



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΜΗΝΙΑΙΟ ΔΕΛΤΙΟ ΜΑΡΤΙΟΥ 2012

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ

Κατά τη συνεδρίαση της 8ης Μαρτίου 2012 το Διοικητικό Συμβούλιο, βασιζόμενο στην οικονομική και νομισματική ανάλυση που διενεργεί τακτικά, αποφάσισε να διατηρήσει αμετάβλητα τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ. Οι πληροφορίες που έγιναν διαθέσιμες μετά τις αρχές Φεβρουαρίου επιβεβαιώνουν την προηγούμενη αξιολόγηση του Διοικητικού Συμβουλίου όσον αφορά τις προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα. Οι διαθέσιμοι δείκτες ερευνών επιβεβαιώνουν τις ενδείξεις σταθεροποίησης της οικονομίας της ζώνης του ευρώ. Όμως, οι οικονομικές προοπτικές εξακολουθούν να χαρακτηρίζονται από καθοδικούς κινδύνους. Λόγω της ανόδου των τιμών της ενέργειας και των έμμεσων φόρων, εκτιμάται πλέον ότι οι ρυθμοί πληθωρισμού είναι πιθανόν να παραμείνουν άνω του 2% το 2012, ενώ επικρατούν ανοδικοί κίνδυνοι. Εντούτοις, το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει ότι οι εξελίξεις στις τιμές θα παραμείνουν σε επίπεδα συμβατά με τη σταθερότητα των τιμών στον ορίζοντα που ενδιαφέρει τη νομισματική πολιτική. Ο υποκείμενος ρυθμός της νομισματικής επέκτασης συνεχίζει να είναι υποτονικός, συνάδοντας με εικόνα συγκρατημένων πληθωριστικών πιέσεων μεσοπρόθεσμα. Όσον αφορά το μέλλον, το Διοικητικό Συμβούλιο είναι απόλυτα προσηλωμένο στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ σύμφωνα με την εντολή που του έχει ανατεθεί. Για τον σκοπό αυτό, θεωρείται ουσιώδους σημασίας η συνεχιζόμενη σταθεροποίηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό - σε επίπεδα συμβατά με την επιδίωξη του Διοικητικού Συμβουλίου να διατηρεί τους ρυθμούς πληθωρισμού κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα.

Τους τελευταίους μήνες, το Ευρωσύστημα έχει θέσει σε εφαρμογή ένα ευρύ φάσμα πρόσθετων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής. Τα μέτρα αυτά, συμπεριλαμβανομένων ιδίως των δύο πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών ετών, αποφασίστηκαν σε ένα περιβάλλον εξαιρετικών περιστάσεων το δ' τρίμηνο του 2011. Ο πρώτος αντίκτυπος αυτών των μέτρων ήταν θετικός. Σε συνδυασμό με τη δημοσιονομική εξυγίανση και την επιτάχυνση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ, καθώς και με την πρόοδο που σημειώθηκε προς την ενίσχυση του πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης της ζώνης του ευρώ, τα μέτρα συνέβαλαν στη σημαντική βελτίωση του χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος τους τελευταίους μήνες. Το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει ότι οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών ετών θα στηρίξουν περαιτέρω τη συνεχιζόμενη σταθεροποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και, ιδίως, τη δανειοδοτική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ. Όλα τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής είναι προσωρινού χαρακτήρα. Επιπλέον, όλα τα απαραίτητα εργαλεία για την αντιμετώπιση ενδεχόμενων ανοδικών κινδύνων για τη μεσοπρόθεσμη σταθερότητα των τιμών είναι απολύτως διαθέσιμα.

Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση, το πραγματικό ΑΕΠ συρρικνώθηκε κατά 0,3% στη ζώνη του ευρώ το δ' τρίμηνο του 2011. Σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία ερευνών, υπάρχουν ενδείξεις σταθεροποίησης της οικονομικής δραστηριότητας, αν και ακόμη σε χαμηλό επίπεδο. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει ότι η οικονομία της ζώνης του ευρώ θα ανακάμψει σταδιακά στη διάρκεια του 2012. Οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να στηριχθούν από την εξωτερική ζήτηση, το πολύ χαμηλό επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ, καθώς και από όλα τα μέτρα που έχουν ληφθεί για την ενίσχυση της ομαλής λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, οι εναπομένουσες εντάσεις σε ορισμένες αγορές κρατικών χρεογράφων της ζώνης του ευρώ και οι επιπτώσεις τους στις πιστωτικές συνθήκες, καθώς και η διαδικασία προσαρμογής των ισολογισμών στον χρηματοπιστωτικό και τον μη χρηματοπιστωτικό τομέα, συνεχίζουν να επηρεάζουν αρνητικά την υποκείμενη δυναμική της ανάπτυξης.

Η εκτίμηση αυτή αντικατοπτρίζεται και στις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Μαρτίου 2012, σύμφωνα με τις οποίες ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα διαμορφωθεί μεταξύ -0,5% και 0,3% το 2012 και μεταξύ 0,0% και 2,2% το 2013. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου 2011, τα διαστήματα μετατοπίστηκαν ελαφρώς προς τα κάτω. Οι προοπτικές αυτές εξακολουθούν να υπόκεινται σε καθοδικούς κινδύνους. Οι κίνδυνοι αυτοί αφορούν κυρίως μια νέα όξυνση των εντάσεων στις αγορές χρεογράφων της ζώνης του ευρώ και το ενδεχόμενο μετάδοσής τους στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ. Επίσης, συνδέονται με περαιτέρω αυξήσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων.

Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ ήταν 2,7% τον Φεβρουάριο 2012, δηλ. αυξήθηκε ελαφρώς από 2,6% τον Ιανουάριο. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, εκτιμάται πλέον ότι ο πληθωρισμός πιθανώς θα παραμείνει άνω του 2% το 2012, κυρίως λόγω των πρόσφατων αυξήσεων των τιμών της ενέργειας, καθώς και των αυξήσεων των έμμεσων φόρων που ανακοινώθηκαν πρόσφατα. Σύμφωνα με τις σημερινές τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης των βασικών εμπορευμάτων, οι ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού αναμένεται να μειωθούν ξανά κάτω του 2% στις αρχές του 2013. Όσον αφορά τις πιο μακροπρόθεσμες εξελίξεις, σε ένα περιβάλλον συγκρατημένης ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ και σταθεροποιημένων μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό, οι υποκείμενες πιέσεις στις τιμές θα πρέπει να παραμείνουν περιορισμένες.

Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Μαρτίου 2012, ο ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) θα διαμορφωθεί μεταξύ 2,1% και 2,7% το 2012 και μεταξύ 0,9% και 2,3% το 2013. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου 2011, τα διαστήματα για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) μετατοπίστηκαν προς τα άνω, ιδίως τα διαστήματα για το 2012. Οι κίνδυνοι για τους προβλεπόμενους ρυθμούς πληθωρισμού τα προσεχή έτη φαίνεται να εξακολουθούν να είναι σε γενικές γραμμές ισορροπημένοι, ενώ οι ανοδικοί κίνδυνοι στο προσεχές μέλλον προέρχονται κυρίως από τις υψηλότερες από τις αναμενόμενες τιμές του πετρελαίου και τις αυξήσεις των έμμεσων φόρων. Ωστόσο, εξακολουθούν να υφίστανται καθοδικοί κίνδυνοι λόγω ενδεχόμενων ασθενέστερων από το αναμενόμενο εξελίξεων στην οικονομική δραστηριότητα.

Από τη νομισματική ανάλυση προκύπτει ότι ο υποκείμενος ρυθμός της νομισματικής επέκτασης παραμένει συγκρατημένος. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 ήταν 2,5% τον Ιανουάριο του 2012, έναντι 1,5% τον Δεκέμβριο του 2011. Ο ρυθμός αύξησης των

δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα παραμένει επίσης υποτονικός, ενώ όμως ο αντίστοιχος ετήσιος ρυθμός σε δωδεκάμηνη βάση (διορθωμένος ως προς τις πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων) ανέκαμψε ελαφρώς τον Ιανουάριο σε 1,5%, από 1,2% τον Δεκέμβριο. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και ο αντίστοιχος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά (διορθωμένοι ως προς τις πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων) διαμορφώθηκαν στο 0,8% και 2,1% αντίστοιχα τον Ιανουάριο. Ο όγκος των δανείων που χορήγησαν τα ΝΧΙ προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μειώθηκε ελαφρώς τον Ιανουάριο, μετά την έντονη μείωση τον Δεκέμβριο. Αντιθέτως, η ροή των δανείων προς τα νοικοκυριά τον Ιανουάριο ήταν θετική. Έπειτα από τις ενδείξεις βελτίωσης του χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος, είναι απαραίτητο οι τράπεζες να ενισχύσουν την ανθεκτικότητά τους περαιτέρω, μεταξύ άλλων παρακρατώντας κέρδη. Η ευρωστία των ισολογισμών των τραπεζών θα αποτελέσει καθοριστικό παράγοντα για τη διευκόλυνση της κατάλληλης παροχής πιστώσεων προς την οικονομία.

Συνοπτικά, από την οικονομική ανάλυση προκύπτει ότι οι εξελίξεις στις τιμές θα πρέπει να παραμείνουν συμβατές με τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα. Η διασταύρωση με τις ενδείξεις από τη νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνει αυτή την εικόνα.

Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, προκειμένου να διαμορφωθεί ένα ευνοϊκό περιβάλλον για τη διατηρήσιμη ανάπτυξη και να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη και η ανταγωνιστικότητα, το Διοικητικό Συμβούλιο τονίζει ότι οι κυβερνήσεις χρειάζεται να επειγόντως να σημειώσουν περαιτέρω πρόοδο προς την αποκατάσταση υγιών δημοσιονομικών θέσεων και την υλοποίηση του προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Όσον αφορά τη δημοσιονομική εξυγίανση, πολλές κυβερνήσεις στη ζώνη του ευρώ σημειώνουν βήματα προόδου. Η συνέχιση μιας ολοκληρωμένης δημοσιονομικής εξυγίανσης και η συμμόρφωση με όλες τις δεσμεύσεις εξακολουθούν να είναι απαραίτητες. Στο πλαίσιο αυτό, το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο 2012 θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί για την αυστηρή επιβολή του ενισχυμένου μηχανισμού δημοσιονομικής εποπτείας. Εξίσου σημαντικές είναι και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για να αυξηθεί η ικανότητα προσαρμογής και η ανταγωνιστικότητα των χωρών της ζώνης του ευρώ και για να ενισχυθεί το αναπτυξιακό δυναμικό και η δημιουργία θέσεων εργασίας. Στον τομέα αυτό, είναι επιθυμητό να υπάρξει μεγαλύτερη πρόοδος. Το Διοικητικό Συμβούλιο επικροτεί ένθερμα την Έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με τον Μηχανισμό Επαγρύπνησης για μακροοικονομικές ανισορροπίες και αναμένει ότι οι προταθείσες ενδεδειγμένες επισκοπήσεις χωρών θα στηρίξουν ενεργητικά τις μεταρρυθμιστικές διαδικασίες που βρίσκονται σε εξέλιξη στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

1 ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Σε ένα περιβάλλον βελτιούμενων συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, οι δείκτες ερευνών επιβεβαιώνουν περαιτέρω ενδείξεις σταθεροποίησης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας. Ενώ στις ανεπτυγμένες οικονομίες εμπόδια διαρθρωτικού χαρακτήρα επιβράδυναν την ανάπτυξη, στις αναδύμενες οικονομίες αυτή παραμένει εύρωστη. Τους πρόσφατους μήνες η δυναμική του πληθωρισμού παρέμεινε σχετικά συγκρατημένη στις ανεπτυγμένες οικονομίες. Στις αναδύμενες οικονομίες, οι ρυθμοί πληθωρισμού υποχώρησαν τελευταία, παρόλο που εξακολουθούν να υφίστανται πληθωριστικές πιέσεις.

1.1 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Το δ' τρίμηνο του 2011 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στις χώρες του ΟΟΣΑ επιβραδύνθηκε σε 0,1% σε τριμηνιαία βάση, έναντι 0,6% το γ' τρίμηνο, ενώ η εικόνα της οικονομικής ανάπτυξης διέφερε σημαντικά από χώρα σε χώρα. Προς το τέλος του 2011, άρχισαν να διαφαίνονται ενδείξεις σταθεροποίησης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία, αυτό συνεχίστηκε και το α' τρίμηνο του 2012. Παρ' όλα αυτά, διάφορα εμπόδια διαρθρωτικού χαρακτήρα αναμένεται να συνεχίσουν να συγκρατούν το ρυθμό της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα. Τα εμπόδια αυτά συνδέονται κυρίως με αδυναμίες των αγορών εργασίας και κατοικιών σε ορισμένες μεγάλες ανεπτυγμένες οικονομίες, καθώς και με την ανάγκη για περαιτέρω εξυγίανση των ισολογισμών του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα. Επ' αυτού, ενώ η αναδιάρθρωση έχει προχωρήσει έως ένα βαθμό, τα επίπεδα του χρέους των νοικοκυριών παραμένουν υψηλά σε αρκετές από τις μεγάλες προηγμένες οικονομίες.

Σε ένα διαρκώς καλύτερο περιβάλλον στις χρηματοπιστωτικές αγορές, οι προσδοκίες τόσο των επιχειρήσεων όσο και των καταναλωτών εμφάνισαν ενδείξεις βελτίωσης. Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για την παγκόσμια παραγωγή σε όλους τους κλάδους συνέχισε να καταγράφει ανοδική πορεία και διαμορφώθηκε σε 55,5 το Φεβρουάριο (βλ. Διάγραμμα 1). Η βελτίωση των συνθηκών για την επιχειρηματική δραστηριότητα ήταν γενικευμένη σε όλους τους τομείς και τις χώρες. Επίσης, ο δείκτης PMI για τις νέες παραγγελίες παρείχε θετικές ενδείξεις για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας. Και από την πλευρά των καταναλωτών, οι δείκτες εμπιστοσύνης έδειξαν τάσεις βελτίωσης μεταξύ των επιμέρους χωρών. Όσον αφορά τις προηγμένες οικονομίες, ωστόσο, οι δείκτες αυτοί παραμένουν κάτω από τον ιστορικό μέσο όρο τους.

Σύμφωνα με τα στοιχεία για το δ' τρίμηνο του 2011, η δυναμική του παγκόσμιου εμπορίου ήταν ασθενής, συνάδοντας σε γενικές γραμμές με την υποτονική οικονομική δραστηριότητα παγκοσμίως. Τα στοιχεία του CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis δείχνουν ότι το παγκόσμιο εμπόριο αγαθών σημείωσε αύξηση 0,3% σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο. Η υποχώρηση των παγκόσμιων εισαγωγών αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την κατακόρυφη πτώση των εισαγωγών από τη ζώνη του ευρώ και τις άλλες ευρωπαϊκές οικονομίες, ενώ οι εισαγωγές από τις ΗΠΑ, την Ιαπωνία και τις αναδύμενες αγορές διατηρήθηκαν σε καλύτερα επίπεδα. Όσον αφορά τις προοπτικές για το άμεσο μέλλον, ο παγκόσμιος δείκτης PMI για τις νέες παραγγελίες εξαγωγών σημείωσε άνοδο και υπερέβη το όριο μηδενικής μεταβολής (50) τον Ιανουάριο

και το Φεβρουάριο του 2012. Παρόλο που παραμένει κάτω από το μακροχρόνιο μέσο όρο του, υποδηλώνει τη σταδιακή ανάκαμψη της δυναμικής του παγκόσμιου εμπορίου.

Αφού κορυφώθηκε σε 3,3% το Σεπτέμβριο, ο πληθωρισμός στις χώρες του ΟΟΣΑ μειώθηκε ελαφρώς σε 2,8% τον Ιανουάριο, αντανakλώντας κυρίως το χαμηλότερο ρυθμό αύξησης των τιμών της ενέργειας (βλ. Διάγραμμα 2). Ο πληθωρισμός χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας επιβραδύνθηκε οριακά σε 1,9% τον Ιανουάριο, έναντι 2,0% το Δεκέμβριο. Στις προηγμένες οικονομίες, η ύπαρξη σημαντικού πλεονάζοντος παραγωγικού δυναμικού και οι σταθεροποιημένες προσδοκίες για τον πληθωρισμό συνέβαλαν στο μετριασμό των πιέσεων επί των τιμών. Στις αναδυόμενες οικονομίες οι ρυθμοί πληθωρισμού επιβραδύνθηκαν επίσης. Ωστόσο, εξακολουθούν να ασκούνται υποκείμενες πιέσεις στις τιμές λόγω του περιορισμένου αναξιοποίητου παραγωγικού δυναμικού, των πολιτικών τιμαριθμικής αναπροσαρμογής των μισθών και των αρκετά χαμηλών πραγματικών επιτοκίων. Ο ετήσιος πληθωρισμός παρέμεινε άνω του 6% στη Βραζιλία και του 4% στην Κίνα.

ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ

Στις ΗΠΑ η δυναμική της οικονομικής δραστηριότητας συνέχισε να ενισχύεται σταδιακά το δ' τρίμηνο του 2011 αφού είχε αποδυναμωθεί το πρώτο εξάμηνο του έτους (βλ. Διάγραμμα 3). Σύμφωνα με τη δεύτερη εκτίμηση του Bureau of Economic Analysis, το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 3,0% το δ' τρίμηνο του 2011 (δηλ. 0,7% σε τριμηνιαία βάση), έναντι 1,8% το προηγούμενο τρίμηνο. Η αύξηση του δ' τριμήνου προήλθε κυρίως από την καταναλωτική δαπάνη και τη μεταβολή των ιδιωτικών αποθεμάτων. Οι επενδύσεις σε κατοικίες σημείωσαν έντονη άνοδο, ενώ οι καθαρές εξαγωγές και οι κρατικές δαπάνες είχαν αρνητική συμβολή στην ανάπτυξη. Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου προσωπικού εισοδήματος ενισχύθηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2011, αν και παρέμεινε σε χαμηλότερο επίπεδο από εκείνον της πραγματικής ιδιωτικής κατανάλωσης.

Όσον αφορά την εξέλιξη των τιμών, ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ υποχώρησε σε 2,9% τον Ιανουάριο του 2012, έναντι 3,0% τον προηγούμενο μήνα και 3,9% το Σεπτέμβριο του 2011, όταν δηλ. είχε φθάσει στο ανώτατο επίπεδό του. Στη μείωση αυτή συνέβαλε η υποχώρηση του πληθωρισμού των τιμών των ειδών διατροφής και της ενέργειας. Πάντως, ο πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας επέδειξε μεγαλύτερη εμμονή. Αυξήθηκε κατά 2,3% σε ετήσια βάση τον Ιανουάριο του 2012, έναντι 2,2% τον προηγούμενο μήνα. Στην εμμονή του πυρήνα του πληθωρισμού το τελευταίο διάστημα συνέβαλαν οι αυξήσεις στις τιμές της ιατρικής περίθαλψης, της αναψυχής, της εκπαίδευσης και των επικοινωνιών, παρά τις μειώσεις στο κόστος μεταφοράς και στέγασης.

Όσον αφορά το προσεχές διάστημα, η ανάκαμψη το 2012 αναμένεται να προχωρήσει με εντονότερους ρυθμούς από ό,τι αναμενόταν αρχικά, δεδομένου ότι τα πιο πρόσφατα μηνιαία στοιχεία ήταν απρόσμενα θετικά, υποδηλώνοντας τη συνέχιση της οικονομικής επέκτασης και το α' τρίμηνο του 2012. Η απασχόληση μισθωτών εκτός του γεωργικού τομέα στις ΗΠΑ ήταν καλύτερη από το αναμενόμενο τον Ιανουάριο, και η αύξηση της απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα, συμπεριλαμβανομένου του κλάδου των κατασκευών, εκτεταμένη. Επίσης, οι νέες αιτήσεις για επίδομα ανεργίας συνέχισαν να μειώνονται το Φεβρουάριο, γεγονός που υποδηλώνει μεγαλύτερη ανθεκτικότητα της αγοράς εργασίας το α' τρίμηνο. Με βάση αρκετούς δείκτες της αγοράς κατοικιών, η δραστηριότητα στην εν λόγω αγορά, που είχε καταρρεύσει κατά τη διάρκεια της ύφεσης, φαίνεται να ανακάμπτει από το κατώτατο επίπεδο στο οποίο είχε φθάσει. Το Φεβρουάριο του 2012 το αμερικανικό Κογκρέσο υπερψήφισε το νομοσχέδιο της ειδικής δικομματικής επιτροπής

συνολικού ύψους 150 δισεκ. δολαρίων ΗΠΑ με σκοπό να παρατείνει έως το τέλος του 2012 τη μείωση του φόρου μισθωτών υπηρεσιών και το διάστημα καταβολής των επιδομάτων ανεργίας. Αυτό αναμένεται να στηρίξει την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2012, αλλά η αντιστροφή αυτής της εξέλιξης το επόμενο έτος θα επηρεάσει δυσμενώς την ανάπτυξη. Όσον αφορά τις τιμές, παρόλο που οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων αυξήθηκαν εκ νέου τις τελευταίες εβδομάδες, η δυσπραγία στις αγορές προϊόντων και εργασίας αναμένεται να περιορίσει τις ανοδικές πιέσεις επί των τιμών και να συμβάλει στην περαιτέρω μείωση του μετρούμενου πληθωρισμού το 2012.

Στις 25 Ιανουαρίου 2012 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς των ΗΠΑ (FOMC) δήλωσε ότι, παρά την ελαφρά επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης, οι πρόσφατοι δείκτες υποδηλώνουν μικρή επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας και περαιτέρω βελτίωση των γενικότερων συνθηκών στην αγορά εργασίας. Η Επιτροπή αποφάσισε να διατηρήσει αμετάβλητο το επιτόκιο-στόχο μεταξύ 0,0% και 0,25% και προέβλεψε ότι οι οικονομικές συνθήκες πιθανότατα θα απαιτήσουν τη διατήρηση του επιτοκίου-στόχου σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα τουλάχιστον έως τα τέλη του 2014.

ΙΑΠΩΝΙΑ

Στην Ιαπωνία τα πιο πρόσφατα στοιχεία που δημοσιεύθηκαν επιβεβαίωσαν ότι η οικονομική δραστηριότητα ήταν σχετικά υποτονική στο τέλος του 2011, μετά από την ανάκαμψη που είχε παρατηρηθεί το γ' τρίμηνο. Σύμφωνα με τα δεύτερα προκαταρκτικά στοιχεία της ιαπωνικής κυβέρνησης, το πραγματικό ΑΕΠ στην Ιαπωνία συρρικνώθηκε κατά 0,2%, σε τριμηνιαία βάση, το δ' τρίμηνο του 2011, έναντι αύξησης 1,7% το προηγούμενο τρίμηνο. Αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην αρνητική συμβολή των καθαρών εξαγωγών και των ιδιωτικών αποθεμάτων. Η ασθενέστερη εξωτερική ζήτηση, η συνεχιζόμενη ενίσχυση του γιεν και τα προβλήματα στον εφοδιασμό που σχετίζονται με τις πλημμύρες στην Ταϊλάνδη συνέβαλαν στην κατακόρυφη πτώση των ιαπωνικών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, ενώ οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών εξακολούθησαν να αυξάνονται. Οι δημόσιες επενδύσεις υποχώρησαν απρόσμενα για δεύτερο συνεχόμενο τρίμηνο, γεγονός που σηματοδοτεί κάποια καθυστέρηση στην υλοποίηση των σχεδίων ανοικοδόμησης. Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρηματικές επενδύσεις κατέγραψαν σημαντική άνοδο το τελευταίο τρίμηνο του 2011, ενώ η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε με πιο συγκρατημένο ρυθμό. Συνολικά, αυτό υποδηλώνει ότι το ετήσιο πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε κατά 0,7% το 2011, έναντι αύξησης 4,4% το 2010. Η αύξηση των εισαγωγών ενεργειακών αγαθών, σε συνδυασμό με τις υποτονικότερες εξαγωγικές επιδόσεις, είχε αποτέλεσμα την επανεμφάνιση ελλείμματος στο εμπορικό ισοζύγιο το 2011. Όσον αφορά το προσεχές διάστημα, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να επανέλθει σε μέτριους ρυθμούς αύξησης το 2012, ιδιαίτερα ως αποτέλεσμα των δαπανών που σχετίζονται με την ανοικοδόμηση.

