτομέρειες).

4. Τιμές και κόστος

4.6 Μοναδιαίο κόστος εργασίας, αμοιβή εισρών εργασίας και παραγωγικότητα εργασίας

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά, τριμηνιαία στοιχεία: με εποχική διάρθρωση, ετήσια στοιχεία: χωρίς εποχική διάρθρωση)

	Σύνολο (ε.δ., δείκτης 2010=100)	Σύνολο	Κατά οικονομική δραστηριότητα									
			Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	Μεταποίηση, ενέργεια και επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας	Κατασκευές	Εμπόριο, μεταφορές, ξενοδοχεία και εστιατόρια	Ενημέρωση και επικοινωνία	Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες	Ακίνητα	Επαγγελματικές, επιχειρηματικές και υποστηρικτικές υπηρεσίες	Δημόσια διοίκηση, παιδεία, υγεία και κοινωνική εργασία	Τέχνες, ψυχαγωγία και λοιπές υπηρεσίες
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Μοναδιαίο κόστος εργασίας												
2013	103,8	1,2	-1,6	2,0	1,4	1,0	-0,8	-0,2	-2,7	1,4	1,6	2,1
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,5	-0,6	2,1	1,8	1,2	1,6	1,4
2015	104,8	0,2	1,4	-2,3	1,1	0,5	0,8	0,2	2,6	1,8	1,1	2,1
2015 δ' τρ.	105,3	0,4	0,8	-2,1	-0,1	1,4	1,6	0,3	2,7	1,9	1,3	2,3
2016 α' τρ.	105,4	1,0	2,6	0,4	-0,1	0,7	1,1	1,3	4,0	2,0	1,4	2,5
β' τρ.	105,6	0,9	3,9	0,5	-0,3	0,9	0,2	1,4	2,4	0,8	1,4	1,3
γ' τρ.	105,8	0,8	3,7	0,8	-0,8	0,6	-0,6	0,9	2,6	0,7	1,4	1,3
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό												
2013	105,1	1,5	2,6	2,7	1,3	1,0	0,8	1,6	0,1	1,3	1,5	0,8
2014	106,5	1,3	0,1	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,8	1,7	0,9	1,4	2,4	0,4	2,6	1,6	1,1	1,1
2015 δ' τρ.	108,5	1,2	2,0	1,5	0,8	1,7	1,9	0,3	3,4	1,5	1,2	1,1
2016 α' τρ.	108,9	1,3	1,8	1,4	1,4	1,3	1,3	1,9	3,8	1,5	1,3	1,5
β' τρ.	109,0	1,1	2,4	1,0	1,4	1,3	1,2	1,5	3,1	1,2	1,3	0,9
γ' τρ.	109,5	1,3	1,2	1,4	1,7	1,2	1,1	1,8	2,2	1,2	1,6	1,5
Παραγωγικότητα εργασίας ανά απασχολούμενο												
2013	101,3	0,3	4,3	0,6	-0,1	0,0	1,5	1,8	2,8	-0,1	-0,1	-1,3
2014	101,9	0,6	1,2	2,8	0,6	0,5	2,8	-0,4	-0,3	0,4	-0,5	-0,3
2015	102,9	1,0	0,3	4,1	-0,2	0,9	1,6	0,2	0,0	-0,2	0,1	-1,0
2015 δ' τρ.	103,1	0,8	1,2	3,7	0,9	0,3	0,3	0,1	0,7	-0,3	-0,1	-1,2
2016 α' τρ.	103,3	0,3	-0,8	1,0	1,5	0,5	0,2	0,7	-0,3	-0,5	-0,1	-1,0
β' τρ.	103,3	0,3	-1,4	0,5	1,7	0,3	1,0	0,1	0,7	0,4	-0,1	-0,4
γ' τρ.	103,5	0,5	-2,4	0,6	2,5	0,6	1,7	0,8	-0,3	0,4	0,2	0,2
Μισθολογική δαπάνη ανά ώρα εργασίας												
2013	107,2	2,3	2,4	2,8	2,8	1,9	0,7	2,1	1,5	2,4	1,9	2,3
2014	108,5	1,2	1,1	1,5	1,3	1,2	2,0	1,6	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,2	1,3	0,3	1,5	1,4	0,5	2,2	1,2	1,0	1,2
2015 δ' τρ.	110,2	1,3	1,4	1,6	0,4	2,0	1,3	0,2	3,3	1,3	1,3	1,2
2016 α' τρ.	110,5	1,2	0,2	1,1	1,2	1,2	0,8	1,5	3,3	0,8	1,4	2,4
β' τρ.	110,6	1,1	1,8	0,7	1,5	1,3	0,7	1,0	2,8	0,8	1,6	0,8
γ' τρ.	111,2	1,5	1,3	1,4	2,0	1,2	1,1	1,7	3,4	1,3	1,8	2,0
Ωριαία παραγωγικότητα της εργασίας												
2013	103,4	1,1	4,0	0,8	1,4	0,8	1,8	2,4	4,2	1,0	0,4	0,1
2014	104,1	0,7	1,8	2,4	0,3	0,9	2,8	-0,3	-0,1	0,3	-0,6	0,0
2015	105,0	0,9	-0,8	3,8	-0,7	1,2	0,7	0,2	-0,3	-0,4	-0,1	-1,0
2015 δ' τρ.	105,0	0,8	0,1	3,9	0,2	0,6	-0,2	-0,2	1,4	-0,3	-0,1	-1,2
2016 α' τρ.	105,2	0,2	-2,4	0,7	1,0	0,5	-0,4	0,3	-0,2	-1,1	0,0	-0,2
β' τρ.	105,0	0,1	-2,2	0,1	1,5	0,3	0,6	-0,7	0,5	-0,2	0,1	-0,6
γ' τρ.	105,5	0,7	-2,6	0,6	2,6	0,6	1,9	0,7	0,9	0,9	0,5	0,7