Ως προς την εξέλιξη των τιμών, ο ετήσιος μετρούμενος πληθωρισμός βάσει του ΔTK επιταχύνθηκε σε 0,1% τον Ιανουάριο του 2012, από -0,2% τον προηγούμενο μήνα, κυρίως λόγω αυξήσεων στις τιμές των ειδών διατροφής. Εκτός των τιμών των νωπών ειδών διατροφής, ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔTK παρέμεινε αμετάβλητος στο -0,1% τον Ιανουάριο, ενώ ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔTK χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας υποχώρησε με βραδύτερο ρυθμό (-0,8%), έναντι του Δεκεμβρίου του 2011 (-1,1%). Στην τελευταία συνεδρίασή της για τη νομισματική πολιτική στις 14 Φεβρουαρίου 2012, η Τράπεζα της Ιαπωνίας αποφάσισε να διατηρήσει μεταξύ 0% και 0,1% το επιτόκιο-στόχο για τοποθετήσεις μίας ημέρας χωρίς παροχή ασφάλειας. Επίσης, ανακοίνωσε ότι θα επέκτεινε το Πρόγραμμα Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων κατά 10 τρισεκ. γιεν, προβαίνοντας σε αυξημένες αγορές ομολόγων του Ιαπωνικού Δημοσίου. Τέλος, αποφάσισε επίσης να θέσει μεσομακροπρόθεσμο στόχο

σταθερότητας των τιμών, ο οποίος καθορίστηκε (προς το παρόν) σε 1% σε όρους ετήσιας μεταβολής του ΔΤΚ.

ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ

Στο Ηνωμένο Βασίλειο η οικονομική δραστηριότητα φαίνεται να ανακάμπτει αφού έφθασε σε κατώτατα επίπεδα. Το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε κατά 0,2% σε τριμηνιαία βάση το δ' τρίμηνο του 2011, αλλά από το Νοέμβριο του 2011 τα μηνιαία στοιχεία εμφανίζονται σε γενικές γραμμές ευνοϊκότερα. Η βιομηχανική παραγωγή και ο όγκος των λιανικών πωλήσεων, καθώς και οι περισσότεροι δείκτες ερευνών για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, υποδηλώνουν βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας το α' τρίμηνο του 2012. Η κατάσταση στην αγορά εργασίας παρέμεινε υποτονική παρουσιάζοντας ενδείξεις σταθεροποίησης, ενώ τα κύρια νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη συρρικνώθηκαν κατά περίπου 2%-3% σε ετήσια βάση το Δεκέμβριο και τον Ιανουάριο. Όσον αφορά το προσεχές μέλλον, η αύξηση της εγχώριας ζήτησης αναμένεται να παραμείνει συγκρατημένη λόγω των συνθηκών πιστωτικής στενότητας, της συνεχιζόμενης εξυγίανσης των ισολογισμών των νοικοκυριών και της έντονα περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής, ενώ οι προοπτικές για την εξωτερική ζήτηση ενδέχεται να περιορίσουν την αύξηση των εξαγωγών.

Ο πληθωρισμός συνέχισε να υποχωρεί ως αποτέλεσμα της σταδιακής εξασθένησης της επίδρασης ορισμένων πρόσκαιρων παραγόντων (προηγούμενες αυξήσεις στις τιμές της ενέργειας και αύξηση του συντελεστή του ΦΠΑ τον Ιανουάριο του 2011), αλλά ο ρυθμός του πληθωρισμού παραμένει σε σχετικά υψηλά επίπεδα. Ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ μειώθηκε σε 3,6% τον Ιανουάριο του 2012, από 4,2% το Δεκέμβριο του 2011, ενώ ο πληθωρισμός ΔΤΚ εκτός των τιμών της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής κατέγραψε πτώση κατά 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας και διαμορφώθηκε στο 2,9%. Ο πληθωρισμός ενδέχεται να μετριαστεί περαιτέρω στο άμεσο μέλλον, ενώ η ύπαρξη σημαντικού αναξιοποίητου παραγωγικού δυναμικού, σε συνδυασμό με τη βραδεία ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, θα συμβάλει στον περιορισμό των πληθωριστικών πιέσεων σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Στις 9 Φεβρουαρίου 2012, η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής της Τράπεζας της Αγγλίας διατήρησε στο 0,5% το επίσημο επιτόκιο της κεντρικής τράπεζας για τα αποθεματικά των εμπορικών τραπεζών, αλλά αποφάσισε να αυξήσει τις αγορές περιουσιακών στοιχείων που χρηματοδοτούνται μέσω της επέκτασης της νομισματικής βάσης κατά 50 δισεκ. λίρες σε 325 δισεκ. λίρες συνολικά.

ΛΟΙΠΕΣ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ ΕΕ

Στις λοιπές χώρες της ΕΕ εκτός της ζώνης του ευρώ, η συνολική ανάπτυξη αναμένεται να είναι σχετικά βραδεία στο άμεσο μέλλον, με τον κίνδυνο της ύφεσης να ελλοχεύει για ορισμένες χώρες. Πάντως, κάποιες χώρες συνέχισαν να καταγράφουν εύρωστους ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του 2011.

Στη Σουηδία και τη Δανία οι προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας έγιναν λιγότερο ευνοϊκές. Ωστόσο, το δ' τρίμηνο του 2011, η ανάπτυξη και ιδίως η δυναμική του εξωτερικού εμπορίου ήταν πολύ διαφοροποιημένες στις δύο αυτές οικονομίες. Στη Δανία η ευρωστία των εξαγωγών και της κατανάλωσης των νοικοκυριών στήριξε την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 0,2%, σε τριμηνιαία βάση, ενώ στη Σουηδία το πραγματικό ΑΕΠ υποχώρησε κατά 1,1% λόγω της εξασθένησης των εξαγωγών. Τον Ιανουάριο του 2012 ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ στη Δανία και τη Σουηδία διαμορφώθηκε σε 2,8% και 0,7% αντίστοιχα.

Στις μεγαλύτερες χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης, η οικονομική ανάκαμψη επιβραδύνθηκε. Όσον αφορά το προσεχές διάστημα, οι προοπτικές έχουν επιδεινωθεί ως αποτέλεσμα της υποτονικότερης εξωτερικής ζήτησης, αλλά και λόγω της φθίνουσας εγχώριας ζήτησης. Αυτό αντανακλά εν μέρει την ανάγκη απομόγλευσης του χρηματοπιστωτικού τομέα σε πολλές χώρες της ΕΕ, η οποία ενδέχεται να έχει αρνητικό αντίκτυπο στην πιστωτική επέκταση και στις συνθήκες εξωτερικής χρηματοδότησης σε πολλές χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης. Το δ' τρίμηνο του 2011, στη Ρουμανία και την Τσεχία το πραγματικό ΑΕΠ υποχώρησε κατά 0,2% και 0,3% αντίστοιχα έναντι του προηγούμενου τριμήνου, ενώ αυξήθηκε κατά 0,3% στην Ουγγαρία, σε μεγάλο βαθμό ως αποτέλεσμα πρόσκαιρων παραγόντων. Στην Πολωνία η τριμηνιαία αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ συνεχίστηκε με σχετικά έντονο ρυθμό (1,1%) το δ' τρίμηνο του 2011. Συνολικά, οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες ερευνών υποδηλώνουν αποδυνάμωση των προσδοκιών των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στις χώρες αυτές.

Ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ εξακολούθησε να υποχωρεί στην Πολωνία και τη Ρουμανία (φθάνοντας το 4,1% και το 2,8% αντίστοιχα τον Ιανουάριο), αντανακλώντας εν μέρει τις ευνοϊκές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης που σχετίζονται με τις τιμές της ενέργειας. Αντίθετα, ο πληθωρισμός αυξήθηκε σημαντικά στην Ουγγαρία και την Τσεχία (σε 5,6% και 3,8% αντίστοιχα). Αυτό αντικατοπτρίζει κυρίως αυξήσεις στους έμμεσους φόρους και στις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές.

Στις μικρότερες χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης, η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας συνεχίστηκε, αλλά οι προοπτικές χειροτέρευσαν, πρωτίστως λόγω του ασθενέστερου εξωτερικού περιβάλλοντος. Ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ επιβραδύνθηκε σε 0,8% στη Λεττονία και σε 1% στη Λιθουανία το δ' τρίμηνο του 2011. Στη Λιθουανία οι δείκτες ερευνών υποδηλώνουν αποδυνάμωση του οικονομικού κλίματος, ενώ οι ίδιοι δείκτες επέδειξαν μεγαλύτερη ανθεκτικότητα στη Βουλγαρία και τη Λεττονία. Στις χώρες της Βαλτικής η ανεργία διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα παρά ορισμένες ενδείξεις βελτίωσης. Ο πληθωρισμός συνέχισε να υποχωρεί τον Ιανουάριο του 2012, φθάνοντας το 3,4% στη Λεττονία και τη Λιθουανία, και το 1,9% στη Βουλγαρία.

ΆΛΛΕΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΕΣ ΧΩΡΕΣ

Στην Τουρκία η οικονομική δραστηριότητα παρέμεινε ισχυρή και ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ σημείωσε άνοδο κατά 8,2% το γ' τρίμηνο του 2011. Τα στοιχεία του τριμήνου αυτού υποδηλώνουν μικρή αναδιάρθρωση της ανάπτυξης από την εγχώρια ζήτηση προς τις καθαρές εξαγωγές, οι οποίες κατέγραψαν θετική συμβολή στην ανάπτυξη για πρώτη φορά μέσα σε δύο έτη. Ο πληθωρισμός συνέχισε να αυξάνεται και διαμορφώθηκε σε 10,4%, σε ετήσια βάση το Φεβρουάριο του 2012, ως αποτέλεσμα της μετακύλισης της υποτίμησης της τουρκικής λίρας το 2011, της αύξησης των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής και της υψηλότερης φορολογίας επί των προϊόντων καπνού. Από τον Αύγουστο του 2011, η κεντρική τράπεζα διατήρησε αμετάβλητο το βασικό επιτόκιο πολιτικής της και πραγματοποίησε παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος με σκοπό να περιορίσει τις πιέσεις υποτίμησης επί της τουρκικής λίρας. Βραχυπρόθεσμα, οι δυσμενέστερες συνθήκες εξωτερικής χρηματοδότησης, σε συνδυασμό με την ασθενέστερη ζήτηση από τη ζώνη του ευρώ, αναμένεται να επιβραδύνουν την αύξηση του ΑΕΠ στη διάρκεια του 2012.

Στη Ρωσία, σύμφωνα με τις προκαταρκτικές ετήσιες εκτιμήσεις, το πραγματικό ΑΕΠ σημείωσε άνοδο 4,3% το 2011, παραμένοντας αμετάβλητο από το αναθεωρημένο μέγεθος του 2010. Η άνοδος οφείλεται κυρίως στην εγχώρια ζήτηση. Η βιομηχανική παραγωγή συνέχισε να αυξάνεται με συγκρατημένο ρυθμό στην αρχή του έτους, κατά 3,8% σε

ετήσια βάση τον Ιανουάριο του 2012. Υποβοηθούμενος από, μεταξύ άλλων, τη μετάθεση της συνηθισμένης αύξησης του Ιανουαρίου στις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές για τα μέσα του έτους, ο ετήσιος πληθωρισμός υποχώρησε με ταχύ ρυθμό σε 3,8% το Φεβρουάριο από 4,2% τον Ιανουάριο του 2012, φθάνοντας στην κατώτερη τιμή που έχει καταγραφεί την περίοδο που ακολούθησε την έναρξη της μετασοβιετικής εποχής. Στο τέλος του 2011 η Τράπεζα της Ρωσίας αύξησε το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 25 μονάδες βάσης σε 4% και μείωσε το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης κατά 25 μονάδες βάσης σε 8%, περιορίζοντας έτσι περαιτέρω το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων της ώστε να μετριάσει τη μεταβλητότητα των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς. Επίσης, υιοθέτησε πρόσθετα μέτρα για την ενίσχυση της ευελιξίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στο προσεχές διάστημα, οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων αναμένεται να συνεχίσουν να στηρίζουν την οικονομική δραστηριότητα, διατηρώντας το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ σε επίπεδα πλησίον του περσινού.

ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΑΣΙΑΣ

Στις αναδύομενες οικονομίες της Ασίας, η οικονομική ανάπτυξη διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα το δ' τρίμηνο του 2011, παρά τις επιδεινούμενες οικονομικές συνθήκες διεθνώς. Η αύξηση των εξαγωγών επιβραδύνθηκε σημαντικά το τελευταίο τρίμηνο του 2011, εν μέρει λόγω της πτώσης της παγκόσμιας ζήτησης, ενώ οι επενδύσεις παρέμειναν υποτονικές ως αποτέλεσμα της αυξημένης μεταβλητότητας των κεφαλαιακών ροών και των επιδράσεων των πιο περιοριστικών εγχώριων νομισματικών πολιτικών, που εκδηλώθηκαν με χρονική υστέρηση. Αντίθετα, η ιδιωτική κατανάλωση διατηρήθηκε εύρωστη. Οι ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού μετριάστηκαν περαιτέρω το τελευταίο τρίμηνο, καθώς οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων, ιδίως των ειδών διατροφής, συνέχισαν να έχουν πτωτική τάση. Υπό το φως ενδείξεων για μετριασμό των πληθωριστικών πιέσεων και καθοδικών κινδύνων για τις προοπτικές της οικονομίας, ορισμένες κεντρικές τράπεζες της περιοχής έλαβαν μέτρα νομισματικής πολιτικής διευκολυντικού χαρακτήρα.

Στην Κίνα η επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης συνεχίστηκε τους πρόσφατους μήνες. Η ασθενέστερη εξωτερική ζήτηση είχε αποτέλεσμα την υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των εξαγωγών σε 13%, έως το τέλος του 2011. Οι εξωτερικές ανισορροπίες μετριάστηκαν και το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Κίνας μειώθηκε σε 2,7% του ΑΕΠ το 2011, από 5,1% το 2010. Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα διατηρήθηκαν σε πολύ υψηλά επίπεδα, αλλά το δ' τρίμηνο του 2011 μειώθηκαν ελαφρώς και στο τέλος του έτους διαμορφώθηκαν στα 3,2 τρισεκ. δολάρια ΗΠΑ. Η εγχώρια ζήτηση έχει μέχρι στιγμής παραμείνει σε μεγάλο βαθμό ανθεκτική σε εξωτερικούς κλονισμούς. Στον τομέα των ακινήτων η δραστηριότητα εξισορροπήθηκε μόνο σταδιακά, καθώς τα κοινωνικά στεγαστικά προγράμματα της κυβέρνησης εξακολουθούν να στηρίζουν τις κατασκευές. Οι πληθωριστικές πιέσεις έχουν μετριαστεί σημαντικά από τα μέσα του 2011, λόγω της επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας και της προηγούμενης σταθεροποίησης των τιμών των βασικών εμπορευμάτων παγκοσμίως. Παρόλο που ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ αυξήθηκε σε 4,5% τον Ιανουάριο του 2012, από 4,1% τον προηγούμενο μήνα, αυτό οφείλεται κυρίως στην πρόσκαιρη άνοδο των τιμών των ειδών διατροφής την κινεζική πρωτοχρονιά. Υπό συνθήκες υποχώρησης των κινδύνων για υπερθέρμανση της οικονομίας, η κεντρική τράπεζα της Κίνας μείωσε το ποσοστό υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών κατά 50 μονάδες βάσης το Φεβρουάριο, με αποτέλεσμα αυτό να διαμορφωθεί στο 20% κατά μέσο όρο.

Στην Ινδία ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ επιβραδύνθηκε σε 6,3% το δ' τρίμηνο του 2011, από 6,7% το γ' τρίμηνο, κυρίως ως αποτέλεσμα του χαμηλότερου

ρυθμού αύξησης των επενδύσεων και των εξαγωγών. Ο ετήσιος πληθωρισμός τιμών χονδρικής – ο προτιμώμενος δείκτης πληθωρισμού από την κεντρική τράπεζα της Ινδίας – επιβραδύνθηκε σε 7,5% το Δεκέμβριο του 2011 και σε 6,6% τον Ιανουάριο του 2012, καθώς οι τιμές τόσο των προϊόντων της μεταποίησης όσο και των βασικών εμπορευμάτων μειώθηκαν ελαφρώς. Ως εκ τούτου, η κεντρική τράπεζα της Ινδίας μείωσε το συντελεστή των υποχρεωτικών καταθέσεων κατά 50 μονάδες βάσης τον Ιανουάριο του 2012, ενώ ταυτόχρονα διατήρησε το βασικό επιτόκιο πολιτικής της σε 8,5%.

Στην Κορέα η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ μετριάστηκε ελαφρά σε 3,4% σε ετήσια βάση το δ' τρίμηνο του 2011, έναντι 3,5% το γ' τρίμηνο. Η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης ήταν μικρότερη σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, ενώ ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των επενδύσεων ανέκαμψε και διαμορφώθηκε σε 3,0%. Ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ υποχώρησε από 4,2% το Δεκέμβριο του 2011 σε 3,0% το Φεβρουάριο του 2012, δηλ. κινήθηκε εντός των περιθωρίων διακύμανσης που αποτελούν στόχο της κεντρικής τράπεζας της Κορέας (2%-4%). Η κεντρική τράπεζα της Κορέας διατηρεί αμετάβλητο το επιτόκιο πολιτικής της σε 3,25% από τον Ιούνιο του 2011.

Μεταξύ των χωρών της ASEAN-5 (δηλ. Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες, Σιγκαπούρη και Ταϊλάνδη), η οικονομία της Ινδονησίας συνέχισε να παρουσιάζει έντονη ανάπτυξη (κατά 6,5% σε ετήσια βάση το δ' τρίμηνο του 2011), στηριζόμενη από τις επενδύσεις και την ιδιωτική κατανάλωση. Στη Μαλαισία ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιταχύνθηκε το δ' τρίμηνο, κυρίως λόγω της ισχυρής εγχώριας ζήτησης, ενώ ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ της Σιγκαπούρης επιβραδύνθηκε λόγω της ασθενέστερης μεταποιητικής δραστηριότητας, ιδίως στον τομέα της βιοϊατρικής. Η Ταϊλάνδη επλήγη από τις χειρότερες πλημμύρες των τελευταίων 50 και πλέον ετών, γεγονός που είχε εξαιρετικά αρνητικές επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Το πραγματικό ΑΕΠ στην Ταϊλάνδη συρρικνώθηκε κατά 9,0%, σε ετήσια βάση, το δ' τρίμηνο του 2011.

Στο προσεχές διάστημα, η ανάπτυξη στις αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας αναμένεται να διατηρήσει την ανθεκτικότητά της, ενώ η ασθενής εγχώρια ζήτηση αντισταθμίζεται από τη σχετικά εύρωστη ιδιωτική κατανάλωση. Οι πληθωριστικές πιέσεις ενδέχεται να υποχωρήσουν περαιτέρω, καθώς φθίνουν οι κίνδυνοι υπερθέρμανσης της οικονομίας. Οι κυριότεροι καθοδικοί κίνδυνοι για την οικονομική δραστηριότητα συνδέονται με εντονότερες δευτερογενείς επιδράσεις από τις μεγάλες ανεπτυγμένες οικονομίες, καθώς και με την ταχεία διόρθωση των ανισορροπιών σε ορισμένους τομείς της περιοχής.

ΜΕΣΗ ΑΝΑΤΟΛΗ ΚΑΙ ΑΦΡΙΚΗ

Το δ' τρίμηνο του 2011 οι πετρελαιοεξαγωγικές χώρες της Μέσης Ανατολής και της Αφρικής συνέχισαν να ωφελούνται από τις υψηλές τιμές του πετρελαίου και την ανθεκτική ζήτηση, ιδίως από τις αναδυόμενες οικονομίες. Ο πληθωρισμός τιμών καταναλωτή το τελευταίο τρίμηνο του 2011 παρέμεινε σε μεγάλο βαθμό σταθερός σε σύγκριση με τους προηγούμενους τρεις μήνες.

Η Σαουδική Αραβία διατήρησε την παραγωγή πετρελαίου της σε υψηλό επίπεδο και το δ' τρίμηνο του 2011, ενώ η παραγωγή πετρελαίου της Λιβύης αποκαθίστατο με ταχείς ρυθμούς. Παρόλο που υπάρχουν ενδείξεις ότι η αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης στη Σαουδική Αραβία υποχώρησε καθώς εξασθένησε η επίδραση από το επίδομα που είχε δοθεί στους δημοσίους υπαλλήλους, η συνολική επίδοση της εγχώριας οικονομίας παρέμεινε ισχυρή. Το δ' τρίμηνο του 2011 ο πληθωρισμός τιμών καταναλωτή αυξήθηκε σε 5,2%, σε ετήσια βάση, έναντι 5,0% το προηγούμενο τρίμηνο, κυρίως ως αποτέλεσμα εγχώριων παραγόντων.

Η πολιτική αστάθεια και οι προκλήσεις για την ασφάλεια εξακολουθούν να παρεμποδίζουν την οικονομική ανάπτυξη σε αρκετές χώρες της Μέσης Ανατολής και της Βορείου Αφρικής που εισάγουν πετρέλαιο. Στις περισσότερες από αυτές τις χώρες, οι έντονες πληθωριστικές πιέσεις μετριάστηκαν προς το τέλος του 2011. Στο προσεχές διάστημα, η αποδυνάμωση της εξωτερικής ζήτησης αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τις οικονομικές προοπτικές της Μέσης Ανατολής και της Αφρικής, κυρίως μέσω του διαύλου των εμπορικών συναλλαγών. Ταυτόχρονα, εκτιμάται ότι οι τιμές των πρώτων υλών θα συνεχίσουν να υποβοηθούν την ανάπτυξη στις χώρες της περιοχής που εξάγουν βασικά εμπορεύματα.

ΛΑΤΙΝΙΚΗ ΑΜΕΡΙΚΗ

Στη Λατινική Αμερική η επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας συνέχισε να μετριάζεται στις περισσότερες χώρες το δ' τρίμηνο του 2011. Ο ρυθμός της ανάπτυξης επιβραδύνθηκε λόγω των επιδράσεων μιας πιο περιοριστικής πολιτικής, που εκδηλώθηκαν με χρονική υστέρηση, και της επιδείνωσης των εξωτερικών συνθηκών. Ταυτόχρονα, οι πληθωριστικές πιέσεις υποχώρησαν στις περισσότερες χώρες της περιοχής, παρόλο που διατηρήθηκαν σε αρκετά υψηλά επίπεδα.

Στη Βραζιλία η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2011. Η επιβράδυνση αυτή ήταν ιδιαίτερα έντονη στον τομέα της μεταποίησης, ενώ και η βιομηχανική παραγωγή συρρικνώθηκε κατά 1,7% το δ' τρίμηνο του 2011, κατά μέσο όρο. Ωστόσο, αν και υπάρχουν σαφείς ενδείξεις αποδυνάμωσης της δυναμικής της ανάπτυξης, οι πληθωριστικές πιέσεις παρέμειναν αυξημένες και ο ετήσιος πληθωρισμός διαμορφώθηκε σε 6,7% το δ' τρίμηνο του 2011. Και στην Αργεντινή, σύμφωνα με τους δείκτες για την οικονομική δραστηριότητα, πληθαίνουν οι ενδείξεις επιβράδυνσης μετά τους εξαιρετικά υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης που καταγράφηκαν τα τελευταία δύο έτη. Αναλυτικότερα, η βιομηχανική παραγωγή αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 3,2% το τελευταίο τρίμηνο του 2011, έπειτα από ρυθμό ανόδου 8% και 5,8% το β' και το γ' τρίμηνο αντίστοιχα. Παράλληλα, ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔTK διατηρήθηκε σε σχεδόν διψήφια ποσοστά. Στο Μεξικό η οικονομική ανάπτυξη παρέμεινε αρκετά ανθεκτική και το πραγματικό ΑΕΠ σημείωσε άνοδο κατά 4,7% το δ' τρίμηνο του 2011, έναντι 3,2% το προηγούμενο τρίμηνο. Η ανάπτυξη το δ' τρίμηνο βασίστηκε στην εξωτερική ζήτηση από τις ΗΠΑ αλλά και στην περιορισμένη έκθεση του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος σε παγκόσμιους κινδύνους. Ο ετήσιος πληθωρισμός τιμών καταναλωτή διαμορφώθηκε σε κάπως υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τα προηγούμενα τρίμηνα, φθάνοντας κατά μέσο όρο το 3,5% το δ' τρίμηνο του 2011.

Όσον αφορά τις μελλοντικές προοπτικές, η βελτίωση του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος, σε συνδυασμό με την επίδραση των πιο διευκολυντικών ασκούμενων πολιτικών που εκδηλώθηκαν με χρονική υστέρηση, αναμένεται να συμβάλουν στην ενίσχυση της δυναμικής της ανάπτυξης. Η εγχώρια ζήτηση θα αποτελέσει τον κύριο μοχλό της, ενώ η αύξηση των εξαγωγών θα ωφεληθεί από την έντονη ζήτηση σε άλλες αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς.

1.2 ΑΓΟΡΕΣ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΩΝ

Οι τιμές του πετρελαίου αυξήθηκαν κατακόρυφα τον Ιανουάριο και το Φεβρουάριο του 2012, αντιστρέφοντας την καθοδική τάση που επικράτησε όλο το δεύτερο εξάμηνο του 2011 (βλ. Διάγραμμα 5). Η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent διαμορφώθηκε σε 122,7 δολ. ΗΠΑ/βαρέλι στις 7 Μαρτίου 2012, δηλ. 32% υψηλότερα σε σχέση με την αρχή του 2011 και 14% υψηλότερα σε σχέση με την αρχή του 2012. Όσον αφορά το μέλλον, οι



συμμετέχοντες στην αγορά αναμένουν πτώση των τιμών του πετρελαίου μεσοπρόθεσμα, καθώς οι τιμές διαπραγμάτευσης των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για το Δεκέμβριο του 2013 διαμορφώνονται γύρω στα 111 δολ. ΗΠΑ/βαρέλι.

Τους τελευταίους δύο μήνες οι τιμές του πετρελαίου διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα λόγω των ανησυχιών σχετικά με την προσφορά, σε συνδυασμό με τις συνθήκες ασυνήθιστου ψύχους στη Βόρεια Ευρώπη στις αρχές Φεβρουαρίου και τη βελτίωση του κλίματος όσον αφορά τις μακροοικονομικές συνθήκες. Συγκεκριμένα, η ταχεία κλιμάκωση των εντάσεων μεταξύ του Ιράν και της Δύσης, καθώς και η συμφωνία για την επιβολή εμπάργκο της ΕΕ στις εισαγωγές πετρελαίου από το Ιράν, αλλά και οι απειλές για αντίποινα από το Ιράν, ώθησαν τις τιμές σε υψηλότερα επίπεδα από ό,τι ήταν στα τέλη Δεκεμβρίου. Όσον αφορά τα θεμελιώδη μεγέθη, ενώ η Διεθνής Επιτροπή Ενέργειας όχι μόνο αναθεώρησε επανειλημμένα προς τα κάτω την πραγματική και προβλεπόμενη ζήτηση πετρελαίου για το 2011 και το 2012, αλλά και αναθεώρησε προς τα άνω τα δεδομένα της για την προσφορά, τα επίπεδα των αποθεμάτων του ΟΟΣΑ παραμένουν πολύ χαμηλότερα από τον ιστορικό μέσο όρο της πενταετίας. Αυτό, σε συνδυασμό με τις ανησυχίες για σοβαρή διαταραχή της προσφοράς από το Ιράν, πιθανόν να διατηρήσει την ανοδική πίεση στις τιμές.

Οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων εκτός της ενέργειας επίσης αυξήθηκαν τους δύο προηγούμενους μήνες, αντιστρέφοντας εν μέρει τις έντονες μειώσεις που είχαν καταγραφεί από το Σεπτέμβριο του 2011. Όπως και στην περίπτωση του πετρελαίου, οι πρόσφατες αυξήσεις οφείλονται εν μέρει στη γενική βελτίωση του κλίματος της αγοράς. Επιπρόσθετα, οι τιμές των μετάλλων σημείωσαν περαιτέρω άνοδο λόγω των αυξημένων εισαγωγών από αναδυόμενες οικονομίες, ενώ οι συνθήκες ξηρασίας που επικράτησαν κυρίως στη Νότια Αμερική ενίσχυσαν τις τιμές των δημητριακών και της σόγιας. Συνολικά, ο δείκτης τιμών για τα βασικά εμπορεύματα εκτός της ενέργειας (σε δολάρια ΗΠΑ) ήταν σχεδόν 9% χαμηλότερος στις αρχές Μαρτίου του 2012 σε σύγκριση με την αρχή του 2011 και 7% υψηλότερος σε σύγκριση με την αρχή του έτους.

1.3 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ

ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Από τα τέλη Νοεμβρίου του 2011 το ευρώ γενικά υποτιμήθηκε σε ένα περιβάλλον φθίνουσας μεταβλητότητας. Στις 7 Μαρτίου 2012 η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ – όπως μετρείται έναντι των νομισμάτων των 20 σημαντικότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ – ήταν 2,5% χαμηλότερη σε σύγκριση με το τέλος Νοεμβρίου του 2011 και περίπου 3,7% κάτω από το μέσο επίπεδο του 2011 (βλ. Πίνακα 1 και Διάγραμμα 6).

Από τα τέλη Νοεμβρίου του 2011, οι διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ εξακολουθούν να συνδέονται σε μεγάλο βαθμό με τις διαρκώς μεταβαλλόμενες εκτιμήσεις της αγοράς όσον αφορά τις δημοσιονομικές και οικονομικές προοπτικές των χωρών της ζώνης του ευρώ σε σχέση με τις αντίστοιχες προοπτικές άλλων σημαντικών οικονομιών, καθώς και με τις εξελίξεις στις αναμενόμενες διαφορές των αποδόσεων μεταξύ της ζώνης του ευρώ και άλλων προηγμένων οικονομιών. Από τις αρχές Δεκεμβρίου του 2011 έως τα μέσα Ιανουαρίου του 2012, η υποτίμηση του ευρώ σε όρους ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας εξακολούθησε να αντανakλά τις επίμονες ανησυχίες σχετικά με τις δημοσιονομικές προοπτικές ορισμένων χωρών της ζώνης του ευρώ. Αυτή η τάση άρχισε να αντιστρέφεται λόγω της βελτίωσης του κλίματος στις χρηματοπιστωτικές αγορές στα μέσα Ιανουαρίου. Κατά συνέπεια, από τα μέσα

Ιανουαρίου έως τις αρχές Μαρτίου, το ενιαίο νόμισμα ανατιμήθηκε σημαντικά, ιδιαίτερα έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και του γιεν Ιαπωνίας, ενώ υποτιμήθηκε κυρίως έναντι άλλων ευρωπαϊκών νομισμάτων.

Όσον αφορά τους δείκτες διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές και το κόστος στη ζώνη του ευρώ, το Φεβρουάριο του 2012 η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ με βάση τις τιμές καταναλωτή (όπως μετρείται έναντι των νομισμάτων των 20 σημαντικότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ) ήταν 3,6% κάτω από το μέσο όρο του 2011 (βλ. Διάγραμμα 7). Αυτό αντανάκλα κυρίως την ονομαστική υποτίμηση του ευρώ, ενώ ο πληθωρισμός των τιμών καταναλωτή στη ζώνη του ευρώ ήταν συγκρίσιμος με το επίπεδο πληθωρισμού των κυριότερων εμπορικών εταίρων της. Υπό το φως της παγκόσμιας οικονομικής ενοποίησης και των μεταβαλλόμενων τάσεων των εμπορικών συναλλαγών στη ζώνη του ευρώ, στο Πλαίσιο 1 εξετάζονται οι αναθεωρημένοι συντελεστές στάθμισης των εμπορικών συναλλαγών στη σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ.

ΔΙΜΕΡΕΙΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ

Από τις αρχές Δεκεμβρίου του 2011 το ενιαίο νόμισμα υποτιμήθηκε έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Από τις 30 Νοεμβρίου του 2011 έως τις 7 Μαρτίου του 2012 το ευρώ υποχώρησε κατά 2,2% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, και ως εκ τούτου η ισοτιμία του ήταν κατά 5,7% χαμηλότερη από το μέσο όρο του 2011 (βλ. Πίνακα 1). Αυτό αντανάκλα την έντονη υποτίμηση που σημειώθηκε από τις αρχές Δεκεμβρίου έως τα μέσα Ιανουαρίου, η οποία στη συνέχεια αντιστράφηκε σε μεγάλο βαθμό. Όπως προαναφέρθηκε, οι εξελίξεις αυτές οφείλονται κυρίως σε μεταβολές των εκτιμήσεων για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ καθώς και σε διακυμάνσεις των διαφορών αποδόσεων ανάμεσα σε αυτές τις δύο οικονομικές περιοχές.

Στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, το ευρώ ανατιμήθηκε εν γένει έναντι του γιεν Ιαπωνίας. Στις 7 Μαρτίου 2012 η ισοτιμία ήταν κατά 1,9% υψηλότερη από ό,τι στο τέλος Νοεμβρίου και 4,5% χαμηλότερη από το μέσο επίπεδο του 2011. Από τις αρχές Δεκεμβρίου 2011 έως τα μέσα Ιανουαρίου 2012 το ευρώ υποτιμήθηκε έναντι του γιεν και στις 16 Ιανουαρίου διαμορφώθηκε στο χαμηλότερο επίπεδο που έχει καταγραφεί τα τελευταία 11 χρόνια. Στη συνέχεια υπεραναπλήρωσε τις προηγούμενες απώλειές του χάρη στη βελτίωση του κλίματος στις χρηματοπιστωτικές αγορές όσον αφορά τη δημοσιονομική κατάσταση ορισμένων χωρών της ζώνης του ευρώ, αλλά και τη διαρκή δέσμευση των ιαπωνικών αρχών να συγκρατήσουν την ανατίμηση του ιαπωνικού νομίσματος.

Όσον αφορά άλλα νομίσματα, η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι της λίρας Αγγλίας ακολούθησε παρόμοια πορεία με τη συναλλαγματική ισοτιμία έναντι άλλων κύριων νομισμάτων, καθώς υποτιμήθηκε μέχρι τα μέσα Ιανουαρίου και στη συνέχεια αναπλήρωσε εν μέρει τις απώλειες. Στις 7 Μαρτίου 2012 η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι της λίρας Αγγλίας ήταν 2,4% χαμηλότερη από το επίπεδο στο οποίο είχε διαμορφωθεί στο τέλος Νοεμβρίου του 2011 και 3,8% κάτω από το μέσο επίπεδο του 2011 (βλ. Πίνακα 1). Κατά την υπό εξέταση περίοδο το ευρώ υποχώρησε επίσης έναντι του ελβετικού φράγκου κατά 1,7%, με την ισοτιμία να διαμορφώνεται στις 7 Μαρτίου του 2012 2,2% χαμηλότερα από το μέσο επίπεδο του 2011. Το ευρώ υποτιμήθηκε επίσης έναντι ορισμένων άλλων ευρωπαϊκών νομισμάτων, ιδίως έναντι της κορώνας Τσεχίας (κατά 1,8%), του φιορινιού Ουγγαρίας (κατά 3,7%) και του ζλότι Πολωνίας (κατά 7,6%), καθώς στις χρηματοπιστωτικές αγορές υπήρξε βελτίωση του κλίματος σχετικά με τη συγκεκριμένη περιοχή.

Η μεταβλητότητα στην αγορά συναλλάγματος του ευρώ εξακολούθησε να υποχωρεί και έτσι επανήλθε στον ιστορικό μέσο όρο της. Η τεκμαρτή μεταβλητότητα των διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και του γιεν Ιαπωνίας, καθώς και έναντι της λίρας Αγγλίας, υποχώρησε αισθητά για όλες τις διάρκειες το Δεκέμβριο του 2011 και στις αρχές Ιανουαρίου του 2012 και σταθεροποιήθηκε περίπου στους αντίστοιχους ιστορικούς μέσους όρους (βλ. Διάγραμμα 8).

Κατά την υπό εξέταση περίοδο τα νομίσματα που συμμετέχουν στον ΜΣΙ Π διατηρήθηκαν σε γενικές γραμμές αμετάβλητα έναντι του ευρώ, παραμένοντας σε επίπεδα ίσα ή παραπλήσια προς τις αντίστοιχες κεντρικές τους ισοτιμίες. Η συναλλαγματική ισοτιμία του λατς Λετονίας διαμορφώθηκε στο άνω όριο της κεντρικής του ισοτιμίας, εντός του μονομερώς καθορισμένου περιθωρίου διακύμανσης $\pm 1\%$.

Πλαίσιο 1

Η ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ ΤΟΥ ΕΥΡΩ – ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΤΑΘΜΙΣΗΣ ΤΩΝ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΥΠΟ ΤΟ ΦΩΣ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΝΟΠΙΩΣΗΣ

Τα τελευταία χρόνια η γεωγραφική κατανομή του εμπορίου της ζώνης του ευρώ έχει υποστεί σημαντικές αλλαγές, οι οποίες αντανακλώνται και στους συντελεστές στάθμισης των εμπορικών συναλλαγών στη σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΣΣΙ) του ευρώ που υπολογίζεται από την ΕΚΤ. Συγκεκριμένα, η αυξανόμενη σημασία των αναδυόμενων οικονομιών και η ολοένα μεγαλύτερη ενοποίηση των οικονομιών στην Ευρώπη διαμορφώνουν όλο και περισσότερο τις εμπορικές διασυνδέσεις της ζώνης του ευρώ. Το παρόν πλαίσιο συνοψίζει αυτές τις εξελίξεις υπό το πρίσμα της πρόσφατης επικαιροποίησης των συντελεστών στάθμισης των εμπορικών συναλλαγών στους οποίους βασίζεται η ΣΣΙ της ζώνης του ευρώ.

Οι συντελεστές στάθμισης των εμπορικών συναλλαγών αναθεωρούνται και επικαιροποιούνται κάθε τρία χρόνια, έτσι ώστε να παρέχουν ακριβή εικόνα των τάσεων του εμπορίου. Λόγω περιορισμών των διαθέσιμων στοιχείων, οι υπολογισμοί πραγματοποιούνται με χρονική υστέρηση. Στην πιο πρόσφατη επικαιροποίηση που πραγματοποιήθηκε τον Ιανουάριο του 2012, προστέθηκαν συντελεστές στάθμισης των εμπορικών συναλλαγών για την περίοδο από το 2007 έως το 2009.¹

Οι ΣΣΙ καταρτίζονται με την εφαρμογή των συντελεστών στις διμερείς ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες του ευρώ έναντι των νομισμάτων επιλεγμένων εμπορικών εταιρών. Οι δείκτες πραγματικής ΣΣΙ υπολογίζονται με προσαρμογή των δεικτών ονομαστικής ΣΣΙ για την εξέλιξη των σχετικών τιμών και του κόστους της ζώνης του ευρώ έναντι των εμπορικών της εταιρών.² Οι συντελεστές στάθμισης των εμπορικών συναλλαγών συνδυάζουν πληροφορίες για τις εξαγωγές και τις εισαγωγές, εξαιρουμένων των εμπορικών συναλλαγών εντός της ζώνης του ευρώ. Οι συντελεστές στάθμισης των εισαγωγών αποτελούνται από το απλό μερίδιο κάθε εμπορικού εταίρου επί του συνόλου των εισαγωγών της ζώνης του ευρώ. Οι συντελεστές στάθμισης των εξαγωγών, από την άλλη πλευρά, υπόκεινται σε διπλή στάθμιση προκειμένου να λαμβάνονται υπόψη οι “επιδράσεις τρίτων αγορών”. Ειδικότερα, καταγράφουν την επίδραση του ανταγωνισμού που αντιμετωπίζουν οι εξαγωγείς της ζώνης του ευρώ στις αγορές του εξωτερικού όχι μόνον από τους εγχώριους παραγωγούς, αλλά και από εξαγωγείς τρίτων χωρών. Ο

συνολικός συντελεστής στάθμισης κάθε χώρας-εταίρου υπολογίζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος των συντελεστών στάθμισης των εξαγωγών και των εισαγωγών.³

Στον πίνακα παρουσιάζονται οι συντελεστές στάθμισης των εμπορικών συναλλαγών για όλες τις διαθέσιμες περιόδους και για καθεμία από τις χώρες που περιλαμβάνονται στην ευρεία ομάδα ΣΣΙ-40 (η σειρά με την οποία καταχωρούνται βασίζεται στο μέσο συντελεστή στάθμισης των εμπορικών συναλλαγών τους σε όλες τις περιόδους).⁴ Οι προηγμένες οικονομίες εξακολουθούν να αντιπροσωπεύουν σημαντικό ποσοστό του εμπορίου της ζώνης του ευρώ, παρόλο που ο συντελεστής στάθμισης των μεγαλύτερων προηγμένων οικονομιών της ομάδας ΣΣΙ-40 του ευρώ παρουσιάζει υποχώρηση διαχρονικά. Την περίοδο 1995-2009, οι δύο μεμονωμένες χώρες με τους μεγαλύτερους συντελεστές στάθμισης ήταν, κατά μέσο όρο, οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Και οι δύο μαζί αντιπροσώπευαν το ένα τρίτο σχεδόν της ομάδας ΣΣΙ-40. Αυτές οι χώρες, μαζί με την Ιαπωνία, ήταν επίσης οι τρεις μεγαλύτεροι μεμονωμένοι εμπορικοί εταίροι της ζώνης του ευρώ την περίοδο 1995-2000, αφού αθροιστικά ο συντελεστής στάθμισής τους ανερχόταν, κατά μέσο όρο, σε 45% περίπου του καλαθιού της ομάδας ΣΣΙ-40. Ωστόσο, για την περίοδο 2007-09, το αθροιστικό τους μερίδιο στο καλάθι της ομάδας ΣΣΙ-40 υποχώρησε στο 30% περίπου.

Η μείωση του μεριδίου των μεγαλύτερων προηγμένων οικονομιών στο καλάθι της ομάδας ΣΣΙ-40 δεν οφείλεται σε υποχώρηση του εμπορίου με τη ζώνη του ευρώ. Αντανακλά, αντιθέτως, την όλο και μεγαλύτερη σημασία άλλων περιοχών, ιδίως των αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς, για την παγκόσμια οικονομία. Για το λόγο αυτό, ο αθροιστικός συντελεστής στάθμισης των εμπορικών εταίρων από τις αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας στην ομάδα ΣΣΙ-40 αυξήθηκε από ποσοστό κάτω του 19% την περίοδο 1995-97 σε πάνω από 27% την περίοδο 2007-09. Αυτό οφειλόταν κυρίως στη σημαντική αύξηση του συντελεστή στάθμισης της Κίνας, η οποία αποτέλεσε το μεγαλύτερο μεμονωμένο εμπορικό εταίρο της ζώνης του ευρώ την περίοδο 2007-09. Το μερίδιο άλλων αναδυόμενων οικονομιών της Ασίας παραμένει γενικά αμετάβλητο διαχρονικά, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Α, το οποίο παρουσιάζει τις εξελίξεις στους συντελεστές στάθμισης των εμπορικών συναλλαγών των σημαντικότερων περιοχών της παγκόσμιας οικονομίας, καθώς και ορισμένων από τους μεγαλύτερους μεμονωμένους εμπορικούς εταίρους της ζώνης του ευρώ.

Η ιστορικά μεγαλύτερη ομάδα εμπορικών εταίρων όσον αφορά τον αθροιστικό τους συντελεστή στάθμισης στην ομάδα ΣΣΙ-40 του ευρώ *απαρτίζεται* από “άλλες ευρωπαϊκές οικονομίες”,⁵ ο συντελεστής στάθμισης των οποίων παρουσίασε σταθερή άνοδο από ποσοστό ελαφρά άνω του 25% την περίοδο 1995-97 σε πάνω από 30% την περίοδο 2007-09. Η αυξανόμενη σπουδαιότητα των άλλων ευρωπαϊκών οικονομιών ως σημαντικών εμπορικών εταίρων αντανακλά τη γεωγραφική εγγύτητα και την ολοένα μεγαλύτερη οικονομική ενοποίηση εντός της Ευρώπης. Μάλιστα, η αύξηση του συντελεστή στάθμισης αυτής της ομάδας χωρών αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό σε κράτη-μέλη που δεν ανήκουν στη ζώνη του ευρώ και έχουν ενταχθεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση από το 2004. Από την περίοδο 1995-97, ο αθροιστικός τους συντελεστής στάθμισης έχει διπλασιαστεί σε ποσοστό άνω του 14% του καλαθιού της ομάδας ΣΣΙ-40, το οποίο αντιστοιχεί σε υπεροκταπλάσιο του αθροιστικού τους μεριδίου στο παγκόσμιο ΑΕΠ, τονίζοντας έτσι την ιδιαίτερη σημασία των εμπορικών διασυνδέσεων μεταξύ αυτών των χωρών και της ζώνης του ευρώ.

Τα γεωγραφικά χαρακτηριστικά αντανακλώνται επίσης στη σύνθεση των συντελεστών στάθμισης των εμπορικών συναλλαγών ως προς την κατανομή των συντελεστών στάθμισης των εισαγωγών και των εξαγωγών. Το Διάγραμμα Β συγκρίνει τους

συντελεστές στάθμισης των συνολικών εμπορικών συναλλαγών με τους συντελεστές στάθμισης των εισαγωγών, καθώς και με τους διπλούς συντελεστές στάθμισης των εξαγωγών και τους απλούς συντελεστές στάθμισης των εξαγωγών των σημαντικότερων εμπορικών εταιρών της ζώνης του ευρώ. Στην περίπτωση των σημαντικότερων προηγμένων και άλλων ευρωπαϊκών οικονομιών, ο απλός συντελεστής στάθμισης των εξαγωγών υπερβαίνει σε γενικές γραμμές το συντελεστή στάθμισης των εισαγωγών λόγω των διμερών πλεονασμάτων του εμπορικού ισοζυγίου της ζώνης του ευρώ με αυτές τις χώρες. Το αντίθετο ισχύει για τις αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας, σε σχέση με τις οποίες η ζώνη του ευρώ παρουσιάζει συνολικό διμερές έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου, γεγονός που αντανακλά τον έντονο εξαγωγικό προσανατολισμό αυτών των οικονομιών. Ταυτόχρονα, προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι επιδράσεις των τρίτων αγορών, οι συντελεστές στάθμισης των συνολικών εμπορικών συναλλαγών προσαρμόζονται έως ένα βαθμό μέσω των διπλών συντελεστών στάθμισης των εξαγωγών. Συγκεκριμένα, στην περίπτωση της Κίνας, καθώς και της Ιαπωνίας και άλλων οικονομιών της Ασίας, ο ανταγωνισμός μεταξύ των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ και της Ασίας σε τρίτες χώρες οδηγεί σε αξιολογητή αύξηση του συντελεστή στάθμισης των συνολικών εμπορικών συναλλαγών πέρα από τα επίπεδα που υποδεικνύουν οι άμεσες εξαγωγικές διασυνδέσεις.

Η πρόσφατη επικαιροποίηση των συντελεστών στάθμισης των εμπορικών συναλλαγών οδηγεί σε αναθεώρηση των ονομαστικών και των πραγματικών ΣΣΙ του ευρώ από το 2007. Το Διάγραμμα Γ παρουσιάζει τους προηγούμενους και τους αναθεωρημένους δείκτες της πραγματικής ΣΣΙ-40 (αποπληθωρισμένους με τις τιμές καταναλωτή). Το Δεκέμβριο του 2011 η αναθεωρημένη ΣΣΙ-40 είχε τιμή 95,7 και, επομένως, διαμορφώθηκε σε επίπεδο 6,8% κάτω από το επίπεδο της στις αρχές του 2007. Βάσει του προηγούμενου συστήματος συντελεστών στάθμισης, ο δείκτης θα είχε ανέλθει σε τιμή 96,9 και θα ήταν έτσι 5,6% χαμηλότερος από τον Ιανουάριο του 2007. Επομένως, η επικαιροποίηση των συντελεστών στάθμισης αποκαλύπτει ότι η αύξηση της ανταγωνιστικότητας της ζώνης του ευρώ λόγω της πραγματικής υποτίμησης του ενιαίου νομίσματος από το 2007 ήταν κάπως πιο έντονη, εάν ληφθούν υπόψη οι μεταβολές της γεωγραφικής κατανομής του εμπορίου της ζώνης του ευρώ.

- 1 Οι συντελεστές στάθμισης βασίζονται σε στοιχεία σχετικά με το διμερές εμπόριο προϊόντων της μεταποίησης, όπως ορίζονται στις Ενότητες 5-8 της Τυποποιημένης Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου για τις περιόδους 1995-97, 1998-2000, 2001-03, 2004-06 και 2007-09. Τα προϊόντα της μεταποίησης επιλέγονται ως εμπορική βάση για τους συντελεστές στάθμισης καθώς συνήθως αντιδρούν περισσότερο στις μεταβολές της ανταγωνιστικότητας.
- 2 Οι πραγματικές ΣΣΙ υπολογίζονται βάσει δεικτών τιμών καταναλωτή, δεικτών τιμών παραγωγού, αποπληθωριστών του ΑΕΠ και δεικτών του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος – οι τελευταίοι αφορούν τόσο την οικονομία στο σύνολό της όσο και τον τομέα της μεταποίησης.
- 3 Βλ. Buldorini, L., Makrydakis, S. and Thimann, C., “The effective exchange rates of the euro”, Occasional Paper Series, No 2, EKT, 2002.
- 4 Η ΕΚΤ δημοσιεύει ονομαστικές και πραγματικές ΣΣΙ του ευρώ έναντι τριών ομάδων εμπορικών εταιρών: α) την ομάδα ΣΣΙ-12, που περιλαμβάνει την Αυστραλία, τον Καναδά, τη Δανία, το Χονγκ Κονγκ, την Ιαπωνία, τη Νορβηγία, τη Σιγκαπούρη, τη Νότιο Κορέα, τη Σουηδία, την Ελβετία, το Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ, β) την ομάδα ΣΣΙ-20, που απαρτίζεται από τις χώρες της ομάδας ΣΣΙ-12 συν τη Κίνα και τα επτά κράτη-μέλη της ΕΕ που δεν ανήκουν στη ζώνη του ευρώ και δεν περιλαμβάνονται στην ομάδα ΣΣΙ-12, και γ) την ομάδα ΣΣΙ-40, που αποτελείται από τις χώρες της ομάδας ΣΣΙ-20 συν 20 ακόμα σημαντικούς εμπορικούς εταίρους (βλ. τον πίνακα για τον πλήρη κατάλογο). Οι συντελεστές στάθμισης των εμπορικών συναλλαγών υπολογίζονται για την ομάδα ΣΣΙ-40 των εμπορικών εταιρών. Για τις ομάδες ΣΣΙ-12 και ΣΣΙ-20, προκύπτουν αφού επανακαθοριστεί αναλογικά η κλίμακα των

συντελεστών στάθμισης των εμπορικών συναλλαγών των αντίστοιχων χωρών κατά τέτοιο τρόπο ώστε το άθροισμά τους να είναι 100.