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

5. Χρήμα και πίστη

5.1 Νομισματικά μεγέθη¹⁾

(δισεκ. ευρώ και ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής, ε.δ., υπόλοιπα και ρυθμοί μεταβολής στο τέλος της περιόδου, συναλλαγές στη διάρκεια της περιόδου)

	M3											12
	M1			M2		M3-M2						
	Νόμισμα σε κυκλοφορία	Καταθέσεις διάρκειας μιας ημέρας	3	M2-M1		6	7	8	9	10	11	
				Καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 έτη	Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών								Καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 έτη	Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Υπόλοιπα												
2014	969,5	4 970,5	5 939,9	1 581,7	2 149,8	3 731,5	9 671,4	121,5	422,2	107,0	650,7	10 322,1
2015	1 036,5	5 566,3	6 602,8	1 439,2	2 161,8	3 601,0	10 203,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10 831,1
2016	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11 374,7
2016 α' τρ.	1 049,6	5 711,9	6 761,6	1 421,0	2 164,8	3 585,8	10 347,3	85,3	465,5	94,9	645,8	10 993,1
β' τρ.	1 054,6	5 821,2	6 875,8	1 411,0	2 171,9	3 582,9	10 458,7	84,2	481,7	94,8	660,7	11 119,4
γ' τρ.	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11 251,3
δ' τρ.	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11 374,7
2016 Αύγ.	1 061,5	5 922,6	6 984,1	1 393,0	2 173,9	3 566,9	10 551,0	82,3	481,0	98,8	662,1	11 213,1
Σεπτ.	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11 251,3
Οκτ.	1 072,4	5 981,7	7 054,1	1 361,2	2 175,0	3 536,2	10 590,3	74,4	503,7	91,4	669,5	11 259,8
Νοέμ.	1 075,2	6 069,9	7 145,1	1 350,4	2 171,9	3 522,4	10 667,5	72,5	506,1	98,7	677,3	11 344,7
Δεκ.	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11 374,7
2017 Ιαν. ^(m)	1 081,8	6 156,0	7 237,9	1 329,6	2 178,3	3 507,9	10 745,8	75,1	517,4	98,1	690,6	11 436,4
Συναλλαγές												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	10,4	13,3	27,3	373,1
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,2	-123,2	505,3	-48,0	51,4	-26,3	-22,9	482,5
2016	36,7	544,7	581,4	-108,5	16,0	-92,5	488,8	-4,3	42,3	17,6	55,7	544,5
2016 α' τρ.	13,3	156,1	169,4	-14,0	3,1	-10,9	158,6	11,2	-13,4	19,2	17,0	175,6
β' τρ.	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,8	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
γ' τρ.	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,4	126,5	-3,7	14,7	-2,4	8,6	135,2
δ' τρ.	6,5	156,2	162,7	-66,2	3,4	-62,8	99,9	-10,4	25,5	2,1	17,3	117,2
2016 Αύγ.	3,3	44,6	47,9	-11,8	1,0	-10,8	37,1	-0,1	-5,7	1,0	-4,7	32,4
Σεπτ.	5,0	25,1	30,2	0,6	0,3	0,9	31,0	-1,8	15,0	-5,7	7,5	38,5
Οκτ.	5,9	28,4	34,2	-25,0	0,7	-24,3	9,9	-6,2	7,7	-3,8	-2,3	7,7
Νοέμ.	2,8	81,3	84,0	-12,8	-1,2	-14,0	70,0	-2,1	2,4	8,1	8,4	78,3
Δεκ.	-2,1	46,6	44,5	-28,3	3,9	-24,5	20,0	-2,1	15,4	-2,1	11,2	31,2
2017 Ιαν. ^(m)	8,7	42,7	51,4	11,9	2,4	14,3	65,7	4,8	-4,1	0,9	1,7	67,4
Ρυθμοί μεταβολής												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,5	19,9	4,4	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	12,0	-25,3	-3,5	4,7
2016	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2016 α' τρ.	6,0	11,1	10,3	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-25,9	6,6	-1,1	-0,4	5,2
β' τρ.	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,0	6,1	5,1
γ' τρ.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,7	5,9	5,1
δ' τρ.	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2016 Αύγ.	3,6	9,6	8,6	-4,1	0,5	-1,3	5,0	-8,0	5,0	19,0	5,0	5,0
Σεπτ.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,7	5,9	5,1
Οκτ.	4,0	8,8	8,0	-4,7	0,6	-1,5	4,6	-27,3	6,8	13,6	2,2	4,5
Νοέμ.	3,8	9,4	8,5	-5,5	0,6	-1,9	4,9	-15,8	4,9	12,1	3,1	4,8
Δεκ.	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2017 Ιαν. ^(m)	3,6	9,3	8,4	-6,8	0,8	-2,2	4,7	-7,3	9,3	11,2	7,5	4,9

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Τα στοιχεία αφορούν την εκάστοτε σύνθεση της ζώνης του ευρώ.