- 5 Οι άλλες ευρωπαϊκές οικονομίες, όπως αναφέρονται στο παρόν πλαίσιο, περιλαμβάνουν την Κροατία, την Ισλανδία, τη Νορβηγία, τη Ρωσία, την Ελβετία και τα κράτη-μέλη της ΕΕ που δεν ανήκουν στη ζώνη του ευρώ, με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο. Οι άλλες χώρες της Ασίας περιλαμβάνουν το Χονγκ Κονγκ, την Ινδία, την Ινδονησία, την Κορέα, τη Μαλαισία, τις Φιλιππίνες, τη Σιγκαπούρη, την Ταϊβάν και την Ταϊλάνδη. Οι άλλες χώρες περιλαμβάνουν την Αλγερία, την Αργεντινή, την Αυστραλία, τη Βραζιλία, τον Καναδά, τη Χιλή, το Ισραήλ, το Μεξικό, το Μαρόκο, τη Νέα Ζηλανδία, τη Νότιο Αφρική, την Τουρκία και τη Βενεζουέλα.

1.4 ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Όσον αφορά το μέλλον και παρά τις βελτιωμένες βραχυπρόθεσμες προοπτικές, οι προσδοκίες για την παγκόσμια ανάπτυξη σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα παραμένουν συγκρατημένες καθώς αναμένεται ότι οι προηγμένες οικονομίες θα συνεχίσουν να αντιμετωπίζουν σημαντικά εμπόδια στην ανάπτυξη. Το Δεκέμβριο του 2011 ο σύνθετος προπορευόμενος δείκτης του ΟΟΣΑ αυξήθηκε για δεύτερο συνεχή μήνα, υποδηλώνοντας θετική μεταβολή της δυναμικής για την περιοχή του ΟΟΣΑ ως σύνολο (βλ. Διάγραμμα 9). Η εξέλιξη αυτή αρχικά προήλθε από τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία, αλλά παρόμοιες ενδείξεις έχουν αρχίσει ήδη να διαφαίνονται σε ορισμένες άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες. Έχοντας σημειώσει πτώση για δύο συνεχή τρίμηνα, ο δείκτης παγκόσμιου οικονομικού κλίματος του Ifo αυξήθηκε πολύ ελαφρά το α' τρίμηνο του 2012.

Στο πλαίσιο αυτό, οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Μαρτίου 2012 επιβεβαίωσαν σε γενικές γραμμές την εικόνα της παγκόσμιας ανάπτυξης, όπως προκύπτει από τις προβολές του Δεκεμβρίου του 2011, σύμφωνα με τις οποίες η δυναμική της παγκόσμιας ανάπτυξης αναμενόταν να ενισχυθεί σταδιακά (βλ. Πλαίσιο 10). Οι καθοδικοί κίνδυνοι για τις προοπτικές της διεθνούς οικονομικής δραστηριότητας συνδέονται με την επανεμφάνιση εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές παγκοσμίως και με τις περαιτέρω αυξήσεις στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων.

2 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

2.1 Η ΠΟΣΟΤΗΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΟΙ ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΝΧΙ

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του Μ3 επιταχύνθηκε σημαντικά τον Ιανουάριο του 2012 λόγω μιας μεγάλης μηνιαίας εισροής που υπεραντιστάθμισε την έντονη επιβράδυνση που παρατηρήθηκε το Δεκέμβριο του 2011. Αυτή η ενίσχυση του ρυθμού αύξησης της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια ήταν αισθητή σε όλες τις κύριες συνιστώσες και σε όλους τους τομείς. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα διορθωμένος ως προς τις πωλήσεις και την τιτλοποίηση αυξήθηκε και αυτός σημαντικά τον Ιανουάριο του 2012, αντανακλώντας όχι μόνο την έντονη άνοδο των δανείων προς μη νομισματικούς φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και προς ταμεία συντάξεων (ΛΧΙ), αλλά και μια μέτρια εισροή στα δάνεια προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα που αντέστρεψε εν μέρει τη μείωση που παρατηρήθηκε το Δεκέμβριο του 2011. Ωστόσο, ο ρυθμός της υποκείμενης νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης παραμένει υποτονικός. Συνδυασμένες αυτές οι εξελίξεις υποδηλώνουν ότι τα μη συμβατικά μέτρα που υιοθετήθηκαν στις 8 Δεκεμβρίου 2011 – ιδίως οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΠΠΜΑ) διάρκειας τριών ετών – μετρίασαν τις πιέσεις χρηματοδότησης στα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ, συμβάλλοντας έτσι στην άμβλυνση του κινδύνου μιας μη ομαλής απομόχλευσης του τραπεζικού τομέα. Συγχρόνως, τα μέτρα αυτά δεν αναμένεται να ασκήσουν αισθητή επίδραση στις χορηγήσεις προς τον ιδιωτικό τομέα, καθώς μια τέτοια επίδραση θα εμφανιστεί με καθυστέρηση μόνο.

ΤΟ ΕΥΡΥ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΜΕΓΕΘΟΣ Μ3

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του Μ3 ήταν 2,5% τον Ιανουάριο του 2012, εν πολλοίς αμετάβλητος από τα επίπεδα που παρατηρήθηκαν το δεύτερο εξάμηνο του 2011 (βλ. Διάγραμμα 10). Ωστόσο, η εξέλιξη αυτή συγκαλύπτει τη σημαντική επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης του Μ3 μεταξύ Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου 2011, από 2,9% σε 1,5%, που αντανακλά τρεις μεγάλες μηνιαίες εκροές από τα νομισματικά μέσα. Οι εκροές αυτές αντιστράφηκαν κατά μεγάλο μέρος τον Ιανουάριο του 2012, με αποτέλεσμα την έντονη ανάκαμψη του ετήσιου ρυθμού αύξησης του Μ3. Οι εν λόγω ροές (τόσο το δ' τρίμηνο όσο και τον Ιανουάριο) συνδέονταν, σε μεγάλο βαθμό, με συναλλαγές έναντι ασφάλειας που διενεργήθηκαν μέσω κεντρικών αντισυμβαλλομένων εντός της ζώνης του ευρώ. Συγχρόνως, όταν γίνει διόρθωση για την επίδραση αυτών των συναλλαγών, τα χαρακτηριστικά των ροών παραμένουν παρόμοια, μολονότι η μείωση και η συνακόλουθη ανάκαμψη του ετήσιου ρυθμού αύξησης του Μ3 γίνονται λιγότερο έντονες (1,8% το Σεπτέμβριο, 1,5% το Δεκέμβριο και 2,0% τον Ιανουάριο). Συνολικά, οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν την κλιμάκωση της κρίσης κρατικού χρέους το δεύτερο εξάμηνο του 2011, γεγονός που επιδείνωσε την οικονομική και χρηματοπιστωτική αβεβαιότητα, αλλά και τις πιέσεις χρηματοδότησης στις τράπεζες το δ' τρίμηνο του 2011. Η συνακόλουθη ανάκαμψη που παρατηρήθηκε στα νομισματικά στοιχεία τον Ιανουάριο αντανακλά τη λήξη των πράξεων στο τέλος του έτους, αντικατοπτρίζοντας εν μέρει την αρχική επίδραση της πρώτης ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών που διεξήγαγε το Ευρωσύστημα το Δεκέμβριο.

Από την πλευρά των συνιστωσών, η διαφοροποίηση που παρατηρήθηκε στις ροές το δ' τρίμηνο του 2011 και τον Ιανουάριο του 2012 είχε αρκετά ευρεία βάση και αντανακλούσε εξελίξεις σε όλες τις κύριες συνιστώσες του Μ3 και σε όλους τους τομείς διακράτησης χρήματος. Έτσι, δεν περιορίστηκε στην προαναφερθείσα απόκλιση των συμφωνιών επαναγοράς των οποίων η διαπραγμάτευση έγινε μέσω κεντρικών αντισυμβαλλομένων. Πράγματι, τα νοικοκυριά και οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις – και, σε μικρότερο

βαθμό, οι μη νομισματικοί φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης – μείωσαν σημαντικά τις τοποθετήσεις τους σε καταθέσεις μίας ημέρας ή λοιπές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις το δ' τρίμηνο του 2011. Αυτό αντανακλά εν μέρει μετατόπιση των κεφαλαίων των τομέων διακράτησης χρήματος εκτός της ζώνης του ευρώ και, πιθανώς, την αγορά κρατικών ομολόγων που θεωρούνται «ασφαλή καταφύγια». Η εισροή προς νομισματικά περιουσιακά στοιχεία που παρατηρήθηκε τον Ιανουάριο, αποδόθηκε ως επί το πλείστον στη σημαντική αύξηση των τοποθετήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα σε βραχυπρόθεσμες καταθέσεις εκτός των καταθέσεων μίας ημέρας.

Από την πλευρά των παραγόντων μεταβολής, οι παρατηρούμενες εκροές από το M3 το δ' τρίμηνο του 2011 αντανακλούσαν κυρίως την επιδείνωση των καθαρών απαιτήσεων των NXI της ζώνης του ευρώ έναντι του εξωτερικού τον Οκτώβριο και το Νοέμβριο (που αποδίδονται κατά κύριο λόγο στην προαναφερθείσα μετατόπιση κεφαλαίων προς το εξωτερικό). Οι εκροές το Δεκέμβριο οφείλονται κατά κύριο λόγο στις σημαντικές καθарές εξοφλήσεις δανείων προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα και κυρίως τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Με τη σειρά της, η μεγάλη εισροή προς το M3 που παρατηρήθηκε τον Ιανουάριο αντανακλούσε κυρίως αύξηση των τοποθετήσεων των NXI (εκτός κεντρικών τραπεζών) σε τίτλους Δημοσίου.

Τα κύρια στοιχεία ενεργητικού των NXI της ζώνης του ευρώ (εκτός του Ευρωσυστήματος) συρρικνώθηκαν σημαντικά τους τρεις μήνες έως το Δεκέμβριο του 2011, αλλά τον Ιανουάριο του 2012 σημείωσαν έντονη ανάκαμψη. Η αρχική συρρίκνωση οφειλόταν κυρίως στην έντονη υποχώρηση του διατραπεζικού δανεισμού και των απαιτήσεων έναντι του εξωτερικού και, σε μικρότερο βαθμό, στη μείωση των δανείων προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα. Από αυτή την πλευρά, η απομόχλευση των τραπεζών το δ' τρίμηνο του 2011 έγινε κατά «σειρά επιλογής», δηλ. οι τράπεζες ρευστοποίησαν περιουσιακά στοιχεία με υψηλό βαθμό ρευστότητας και εκείνα που είναι συναφή με τις εργασίες τους εκτός από εκείνα που συνδέονται με τη βασική τραπεζική τους δραστηριότητα. Η ανάκαμψη των κύριων στοιχείων ενεργητικού των NXI που παρατηρήθηκε τον Ιανουάριο αντανακλούσε κατά κύριο λόγο αυξήσεις των τοποθετήσεων σε τίτλους Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ και τίτλους του ιδιωτικού τομέα εκτός των NXI και σε δάνεια προς ΛΧΙ. Αυτά αγοράστηκαν, εν μέρει, με κεφάλαια που αποκτήθηκαν μέσω της πρώτης ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών.

Συνολικά, τα στοιχεία για την περίοδο έως τον Ιανουάριο υποδηλώνουν ότι η πρώτη ΠΠΜΑ με διάρκεια τριών ετών και τα λοιπά μη συμβατικά μέτρα που ανακοινώθηκαν το Δεκέμβριο είναι πιθανό να βοήθησαν να αποφευχθεί ο κίνδυνος μιας μη ομαλής απομόχλευσης των πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ. Πράγματι, τον Ιανουάριο καταγράφηκε μέτρια μόνο μείωση των δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και αύξηση των δανείων προς τα νοικοκυριά, μετά από τις μεγάλες μειώσεις του προηγούμενου μήνα και στις δύο κατηγορίες. Παρόλα αυτά, οι χορηγήσεις προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα παρέμειναν υποτονικές. Η πλήρης επίδραση των εν λόγω μη συμβατικών μέτρων στη δραστηριότητα χορηγήσεων είναι πιθανό να εμφανιστεί με καθυστέρηση μόνο.

ΚΥΡΙΕΣ ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ ΤΟΥ M3

Οι συγκρατημένες εξελίξεις στον ετήσιο ρυθμό αύξησης του M3 το δ' τρίμηνο του 2011 συγκαλύπτουν το γεγονός ότι οι εξελίξεις στους ετήσιους ρυθμούς αύξησης των κύριων συνιστωσών του M3 αλληλοαντισταθμίζονται κατά κύριο λόγο (βλ. Διάγραμμα 11). Οι εκροές, ωστόσο, αφορούσαν όλες τις κύριες συνιστώσες του M3 το δ' τρίμηνο και η μεγαλύτερη από αυτές τα εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα. Ομοίως, οι εισροές προς το M3 τον Ιανουάριο του 2012 επίσης αντανακλούσαν εξελίξεις σε όλες τις κύριες

συνιστώσες. Αυτό υποδηλώνει την ύπαρξη ενός κοινού παράγοντα με κυρίαρχη επίδραση στη βραχυχρόνια δυναμική των νομισματικών μέσων. Ο κοινός αυτός παράγοντας συνδέεται με το τεταμένο κλίμα στη χρηματοπιστωτική αγορά, το οποίο έχει επηρεάσει σημαντικά τη στάση των τομέων που διακρατούν χρήμα ως προς τα στοιχεία παθητικού των NXI της ζώνης του ευρώ.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M1 ανήλθε στο 1,9% το δ' τρίμηνο του 2011 και στο 2,0% τον Ιανουάριο του 2012, από 1,4% το γ' τρίμηνο του 2011 (βλ. Πίνακα 2). Το δ' τρίμηνο του 2011 καταγράφηκε τριμηνιαία εισροή προς το νόμισμα σε κυκλοφορία. Αυτή όμως δεν ήταν υπερβολική σε μέγεθος και, επομένως, δεν φανερώνει γενικευμένες ανησυχίες για τον τραπεζικό τομέα της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, οι καταθέσεις μίας ημέρας μειώθηκαν το δ' τρίμηνο του 2011, κυρίως λόγω της πτώσης των συναφών τοποθετήσεων του τομέα των νοικοκυριών. Η εξέλιξη αυτή συνεχίστηκε τον Ιανουάριο του 2012, οπότε στα νοικοκυριά προστέθηκαν τα ΛΧΙ που και αυτά ρευστοποίησαν καταθέσεις μίας ημέρας. Στην περίπτωση των νοικοκυριών, αυτό εν μέρει αντανακλά μια αναδιάρθρωση χαρτοφυλακίων εντός του M3, στο πλαίσιο της οποίας έγιναν μετατοπίσεις κυρίως προς βραχυπρόθεσμες καταθέσεις προθεσμίας (δηλ. καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως δύο έτη) και, σε μικρότερο βαθμό, βραχυπρόθεσμες καταθέσεις ταμειυτηρίου (δηλ. καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών). Οι μετατοπίσεις αυτές πραγματοποιήθηκαν στο πλαίσιο της αύξησης των διαφορών αποδόσεων μεταξύ των εν λόγω κατηγοριών καταθέσεων και των καταθέσεων μίας ημέρας. Η παρατηρηθείσα αύξηση των διαφορών αποδόσεων από την αρχή του 2011 και μετά αντανακλά, με τη σειρά της, τα υψηλότερα επίπεδα τόκων που προσφέρονται για αυτές τις κατηγορίες καταθέσεων που χαρακτηρίζονται από χαμηλό βαθμό ρευστότητας, οι οποίες είναι πιο σταθερές ως πηγή τραπεζικής χρηματοδότησης από ό,τι οι καταθέσεις μίας ημέρας. Η αύξηση που παρατηρήθηκε στις διαφορές αποδόσεων προς το τέλος του έτους προκλήθηκε εν μέρει από τα NXI μιας ομάδας χωρών της ζώνης του ευρώ που προσπάθησαν να προσελκύσουν και να συγκρατήσουν τέτοιου είδους τις καταθέσεις.

Παρά την αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων των νοικοκυριών το δ' τρίμηνο του 2011, που ευνόησε τις βραχυπρόθεσμες καταθέσεις εκτός των καταθέσεων μίας ημέρας, η συνολική τριμηνιαία ροή όσον αφορά τη συγκεκριμένη συνιστώσα ήταν αρνητική, καθώς τόσο οι χρηματοπιστωτικές όσο και οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μείωσαν σημαντικά τις τοποθετήσεις τους στις εν λόγω καταθέσεις. Έτσι, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των βραχυπρόθεσμων καταθέσεων εκτός των καταθέσεων μίας ημέρας επιβραδύνθηκε στο 2,3% το δ' τρίμηνο του 2011, από 3,4% το προηγούμενο τρίμηνο. Στην περίπτωση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, αυτό θα μπορούσε να αντανακλά τη χρήση ταμειακών αποθεμάτων ασφαλείας, που είχαν συσσωρεύσει στο παρελθόν, για τη χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης εν όψει των αυστηρότερων συνθηκών χρηματοδότησης. Στην περίπτωση των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, οι εκροές συνδέθηκαν κυρίως με ΛΧΙ, γεγονός που υποδηλώνει ότι η συρρίκνωση των χαρτοφυλακίων των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα συνέβαλε καθοριστικά στην παρατηρούμενη μείωση των τοποθετήσεων σε βραχυπρόθεσμες καταθέσεις εκτός των καταθέσεων μίας ημέρας. Τον Ιανουάριο του 2012, ωστόσο, ο επιχειρηματικός τομέας και τα νοικοκυριά αύξησαν τις τοποθετήσεις τους σε βραχυπρόθεσμες καταθέσεις εκτός των καταθέσεων μίας ημέρας – κυρίως βραχυπρόθεσμες καταθέσεις προθεσμίας – με αποτέλεσμα ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της εν λόγω συνιστώσας να επιταχυνθεί στο 2,6%.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των εμπορεύσιμων χρηματοδοτικών μέσων επιταχύνθηκε περαιτέρω το δ' τρίμηνο του 2011 – στο 3,7% από 3,0% το γ' τρίμηνο – συγκαλύπτοντας τις έντονες εκροές που καταγράφονταν καθ' όλη τη διάρκεια του τριμήνου. Όπως και σε

προηγούμενα τρίμηνα, τις εξελίξεις στα εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα διαμόρφωσαν κυρίως οι εξελίξεις στις συμφωνίες επαναγοράς των οποίων η διαπραγμάτευση έγινε μέσω κεντρικών αντισυμβαλλομένων, οι οποίες κατά κύριο λόγο αντανάκλουν διαπραγματευτικές συναλλαγές έναντι ασφάλειας. Σε έντονη αντίθεση με το προηγούμενο τρίμηνο, οπότε οι εν λόγω συναλλαγές αυξήθηκαν σημαντικά, το δ' τρίμηνο καταγράφηκαν μεγάλες εκροές. Υπάρχουν ενδείξεις ότι αυτό συνδεόταν με την αυξανόμενη ανησυχία για συγκεκριμένες ασφάλειες που περιέχονται σε πάγια «καλάθια», γεγονός που μείωσε την προσφορά κεφαλαίων μέσω τέτοιων συμφωνιών επαναγοράς και αύξησε το κόστος χρήσης τους με σκοπό την άντληση ρευστότητας. Η εισροή που καταγράφηκε τον Ιανουάριο φαίνεται να υποδηλώνει αντιστροφή αυτής της πορείας. Οι εξελίξεις στα λοιπά εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέτρα ήταν συγκρατημένες και γενικά ακολούθησαν πορεία αντίθετη από αυτή των συμφωνιών επαναγοράς. Οι ροές τόσο προς βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα των NXI (δηλ. χρεόγραφα με διάρκεια έως δύο ετών) όσο και προς μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος ήταν θετικές το δ' τρίμηνο του 2011, όμως τον Ιανουάριο του 2012 αυτό αντιστράφηκε εν μέρει.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων που περιλαμβάνονται στο M3 – και αποτελούνται από βραχυπρόθεσμες καταθέσεις και συμφωνίες επαναγοράς και αποτελούν το μεγαλύτερο υποσύνολο του M3 για το οποίο υπάρχει αξιόπιστη ανάλυση κατά τομέα – υποχώρησε στο 2,5% το δ' τρίμηνο του 2011, από 3,2% το προηγούμενο τρίμηνο (βλ. Διάγραμμα 12). Αυτό αντανάκλα τις μεγάλες εκροές που καταγράφηκαν το εν λόγω τρίμηνο, οι οποίες είχαν ευρεία βάση σε όλους τους τομείς, αλλά ήταν ιδιαίτερα έντονες στην περίπτωση των ΛΧΙ. Ενώ η μείωση των τοποθετήσεων των ΛΧΙ σε καταθέσεις που περιλαμβάνονται στο M3 αντανάκλα κατά κύριο λόγο τις εξελίξεις στις συμφωνίες επαναγοράς που διενεργήθηκαν μέσω κεντρικών αντισυμβαλλομένων, ακόμα κι αν αφαιρέσουμε αυτό τον παράγοντα, τα ΛΧΙ μείωσαν τις τοποθετήσεις τους σε καταθέσεις που περιλαμβάνονται στο M3 στο πλαίσιο της μείωσης του μεγέθους των ισολογισμών των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα ενόψει εκτεταμένων εξαγορών. Τον Ιανουάριο του 2012 παρατηρήθηκε μεγάλη αύξηση των τοποθετήσεων σε καταθέσεις που περιλαμβάνονται στο M3, η οποία αντέστρεψε εν μέρει την εκροή που καταγράφηκε το δ' τρίμηνο του 2011. Η εν λόγω αύξηση είχε και αυτή ευρεία βάση σε όλους τους τομείς, όμως στην περίπτωση αυτή ήταν πιο έντονη για τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα.

ΚΥΡΙΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΤΟΥ M3

Όσον αφορά τους κύριους παράγοντες μεταβολής του M3, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των συνολικών πιστώσεων των NXI προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ επιβραδύνθηκε σημαντικά το δ' τρίμηνο του 2011 – στο 1,3% από 2,4% το προηγούμενο τρίμηνο – όμως στη συνέχεια αυξήθηκε οριακά και διαμορφώθηκε στο 1,4% τον Ιανουάριο του 2012 (βλ. Πίνακα 2). Τόσο η αρχική επιβράδυνση όσο και η μετέπειτα επιτάχυνση οφείλονταν κατά κύριο λόγο στις εξελίξεις του ετήσιου ρυθμού αύξησης των πιστώσεων προς τη γενική κυβέρνηση.