5. Χρήμα και πίστη

5.2 Καταθέσεις που περιλαμβάνονται στο M3¹⁾

(δισεκ. ευρώ και ετήσιοι ρυθμοί αύξησης, με εποχική διόρθωση, υπόλοιπα και ρυθμοί μεταβολής στο τέλος της περιόδου, συναλλαγές στη διάρκεια της περιόδου)

	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ²⁾					Νοικοκυριά ³⁾					Χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην των ΝΧΙ και των ΑΕΤΣ ²⁾	Ασφαλιστικές εταιρίες και ταμεία συντάξεων	Λοιπή γενική κυβέρνηση ⁴⁾
	Σύνολο	Μίας ημέρας	Με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 έτη	Υπό προ-ειδοποίηση έως 3 μηνών	Συμφωνίες επαναγοράς	Σύνολο	Μίας ημέρας	Με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 έτη	Υπό προ-ειδοποίηση έως 3 μηνών	Συμφωνίες επαναγοράς			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Υπόλοιπα													
2014	1 845,1	1 349,1	365,1	111,6	19,4	5 557,7	2 749,5	812,1	1 993,2	2,8	865,5	222,2	332,9
2015	1 930,5	1 483,9	321,7	116,4	8,4	5 750,9	3 059,7	695,1	1 993,7	2,4	970,1	225,8	364,7
2016	2 056,1	1 636,7	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 000,7	196,5	380,6
2016 α' τρ.	1 984,8	1 536,6	322,7	116,0	9,4	5 829,7	3 137,1	693,6	1 996,3	2,7	973,7	218,9	375,9
β' τρ.	2 013,7	1 574,3	314,0	117,1	8,4	5 906,0	3 214,2	688,8	2 000,0	3,0	978,0	210,7	379,9
γ' τρ.	2 047,5	1 602,5	317,8	118,1	9,1	5 979,5	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
δ' τρ.	2 056,1	1 636,7	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 000,7	196,5	380,6
2016 Αύγ.	2 032,2	1 596,3	310,1	117,0	8,7	5 960,8	3 277,2	677,6	2 003,2	2,8	979,4	213,4	386,0
Σεπτ.	2 047,5	1 602,5	317,8	118,1	9,1	5 979,5	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
Οκτ.	2 037,3	1 604,6	307,6	118,1	7,0	6 001,8	3 334,4	660,0	2 004,6	2,8	953,4	206,5	393,2
Νοέμ.	2 064,6	1 634,0	305,1	117,1	8,5	6 029,6	3 372,2	652,0	2 002,9	2,5	981,1	206,3	383,1
Δεκ.	2 056,1	1 636,7	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 000,7	196,5	380,6
2017 Ιαν. ^(m)	2 099,4	1 677,3	299,1	116,0	7,0	6 087,9	3 438,5	636,1	2 010,7	2,7	962,6	194,5	394,5
Συναλλαγές													
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0
2015	81,8	121,7	-33,5	4,9	-11,2	193,4	303,0	-109,9	0,8	-0,4	86,1	-0,1	30,3
2016	128,9	152,8	-24,1	0,0	0,2	301,4	335,5	-46,8	13,4	-0,8	29,7	-29,3	17,1
2016 α' τρ.	61,2	57,8	2,7	-0,4	1,1	80,9	78,5	-0,6	2,8	0,3	8,8	-6,5	12,1
β' τρ.	27,3	36,3	-8,9	1,0	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-0,5	-8,5	3,7
γ' τρ.	34,8	29,5	4,0	0,6	0,7	73,7	87,7	-16,6	3,1	-0,5	0,4	-4,2	6,2
δ' τρ.	5,6	29,3	-21,9	-1,3	-0,5	71,3	93,1	-24,4	3,5	-0,9	21,1	-10,0	-4,9
2016 Αύγ.	2,5	5,5	-3,9	0,5	0,3	28,2	32,1	-6,4	2,6	-0,1	4,1	-1,2	0,2
Σεπτ.	15,7	6,8	7,8	0,7	0,4	18,7	24,6	-5,5	-0,1	-0,2	-3,4	-7,0	0,2
Οκτ.	-9,3	0,6	-7,8	-0,1	-2,1	23,4	29,1	-7,3	1,4	0,2	-23,9	0,2	7,5
Νοέμ.	23,8	26,4	-3,0	-1,1	1,5	28,1	36,8	-8,6	0,2	-0,3	23,7	-0,4	-10,1
Δεκ.	-8,8	2,2	-11,1	-0,1	0,1	19,8	27,3	-8,5	1,9	-0,8	21,2	-9,8	-2,4
2017 Ιαν. ^(m)	45,9	42,4	6,1	-1,0	-1,6	38,9	39,4	-7,3	5,8	1,0	-35,2	-1,8	14,0
Ρυθμοί μεταβολής													
2014	4,0	7,6	-6,7	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,5	3,9	7,0
2015	4,4	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,8	0,0	9,1
2016	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 α' τρ.	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	6,2	-3,3	10,3
β' τρ.	8,0	11,1	-2,9	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,2	-8,5	10,3
γ' τρ.	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
δ' τρ.	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 Αύγ.	7,3	10,2	-4,1	2,2	11,9	5,2	10,8	-4,8	0,4	-12,1	1,4	-6,2	8,9
Σεπτ.	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
Οκτ.	5,5	7,9	-2,8	0,9	-29,6	5,2	10,7	-5,5	0,6	-19,8	-1,0	-9,4	7,8
Νοέμ.	7,1	10,1	-3,7	-0,1	-5,3	5,4	11,1	-6,0	0,7	-32,6	0,5	-8,0	3,1
Δεκ.	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 Ιαν. ^(m)	7,1	10,5	-5,5	-0,2	-26,8	5,5	11,4	-7,7	1,0	-19,6	-1,1	-13,5	6,0