Η παρατηρούμενη υποχώρηση των δανείων των NXI προς τη γενική κυβέρνηση το δ' τρίμηνο του 2011 οφείλεται σε μια επίδραση της βάσης σύγκρισης που συνδέεται με τις μεταβιβάσεις περιουσιακών στοιχείων από NXI προς τράπεζες επισφαλειών το δ' τρίμηνο του 2010. Ωστόσο, τα NXI πρόσφατα αύξησαν τις πιστώσεις προς τη γενική κυβέρνηση αγοράζοντας χρεόγραφα, μια τάση που συνεχίστηκε και τον Ιανουάριο. Μολονότι το δ' τρίμηνο του 2011 αυτές οι αγορές πραγματοποιήθηκαν από το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων, οι αγορές του Ιανουαρίου του 2012 πραγματοποιήθηκαν από NXI εκτός κεντρικών τραπεζών. Αυτό ενδεχομένως αντανάκλα την άφθονη ρευστότητα των εν λόγω ιδρυμάτων μετά την πρώτη ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών το Δεκέμβριο.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των χορηγήσεων των NXI προς τον ιδιωτικό τομέα υποχώρησε στο 1,3% το δ' τρίμηνο του 2011, από 1,7% το προηγούμενο τρίμηνο, λόγω μιας μεγάλης τριμηνιαίας εκροής. Τον Ιανουάριο του 2012 ο ετήσιος ρυθμός έφθασε το 0,7%. Ωστόσο, τον Ιανουάριο σημειώθηκε μια μεγάλη μηνιαία εισροή που αντιστάθμισε σε μεγάλο βαθμό τη μεγάλη εκροή που καταγράφηκε το Δεκέμβριο. Οι εξελίξεις στις χορηγήσεις προς τον ιδιωτικό τομέα συγκαλύπτουν αντιφατικές εξελίξεις στους ετήσιους ρυθμούς αύξησης των δύο κύριων συνιστωσών τους – δηλ. τα δάνεια και τους τίτλους εκτός των μετοχών – παρότι σε αυτές σημειώθηκαν παρόμοιες μηνιαίες ροές.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα (διορθωμένος ως προς τις πωλήσεις δανείων και τις τιτλοποιήσεις) επιβραδύνθηκε στο 2,3% το δ' τρίμηνο του 2011, από 2,7% το προηγούμενο τρίμηνο (βλ. Πίνακα 2). Η εξέλιξη αυτή αντανακλούσε τις μεγάλες καθαρές εξαγορές που καταγράφηκαν ως επί το πλείστον το Δεκέμβριο του 2011 και επηρέασε ιδιαίτερα τα δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Τον Ιανουάριο του 2012 στη συνέχεια καταγράφηκε επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα συγκριτικά με το Δεκέμβριο του 2011. Αυτό, ωστόσο, οφείλεται κυρίως σε μια αύξηση του ενδοτραπεζικού δανεισμού με παροχή ασφάλειας (μέσω κεντρικών αντισυμβαλλομένων) μετά την πρώτη ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών το Δεκέμβριο. Η εν λόγω δραστηριότητα δανεισμού είχε συρρικνωθεί έντονα στη διάρκεια του δ' τριμήνου, αντανακλώντας αυξήσεις των περικοπών αποτίμησης και επιδείνωση της ποιότητας των ασφαλειών που είχαν στη διάθεσή τους οι συμμετέχοντες στις αγορές.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των NXI προς τα νοικοκυριά διορθωμένος ως προς τις πωλήσεις δανείων και τις τιτλοποιήσεις επιβραδύνθηκε στο 2,3% το δ' τρίμηνο του 2011, από 2,7% το προηγούμενο τρίμηνο. Αυτό φαίνεται να αντανακλά κυρίως την επιδείνωση των προοπτικών της οικονομίας και της αγοράς κατοικιών, καθώς και την ανάγκη για προσαρμογή των ισολογισμών σε ορισμένες χώρες. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά αυξήθηκε ελαφρώς τον Ιανουάριο του 2012 (σε 2,1% από 1,9% το Δεκέμβριο του 2011) εξαιτίας μιας σημαντικής μηνιαίας εισροής. Τα δάνεια για αγορά κατοικίας παραμένουν ο κύριος προσδιοριστικός παράγοντας των δανείων των NXI προς τα νοικοκυριά. Τα διορθωμένα ως προς τις τιτλοποιήσεις στοιχεία υποδηλώνουν ελαφρά αύξηση της τριμηνιαίας ροής των στεγαστικών δανείων το δ' τρίμηνο του 2011, η οποία παρέμεινε σταθερά θετική, ενώ η τριμηνιαία ροή των καταναλωτικών δανείων παρέμεινε οριακά αρνητική. Τον Ιανουάριο του 2012 καταγράφηκαν μηνιαίες εισροές προς όλες τις κατηγορίες δανείων προς τα νοικοκυριά (περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στην Ενότητα 2.7).

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των NXI προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (διορθωμένος ως προς τις πωλήσεις δανείων και τις τιτλοποιήσεις) επιβραδύνθηκε στο 1,9% το δ' τρίμηνο του 2011, από 2,2% το προηγούμενο τρίμηνο. Αυτό αντανακλούσε μεγάλες καθαρές εξαγορές, οι οποίες αφορούσαν κυρίως δύο μεγάλες χώρες της ζώνης του ευρώ προς το τέλος του τριμήνου. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις υποχώρησε περαιτέρω και διαμορφώθηκε σε 0,8% τον Ιανουάριο. Το γεγονός ότι οι μεγάλες καθαρές εξαγορές που παρατηρήθηκαν το Δεκέμβριο δεν επαναλήφθηκαν τον Ιανουάριο συνάδει με την άποψη ότι απειράπη ο επαπειλούμενος περιορισμός των πιστώσεων, καθώς το Ευρωσύστημα υιοθέτησε τα μη συμβατικά μέτρα.

Συνολικά, τα στοιχεία για τα δάνεια στη ζώνη του ευρώ συνεχίζουν να επιδεικνύουν σημαντική ετερογένεια μεταξύ των χωρών όσον αφορά τόσο το ύψος όσο και τη

δυναμική των ετήσιων ρυθμών αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Αυτή η ετερογένεια πιθανώς αντανακλά πρωτίστως διαφορές ως προς τις οικονομικές προοπτικές και τις προοπτικές των αγορών κατοικιών ανάμεσα στις χώρες, καθώς και ως προς τα επίπεδα χρέους των επιμέρους τομέων.

Όσον αφορά τους λοιπούς παράγοντες μεταβολής του M3, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των NXI (εκτός κεφαλαίου και αποθεματικών) επιβραδύνθηκε στο 1,1% τον Ιανουάριο του 2012, από 2,7% το δ' τρίμηνο του 2011 και 3,6% το γ' τρίμηνο (βλ. Διάγραμμα 13). Αυτό αντανακλούσε κυρίως την υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των πιο μακροπρόθεσμων χρεογράφων των NXI (δηλ. εκείνων με αρχική διάρκεια μεγαλύτερη των δύο ετών), από τα οποία καταγράφηκαν σημαντικές εκροές το δ' τρίμηνο του 2011 και τον Ιανουάριο του 2012 λόγω σημαντικών γνήσιων καθαρών εξαγορών, καθώς και λόγω της αύξησης των τοποθετήσεων των NXI σε τέτοια χρηματοδοτικά μέσα. Οι εν λόγω εξελίξεις υποδηλώνουν ότι η χρηματοδότηση των NXI μέσω της αγοράς πιο μακροπρόθεσμων ομολόγων παραμένει προβληματική, γεγονός που συνδέεται με τη δυσκολία των περισσότερων NXI να αποκτήσουν πρόσβαση στη χρηματοδότηση μέσω της αγοράς. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των πιο μακροπρόθεσμων καταθέσεων προθεσμίας (δηλ. καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια μεγαλύτερη των δύο ετών) αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την τιτλοποίηση δανείων που δεν έχουν αποχαρακτηριστεί. Έτσι, επιταχύνθηκε έντονα τον Οκτώβριο του 2011 (στο 4,5%), όμως στη συνέχεια υποχώρησε (στο 2,5% τον Ιανουάριο του 2012), καθώς η δραστηριότητα τιτλοποίησης παρέμεινε υποτονική.

Η επιδείνωση των καθαρών απαιτήσεων των NXI της ζώνης του ευρώ έναντι του εξωτερικού προκάλεσε μεγάλο μέρος της εκροής από το M3 που καταγράφηκε το δ' τρίμηνο του 2011 και μετρίασε τη μηνιαία εισροή προς το M3 τον Ιανουάριο του 2012 (βλ. Διάγραμμα 14). Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούσαν αύξηση των καθαρών απαιτήσεων του τομέα διακράτησης χρήματος έναντι του εξωτερικού, η οποία χρηματοδοτήθηκε με κεφάλαια που είχαν τοποθετηθεί σε χρηματοδοτικά μέσα που περιλαμβάνονται στο M3. Αυτό συνάδει και με τη μείωση, σε καθαρή βάση, των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα που παρατηρείται από το γ' τρίμηνο του 2011. (Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στο Πλαίσιο 2.)

Πλαίσιο 2

ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το παρόν πλαίσιο αναλύει τις πρόσφατες εξελίξεις στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ. Οι καθαρές εισροές στο άθροισμα των καθαρών άμεσων επενδύσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου κατέγραψαν αύξηση κατά 98,1 δισεκ. ευρώ έναντι του 2010, φθάνοντας τα 223,7 δισεκ. ευρώ το 2011, αλλά αντισταθμίστηκαν σε γενικές γραμμές από τις υψηλότερες καθαρές εκροές για λοιπές επενδύσεις (βλ. πίνακα και διάγραμμα). Μετά τις ασυνήθιστα υψηλές καθαρές εισροές για επενδύσεις χαρτοφυλακίου που καταγράφηκαν το α' εξάμηνο του 2011, οι καθαρές εισροές μειώθηκαν σημαντικά το β' εξάμηνο του έτους. Παράλληλα, ξεκίνησε μια αμφίδρομη διαδικασία επαναπατρισμού κεφαλαίων, καθώς οι ξένοι επενδυτές απέσυραν κεφάλαια που είχαν προηγουμένως επενδύσει σε τίτλους των χωρών της ζώνης του ευρώ, ενώ οι επενδυτές της ζώνης του ευρώ έγιναν καθαροί πωλητές τίτλων του εξωτερικού. Πιο πρόσφατα, ωστόσο, το Δεκέμβριο, φάνηκαν ορισμένες ενδείξεις ομαλοποίησης στις τάσεις των επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

Οι καθαρές εισροές στο άθροισμα των καθαρών άμεσων επενδύσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου αυξήθηκαν το 2011, κυρίως λόγω των αυξημένων καθαρών εισροών για επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Παρά τη συνολική άνοδο έναντι του προηγούμενου έτους, οι εξελίξεις στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου ήταν αρκετά ευμετάβλητες, καθώς σημειώθηκαν απότομες αλλαγές στις επενδυτικές τάσεις, που ακολουθούσαν τις μεταπτώσεις του κλίματος της αγοράς και της συμπεριφοράς των επενδυτών. Το α' εξάμηνο του 2011 οι καθαρές εισροές για επενδύσεις χαρτοφυλακίου αυξήθηκαν σημαντικά, αντικατοπτρίζοντας κυρίως τις σημαντικές αγορές από ξένους επενδυτές τίτλων τόσο του τομέα των NXI όσο και των λοιπών τομέων εκτός των NXI της ζώνης του ευρώ. Όσον αφορά τους τομείς εκτός των NXI, η ζήτηση των ξένων επενδυτών για χρεόγραφα με υψηλότερο βαθμό ρευστότητας και υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση ήταν ιδιαίτερα αυξημένη το β' τρίμηνο του 2011, πιθανόν αντικατοπτρίζοντας ροές προς ασφαλείς τοποθετήσεις εν μέσω έντονης μεταβλητότητας και αυξημένων εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Το γ' τρίμηνο του 2011, αντιθέτως, οι καθαρές εισροές για επενδύσεις σε χρεόγραφα μειώθηκαν σημαντικά, ενώ οι καθαρές εκροές για επενδύσεις σε μετοχικούς τίτλους μεταστράφηκαν σε καθαρές εισροές. Αυτή η εξέλιξη συγκαλύπτει μια διαδικασία ρευστοποίησης κατά την οποία οι επενδυτές της ζώνης του ευρώ επαναπάτησαν κεφάλαια που είχαν προηγουμένως επενδύσει σε τίτλους του εξωτερικού, ενώ οι μη κάτοικοι της ζώνης του ευρώ ρευστοποίησαν τίτλους της ζώνης του ευρώ.

Το δ' τρίμηνο του 2011 τόσο οι επενδυτές της ζώνης του ευρώ όσο και ξένοι επενδυτές συνέχισαν να μειώνουν τη διασυννοριακή διακράτηση τίτλων. Στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου καταγράφηκαν καθαρές εκροές, καθώς η ρευστοποίηση τίτλων από ξένους επενδυτές υπερέβη τις αντίστοιχες ρευστοποιήσεις από κατοίκους της ζώνης του ευρώ. Ενώ στη ζώνη του ευρώ υπήρξε επαναπατρισμός κεφαλαίων τόσο από τον τομέα των NXI όσο και από τον ιδιωτικό τομέα εκτός των NXI, ο επαναπατρισμός κεφαλαίων από ξένους επενδυτές αφορούσε κυρίως τίτλους που εκδόθηκαν από τον ιδιωτικό τομέα εκτός των NXI. Όσον αφορά τους τίτλους που εκδίδονται από τον τομέα της γενικής κυβέρνησης της ζώνης του ευρώ, το γ' τρίμηνο του 2011 πραγματοποιήθηκαν καθαρές αγορές, παρά την απότομη πτώση των εισροών από μη κατοίκους. Η εμφάνιση αυτής της αμφίδρομης διαδικασίας επαναπατρισμού θα πρέπει να ερμηνευθεί στο πλαίσιο των αυξανόμενων εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές και της μεταβλητότητας και της φθίνουσας πορείας των τιμών των μετοχικών τίτλων παγκοσμίως. Αυτοί οι παράγοντες επηρέασαν δυσμενώς το κλίμα στην αγορά υπό συνθήκες εντεινόμενων ανησυχιών σχετικά με τις προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας και αυξημένης απροθυμίας των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους. Επιπλέον, η μείωση των καθαρών εισροών για επενδύσεις χαρτοφυλακίου στους τομείς εκτός των NXI της ζώνης του ευρώ συνέβαλε αρνητικά στη διαθέσιμη ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ και αντανακλάται εν μέρει στην εξέλιξη του ευρέος νομισματικού μεγέθους M3. Μάλιστα, όπως προκύπτει από τη νομισματική παρουσίαση του ισοζυγίου πληρωμών, αυτές οι συναλλαγές του τομέα διακράτησης χρήματος αντικατοπτρίζονται στη συνολική μείωση των καθαρών απαιτήσεων των NXI έναντι του εξωτερικού τον Οκτώβριο και το Νοέμβριο του 2011.¹

Ωστόσο, τα πιο πρόσφατα στοιχεία Δεκεμβρίου παρέχουν ορισμένες πιθανές ενδείξεις μιας διαφαινόμενης ομαλοποίησης των τάσεων στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Τόσο οι επενδύσεις κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε τίτλους του εξωτερικού όσο και οι επενδύσεις μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε τίτλους της ζώνης του ευρώ φαίνεται να έχουν ανακάμψει κάπως, αν και εξακολουθούν να βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα. Επιπλέον, καταγράφηκαν καθαρές εισροές για επενδύσεις χαρτοφυλακίου στους τομείς εκτός των NXI, γεγονός που συνάδει με την ελαφρά ανάκαμψη των εισροών που παρατηρείται στις καθαρές απαιτήσεις των NXI έναντι του εξωτερικού τον ίδιο μήνα.

Αυτή η ανάκαμψη πιθανόν συνδέεται με μια σχετική βελτίωση στο κλίμα της αγοράς προς τα τέλη του έτους, αντανακλώντας, μεταξύ άλλων, όχι μόνο τη λήψη μη συμβατικών μέτρων ρευστότητας από την ΕΚΤ, αλλά και τις συντονισμένες παρεμβάσεις της ΕΚΤ και άλλων πέντε κεντρικών τραπεζών – υπό τη μορφή συμφωνιών ανταλλαγής νομισμάτων (swap lines) – με σκοπό την παροχή ρευστότητας στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Όσον αφορά ειδικότερα τον τομέα των NXI, οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ αύξησαν τις καθαρές πωλήσεις τίτλων του εξωτερικού το δ΄ τρίμηνο του 2011. Αυτή η άνοδος πιθανόν συνδέεται με το συνδυασμό δύο παραγόντων. Ο πρώτος αφορά τη συνεχιζόμενη διαδικασία αναδιάρθρωσης των ισολογισμών εξαιτίας των αυστηρότερων κεφαλαιακών απαιτήσεων στη ζώνη του ευρώ. Η απαραίτητη διαδικασία απομόχλευσης είναι συνήθως ιδιαίτερα έντονη για τα στοιχεία ενεργητικού που δεν συνδέονται με την κύρια δραστηριότητά τους, ιδίως τους τίτλους του εξωτερικού, όπως φαίνεται καθαρά στην περίοδο αναφοράς. Ο δεύτερος παράγοντας αφορά την ανάγκη άντλησης κεφαλαίων στο πλαίσιο χρηματοδοτικών πιέσεων, οι οποίες δεν αντανακλώνται μόνο στις πωλήσεις από μη κατοίκους τίτλων που εξέδωσαν πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ τα τελευταία δύο τρίμηνα του έτους, αλλά και στη μείωση των λοιπών υποχρεώσεων των NXI από επενδύσεις, κάτι που υποδηλώνει δυσκολίες στην ανανέωση βραχυπρόθεσμων καταθέσεων και δανείων που λήγουν οι οποίες συνδέονται με το υψηλό κόστος χρηματοδότησης σε ξένο νόμισμα. Αυτή η ρευστοποίηση επενδύσεων σε τίτλους των NXI της ζώνης του ευρώ συνδεόταν, εν μέρει, με τις ανησυχίες των ξένων επενδυτών σχετικά με τη σταθερότητα των τραπεζικών συστημάτων σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, η μείωση των λοιπών υποχρεώσεων των NXI από επενδύσεις αντισταθμίστηκε εν μέρει από την αύξηση των λοιπών υποχρεώσεων του Ευρωσυστήματος από επενδύσεις, εξαιτίας των προαναφερθεισών συμφωνιών ανταλλαγής νομισμάτων μεταξύ της ΕΚΤ και άλλων κεντρικών τραπεζών.

1 Στο βαθμό που διακανονίζονται μέσω εγχώριων τραπεζών, οι συναλλαγές που διενεργεί ο τομέας διακράτησης χρήματος επηρεάζουν τις απαιτήσεις και υποχρεώσεις του τραπεζικού τομέα έναντι του εξωτερικού, οι οποίες αποτελούν έναν από τους παράγοντες μεταβολής του M3. Ο τομέας διακράτησης χρήματος περιλαμβάνει τα νοικοκυριά, τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, τους φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης εκτός των NXI και τη γενική κυβέρνηση πλην της κεντρικής κυβέρνησης. Περισσότερες πληροφορίες για τη νομισματική παρουσίαση του ισοζυγίου πληρωμών βλ. στο Duc, L. B., Mayerlen, F. & Sola, P., “The monetary presentation of the euro area balance of payments”, Occasional Paper Series, No 96, ΕΚΤ, 2008. Βλ. επίσης “The external dimension of monetary analysis”, *Μηνιαίο Δελτίο*, ΕΚΤ, Αύγουστος 2008.

ΓΕΝΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΘΗΚΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Οι σημαντικές εκροές από τα νομισματικά μέσα το δ΄ τρίμηνο του 2011 είχαν ως αποτέλεσμα να συνεχιστεί η απορρόφηση της νομισματικής ρευστότητας που είχε συσσωρευθεί πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση (βλ. Διαγράμματα 15 και 16). Η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του M3 τον Ιανουάριο του 2012 ανέκοψε την εν λόγω εξέλιξη. Ενώ η ομάδα δεικτών υπερβάλλουσας ρευστότητας εξακολουθεί εν πολλοίς να υποδηλώνει την ύπαρξη υπερβολικής ρευστότητας, ορισμένοι δείκτες υποδεικνύουν ότι η υπερβάλλουσα ρευστότητα μειώθηκε τα τρία τελευταία χρόνια και έχει φθάσει σε αρκετά χαμηλά επίπεδα. Ωστόσο, οφείλουμε να υπενθυμίσουμε ότι αυτού του είδους οι δείκτες ρευστότητας πρέπει να ερμηνεύονται με επιφύλαξη, καθώς βασίζονται στην εκτίμηση του

επιπέδου ισορροπίας της διακράτησης χρήματος, η οποία περιβάλλεται από σημαντική αβεβαιότητα.

Συνολικά, ο ρυθμός της υποκείμενης νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης παραμένει υποτονικός. Παράλληλα, τα πιο πρόσφατα στοιχεία δείχνουν ότι η σημαντική υποχώρηση της νομισματικής επέκτασης που παρατηρήθηκε το δ' τρίμηνο του 2011 – ιδίως το Δεκέμβριο – αντιστράφηκε τον Ιανουάριο. Ομοίως, από την πλευρά των δανείων, οι έντονες καθαρές εξαγορές που παρατηρήθηκαν προς το τέλος του 2011 δεν συνεχίστηκαν τον Ιανουάριο. Αυτός ο συνδυασμός εξελίξεων υποδηλώνει ότι τα μη συμβατικά μέτρα που υιοθετήθηκαν στις 8 Δεκεμβρίου – ιδίως οι ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών – μετρίασαν τις πιέσεις χρηματοδότησης που ασκούνταν στα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ και βοήθησαν να αποφευχθεί ο κίνδυνος μιας μη ομαλής απομόχλευσης του τραπεζικού τομέα. Ταυτόχρονα, τα εν λόγω μη συμβατικά μέτρα δεν είναι ακόμη δυνατό να ασκήσουν αισθητή επίδραση στα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα, καθώς μια τέτοια επίδραση θα εμφανιστεί με μεγαλύτερη καθυστέρηση μόνο.

2.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΤΟΜΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των χρηματοοικονομικών επενδύσεων των μη χρηματοπιστωτικών τομέων παρέμεινε αμετάβλητος το γ' τρίμηνο του 2011, αντανακλώντας εν μέρει την επιβραδυνόμενη αύξηση του εισοδήματος των νοικοκυριών και το χαμηλό ποσοστό αποταμίευσης με βάση τα ιστορικά δεδομένα. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των χρηματοοικονομικών επενδύσεων των ασφαλιστικών εταιριών και των ταμείων συντάξεων παρέμεινε επίσης αμετάβλητος, αντικατοπτρίζοντας τις συγκρατημένες επενδύσεις σε τεχνικά αποθεματικά ασφαλιστικών εταιριών. Οι ενισχυμένες εντάσεις που εκδηλώθηκαν στις χρηματοπιστωτικές αγορές το δ' τρίμηνο του 2011 οδήγησε σε περαιτέρω μεγάλο ύψους εξαγορές όλων των σημαντικότερων τύπων αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα.

ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΤΟΜΕΙΣ

Το γ' τρίμηνο του 2011 (το πιο πρόσφατο τρίμηνο για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία) ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των συνολικών χρηματοοικονομικών επενδύσεων των μη χρηματοπιστωτικών τομέων παρέμεινε αμετάβλητος στο 3,4%, και σταθεροποιήθηκε σε σχετικώς χαμηλά επίπεδα με βάση τα ιστορικά δεδομένα (βλ. Πίνακα 3). Αν δεν υπήρχε η επίδραση των μεταβιβάσεων περιουσιακών στοιχείων από ΝΧΙ σε τράπεζες επισφαλειών, τα οποία περιλαμβάνονταν στον τομέα της γενικής κυβέρνησης, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των χρηματοοικονομικών επενδύσεων από τους μη χρηματοπιστωτικούς τομείς θα εξακολουθούσε να προσεγγίζει τα κατώτατα επίπεδα που καταγράφηκαν το χρονικό διάστημα ανάμεσα στα τέλη του 2009 και τις αρχές του 2010. Οι μέτριες εξελίξεις που παρατηρήθηκαν το γ' τρίμηνο του 2011 συγκαλύπτουν τη διαφορετική δυναμική των επιμέρους χρηματοδοτικών μέσων. Πιο συγκεκριμένα, η συμβολή των τοποθετήσεων σε εισηγμένες μετοχές και λοιπούς εισπρακτέους λογαριασμούς (που περιλαμβάνουν τις εμπορικές πιστώσεις) αυξήθηκε έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Αντιθέτως, η συμβολή των τοποθετήσεων σε νόμισμα και καταθέσεις, τεχνικά αποθεματικά ασφαλιστικών εταιριών και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων μειώθηκε ή έγινε πιο αρνητική. Η τριμηνιαία εισροή επενδύσεων σε χρηματοδοτικά μέσα που εκδίδουν τα ΝΧΙ ήταν μεγαλύτερη από την αντίστοιχη εισροή σε άλλα χρηματοδοτικά μέσα, για πρώτη φορά από το τέλος του 2008, γεγονός που καταδεικνύει προσαρμογές χαρτοφυλακίου υπέρ των τραπεζικών υποχρεώσεων. Ωστόσο, οι πληροφορίες που παρέχονται από στατιστικά στοιχεία των ισολογισμών των ΝΧΙ

υποδηλώνουν ότι αυτές οι προσαρμογές ήταν προσωρινές και αντιστράφηκαν κάπως το δ' τρίμηνο.

Ειδικότερα ανά τομέα, το γεγονός ότι ο ετήσιος ρυθμός των συνολικών χρηματοοικονομικών επενδύσεων των μη χρηματοπιστωτικών τομέων παρέμεινε αμετάβλητος το γ' τρίμηνο του 2011 αντανάκλυνε περαιτέρω σχετικές αυξήσεις των συμβολών των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και της γενικής κυβέρνησης, οι οποίες αντισταθμίστηκαν από τις κάπως ασθενέστερες χρηματοοικονομικές επενδύσεις των νοικοκυριών (βλ. Διάγραμμα 17). Η βραδύτερη συσσώρευση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων από τα νοικοκυριά αντανάκλα τη συνεχιζόμενη μείωση των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων και τον περιορισμό των επενδύσεων σε τεχνικά αποθεματικά ασφαλιστικών εταιριών στο πλαίσιο της επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος και του χαμηλού λόγου αποταμίευσης με βάση τα ιστορικά δεδομένα. Τα στατιστικά στοιχεία από αμοιβαία κεφαλαία επενδυτικού χαρακτήρα υποδηλώνουν ότι τα νοικοκυριά μείωσαν περαιτέρω τις διακρατήσεις μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων προς τα τέλη του έτους, ιδίως στα ομολογιακά και μικτά αμοιβαία κεφάλαια.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των χρηματοοικονομικών επενδύσεων της γενικής κυβέρνησης ενισχύθηκε σημαντικά το γ' τρίμηνο, ενώ ήδη βρισκόταν σε υψηλά επίπεδα. Η επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης αντανάκλυνε την έντονη άνοδο των λοιπών εισπρακτέων λογαριασμών, που αντισταθμίστηκε εν μέρει από μια αισθητή μείωση των τοποθετήσεων της γενικής κυβέρνησης σε καταθέσεις. Η άνοδος των λοιπών εισπρακτέων λογαριασμών το γ' τρίμηνο συνδέεται ενδεχομένως με την καταγραφή προηγούμενων φορολογικών οφειλών σε καθυστέρηση στους ισολογισμούς. Η ιδιαίτερα έντονη αύξηση των χρηματοοικονομικών επενδύσεων του τομέα της γενικής κυβέρνησης εξακολουθεί να οφείλεται στη συνεχιζόμενη επίδραση των μεταβιβάσεων περιουσιακών στοιχείων από NXI σε τράπεζες επισφαλειών το δ' τρίμηνο του 2010.

Η σχετικά ταχύτερη συσσώρευση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις το γ' τρίμηνο οφειλόταν κατά κύριο λόγο στις αυξημένες αγορές εισηγμένων μετοχών που συνδέονται δυνητικά με τη δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών και μια άνοδο των λοιπών εισπρακτέων λογαριασμών που οφείλεται στις υψηλότερες εμπορικές πιστώσεις. Η αύξηση των εμπορικών πιστώσεων πιθανώς αντανάκλα την αθυστέρηση των πληρωμών για αγορασθέντα αγαθά και υπηρεσίες από πλευράς των εταιριών και των κυβερνητικών φορέων στο πλαίσιο της αβεβαιότητας που επικρατεί στην αγορά και των αυστηρών όρων χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, καθώς και την περαιτέρω έντονη αύξηση των εξαγωγών. Περισσότερες πληροφορίες για τις εξελίξεις στις χρηματοοικονομικές ροές και τους ισολογισμούς των μη χρηματοπιστωτικών ιδιωτικών τομέων βλ. στις ενότητες 2.6 και 2.7, καθώς και για όλους τους θεσμικούς τομείς στο πλαίσιο με τίτλο "Integrated euro area accounts for the third quarter of 2011" του τεύχους Φεβρουαρίου 2012 του Μηνιαίου Δελτίου.

ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Ο συνεχιζόμενος βραδύς ρυθμός των επενδύσεων των νοικοκυριών σε τεχνικά αποθεματικά ασφαλιστικών εταιριών, ο καθοριστικότερος παράγοντας των κεφαλαίων που μπορούν να επενδύσουν οι ασφαλιστικές εταιρίες και τα ταμεία συντάξεων, εξηγεί γιατί ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των χρηματοοικονομικών επενδύσεων των ασφαλιστικών εταιριών και των ταμείων συντάξεων παρέμεινε αμετάβλητος στο 2,9% το γ' τρίμηνο του 2011 (το πιο πρόσφατο τρίμηνο για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία στους ενοποιημένους λογαριασμούς της ζώνης του ευρώ, βλ. Διάγραμμα 18). Πρόκειται για το χαμηλότερο επίπεδο ρυθμού αύξησης από το 1999. Όσον αφορά τα επιμέρους

χρηματοδοτικά μέσα, τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων είχαν τη μεγαλύτερη συμβολή στον ετήσιο ρυθμό αύξησης των χρηματοοικονομικών επενδύσεων των ασφαλιστικών εταιριών και των ταμείων συντάξεων. Το γεγονός αυτό δείχνει την προτίμησή τους για επενδύσεις σε κεφάλαια – που αποκτήθηκαν χάρη στις νέες τοποθετήσεις των νοικοκυριών σε προϊόντα του κλάδου ασφαλειών ζωής και συνταξιοδοτικά προϊόντα – κατά κύριο λόγο αμοιβαία κεφάλαια, αντί για άμεσες επενδύσεις σε τίτλους. Ταυτόχρονα, οι ασφαλιστικές εταιρίες και τα ταμεία συντάξεων αύξησαν σημαντικά τις τοποθετήσεις τους σε νόμισμα και καταθέσεις, αντανακλώντας εν μέρει την αβεβαιότητα που επικρατεί στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Η ετήσια εισροή σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα (εξαιρουμένων των αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος) υποχώρησε στα 43 δισεκ. ευρώ το δ' τρίμηνο του 2011, από 171 δισεκ. ευρώ το προηγούμενο τρίμηνο, με αποτέλεσμα την περαιτέρω έντονη υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού αύξησης σε 0,7%, από 3,0% το γ' τρίμηνο. Οι ετήσιες εισροές μειώθηκαν και στους τρεις σημαντικούς τύπους κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα (δηλ. μετοχικά, ομολογιακά και μικτά αμοιβαία κεφάλαια), ενώ η ετήσια ροή για μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια ήταν ελαφρώς αρνητική (βλ. Διάγραμμα 19). Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν τη γενικότερη τάση των επενδυτών να αποφύγουν περιουσιακά στοιχεία υψηλότερου κινδύνου στο πλαίσιο της όξυνσης της οικονομικής και χρηματοπιστωτικής αβεβαιότητας και, εν μέρει, την μετατόπιση των κεφαλαίων εκτός της ζώνης του ευρώ το δ' τρίμηνο. Αντιθέτως, τα αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος επωφελήθηκαν από το περιβάλλον αβεβαιότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς παρατηρήθηκαν συγκερατημένες εισροές το δ' τρίμηνο, οι οποίες συχνά χρησιμοποιήθηκαν για να «φιλοξενήσουν» προσωρινά κεφάλαια που αποσύρθηκαν από άλλους τύπους αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτές οι εισροές δεν μπορούσαν, εντούτοις, να αντισταθμίσουν τις εκροές που παρατηρήθηκαν τα προηγούμενα τρίμηνα (οι οποίες πιθανόν να σχετίζονταν με τις σχετικά χαμηλές αποδόσεις που προσέφεραν αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια). Ως εκ τούτου, συνέχισαν να παρατηρούνται ετήσιες εκροές μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος κατά το τρίμηνο αναφοράς, αν και κάπως μικρότερες από ό,τι το προηγούμενο τρίμηνο.

Όσον αφορά ειδικότερα τις εξελίξεις το δ' τρίμηνο του 2011, όταν οξύνθηκαν περαιτέρω οι εντάσεις στις αγορές κρατικών χρεογράφων, παρατηρήθηκε εκροή 47 δισεκ. ευρώ σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα (εξαιρουμένων των αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος) βάσει μη εποχικά διορθωμένων στοιχείων. Αυτή ήταν η δεύτερη συναπτή τριμηνιαία εκροή, αλλά και οι δύο εκροές ήταν σημαντικά μικρότερες από τις εκροές που καταγράφηκαν μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers. Καθαρές εξαγορές παρατηρήθηκαν και στους τρεις σημαντικότερους τύπους αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα, αλλά αυτές αφορούσαν κατά το μεγαλύτερο μέρος τους τον Οκτώβριο και το Νοέμβριο. Καθαρές εκροές παρατηρήθηκαν για μετοχικά και μικτά αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία αποτέλεσαν τα δύο τρίτα της συνολικής εκροής του τριμήνου. Ωστόσο, το δ' τρίμηνο του 2011 σημειώθηκε αύξηση κατά 4,5% έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους του υφιστάμενου υπολοίπου των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα στη ζώνη του ευρώ εξαιρουμένων των αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος, παρά τις περαιτέρω σημαντικές αναλήψεις που παρατηρήθηκαν τους τελευταίους μήνες. Αυτό οφειλόταν εν μέρει στην αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων από το τέλος Νοεμβρίου και, σε μικρότερο βαθμό, στη στατιστική αναταξινόμηση το Δεκέμβριο ορισμένων αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος ως ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων (η οποία αφορούσε συνολικά ποσό μεγαλύτερο των 100 δισεκ. ευρώ). Οι καθαρές εξαγορές αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα αντικατοπτρίστηκαν στην πλευρά του ενεργητικού του ισολογισμού από την ευρείας βάσης διάθεση μετοχών και λοιπών συμμετοχών, τίτλων

πλην μετοχών και μεριδίων επενδυτικού χαρακτήρα,, καθώς και από τη μείωση των επενδύσεων σε καταθέσεις.

2.3 ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Τα επιτόκια της αγοράς χρήματος σε γενικές γραμμές υποχώρησαν μεταξύ 7 Δεκεμβρίου 2011 και 7 Μαρτίου 2012. Η υποχώρηση αυτή αντανακλά την προς τα κάτω αναθεώρηση των προσδοκιών για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια και την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου στις 8 Δεκεμβρίου 2011 να μειώσει τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ κατά 25 μονάδες βάσης. Η απόφαση τέθηκε σε ισχύ με την πράξη κύριας αναχρηματοδότησης που διακανονίστηκε στις 14 Δεκεμβρίου 2011. Η μεταβλητότητα των επιτοκίων της αγοράς χρήματος μειώθηκε, και ο δείκτης EONIA σταθεροποιήθηκε σε χαμηλά επίπεδα από την αρχή του έτους, αντανακλώντας μεγάλη πλεονάζουσα ρευστότητα.

Τα επιτόκια της αγοράς χρήματος για συναλλαγές χωρίς παροχή ασφάλειας μειώθηκαν μεταξύ 7 Δεκεμβρίου 2011 και 7 Μαρτίου 2012. Στις 7 Μαρτίου 2012 το επιτόκιο EURIBOR ενός, τριών, έξι και δώδεκα μηνών ήταν αντίστοιχα 0,50%, 0,91%, 1,22% και 1,55% – δηλ. 70, 56, 48 και 49 μονάδες βάσης χαμηλότερο από τα επίπεδα που είχαν παρατηρηθεί στις 7 Δεκεμβρίου 2011. Η διαφορά μεταξύ του EURIBOR δώδεκα και ενός μηνός, η οποία αποτελεί δείκτη της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων στην αγορά χρήματος, αυξήθηκε κατά 21 μονάδες βάσης την ίδια περίοδο και διαμορφώθηκε στις 105 μονάδες βάσης στις 7 Μαρτίου (βλ. Διάγραμμα 20).

Τα επιτόκια της αγοράς χρήματος με παροχή ασφάλειας σταθεροποιήθηκαν σε πολύ χαμηλά επίπεδα από την αρχή του έτους (βλ. Διάγραμμα 21). Το επιτόκιο των πράξεων ανταλλαγής επί του δείκτη τριών μηνών διαμορφώθηκε σε 0,34% στις 7 Μαρτίου, δηλ. περίπου 13 μονάδες βάσης χαμηλότερα από ό,τι στις 7 Δεκεμβρίου. Καθώς το αντίστοιχο EURIBOR για συναλλαγές χωρίς παροχή ασφάλειας σημείωσε εντονότερη μείωση, η διαφορά μεταξύ των δύο αυτών επιτοκίων περιορίστηκε, από 101 μονάδες βάσης στις 7 Δεκεμβρίου, στις 57 μονάδες βάσης στις 7 Μαρτίου.

Τα επιτόκια που τεκμαίρονται από τις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του EURIBOR τριών μηνών που λήγουν το Μάρτιο, τον Ιούνιο και το Σεπτέμβριο του 2012 διαμορφώθηκαν σε 0,83%, 0,69% και 0,67% αντίστοιχα στις 7 Μαρτίου, αυξημένα κατά 21, 28 και 29 μονάδες βάσης συγκριτικά με τα επίπεδα που είχαν παρατηρηθεί στις 7 Δεκεμβρίου, αντανακλώντας εν μέρει προσδοκίες για χαμηλότερα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ (βλ. Διάγραμμα 22). Η τεκμαρτή μεταβλητότητα με σταθερές διάρκειες τριών, έξι, εννέα και δώδεκα μηνών που προκύπτει από τα δικαιώματα προαίρεσης σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του EURIBOR τριών μηνών υποχώρησε έντονα τους τελευταίους τρεις μήνες (βλ. Διάγραμμα 23).

Όσον αφορά τα επιτόκια μίας ημέρας, ο δείκτης EONIA παρέμεινε σχετικά ευμετάβλητος μέχρι την πρώτη εβδομάδα του Ιανουαρίου, αλλά κατόπιν σταθεροποιήθηκε. Λόγω των ανανεωμένων εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, η προσφυγή των τραπεζών στις πράξεις παροχής ρευστότητας του Ευρωσυστήματος αυξήθηκε σημαντικά την εξεταζόμενη περίοδο. Κατά συνέπεια, η υπερβάλλουσα ρευστότητα στο σύστημα αυξήθηκε, όπως αντανακλά η έντονη προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Έτσι, η διαφορά μεταξύ του δείκτη EONIA και του επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης παρέμεινε αρνητική σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

Στις 8 Δεκεμβρίου το Διοικητικό Συμβούλιο μείωσε τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ κατά 25 μονάδες βάσης, διαμορφώνοντας το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων σε 0,25% και τα επιτόκια των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης σε 1,00% και 1,75% αντίστοιχα. Η μείωση αυτή αντικατοπτρίστηκε στο δείκτη ΕΟΝΙΑ, ο οποίος διαμορφώθηκε σε 0,355% στις 7 Μαρτίου (βλ. Διάγραμμα 24).

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο η ΕΚΤ συνέχισε να στηρίζει τις αγορές χρήματος μέσω πράξεων παροχής ρευστότητας με διάρκειες μίας εβδομάδας, μίας περιόδου τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, και τριών μηνών. Όλες αυτές οι πράξεις διενεργήθηκαν μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με κατανομή όλου του ποσού. Λόγω των εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές της ζώνης του ευρώ, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε επίσης να μειώσει το συντελεστή των ελάχιστων αποθεματικών από 2% σε 1% καθώς και να χορηγήσει ρευστότητα μέσω δύο συμπληρωματικών πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης – οι οποίες ομοίως διενεργήθηκαν ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου με κατανομή όλου του ποσού – διάρκειας περίπου τριών ετών. Η πρώτη από αυτές διενεργήθηκε στις 21 Δεκεμβρίου και η δεύτερη στις 29 Φεβρουαρίου (βλ. επίσης Πλαίσιο 3).

Πλαίσιο 3

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΔΥΟ ΠΡΑΞΕΩΝ ΠΙΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΑΝΑΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΤΡΙΩΝ ΕΤΩΝ

Η όξυνση των εντάσεων στις αγορές κρατικών χρεογράφων το δεύτερο εξάμηνο του 2011, στο πλαίσιο των υψηλών επιπέδων αβεβαιότητας, ολοένα και περισσότερο παρεμπόδιζε την πρόσβαση των τραπεζών της ζώνης του ευρώ σε χρηματοδότηση από την αγορά. Εξαιτίας της δυσκολίας αυτής κινδύνευσαν να περιοριστούν οι χορηγήσεις από τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ προς τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Το Διάγραμμα Α δείχνει τις οξυμένες εντάσεις στις αγορές χρήματος της ζώνης του ευρώ από τον Ιούλιο του 2011, όπως αυτές αντανακλώνται στην αυξημένη μεταβλητότητα των αγορών χρήματος και στα μεγεθυμένα ασφάλιστρα πιστωτικού κινδύνου.

Προκειμένου να προλάβει τον περιορισμό των χορηγήσεων και να διασφαλίσει ότι η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ θα εξακολουθήσει να μεταδίδεται αποτελεσματικά στην πραγματική οικονομία, διαφυλάσσοντας μ' αυτό τον τρόπο τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε στις 8 Δεκεμβρίου 2011 να εφαρμόσει πρόσθετα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Η δέσμη μέτρων που συμφωνήθηκε περιελάμβανε δύο πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΠΠΜΑ) διάρκειας τριών ετών και την επιλογή πρόωρης αποπληρωμής.

Η πρώτη από αυτές τις πράξεις, η οποία διενεργήθηκε στις 21 Δεκεμβρίου 2011, παρείχε 489,2 δισεκ. ευρώ σε 523 πιστωτικά ιδρύματα. Σε αυτά περιλαμβάνονταν 45,7 δισεκ. ευρώ που μεταβιβάστηκαν από την ΠΠΜΑ διάρκειας 12 μηνών που διενεργήθηκε τον Οκτώβριο του 2011, με την οποία χορηγήθηκε καθαρή ρευστότητα ύψους 210,0 δισεκ. ευρώ. Με τη δεύτερη πράξη, που διενεργήθηκε στις 29 Φεβρουαρίου 2012, κατανεμήθηκαν 529,5 δισεκ. ευρώ σε 800 πιστωτικά ιδρύματα, επιπλέον των 6,5 δισεκ. ευρώ που κατανεμήθηκαν με την τακτική ΠΠΜΑ διάρκειας τριών μηνών την ίδια ημερομηνία. Λαμβάνοντας υπόψη και τα 29,5 δισεκ. ευρώ που κατανεμήθηκαν με την

εβδομαδιαία πράξη κύριας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ), το Ευρωσύστημα παρείχε συνολικά 565,5 δισεκ. ευρώ με αυτές τις τρεις πράξεις παροχής ρευστότητας, οι οποίες πρέπει να ειδωθούν στο πλαίσιο των πράξεων που έληξαν εκείνη την εβδομάδα, το συνολικό ύψος των οποίων ανερχόταν στα 254,9 δισεκ. ευρώ.

Η ανάλυση σε συνδυασμό με αποσπασματικές πληροφορίες που παρασχέθηκαν από τράπεζες, υποδηλώνουν ότι το θέμα της χρηματοδότησης διαδραμάτισε σημαντικότατο ρόλο στη συμπεριφορά των τραπεζών κατά την υποβολή προσφορών στις ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών.¹ Το Διάγραμμα Β δείχνει ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ των διαφορών αποδόσεων των τραπεζικών ομολόγων κατά την έκδοση (λαμβανομένων υπόψη των ομολόγων τόσο με παροχή ασφάλειας όσο και χωρίς) και των ποσών προσφοράς των τραπεζών και στις δύο ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών ως ποσοστό των συνολικών περιουσιακών τους στοιχείων. Ωστόσο, αρκετές τράπεζες που υπέβαλαν προσφορές στις ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών δεν εξέδωσαν χρεόγραφα το 2011. Το διάγραμμα υποδηλώνει ότι ακόμη και αν μια τράπεζα μπορούσε να αποκτήσει πιο μακροπρόθεσμα κεφάλαια από την αγορά ομολόγων, πάλι είχε ισχυρό κίνητρο να δανειστεί από το Ευρωσύστημα λόγω χαμηλότερου κόστους. Ταυτόχρονα, τέτοιες συνθήκες χρηματοδότησης κάνουν τις ευκαιρίες για τραπεζικές επενδύσεις και χορηγήσεις πιο ελκυστικές. Αυτό ενισχύει την άποψη του Διοικητικού Συμβουλίου ότι τα εν λόγω μέτρα θα συμβάλλουν να αρθούν τα εμπόδια όσον αφορά την πρόσβαση της πραγματικής οικονομίας στη χρηματοδότηση.

Βελτιώνοντας τις συνθήκες χρηματοδότησης των τραπεζών, ενδέχεται η ΕΚΤ να απέφυγε τη μη ομαλή ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων, γεγονός που θα δημιουργούσε πιέσεις σε ορισμένους τομείς της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Επίσης, οι ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών μπορεί να συνέβαλαν στον περιορισμό των δυσμενών επιδράσεων που άσκησε η κρίση δημόσιου χρέους στην αγορά τραπεζικών πιστώσεων και στις ευρύτερες χρηματοπιστωτικές αγορές. Επιπλέον, βελτίωσαν το κλίμα της αγοράς για ένα ευρύ φάσμα περιουσιακών στοιχείων και συνέβαλαν στο να ανοίξουν εκ νέου σταδιακά ορισμένοι τομείς της αγοράς που προηγουμένως παρέμεναν κλειστοί. Το Διάγραμμα Γ παρουσιάζει τη γενικότερη μείωση των ασφαλιστρών πιστωτικού κινδύνου στις αγορές χρεογράφων, όπως μετρείται από τις διαφορές αποδόσεων των συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικής αθέτησης μετά τις ΠΠΜΑ. Ωστόσο, αυτό θα πρέπει επίσης να εξεταστεί στο πλαίσιο της δημοσιονομικής εξυγίανσης στη ζώνη του ευρώ και των πρόσφατων ενδείξεων οικονομικής σταθεροποίησης.

Ενδέχεται να περάσουν αρκετοί μήνες έως ότου καταστεί ορατή στα νομισματικά στοιχεία η πλήρης θετική επίδραση στις τραπεζικές χορηγήσεις προς τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Συνεπώς, ενδέχεται ο ρυθμός της νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης να παραμείνει υποτονικός για κάποιο χρονικό διάστημα, προτού ενισχυθεί ως αποτέλεσμα των εν λόγω ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών (αν και τα πρόσφατα στοιχεία για το ρυθμό της νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης θα πρέπει επίσης να εξεταστούν στο πλαίσιο της τρέχουσας υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας).

Η ΕΚΤ διαθέτει όλα τα μέσα που είναι απαραίτητα προκειμένου να διασφαλίσει ότι η άσκηση της νομισματικής πολιτικής της οδηγεί σε σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Επιπλέον, προκειμένου να διαχειριστεί τις επιπτώσεις όσον αφορά τον κίνδυνο, που προέρχονται από την αντίστοιχη επέκταση του ισολογισμού του, το Ευρωσύστημα διαρκώς επανεξετάζει την καταλληλότητα των περιουσιακών στοιχείων που παρέχονται ως ασφάλεια και το πλαίσιο που διέπει τον έλεγχο κινδύνων. Ακόμη, η εφαρμογή συντηρητικών μέτρων ελέγχου κινδύνων, όπως οι περικοπές αποτίμησης, σε όλες τις

πράξεις νομισματικής πολιτικής εξασφαλίζει ότι η χρηματοοικονομική κατάσταση του Ευρωσυστήματος παραμένει εύρωστη.

1 Ανάλυση της πρώτης πράξης, βλ. στο Πλαίσιο 4, με τίτλο “The impact of the first three-year longer-term refinancing operation”, *Μηνιαίο Δελτίο*, ΕΚΤ, Ιανουάριος 2012.

Η ΕΚΤ διενήργησε επίσης εβδομαδιαίως πράξεις απορρόφησης ρευστότητας διάρκειας μίας εβδομάδας ως δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου και με ανώτατα επιτόκια προσφοράς 1% τη δωδέκατη περίοδο τήρησης ελάχιστων αποθεματικών του 2011 και την πρώτη και τη δεύτερη περίοδο τήρησης του 2012. Με αυτές τις πράξεις απορρόφησης ρευστότητας η ΕΚΤ προτίθετο να απορροφήσει ποσό αντίστοιχο με το συνολικό ύψος των αγορών που πραγματοποιήθηκαν στο πλαίσιο του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων, το οποίο ανέρχονταν σε 217,8 δισεκ. ευρώ στις 7 Μαρτίου.

Η εξεταζόμενη περίοδος χαρακτηρίστηκε από υψηλά επίπεδα υπερβάλλουσας ρευστότητας, με την ημερήσια προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων κατά τις τρεις αυτές περιόδους τήρησης ελάχιστων αποθεματικών (δηλ. τη δωδέκατη του 2011 και την πρώτη και τη δεύτερη του 2012) να διαμορφώνεται κατά μέσο όρο στα 462 δισεκ. ευρώ. Συγκριτικά, η μέση ημερήσια προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων κατά τις τρεις προηγούμενες περιόδους τήρησης ελάχιστων αποθεματικών ανερχόταν σε 204 δισεκ. ευρώ (βλ. επίσης Πλαίσιο 4).

Πλαίσιο 4

ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΠΡΑΞΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 9 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 2011-14 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2012

Το παρόν πλαίσιο περιγράφει τις πράξεις ανοικτής αγοράς της ΕΚΤ κατά τις τρεις περιόδους τήρησης ελάχιστων αποθεματικών που έληξαν στις 13 Δεκεμβρίου 2011, στις 17 Ιανουαρίου 2012 και στις 14 Φεβρουαρίου 2012. Σε αυτές τις περιόδους, όλες οι πράξεις αναχρηματοδότησης σε ευρώ συνέχισαν να διενεργούνται μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με κατανομή όλου του ποσού.