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Τα στοιχεία αφορούν την εκάστοτε σύνθεση της ζώνης του ευρώ.

2) Σύμφωνα με το ESA 2010, τον Δεκέμβριο του 2014 οι εταιρίες συμμετοχών των μη χρηματοπιστωτικών ομίλων αναξινομήθηκαν από τον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στον τομέα των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Οι οντότητες αυτές περιλαμβάνονται στα στατιστικά στοιχεία των ισολογισμών των ΝΧΙ μαζί με τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην των ΝΧΙ και τις ασφαλιστικές εταιρίες και τα ταμεία συντάξεων (ΑΕΤΣ).

3) Περιλαμβάνονται μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν νοικοκυριά.

4) Αφορά τον τομέα της γενικής κυβέρνησης πλην της κεντρικής κυβέρνησης.

5. Χρήμα και πίστη

5.3 Χρηματοδότηση προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ¹⁾

(δισεκ. ευρώ και ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής, με εποχική διόρθωση, υπόλοιπα και ρυθμοί μεταβολής στο τέλος της περιόδου, συναλλαγές στη διάρκεια της περιόδου)

	Χρηματοδότηση προς τη γενική κυβέρνηση			Χρηματοδότηση προς άλλους κατοίκους της ζώνης του ευρώ							Χρεόγραφα	Μετοχικοί τίτλοι και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων εκτός αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος
	Σύνολο	Δάνεια	Χρεόγραφα	Σύνολο	Δάνεια				Χρεόγραφα			
					Σύνολο	Διορθωμένο μέγεθος ²⁾	Προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ³⁾	Προς νοικοκυριά ⁴⁾		Προς χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην των ΝΧΙ και των ΑΕΤΣ ³⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Υπόλοιπα												
2014	3 615,6	1 135,0	2 478,5	12 504,8	10 454,5	10 726,7	4 299,6	5 200,7	825,1	129,0	1 280,0	770,3
2015	3 904,2	1 112,3	2 789,5	12 599,4	10 512,0	10 807,4	4 274,5	5 307,6	806,3	123,5	1 305,1	782,3
2016	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 846,6	10 675,2	10 982,9	4 302,2	5 409,6	851,0	112,5	1 385,2	786,2
2016 α' τρ.	4 053,6	1 115,9	2 924,6	12 629,6	10 561,2	10 824,5	4 288,8	5 338,9	824,8	108,8	1 312,2	756,2
β' τρ.	4 191,8	1 112,5	3 066,2	12 664,0	10 566,1	10 870,4	4 297,1	5 348,3	816,8	103,9	1 342,5	755,4
γ' τρ.	4 272,2	1 105,2	3 153,6	12 769,1	10 623,5	10 927,4	4 289,6	5 379,3	845,5	109,1	1 365,2	780,5
δ' τρ.	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 846,6	10 675,2	10 982,9	4 302,2	5 409,6	851,0	112,5	1 385,2	786,2
2016 Αύγ.	4 255,8	1 107,7	3 134,8	12 744,2	10 602,0	10 907,7	4 296,1	5 366,0	829,4	110,5	1 364,5	777,7
Σεπτ.	4 272,2	1 105,2	3 153,6	12 769,1	10 623,5	10 927,4	4 289,6	5 379,3	845,5	109,1	1 365,2	780,5
Οκτ.	4 291,1	1 099,6	3 178,1	12 810,3	10 656,5	10 956,9	4 302,9	5 388,3	850,8	114,5	1 373,1	780,7
Νοέμ.	4 320,9	1 092,5	3 215,0	12 851,3	10 699,4	10 981,8	4 321,0	5 407,2	855,3	115,9	1 379,0	772,9
Δεκ.	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 846,6	10 675,2	10 982,9	4 302,2	5 409,6	851,0	112,5	1 385,2	786,2
2017 Ιαν. ^(m)	4 388,3	1 087,3	3 287,3	12 882,9	10 692,5	10 988,4	4 313,0	5 422,7	842,4	114,5	1 403,2	787,2
Συναλλαγές												
2014	73,8	16,4	57,4	-102,0	-47,1	-33,3	-61,1	-14,9	17,2	11,7	-89,8	35,0
2015	284,9	-21,1	305,7	86,7	58,1	73,2	-13,1	98,2	-21,4	-5,7	25,1	3,5
2016	458,9	-34,9	493,7	318,1	232,2	250,8	81,7	119,0	42,7	-11,1	80,6	5,3
2016 α' τρ.	120,0	1,5	118,5	69,3	79,3	52,2	35,9	36,2	21,8	-14,6	11,0	-21,0
β' τρ.	116,4	-8,9	125,2	54,8	22,1	64,6	19,5	14,5	-6,9	-5,0	31,1	1,6
γ' τρ.	69,3	-7,3	76,3	113,3	70,3	72,1	6,6	33,8	24,8	5,2	20,9	22,1
δ' τρ.	153,2	-20,3	173,7	80,7	60,6	61,8	19,7	34,5	3,1	3,3	17,6	2,6
2016 Αύγ.	9,0	-1,5	10,5	35,7	13,3	18,2	-4,0	11,5	5,7	0,1	4,7	17,7
Σεπτ.	12,2	-2,6	14,8	24,2	20,7	22,2	-1,3	14,7	8,7	-1,4	1,2	2,3
Οκτ.	38,8	-5,5	44,3	44,0	33,7	30,0	16,0	7,2	5,0	5,5	7,7	2,6
Νοέμ.	45,3	-7,0	52,3	36,3	37,6	20,6	16,1	18,9	1,3	1,3	5,5	-6,8
Δεκ.	69,0	-7,8	77,1	0,4	-10,7	11,1	-12,4	8,3	-3,2	-3,5	4,3	6,8
2017 Ιαν. ^(m)	15,8	5,3	10,1	54,8	29,6	23,4	17,6	14,1	-4,2	2,1	18,7	6,5
Ρυθμοί μεταβολής												
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,4
2015	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4
2016	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7
2016 α' τρ.	10,2	-2,8	16,1	1,2	1,2	1,1	0,9	2,2	0,1	-19,2	3,1	-2,3
β' τρ.	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,3	-23,6	7,2	-2,9
γ' τρ.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
δ' τρ.	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7
2016 Αύγ.	10,9	-2,8	16,7	1,6	1,5	1,9	1,2	2,0	1,7	-14,0	4,1	-0,5
Σεπτ.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
Οκτ.	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,6	-7,8	5,4	0,5
Νοέμ.	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,2	-6,7	7,4	-0,7
Δεκ.	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7
2017 Δεκ. ^(m)	10,5	-2,9	15,8	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	4,5	-8,6	7,0	3,0