Στις 8 Δεκεμβρίου 2011 το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να υιοθετήσει πρόσθετα μέτρα ενισχυμένης πιστωτικής στήριξης προκειμένου να υποστηρίξει τις τραπεζικές χορηγήσεις και τη ρευστότητα στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ. Συγκεκριμένα, αποφάσισε:

- να διενεργήσει δύο συμπληρωματικές πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης για την παροχή ρευστότητας με διάρκεια περίπου τριών ετών και την επιλογή πρόωρης αποπληρωμής μετά από ένα έτος – η κατανομή της πρώτης τέτοιας πράξης έγινε στις 21 Δεκεμβρίου 2011 (σε αντικατάσταση της πράξης πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας 13 μηνών η κατανομή της οποίας ήταν προγραμματισμένη να γίνει την ίδια ημερομηνία και είχε ανακοινωθεί στις 6 Οκτωβρίου 2011) και της δεύτερης στις 29 Φεβρουαρίου 2012,
- να μειώσει το συντελεστή ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών από 2% σε 1%, από την περίοδο τήρησης ελάχιστων αποθεματικών που άρχισε στις 18 Ιανουαρίου 2012,

- να διακόψει τις πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας την τελευταία ημέρα κάθε περιόδου τήρησης, αρχής γενομένης από την περίοδο τήρησης που άρχισε στις 14 Δεκεμβρίου 2011, και
- να λάβει μέτρα προκειμένου να αυξήσει το ποσό των διαθέσιμων ασφαλειών.

Επιπλέον, καθώς οι ημερομηνίες λήξης άλλων πράξεων είναι κοντινές με τις ημερομηνίες έναρξης των δύο ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να διενεργήσει δύο πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας διάρκειας μίας ημέρας στις 20 Δεκεμβρίου 2011 και στις 28 Φεβρουαρίου 2012 μέσω των οποίων χορηγήθηκε ρευστότητα.

Τέλος, κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ μειώθηκαν κατά 25 μονάδες βάσης σε δύο περιπτώσεις, μετά από αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου.

Οι ανάγκες του τραπεζικού συστήματος σε ρευστότητα

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, οι συνολικές ημερήσιες ανάγκες των τραπεζών σε ρευστότητα – οι οποίες ορίζονται ως το άθροισμα των αυτόνομων παραγόντων, των ελάχιστων αποθεματικών και των πλεοναζόντων αποθεματικών (δηλ. των υπολοίπων που τηρούνται στους τρεχούμενους λογαριασμούς πέραν των υποχρεωτικών αποθεματικών) – ανήλθαν κατά μέσο όρο σε 433,5 δισεκ. ευρώ, μειωμένες κατά 18,9 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με τον ημερήσιο όρο των τριών προηγούμενων περιόδων τήρησης (δηλ. από 10 Αυγούστου 2011 έως 8 Νοεμβρίου 2011).

Η μείωση των αναγκών σε ρευστότητα προήλθε κυρίως από τη μείωση των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών. Έως τις 17 Ιανουαρίου 2012 το ημερήσιο επίπεδο των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών ήταν 207,0 δισεκ. ευρώ. Την τελευταία εξεταζόμενη περίοδο τήρησης, το ημερήσιο επίπεδο των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών μειώθηκε στα 103,3 δισεκ. ευρώ, αντανakλώντας την προαναφερθείσα απόφαση για μείωση του συντελεστή ελάχιστων αποθεματικών από 2% σε 1%. Κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, η μέση αξία των αυτόνομων παραγόντων αυξήθηκε κατά 5,1 δισεκ. ευρώ σε 251,0 δισεκ. ευρώ. Επιπλέον, τα ημερήσια πλεονάζοντα αποθεματικά ανήλθαν κατά μέσο όρο σε 4,8 δισεκ. ευρώ, από 2,5 δισεκ. ευρώ τις προηγούμενες τρεις περιόδους τήρησης (βλ. Διάγραμμα Α).¹

Προσφορά ρευστότητας

Στην εξεταζόμενη περίοδο, η καθαρή ρευστότητα που παρασχέθηκε συνολικά μέσω πράξεων ανοικτής αγοράς ανήλθε κατά μέσο όρο σε 802,0 δισεκ. ευρώ, δηλ. αυξήθηκε κατά 186,7 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με τις τρεις προηγούμενες περιόδους τήρησης. Η ρευστότητα που παρασχέθηκε μέσω δημοπρασιών² ανήλθε κατά μέσο όρο στα 530,3 δισεκ. ευρώ, αυξήθηκε δηλ. κατά 121,8 δισεκ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο τήρησης, κυρίως λόγω της αύξησης της ρευστότητας που παρασχέθηκε μέσω πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης.

Συγκριτικά με τις τρεις προηγούμενες περιόδους τήρησης, η μέση ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω πράξεων αναχρηματοδότησης ειδικής διάρκειας (μία περίοδο τήρησης) και μέσω πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών μηνών μειώθηκε κατά 18,4 δισεκ. ευρώ και 104,2 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα. Αντίθετα, η μέση

ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω πράξεων αναχρηματοδότησης διάρκειας μίας εβδομάδας αυξήθηκε κατά 8,3 δισεκ. ευρώ. Υπήρχε μόνο μία εκκρεμής πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας 12 μηνών (11,2 δισεκ. ευρώ) την εξεταζόμενη περίοδο. Τέλος, χορηγήθηκε ένα σημαντικό ποσό 489,2 δισεκ. ευρώ μέσω της πράξης πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών ετών η οποία διακανονίστηκε στις 22 Δεκεμβρίου 2011 (βλ. τον πίνακα).

Τα δύο προγράμματα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP και CBPP2) και το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων χορήγησαν συνολικά ρευστότητα 271,7 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο στην εξεταζόμενη περίοδο, έναντι ενός μέσου όρου 206,7 δισεκ. ευρώ τις τρεις προηγούμενες περιόδους τήρησης ελάχιστων αποθεματικών.

Η ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω του CBPP, στο πλαίσιο του οποίου οι τελευταίες αγορές έγιναν στις 30 Ιουνίου 2010, ανήλθε σε 57,6 δισεκ. ευρώ στις 14 Φεβρουαρίου 2012, οριακά κάτω από το επίπεδο των 59,4 δισεκ. ευρώ την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο λόγω των ποσών που έληγαν. Στις 14 Φεβρουαρίου 2012 οι αγορές που διακανονίστηκαν στο πλαίσιο του CBPP2 ανήλθαν σε 5,8 δισεκ. ευρώ, ενώ η καθαρή αξία των αγορών που διακανονίστηκαν στο πλαίσιο του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων έφθασε τα 219,3 δισεκ. ευρώ, συγκριτικά με 185,3 δισεκ. ευρώ στις 8 Νοεμβρίου 2011. Παράλληλα, οι εβδομαδιαίες πράξεις απορρόφησαν όλη τη ρευστότητα που παρασχέθηκε μέσω του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων, απορροφώντας 206,7 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο την εξεταζόμενη περίοδο.

Σύμφωνα με την προαναφερθείσα απόφαση για διακοπή των πράξεων εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας στο τέλος περιόδου τήρησης, η τελευταία τέτοια πράξη έλαβε χώρα στις 13 Δεκεμβρίου 2011. Η πράξη αυτή απορρόφησε ένα ποσό 258,0 δισεκ. ευρώ (βλ. Διάγραμμα Β). Επιπλέον, όπως προαναφέρθηκε, διενεργήθηκε μια πράξη εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας διάρκειας μίας ημέρας στις 20 Δεκεμβρίου 2011, με την οποία χορηγήθηκε ρευστότητα ύψους 141,9 δισεκ. ευρώ.

Χρήση των πάγιων διευκολύνσεων

Συνολικά, η αυξημένη παροχή ρευστότητας, σε συνδυασμό με την οριακή μείωση των αναγκών σε ρευστότητα, προκάλεσε άνοδο της μέσης υπερβάλλουσας ρευστότητας σε 373,4 δισεκ. ευρώ την εξεταζόμενη περίοδο (από 164,3 δισεκ. ευρώ την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο). Η προσφυγή στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης αυξήθηκε, κατά μέσο όρο, από 1,4 δισεκ. ευρώ τις τρεις προηγούμενες περιόδους τήρησης σε 4,4 δισεκ. ευρώ, κατά μέσο όρο, την περίοδο αυτή. Η αύξηση ήταν πιο έντονη στη διάρκεια της πρώτης από τις τρεις εξεταζόμενες περιόδους τήρησης (όταν έφθασε όρο τα 6,0 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο). Παράλληλα, δεδομένης της επικράτησης συνθηκών άφθονης ρευστότητας, η μέση προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων αυξήθηκε σε 372,9 δισεκ. ευρώ από 161,7 δισεκ. ευρώ την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο. Η μέση καθαρή προσφυγή3 στην διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων ανήλθε σε 368,5 δισεκ. ευρώ. Η αύξηση ήταν ιδιαίτερα σημαντική την τελευταία από τις εξεταζόμενες περιόδους τήρησης.

Επιτόκια

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, τα επιτόκια των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης μειώθηκαν κατά 25 μονάδες βάσης το καθένα στις 9 Νοεμβρίου 2011 και κατά 25

περαιτέρω μονάδες βάσης στις 14 Δεκεμβρίου 2011. Η εξεταζόμενη περίοδος έληξε με τα επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων να διαμορφώνονται στο 1%, το 1,75% και το 0,25% αντίστοιχα.

Καθώς η ρευστότητα παρέμεινε άφθονη την εξεταζόμενη περίοδο, ο δείκτης EONIA και άλλα πολύ βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς χρήματος παρέμειναν κατά βάση σταθερά και πολύ πιο κάτω από το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (βλ. Διάγραμμα Γ). Ο δείκτης EONIA, αφού κυμάνθηκε μεταξύ 35% και 1,01%, έφθασε κατά μέσο όρο το 0,53%.

- 1 Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν τα υπερβάλλοντα αποθεματικά, βλ. το πλαίσιο με τίτλο “Υπερβάλλοντα αποθεματικά και εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ”, *Μηνιαίο Δελτίο*, ΕΚΤ, Οκτώβριος 2005.
- 2 Οι δημοπρασίες περιλαμβάνουν πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης καθώς και πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας, οι τελευταίες από τις οποίες μπορεί να έχουν σκοπό είτε την παροχή είτε την απορρόφηση ρευστότητας.
- 3 Η καθαρή προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων υπολογίζεται ως η προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων μείον την προσφυγή στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης (συμπεριλαμβάνονται τα σαββατοκύριακα).

2.4 ΑΓΟΡΕΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Από το τέλος Νοεμβρίου του 2011 έως τις αρχές Μαρτίου του 2012, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ διαβάθμισης AAA μειώθηκαν σημαντικά, ενώ οι συγκρίσιμες αποδόσεις των κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ υποχώρησαν μόνο ελαφρά. Οι εξελίξεις στις αγορές κρατικών ομολόγων την εν λόγω περίοδο φαίνεται ότι αντανακλούν πολλούς διαφορετικούς παράγοντες. Στη ζώνη του ευρώ οι αποδόσεις των ομολόγων σημείωσαν πτώση εν μέσω βημάτων προόδου της ασκούμενης πολιτικής προς την κατεύθυνση της επίλυσης της κρίσης δημόσιου χρέους. Οι ανάμικτες οικονομικές και χρηματοπιστωτικές ειδήσεις, μεταξύ των οποίων και οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας αρκετών χωρών της ζώνης του ευρώ, δεν φαίνεται να επηρέασαν σημαντικά το κλίμα της αγοράς. Στις ΗΠΑ το θετικό κλίμα της αγοράς αντανάκλωσε μακροοικονομικά στοιχεία γενικά καλύτερα των αναμενόμενων. Η αβεβαιότητα για τις μελλοντικές εξελίξεις στην αγορά ομολόγων, όπως μετρείται από την τεκμαρτή μεταβλητότητα της εν λόγω αγοράς, μετριάστηκε σημαντικά την εξεταζόμενη περίοδο, ιδιαίτερα στη ζώνη του ευρώ. Οι δείκτες που βασίζονται στην αγορά υποδηλώνουν ότι οι πληθωριστικές προσδοκίες εξακολουθούν να συνάδουν πλήρως με τη σταθερότητα των τιμών.

Από το τέλος Νοεμβρίου του 2011 έως τις 7 Μαρτίου 2012, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ με διαβάθμιση AAA υποχώρησαν κατά 50 μονάδες βάσης και διαμορφώθηκαν στο 2,5% στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου. Η εν λόγω υποχώρηση παρατηρήθηκε σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ με διαβάθμιση AAA. Στις ΗΠΑ οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων μειώθηκαν ελαφρά κατά 9 μονάδες βάσης την ίδια περίοδο και διαμορφώθηκαν στο 2,0% στις 7 Μαρτίου (βλ. Διάγραμμα 25). Έτσι, η διαφορά του ονομαστικού επιτοκίου μεταξύ των αποδόσεων των 10ετών κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ και εκείνων των ΗΠΑ περιορίστηκε κατά 41 μονάδες βάσης την εξεταζόμενη περίοδο. Στην Ιαπωνία, οι αποδόσεις των 10ετών κρατικών ομολόγων μειώθηκαν κατά 9 μονάδες βάσης την ίδια περίοδο και ανήλθαν στο 1,0% στις 7 Μαρτίου.

Οι εξελίξεις στις αγορές κρατικών ομολόγων την εν λόγω περίοδο φαίνεται ότι αντανακλούν πολλούς διαφορετικούς παράγοντες. Στις ΗΠΑ, το θετικό κλίμα της αγοράς αντανακλούσε δημοσιεύσεις μακροοικονομικών στοιχείων που ήταν σε γενικές γραμμές καλύτερα από τα αναμενόμενα. Ωστόσο, η ανακοίνωση της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς στο τέλος Ιανουαρίου του 2012, ότι οι οικονομικές συνθήκες είναι πιθανό να απαιτήσουν τη διατήρηση του επιτοκίου-στόχου για τοποθετήσεις μίας ημέρας σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα τουλάχιστον έως τα τέλη του 2014, ενδέχεται να συγκράτησε τις ανοδικές πιέσεις στις αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων. Στη ζώνη του ευρώ, οι ανάμικτες οικονομικές και χρηματοπιστωτικές ειδήσεις, μεταξύ των οποίων και οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας αρκετών χωρών της, δεν φαίνεται να έκαμψαν αισθητά το κλίμα της αγοράς ομολόγων. Αντίθετα, σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο οι αγορές ομολόγων σε ευρώ φαίνεται ότι επικεντρώθηκαν στις εξελίξεις που θεωρήθηκαν βήματα προόδου της ασκούμενης πολιτικής προς την κατεύθυνση της επίλυσης της κρίσης δημόσιου χρέους. Καθοριστικές για αυτή την εξέλιξη φαίνεται ότι υπήρξαν οι αποφάσεις που ελήφθησαν στη σύνοδο των Αρχηγών Κρατών και Κυβερνήσεων των χωρών της ζώνης του ευρώ στις 30 Ιανουαρίου, μεταξύ άλλων όσον αφορά τη θέσπιση ενός “δημοσιονομικού συμφώνου”, την επίτευξη του μόνιμου μηχανισμού της ζώνης του ευρώ για τη διαχείριση κρίσεων, και τη συμφωνία για ένα νέο πολυμερές πρόγραμμα προσαρμογής για την Ελλάδα το οποίο περιελάμβανε και αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους. Επίσης, το κλίμα της αγοράς ομολόγων στη ζώνη του ευρώ την εξεταζόμενη περίοδο φαίνεται ότι υποστηρίχθηκε και από τις τριετούς διάρκειας πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος που διενεργήθηκαν το Δεκέμβριο του 2011 και το Φεβρουάριο του 2012.

Ως επακόλουθο όλων όσων περιγράφηκαν παραπάνω, η αβεβαιότητα των επενδυτών για τις εξελίξεις της αγοράς ομολόγων στο άμεσο μέλλον, όπως μετρείται από την τεκμαρτή μεταβλητότητα που προκύπτει από τα συμβόλαια προαίρεσης, ήταν σημαντικά μειωμένη την εξεταζόμενη περίοδο, ειδικά στη ζώνη του ευρώ, όπου η εν λόγω τεκμαρτή μεταβλητότητα μειώθηκε από το τέλος Νοεμβρίου του 2011 έως τις αρχές Μαρτίου του 2012 κατά 40% περίπου, υποχωρώντας σε επίπεδα που είχαν να σημειωθούν από τα μέσα του 2011.

Στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου καταγράφηκαν ανάμικτες εξελίξεις στις διαφορές των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ έναντι των γερμανικών κρατικών ομολόγων. Αυτό οφειλόταν εν μέρει στο ότι η ζήτηση για ασφαλείς τοποθετήσεις (όπως προσεγγίζεται βάσει των υψηλότερων ασφαλιστρών κινδύνου ρευστότητας επί των γερμανικών κρατικών ομολόγων από ό,τι επί των ομολόγων που εκδίδουν οργανισμοί υπό την εγγύηση του Δημοσίου) παρέμεινε υψηλή, συμπιέζοντας έτσι σημαντικά τις αποδόσεις των γερμανικών κρατικών ομολόγων όλη αυτή την περίοδο (βλ. επίσης Πλαίσιο 5). Οι εξελίξεις στις διαφορές των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων άλλων χωρών με αξιολόγηση AAA έναντι των γερμανικών ήταν ανάμικτες. Οι διαφορές των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων των χωρών που δεν έχουν διαβάθμιση AAA έναντι των γερμανικών εμφάνισαν πιο ευδιάκριτη τάση, μείωσης για τις περισσότερες χώρες εκτός από την Ελλάδα. Στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, η εκλαμβανόμενη πιστοληπτική ικανότητα αρκετών χωρών της ζώνης του ευρώ υποβαθμίστηκε από τουλάχιστον έναν από τους τρεις κύριους οίκους αξιολόγησης. Επί αυτού, αξίζει να σημειωθούν η απώλεια της διαβάθμισης AAA για τη Γαλλία και την Αυστρία από τον οίκο S&P και το γεγονός ότι, μετά από μια υποβάθμιση από τον S&P τον Ιανουάριο, πλέον και οι τρεις κύριοι οίκοι αξιολόγησης θεωρούν ότι το δημόσιο χρέος της Πορτογαλίας βρίσκεται σε βαθμό κάτω του επενδυτικού. Επίσης, η σχεδιαζόμενη προσφορά ανταλλαγής ομολόγων της Ελλάδος, με σκοπό τη μείωση του δημόσιου χρέους της, προκάλεσε υποβαθμίσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων από τους τρεις κύριους

οίκους αξιολόγησης. Ωστόσο, με εξαίρεση την περίπτωση της Ελλάδος, οι διάφορες αξιολογήσεις δεν φαίνεται να είχαν ανοδική επίδραση διαρκείας στις διαφορές των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων. Η Ιταλία μάλιστα κατέγραψε τη μεγαλύτερη μείωση των διαφορών αποδόσεων των κρατικών ομολόγων μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ (-166 μονάδες βάσης) παρά την υποβάθμισή της από τους τρεις κύριους οίκους αξιολόγησης. Στην Πορτογαλία η εν λόγω διαφορά αυξήθηκε μετά την υποβάθμιση από τον οίκο S&P, η οποία, σε συνδυασμό με αρνητικές δευτερογενείς επιδράσεις από την Ελλάδα, ώθησε τις διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων σε πρωτοφανή υψηλά επίπεδα στο τέλος Ιανουαρίου του 2012. Έκτοτε, ωστόσο, η ανοδική αυτή κίνηση έχει ως επί το πλείστον αντιστραφεί, και στις 7 Μαρτίου του 2012 η διαφορά των αποδόσεων των πορτογαλικών κρατικών ομολόγων έναντι των γερμανικών ήταν μόνο οριακά μεγαλύτερη από ό,τι στο τέλος Νοεμβρίου του 2011. Επιπλέον, αποσπασματικές πληροφορίες για την αγορά υποδηλώνουν ότι η ζήτηση για κρατικά ομόλογα ορισμένων χωρών της ζώνης του ευρώ ήταν έντονη εν αναμονή της δεύτερης τριετούς διάρκειας πράξης πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, η οποία συνέβαλε και αυτή σε ευνοϊκές εξελίξεις στην αγορά ομολόγων στις εν λόγω χώρες.

Πλαίσιο 5

ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΚΔΟΤΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΤΙΣ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το παρόν πλαίσιο παρουσιάζει εν συντομία τις εξελίξεις στην έκδοση τίτλων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ και στις διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων το 2011. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της αξίας των κυκλοφορούντων χρεογράφων που έχουν εκδοθεί από τον τομέα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ επιβραδύνθηκε σε 5,4% το 2011 από 7,5% το 2010 και 11,1% το 2009 (βλ. Πίνακα Α). Η επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των εκδιδόμενων τίτλων αντανάκλα προσπάθειες εξυγίανσης στη ζώνη του ευρώ και περιορισμό των εκδόσεων μακροπρόθεσμων τίτλων σε χώρες στις οποίες εφαρμόζονται προγράμματα προσαρμογής της ΕΕ και του ΔΝΤ. Όσον αφορά τη σύνθεση των εκδιδόμενων τίτλων το 2011, ο ρυθμός αύξησης των βραχυπρόθεσμων κρατικών χρεογράφων παρέμεινε αρνητικός και διαμορφώθηκε σε -9,1% το 2011, από -11,1% το 2010 και 23,0% το 2009. Ο ρυθμός αύξησης των μακροπρόθεσμων χρεογράφων με κυμαινόμενο επιτόκιο παρέμεινε υψηλός (17,7%) το 2011, λόγω κυρίως κάποιων ιδιαίτερων εξελίξεων στη Γερμανία.

Οι κυβερνήσεις της ζώνης του ευρώ βρέθηκαν αντιμέτωπες με πρωτόγνωρες προκλήσεις χρηματοδότησης το 2011 και οι τρεις χώρες στις οποίες εφαρμόζονται προγράμματα προσαρμογής της ΕΕ και του ΔΝΤ είχαν περιορισμένη πρόσβαση στη χρηματοδότηση μέσω της αγοράς. Παρά τις δυσχέρειες στην αγορά, οι κυβερνήσεις των περισσότερων χωρών της ζώνης του ευρώ κατόρθωσαν να εκδώσουν μακροπρόθεσμους τίτλους χωρίς ισχυρές πιέσεις να προσφύγουν περισσότερο σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση. Ωστόσο, η έκδοση μακροπρόθεσμων τίτλων έγινε υπό πολύ διαφορετικές συνθήκες από χώρα σε χώρα. Το μερίδιο των μακροπρόθεσμων χρεογράφων με σταθερό επιτόκιο παρέμεινε αμετάβλητο σε γενικές γραμμές και είχε διαμορφωθεί σε 79,0% στο τέλος του 2011. Το μερίδιο των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων μειώθηκε, φθάνοντας το 10,4% στο τέλος του 2011 (βλ. Πίνακα Β). Οι κυβερνήσεις ενέτειναν την προσπάθειά τους να περιορίσουν τους κινδύνους αναχρηματοδότησης κατά τη διάρκεια της κρίσης. Έτσι, αύξησαν τη διάρκεια των νεοεκδιδόμενων τίτλων και περιόρισαν τη χρήση των βραχυπρόθεσμων τίτλων.

Η εξαγορά μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων χρεογράφων παρέμεινε αρκετά χαμηλή και σταθερή από την αρχή της κρίσης (βλ. Διάγραμμα Α). Όσον αφορά το μέλλον, οι εξαγορές θα αυξηθούν στη ζώνη του ευρώ και στις περισσότερες ανεπτυγμένες χώρες το 2012. Η αυξημένη εκδοτική δραστηριότητα που παρατηρείται από το 2008 αναμένεται να διατηρηθεί, λόγω της ολοένα και μεγαλύτερης επιβάρυνσης από την αναχρηματοδότηση τίτλων που λήγουν σε συνδυασμό με τη συνεχή καταγραφή ελλειμμάτων. Συνεπώς, οι κυβερνήσεις πρέπει να συνεχίσουν την προσπάθειά τους για περιορισμό των κινδύνων αναχρηματοδότησης και να τηρήσουν απαρέγκλιτα τις στρατηγικές προσαρμογής τους, έτσι ώστε να επιτύχουν τη διατηρήσιμη διόρθωση των υπερβολικών ελλειμμάτων και την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Οι διαφορές μεταξύ των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων των χωρών της ζώνης του ευρώ και των αντίστοιχων γερμανικών ομολόγων διευρύνθηκαν σημαντικά το 2011, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα Β, το οποίο απεικονίζει τις διαφορές έναντι των γερμανικών ομολόγων. Οι υψηλότερες διαφορές αποδόσεων σημειώθηκαν το Νοέμβριο του 2011 και έκτοτε έχουν συρρικνωθεί στις περισσότερες χώρες. Ωστόσο, για ορισμένες χώρες οι διαφορές αποδόσεων παραμένουν υψηλές, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο κίνδυνος και η αβεβαιότητα παραμένουν.