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Τα στοιχεία αφορούν την εκάστοτε σύνθεση της ζώνης του ευρώ.

2) Με διόρθωση ως προς τις πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων (που συνεπάγονται διαγραφή τους από τη συγκεντρωτική λογιστική κατάσταση των ΝΧΙ) και ως προς τις θέσεις που προκύπτουν από τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθεσίμων σε επίπεδο ομίλου (notional cash rooling) που παρέχουν τα ΝΧΙ.

3) Σύμφωνα με το ESA 2010, τον Δεκέμβριο του 2014 οι εταιρίες συμμετοχών των μη χρηματοπιστωτικών ομίλων αναζητηθήκαν από τον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στον τομέα των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Οι οντότητες αυτές περιλαμβάνονται στα στατιστικά στοιχεία των ισολογισμών των ΝΧΙ μαζί με τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην των ΝΧΙ και τις ασφαλιστικές εταιρίες και τα ταμεία συντάξεων (ΑΕΤΣ).

4) Περιλαμβάνονται μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν νοικοκυριά.

5. Χρήμα και πίστη

5.5 Παράγοντες μεταβολής του M3 πλην των πιστώσεων προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ¹⁾

(δισεκ. ευρώ και ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής, με εποχική διόρθωση, υπόλοιπα και ρυθμοί μεταβολής στο τέλος της περιόδου, συναλλαγές στη διάρκεια της περιόδου)

	Υποχρεώσεις των NXI						Απαιτήσεις των NXI			
	Τοποθε- τήσεις κεντρικής κυβέρνη- σης ²⁾	Πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις έναντι άλλων κατοίκων της ζώνης του ευρώ					Καθαρές απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού	Λοιπές		
		Σύνολο	Καταθέσεις με συμφωνη- μένη διάρκεια άνω των δύο ετών	Καταθέσεις υπό προειδο- ποίηση άνω των 3 μηνών	Χρεόγραφα με συμ- φωνημένη διάρκεια άνω των 2 ετών	Κεφάλαιο και αποθε- ματικά		Σύνολο		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Υπόλοιπα										
2014	269,4	7 127,8	2 186,6	92,2	2 388,1	2 460,8	1 381,1	217,8	184,5	139,7
2015	284,8	6 996,4	2 119,7	79,8	2 254,0	2 543,0	1 331,6	277,1	205,9	135,6
2016	318,8	6 920,3	2 054,4	70,6	2 140,8	2 654,5	1 131,5	238,2	205,9	121,6
2016 α' τρ.	314,7	6 962,3	2 113,6	76,9	2 179,5	2 592,3	1 282,0	304,9	247,1	152,1
β' τρ.	319,3	7 006,3	2 094,1	74,6	2 175,8	2 661,8	1 275,3	313,9	238,0	144,0
γ' τρ.	310,1	6 960,6	2 068,5	72,4	2 125,1	2 694,6	1 171,0	309,7	209,2	129,1
δ' τρ.	318,8	6 920,3	2 054,4	70,6	2 140,8	2 654,5	1 131,5	238,2	205,9	121,6
2016 Αύγ.	318,8	6 967,2	2 077,7	73,2	2 142,1	2 674,3	1 182,9	316,2	215,4	134,6
Σεπτ.	310,1	6 960,6	2 068,5	72,4	2 125,1	2 694,6	1 171,0	309,7	209,2	129,1
Οκτ.	324,1	6 950,9	2 071,2	72,4	2 123,5	2 683,9	1 113,4	320,1	193,0	133,7
Νοέμ.	296,6	6 934,5	2 061,6	71,9	2 136,6	2 664,4	1 083,9	319,7	194,7	121,3
Δεκ.	318,8	6 920,3	2 054,4	70,6	2 140,8	2 654,5	1 131,5	238,2	205,9	121,6
2017 Ιαν. ^(m)	302,9	6 871,9	2 036,9	70,0	2 127,4	2 637,6	1 120,2	219,7	176,5	106,3
Συναλλαγές										
2014	-4,0	-165,5	-120,8	2,0	-154,5	107,8	237,7	-5,9	0,7	17,8
2015	9,2	-221,6	-106,2	-13,5	-209,3	107,3	-98,6	-3,0	21,4	-4,0
2016	31,0	-148,7	-72,5	-9,1	-120,6	53,6	-295,4	-54,7	12,8	-12,0
2016 α' τρ.	29,4	-56,6	-3,5	-2,8	-45,9	-4,4	-74,8	33,9	41,3	17,3
β' τρ.	4,2	-13,0	-22,3	-1,8	-15,9	27,1	-71,6	8,2	-9,2	-8,1
γ' τρ.	-9,2	-53,8	-25,8	-2,0	-41,5	15,5	-106,2	-4,2	-19,2	-13,7
δ' τρ.	6,6	-25,3	-20,8	-2,6	-17,3	15,4	-42,8	-92,7	-0,2	-7,5
2016 Αύγ.	-7,6	-7,7	-7,1	-0,7	-7,2	7,3	-32,8	5,2	2,5	6,4
Σεπτ.	-8,7	-21,3	-9,4	-0,6	-15,8	4,4	-18,7	-9,2	3,4	-4,3
Οκτ.	13,1	0,8	-1,3	-0,8	-8,7	11,6	-52,7	-8,6	-13,1	4,7
Νοέμ.	-27,6	-10,2	-11,7	-0,5	-5,4	7,3	-11,6	-29,5	1,7	-12,4
Δεκ.	21,0	-15,9	-7,8	-1,3	-3,3	-3,5	21,5	-54,6	11,2	0,3
2017 Ιαν. ^(m)	-16,3	-22,2	-11,2	-0,6	-5,6	-4,8	11,8	-53,6	-28,3	-14,7
Ρυθμοί μεταβολής										
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2016 α' τρ.	11,0	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,8	-5,9
β' τρ.	20,1	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	-	-	3,6	-2,9
γ' τρ.	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2
δ' τρ.	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2016 Αύγ.	15,4	-2,5	-3,9	-12,3	-6,6	2,8	-	-	1,4	1,1
Σεπτ.	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2
Οκτ.	-7,2	-2,1	-3,4	-11,8	-6,0	2,8	-	-	4,5	-6,3
Νοέμ.	0,1	-2,1	-3,2	-10,7	-5,9	2,5	-	-	-4,9	-15,6
Δεκ.	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2017 Ιαν. ^(m)	-1,4	-2,0	-3,6	-11,0	-4,8	1,8	-	-	-12,2	-23,8

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Τα στοιχεία αφορούν την εκάστοτε σύνθεση της ζώνης του ευρώ.

2) Περιλαμβάνονται καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης σε NXI και τίτλοι που έχουν εκδοθεί από τον τομέα των NXI και διακρατούνται από την κεντρική κυβέρνηση.

3) Χωρίς εποχική διόρθωση.

6 Δημοσιονομικές εξελίξεις

6.1 Έλλειμμα/πλεόνασμα

(ως ποσοστό του ΑΕΠ, ροές στη διάρκεια ενός έτους)

	Έλλειμμα (-) /πλεόνασμα (+)					Υπόμνηση: πρωτογενές έλλειμμα (-) / πλεόνασμα (+)
	Σύνολο	Κεντρική κυβέρνηση	Κυβέρνηση ομόσπονδων κρατιδίων	Τοπική αυτοδιοίκηση	Ασφαλιστικοί οργανισμοί	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,6	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 δ' τρ.	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 α' τρ.	-1,9	.	.	.	.	0,4
β' τρ.	-1,8	.	.	.	.	0,5
γ' τρ.	-1,7	.	.	.	.	0,5

Πηγές: ΕΚΤ για τα ετήσια στοιχεία, Eurostat για τα τριμηνιαία στοιχεία.

6.2 Έσοδα και δαπάνες

(ως ποσοστό του ΑΕΠ, ροές στη διάρκεια ενός έτους)

	Έσοδα						Δαπάνες						
	Σύνολο	Τρέχοντα έσοδα				Κεφαλαιακά έσοδα	Σύνολο	Τρέχουσες δαπάνες				Κεφαλαιακές δαπάνες	
		Άμεσοι φόροι	Έμμεσοι φόροι	Καθαρές εισφορές κοινωνικής ασφάλισης	Αμοιβές μισθωτών			Ενδιάμεση κατανάλωση	Τόκοι	Κοινωνικά επιδόματα			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,3	3,0	22,6	4,5
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2015 δ' τρ.	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9
2016 α' τρ.	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,9	3,9
β' τρ.	46,4	45,9	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,9	3,9
γ' τρ.	46,4	45,9	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,8

Πηγές: ΕΚΤ για τα ετήσια στοιχεία, Eurostat για τα τριμηνιαία στοιχεία.

6.3 Λόγος χρέους γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ

(ως ποσοστό του ΑΕΠ, υπόλοιπα στο τέλος της περιόδου)

	Σύνολο	Κατηγορία χρηματοοικονομικού μέσου			Κατηγορία δανειστή			Αρχική διάρκεια		Εναπομένουσα διάρκεια			Νόμισμα	
		Νόμισμα και καταθέσεις	Δάνεια	Χρεόγραφα	Κάτοικοι	Μη κάτοικοι	Έως 1 έτος	Άνω του 1 έτους	Έως 1 έτος	Άνω του 1 και έως 5 έτη	Άνω των 5 ετών	Ευρώ ή συμμετέχοντα νομίσματα	Λοιπά νομίσματα	
														NXI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,5	3,0	17,6	68,9	45,6	26,3	43,9	11,3	78,1	19,6	31,4	38,4	87,3	2,2
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	46,2	26,3	45,1	10,4	80,9	19,5	32,0	39,8	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,2	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	18,9	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,4	2,8	16,2	71,4	45,6	27,5	44,8	9,3	81,1	17,7	31,4	41,3	88,3	2,1
2015 δ' τρ.	90,4	2,8	16,2	71,4	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 α' τρ.	91,3	2,7	16,1	72,4	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
β' τρ.	91,2	2,7	16,0	72,6	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
γ' τρ.	91,2	2,7	16,0	72,6	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.

Πηγές: ΕΚΤ για τα ετήσια στοιχεία, Eurostat για τα τριμηνιαία στοιχεία.

6 Δημοσιονομικές εξελίξεις

6.4 Ετήσια μεταβολή του λόγου δημόσιου χρέους/ΑΕΠ και προσδιοριστικοί παράγοντες¹⁾ (ως ποσοστό του ΑΕΠ, ροές στη διάρκεια ενός έτους)

	Μεταβολή του λόγου χρέους/ΑΕΠ ²⁾	Πρωτογενές έλλειμμα (+) / πλεόνασμα (-)	Προσαρμογή ελλείμματος-χρέους								Διαφορά επιτοκίου-ρυθμού ανάπτυξης	Υπόμνηση: δανειακές ανάγκες
			Σύνολο	Συναλλαγές σε κύρια χρηματοοικονομικά στοιχεία					Επιδράσεις αναπροσαρμογής αξίας και λοιπές μεταβολές όγκου	Λοιπά		
				Σύνολο	Νόμισμα και καταθέσεις	Δάνεια	Χρεόγραφα	Μετοχικοί τίτλοι και μερίδια επενδυτικών αμοιβαίων κεφαλαίων				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6
2014	0,7	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,8	2,5
2015	-1,6	-0,3	-0,9	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2015 δ' τρ.	-1,7	-0,3	-0,9	-0,6	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	1,2
2016 α' τρ.	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	1,4
β' τρ.	-0,9	-0,5	0,2	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,6	2,0
γ' τρ.	-1,4	-0,5	-0,5	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	1,5

Πηγές: ΕΚΤ για τα ετήσια στοιχεία, Eurostat για τα τριμηνιαία στοιχεία.

1) Δάνεια μεταξύ χωρών στο πλαίσιο της χρηματοπιστωτικής κρίσης καταγράφονται σε ενοποιημένη βάση πλην των τριμηνιαίων στοιχείων για την προσαρμογή ελλείμματος-χρέους.
2) Υπολογίζεται ως η διαφορά του λόγου χρέους/ΑΕΠ στο τέλος της περιόδου αναφοράς σε σχέση με ένα έτος νωρίτερα.

6.5 Κρατικά χρεόγραφα¹⁾

(εξυπηρέτηση χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ, ροές στη διάρκεια της περιόδου εξυπηρέτησης χρέους, μέσες ονομαστικές αποδόσεις σε ποσοστά ετησίως)

	Εξυπηρέτηση χρέους που λήγει εντός 1 έτους ²⁾					Μέση εναπομένουσα διάρκεια σε έτη ³⁾	Μέσες ονομαστικές αποδόσεις ⁴⁾						
	Σύνολο	Χρεολύσια		Τόκοι			Υπόλοιπα					Συναλλαγές	
		Διάρκειες έως 3 μήνες	Διάρκειες έως 3 μήνες	Διάρκειες έως 3 μήνες	Διάρκειες έως 3 μήνες		Σύνολο	Κυμαινόμενο επιτόκιο	Μηδενικό τοκομερίδιο	Σταθερό επιτόκιο	Διάρκειες έως 1 έτος	Εκδόσεις	Εξοφλήσεις
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,6	12,8	4,7	1,8	0,5	6,7	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2015 δ' τρ.	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 α' τρ.	15,5	13,6	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
β' τρ.	15,3	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
γ' τρ.	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
2016 Αύγ.	15,0	13,2	4,7	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Σεπτ.	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
Οκτ.	14,9	13,1	3,9	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Νοέμ.	14,9	13,1	4,5	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Δεκ.	14,6	12,8	4,7	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 Ιαν.	14,8	13,0	5,0	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Στην ονομαστική αξία και χωρίς ενοποίηση εντός του τομέα της γενικής κυβέρνησης.

2) Δεν περιλαμβάνονται μελλοντικές πληρωμές επί χρεογράφων που δεν έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμα και οι πρόωρες εξοφλήσεις.

3) Εναπομένουσα διάρκεια στο τέλος της περιόδου.

4) Υπόλοιπα στο τέλος της περιόδου, συναλλαγές ως μέσος όρος 12μήνου.

6 Δημοσιονομικές εξελίξεις

6.6 Δημοσιονομικές εξελίξεις στις χώρες της ζώνης του ευρώ

(ως ποσοστό του ΑΕΠ, ροές στη διάρκεια ενός έτους και υπόλοιπα στο τέλος της περιόδου)

	Βέλγιο 1	Γερμανία 2	Εσθονία 3	Ιρλανδία ¹⁾ 4	Ελλάδα 5	Ισπανία 6	Γαλλία 7	Ιταλία 8	Κύπρος 9
Δημοσιονομικό έλλειμμα (-) /πλεόνασμα (+)									
2012	-4,2	0,0	-0,3	-8,0	-8,8	-10,5	-4,8	-2,9	-5,8
2013	-3,0	-0,2	-0,2	-5,7	-13,2	-7,0	-4,0	-2,7	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,6	-6,0	-4,0	-3,0	-8,8
2015	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1
2015 δ' τρ.	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1
2016 α' τρ.	-2,6	0,8	0,7	-1,5	-6,3	-5,1	-3,3	-2,5	-0,2
β' τρ.	-2,8	0,8	0,8	-1,4	-5,2	-5,3	-3,1	-2,3	-1,2
γ' τρ.	-3,2	0,6	0,6	-1,8	-3,2	-4,8	-3,2	-2,3	-0,9

	Δημόσιο χρέος								
2012	104,1	79,9	9,7	119,5	159,6	85,7	89,5	123,3	79,3
2013	105,4	77,5	10,2	119,5	177,4	95,4	92,3	129,0	102,2
2014	106,5	74,9	10,7	105,2	179,7	100,4	95,3	131,9	107,1
2015	105,8	71,2	10,1	78,6	177,4	99,8	96,2	132,3	107,5
2015 δ' τρ.	106,0	71,2	10,1	78,6	177,4	99,3	96,2	132,3	108,9
2016 α' τρ.	109,1	70,9	9,9	80,0	176,4	101,1	97,5	135,0	107,9
β' τρ.	109,6	70,2	9,7	77,7	179,8	101,0	98,3	135,5	107,6
γ' τρ.	108,8	69,4	9,6	77,1	176,9	100,3	97,5	132,7	110,6

	Λεττονία 10	Λιθουανία 11	Λουξεμβούργο 12	Μάλτα 13	Ολλανδία 14	Αυστρία 15	Πορτογαλία 16	Σλοβενία 17	Σλοβακία 18	Φινλανδία 19
Δημοσιονομικό έλλειμμα (-) /πλεόνασμα (+)										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2015 δ' τρ.	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2016 α' τρ.	-1,0	-0,1	1,6	-0,2	-1,6	-0,8	-3,8	-2,5	-2,6	-2,0
β' τρ.	-0,7	0,4	1,5	0,4	-0,8	-1,0	-3,5	-1,7	-2,5	-2,2
γ' τρ.	-0,2	0,3	1,5	0,6	-0,3	-0,4	-3,6	-1,5	-2,3	-2,1

	Δημόσιο χρέος									
2012	41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2	53,9
2013	39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5	63,6
2015 δ' τρ.	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,9	63,6
2016 α' τρ.	36,1	40,0	22,4	62,1	64,8	86,5	128,9	83,6	51,8	64,2
β' τρ.	38,8	40,1	22,0	61,4	63,7	86,7	131,7	82,4	52,9	61,6
γ' τρ.	37,9	41,3	21,5	60,4	61,9	84,4	133,4	82,6	52,7	61,6

Πηγή: Eurostat.

© Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2017

Διεύθυνση 60640 Frankfurt am Main, Germany
Τηλέφωνο +49 69 1344 0
Δικτυακός τόπος www.ecb.europa.eu

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

Το Δελτίο καταρτίστηκε με ευθύνη της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ. Η μετάφραση και η έκδοση στην εθνική γλώσσα γίνεται από την αντίστοιχη κεντρική τράπεζα.

Τελευταία ημερομηνία για τα στατιστικά στοιχεία που περιλαμβάνονται στο παρόν τεύχος: 8 Μαρτίου 2017.

ISSN 2363-3484 (ηλεκτρονική μορφή)
Αριθμός καταλόγου ΕΕ QB-BP-17-002-EL-N (pdf)