Οι διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων μεταξύ των διαφόρων χωρών της ζώνης του ευρώ ανάγονται τελικά σε διαφορές ως προς τα ασφάλιστρα πιστωτικού κινδύνου και κινδύνου ρευστότητας. Τα γερμανικά ομόλογα θεωρούνται εν γένει εκείνα με το μεγαλύτερο βαθμό ρευστότητας ανάμεσα σε όλα τα κρατικά ομόλογα της ζώνης του ευρώ. Κατά συνέπεια, έχουν υψηλή ζήτηση από επενδυτές που αναζητούν διαθέσιμα υψηλής ρευστότητας και ποιότητας σε περιόδους αυξημένης αβεβαιότητας και εντάσεων στις αγορές. Αυτή είναι μία από τις αιτίες της ανόδου των διαφορών αποδόσεων των κρατικών ομολόγων έναντι των γερμανικών ακόμη και για χώρες που εκτιμάται ότι έχουν παραπλήσια βασικά δημοσιονομικά μεγέθη. Το ίδιο προκύπτει και από τη σημαντική αύξηση των ασφαλιστρών ρευστότητας που μειώνουν τις αποδόσεις των γερμανικών κρατικών ομολόγων συγκριτικά με εκείνες τίτλων που εκδίδονται με εγγύηση του γερμανικού Δημοσίου (βλ. Διάγραμμα Γ). Από τις αρχές του 2012 τα ασφάλιστρα κινδύνου ρευστότητας έχουν αρχίσει να μειώνονται, καθώς χαλαρώνουν οι εντάσεις στις αγορές.

Εν κατακλείδι, οι διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων έναντι των αντίστοιχων γερμανικών έχουν μειωθεί τελευταία, αλλά παραμένουν υψηλές σε ορισμένες χώρες, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο κίνδυνος και η αβεβαιότητα παραμένουν στις αγορές. Η έκδοση κρατικών τίτλων στη ζώνη του ευρώ ακολουθεί ανοδική πορεία από την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης και μετά, ιδίως για τους βραχυπρόθεσμους τίτλους. Τα δύο τελευταία χρόνια οι κυβερνήσεις έχουν αρχίσει να αντικαθιστούν τους βραχυπρόθεσμους με μακροπρόθεσμους τίτλους. Ωστόσο, ο κίνδυνος που συνδέεται με την αναχρηματοδότηση του χρέους παραμένει υψηλός και οι κυβερνήσεις πρέπει να συνεχίσουν να τηρούν απαρέγκλιτα τις στρατηγικές προσαρμογής τους, έτσι ώστε να διορθωθούν τα υπερβολικά ελλείμματα κατά τρόπο βιώσιμο και να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Όσον αφορά τους βασιζόμενους στην αγορά δείκτες των προσδοκιών για τον πληθωρισμό, οι αποδόσεις των 5ετών τιμαριθμοποιημένων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ κινήθηκαν πτωτικά από το τέλος Νοεμβρίου του 2011 και διαμορφώθηκαν σε αρνητικά επίπεδα στις αρχές Μαρτίου του 2012, ενώ και οι αποδόσεις των 10ετών τιμαριθμοποιημένων κρατικών ομολόγων σημείωσαν πτωτική τάση την ίδια περίοδο (βλ.

Διάγραμμα 26). Στις 7 Μαρτίου, οι τρέχουσες πραγματικές αποδόσεις σε ορίζοντα 5 και 10 ετών ήταν περίπου -0,4% και 0,6% αντίστοιχα. Την εξεταζόμενη περίοδο τα εκτιμώμενα προθεσμιακά επιτόκια πράξεων ανταλλαγής ρυθμών πληθωρισμού (μετά από 5 έτη για ορίζοντα 5 ετών) στη ζώνη του ευρώ σημείωσαν μέτρια αύξηση κατά 8 μονάδες βάσης και διαμορφώθηκαν στο 2,4% στις 7 Μαρτίου (βλ. Διάγραμμα 27). Την ίδια περίοδο, οι ρυθμοί πληθωρισμού νεκρού σημείου για τον ίδιο ορίζοντα μειώθηκαν κατά 38 μονάδες βάσης και διαμορφώθηκαν στο 2,2% στις 7 Μαρτίου.

Οι ρυθμοί πληθωρισμού νεκρού σημείου κατέγραψαν έντονες διακυμάνσεις τους τελευταίους μήνες, αντανakλώντας την υψηλή μεταβλητότητα στις αγορές κρατικών ομολόγων και την ύπαρξη σημαντικών ασφαλιστρών κινδύνου ρευστότητας. Έτσι, οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό με βάση τις ενδείξεις που λαμβάνονται από τις αγορές ομολόγων ήταν λιγότερο αξιόπιστες από εκείνες που συνάγονται από την αγορά πράξεων ανταλλαγής ρυθμών πληθωρισμού. Αν και σχετικά σταθερότερη, η αγορά επιτοκίων πράξεων ανταλλαγής δεν έμεινε ανεπηρέαστη από τις εντάσεις στις αγορές και η αύξηση των επιτοκίων πράξεων ανταλλαγής ρυθμών πληθωρισμού που καταγράφηκε τους τελευταίους μήνες (ειδικά στο τμήμα “μετά από 5 έτη για ορίζοντα 5 ετών”) εν μέρει αντανakλά αυξανόμενα ασφάλιστρα κινδύνου πληθωρισμού. Συνολικά, λαμβάνοντας υπόψη όχι μόνο τη μεταβλητότητα και τις στρεβλώσεις των αγορών δεδομένων των υψηλών ασφαλιστρών κινδύνου ρευστότητας αλλά και τα ασφάλιστρα κινδύνου πληθωρισμού, οι δείκτες που βασίζονται στην αγορά υποδηλώνουν ότι οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό εξακολουθούν να συνάδουν πλήρως με τη σταθερότητα των τιμών.

Η γενική πορεία των μακροπρόθεσμων αποδόσεων των ομολόγων της ζώνης του ευρώ με διαβάθμιση AAA μπορεί να αναλυθεί ως προς τις μεταβολές των προσδοκιών για τα επιτόκια (και των συναφών ασφαλιστρών κινδύνου) σε διαφορετικούς ορίζοντες (βλ. Διάγραμμα 28). Συγκριτικά με το τέλος Νοεμβρίου, η διάρθρωση κατά διάρκεια των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων προθεσμιακών συναλλαγών δείχνει ότι αυτά μετακινήθηκαν προς τα κάτω για όλες τις διάρκειες, αντανakλώντας προσαρμογή των προσδοκιών για τις αποδόσεις και των προοπτικών της οικονομικής δραστηριότητας και του πληθωρισμού.

Οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων επενδυτικής αξίας που έχουν εκδοθεί από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ σημείωσαν μέτρια υποχώρηση κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Συγκριτικά, οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων επενδυτικής αξίας που έχουν εκδοθεί από χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ κατέγραψαν πολύ εντονότερη μείωση, ιδιαίτερα όσον αφορά τα ομόλογα χαμηλότερης επενδυτικής αξίας. Παραδείγματος χάριν, για τα ομόλογα χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων διαβάθμισης BBB η διαφορά σχεδόν υποδιπλασιάστηκε την εξεταζόμενη περίοδο, υποχωρώντας κατά 558 μονάδες βάσης για να διαμορφωθεί στις 589 μονάδες βάσης στις 7 Μαρτίου. Η αξιοσημείωτη συμπίεση των διαφορών ίσως αντανakλούσε έναν συνδυασμό παραγόντων, στους οποίους συγκαταλέγονται η μειωμένη απροθυμία των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους, όπως προσεγγίζεται από τη διαφορά των αποδόσεων μεταξύ εταιρικών ομολόγων διαβάθμισης BBB και AAA, και οι αμβλυμένες πιέσεις χρηματοδότησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μετά από τις πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος. Η προοπτική πιο περιορισμένων δευτερογενών επιδράσεων από άλλες χώρες μετά τις αποφάσεις που έλαβαν οι Αρχηγοί Κρατών και Κυβερνήσεων των χωρών της ζώνης του ευρώ κατά τη σύνοδό τους στις 30 Ιανουαρίου ενδέχεται να αποτέλεσε έναν ακόμη παράγοντα που συνέβαλε σε αυτή την εξέλιξη.

2.5 ΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Από το τέλος Νοεμβρίου 2011 έως τις αρχές Μαρτίου του 2012 οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν έντονα, τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στις ΗΠΑ. Το θετικό κλίμα της αγοράς φαίνεται ότι στήριξαν τα καλύτερα από ό,τι αναμενόταν μακροοικονομικά στοιχεία που δημοσιεύθηκαν στις ΗΠΑ, καθώς και οι ανανεωμένες ελπίδες για την εύρεση μιας ανθεκτικής λύσης στην κρίση δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ. Η χαλάρωση των όρων άντλησης ρευστότητας εξαιτίας των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος φαίνεται ότι στήριξε και αυτή τις εξελίξεις στην αγορά μετοχών της ζώνης του ευρώ, ιδίως τις υψηλές επιδόσεις των μετοχών του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η αβεβαιότητα στις χρηματιστηριακές αγορές, όπως μετρείται με βάση την τεκμαρτή μεταβλητότητα, μειώθηκε κατά την εξεταζόμενη περίοδο σε επίπεδα που είχαν να παρατηρηθούν από τα μέσα του 2011.

Από το τέλος Νοεμβρίου 2011 έως τις αρχές Μαρτίου του 2012 οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν έντονα, τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στις ΗΠΑ. Οι τιμές των μετοχών στη ζώνη του ευρώ, όπως μετρούνται με τον ευρύ δείκτη Dow Jones EURO STOXX, αυξήθηκαν κατά 7,3% κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Στις ΗΠΑ, ο δείκτης Standard and Poor's 500 αυξήθηκε κατά 8,5% το ίδιο διάστημα (βλ. Διάγραμμα 29). Οι εξελίξεις των τιμών των μετοχών στην Ιαπωνία ήταν επίσης ευνοϊκές, καθώς ο δείκτης Nikkei 225 σημείωσε άνοδο 13,5%.

Το κλίμα στην αγορά μετοχών στις ΗΠΑ στήριξαν τα γενικώς καλύτερα από ό,τι αναμενόταν μακροοικονομικά στοιχεία που δημοσιεύθηκαν, καθώς υπήρξαν ενδείξεις θετικής δυναμικής της ανάπτυξης μέχρι και τους πρώτους μήνες του 2012. Συγκριτικά, τα δημοσιευμένα στοιχεία τη ζώνη του ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο παρουσίαζαν ανάμικτη εικόνα και όσον αφορά τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα. Επίσης, αρκετές χώρες και σημαντικοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί της ζώνης του ευρώ αντιμετώπισαν υποβάθμιση της πιστοληπτικής τους ικανότητας από τους μεγαλύτερους διεθνείς οίκους αξιολόγησης κατά την εξεταζόμενη περίοδο, ενώ για τα κέρδη ήταν γενικά περιορισμένα. Ωστόσο, οι εξελίξεις αυτές δεν φαίνεται να είχαν σημαντική δυσμενή επίδραση στο κλίμα της αγοράς.

Αντίθετα, οι αγορές μετοχών στη ζώνη του ευρώ ακολούθησαν θετική πορεία, καθώς ανανεώθηκαν οι ελπίδες ότι θα βρισκόταν κάποια ανθεκτική λύση για την αντιμετώπιση της κρίσης στις αγορές κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Εν προκειμένω, οι εξελίξεις της αγοράς μετοχών της ζώνης του ευρώ ήταν ιδιαίτερα ευνοϊκές την περίοδο πριν από τη σύνοδο των αρχηγών κρατών ή κυβερνήσεων των χωρών της ζώνης του ευρώ στις 30.1.2012. Σε συνδυασμό με τις βελτιωμένες προοπτικές ότι μπορεί να αποφευχθεί μια μη ομαλή αναδιάρθρωση του χρέους στην Ελλάδα, οι αποφάσεις που ελήφθησαν στη σύνοδο αναφορικά με την ενίσχυση του δημοσιονομικού πλαισίου και του πλαισίου διαχείρισης κρίσεων στη ζώνη του ευρώ αντιμετωπίστηκαν γενικά ως θετικές από τους συμμετέχοντες στην αγορά. Επιπλέον, η χαλάρωση των χρηματοδοτικών πιέσεων προς τους χρηματοπιστωτικούς φορείς της ζώνης του ευρώ μετά από τις πράξεις αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών ετών που διενήργησε το Ευρωσύστημα το Δεκέμβριο του 2011 και το Φεβρουάριο του 2012 φαίνεται ότι επίσης στήριξε τις αγορές μετοχών στη ζώνη του ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Η αβεβαιότητα στις χρηματιστηριακές αγορές τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στις ΗΠΑ μειώθηκε σημαντικά κατά την εξεταζόμενη περίοδο και η τεκμαρτή μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς υποχώρησε σε επίπεδα που είχαν να παρατηρηθούν από τα μέσα του 2011 (βλ. Διάγραμμα 30). Η υποχώρηση αυτή συνάδει με τις θετικές εξελίξεις

που περιγράφονται παραπάνω, καθώς και με τη σχετιζόμενη μείωση της απροθυμίας των επενδυτών για ανάληψη κινδύνων.

Οι εξελίξεις στην αγορά μετοχών της ζώνης του ευρώ σε επίπεδο τομέων ήταν γενικά θετικές κατά την εξεταζόμενη περίοδο, με εξαίρεση τις μετοχές εταιριών τηλεπικοινωνιών και επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας (βλ. Πίνακα 4). Στη μεγάλη άνοδο των τιμών των μετοχών του χρηματοπιστωτικού τομέα φαίνεται ότι συνέβαλε η προοπτική μείωσης των περιορισμών στη χρηματοδότηση των τραπεζών, ως αποτέλεσμα των δύο πράξεων αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών ετών που διενήργησε το Ευρωσύστημα. Η προοπτική ότι θα περιοριστούν κάπως οι δευτερογενείς επιδράσεις από τις αρνητικές εξελίξεις στις αγορές κρατικών ομολόγων στους ισολογισμούς του χρηματοπιστωτικού τομέα μετά από τις επιτυχείς διαπραγματεύσεις για νέο δημοσιονομικό σύμφωνο στη ζώνη του ευρώ φαίνεται ότι επίσης διαδραμάτισε κάποιο ρόλο προς αυτή την κατεύθυνση, ενώ οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας μερικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ και, γενικότερα, τα περιορισμένα κέρδη δεν φαίνεται να επηρέασαν σημαντικά το κλίμα στην αγορά. Στις ΗΠΑ, οι τιμές των μετοχών του χρηματοπιστωτικού τομέα κατέγραψαν επίσης σημαντική άνοδο κατά την εξεταζόμενη περίοδο και η συναφής αύξηση της συνιστώσας που αφορά το συγκεκριμένο τομέα ήταν μεγαλύτερη από εκείνη του συνολικού δείκτη.

Όσον αφορά τις επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ που περιλαμβάνονται στο δείκτη Dow Jones EURO STOXX, τα στοιχεία σχετικά με τα εταιρικά κέρδη δείχνουν επιτάχυνση του αρνητικού ρυθμού ανόδου των μετρούμενων κερδών ανά μετοχή κατά την εξεταζόμενη περίοδο, από -2,2% το Δεκέμβριο του 2011 σε -7,4% το Μάρτιο του 2012. Εντούτοις, η αύξηση των κερδών ανά μετοχή που προβλέπεται από τους συμμετέχοντες στην αγορά για το επόμενο 12μηνο επιταχύνθηκε σε 9,7% το Μάρτιο του 2012, από 8,7% το Δεκέμβριο του 2011 (βλ. Διάγραμμα 31). Αντίθετα, η μακροχρόνια αναμενόμενη άνοδος των κερδών ανά μετοχή υποχώρησε ελαφρά το ίδιο διάστημα και διαμορφώθηκε σε 7,2% το Μάρτιο του 2012, από 7,7% το Δεκέμβριο του 2011.

2.6 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΡΟΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΣΗ ΤΩΝ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Από τον Οκτώβριο του 2011 έως τον Ιανουάριο του 2012 το πραγματικό κόστος χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ υποχώρησε, αντανακλώντας γενικευμένες μειώσεις στις περισσότερες συνιστώσες του και ιδίως στα μακροπρόθεσμα επιτόκια χορηγήσεων. Όσον αφορά τις χρηματοοικονομικές ροές, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μετριάστηκε σε 1,1% το δ' τρίμηνο του 2011. Η υποτονική δυναμική των δανείων εμφανίζεται να ακολουθεί σε γενικές γραμμές παράλληλη πορεία με την υποτονική οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ. Η έκδοση χρεογράφων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αυξήθηκε ελαφρώς το δ' τρίμηνο του 2011.

ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Το πραγματικό κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ, όπως υπολογίζεται με βάση το κόστος της χρηματοδότησης από διάφορες πηγές σταθμισμένο ως προς τα υφιστάμενα υπόλοιπα, μετά τη διόρθωσή του για διαφορές αποτίμησης, μειώθηκε κατά 16 μονάδες βάσης περίπου μεταξύ Οκτωβρίου 2011 και Ιανουαρίου 2012 και διαμορφώθηκε σε 3,5% τον Ιανουάριο του 2012 (βλ. Διάγραμμα 32).

Η υποχώρηση του συνολικού κόστους χρηματοδότησης αφορά τις περισσότερες συνιστώσες του, αλλά ήταν ιδιαίτερα έντονη στην περίπτωση του πραγματικού κόστους μακροπρόθεσμου δανεισμού. Τα πραγματικά μακροπρόθεσμα επιτόκια χορηγήσεων υποχώρησαν κατά 44 μονάδες βάσης φθάνοντας το 1,5% κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, ενώ τα πραγματικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια χορηγήσεων παρέμειναν αμετάβλητα σε γενικές γραμμές (περίπου στο 1,6%). Το πραγματικό κόστος χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης χρεογράφων και εισηγμένων μετοχών υποχώρησε κατά περίπου 5 και 20 μονάδες βάσης αντίστοιχα και διαμορφώθηκε σε 2,6% και 7,2%. Τα πιο πρόσφατα στοιχεία που φθάνουν μέχρι και τις αρχές Μαρτίου υποδηλώνουν μεγάλη πτώση – κατά 49 μονάδες βάσης– του πραγματικού κόστους χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης χρεογράφων, λόγω της μείωσης των διαφορών αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων. Αντίθετα, το πραγματικό κόστος χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης εισηγμένων μετοχών παρέμεινε εν γένει αμετάβλητο. Από μια πιο μακροχρόνια σκοπιά, το συνολικό πραγματικό κόστος χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ τον Ιανουάριο παρέμεινε χαμηλότερο από τον ιστορικό μέσο όρο του. Αυτό ισχύει για όλες τις πηγές χρηματοδότησης, εκτός από τη χρηματοδότηση μέσω της έκδοσης μετοχών.

Την περίοδο μεταξύ Οκτωβρίου 2011 και Ιανουαρίου 2012, τα ονομαστικά επιτόκια των NXI επί νέων δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έτειναν να μειωθούν στις περισσότερες κατηγορίες δανείων με βάση το ύψος και τη διάρκειά τους (βλ. Πίνακα 5). Ειδικότερα, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια υποχώρησαν κατά 25 μονάδες βάσης για τα μεγάλου ύψους δάνεια (άνω του 1 εκατ. ευρώ), αλλά αυξήθηκαν κατά 9 μονάδες βάσης για τα μικρού ύψους δάνεια (έως 1 εκατ. ευρώ). Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια των NXI για τα μεγάλου ύψους δάνεια μειώθηκαν κατά 68 μονάδες βάσης, ενώ για τα μικρού ύψους δάνεια κατά 3 μονάδες βάσης. Η συνολική μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αντανακλά σε κάποιο βαθμό τη μετακύλιση των πρόσφατων μειώσεων των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ και την αποτελεσματικότητα των πρόσφατων μη συμβατικών μέτρων που υιοθέτησε η ΕΚΤ για την αντιμετώπιση των προβλημάτων των τραπεζών όσον αφορά την άντληση κεφαλαίων. Ωστόσο, η αυξανόμενη απόκλιση των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων μεταξύ δανείων μεγάλου και μικρού ύψους μπορεί να αποτελεί ένδειξη διακρίσεων εις βάρος των μικρών επιχειρήσεων από τις τράπεζες, ιδίως σε ορισμένες χώρες. Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, οι αποδόσεις των επταετών κρατικών ομολόγων σημείωσαν πτώση κατά 20 μονάδες βάσης για τη ζώνη του ευρώ.

Οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ των εταιρικών ομολόγων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα και των κρατικών ομολόγων ήταν ασταθείς μεταξύ Οκτωβρίου 2011 και Ιανουαρίου 2012. Οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων αυξάνονταν μέχρι το Δεκέμβριο του 2011, ιδίως για τα εταιρικά ομόλογα μεσαίας και χαμηλής διαβάθμισης, γεγονός που αντανακλά εντάσεις της αγοράς συνδεδεμένες με την κρίση δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ και τις αρνητικές δευτερογενείς επιδράσεις σε μεγαλύτερες χώρες και χώρες με υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση. Ειδικότερα, οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων διαβάθμισης BBB διευρύνθηκαν κατά 47 μονάδες βάσης περίπου μεταξύ Οκτωβρίου και Δεκεμβρίου, ενώ εκείνες των ομολόγων υψηλής απόδοσης διευρύνθηκαν κατά 160 μονάδες βάσης και πλέον (βλ. Διάγραμμα 33). Το κλίμα της αγοράς βελτιώθηκε κάπως από το τέλος του 2011, γεγονός που είχε ως συνέπεια να μειωθούν οι διαφορές αποδόσεων για όλες τις κατηγορίες διαβάθμισης. Το Φεβρουάριο του 2012 οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων έναντι των αντίστοιχων κρατικών ήταν από 15 έως 75 μονάδες βάσης χαμηλότερες σε σχέση με τα επίπεδα του Οκτωβρίου του 2011.

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΡΟΕΣ

Οι δείκτες κερδοφορίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ εξακολουθούν να υποδηλώνουν θετικές επιδόσεις το δ' τρίμηνο του 2011. Ταυτόχρονα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των κερδών ανά μετοχή των εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ επιβραδύνθηκε από 11% περίπου τον Οκτώβριο του προηγούμενου έτους σε 1,2% περίπου τον Ιανουάριο του 2012. Περαιτέρω επιδείνωση καταγράφηκε το Φεβρουάριο του 2012, καθώς ο ρυθμός αύξησης έγινε αρνητικός (-1,5%) για πρώτη φορά από το καλοκαίρι του 2010 (βλ. Διάγραμμα 34). Όσον αφορά το μέλλον, οι συμμετέχοντες στις αγορές περιμένουν ομαλή ανάκαμψη τους επόμενους μήνες.

Όσον αφορά την εξωτερική χρηματοδότηση, η ανάκαμψη των χορηγήσεων των NXI προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις που παρατηρείται από το 2010 έχασε σε κάποιο βαθμό τη δυναμική της το δ' τρίμηνο του 2011. Η μείωση των χορηγήσεων των NXI προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ήταν επακόλουθο της μικρής αύξησης της έκδοσης χρεογράφων την ίδια περίοδο (βλ. Διάγραμμα 35). Η ελαφρώς πιο ενισχυμένη εκδοτική δραστηριότητα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων οφείλεται κυρίως στην αυξημένη έκδοση μακροπρόθεσμων χρεογράφων σταθερού επιτοκίου, ενώ η συμβολή της έκδοσης βραχυπρόθεσμων χρεογράφων ήταν πολύ μικρή. Αντίθετα, η έκδοση μακροπρόθεσμων τίτλων κυμαινόμενου επιτοκίου εξακολούθησε να υποχωρεί. Την ίδια περίοδο, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της έκδοσης εισηγμένων μετοχών από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιταχύνθηκε κάπως, λόγω της μείωσης του συναφούς κόστους χρηματοδότησης. Σύμφωνα με στοιχεία από τους συμμετέχοντες στις αγορές, η εκδοτική δραστηριότητα του τελευταίου τριμήνου του 2011 αφορά κυρίως επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στους τομείς των βιομηχανικών και των καταναλωτικών προϊόντων, καθώς και στον τομέα των υπηρεσιών.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τραπεζικών χορηγήσεων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε σε 1,1% το δ' τρίμηνο του 2011 (βλ. Πίνακα 6), γεγονός που αντανάκλα τη σημαντική μείωση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των βραχυπρόθεσμων χορηγήσεων (με διάρκεια μέχρι ένα έτος) και τη συγκρατημένη μείωση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των μακροπρόθεσμων χορηγήσεων (με διάρκεια άνω των πέντε ετών). Εκτός από τα πολύ χαμηλά επίπεδα του Δεκεμβρίου του 2011, η υποτονική δυναμική των δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μπορεί και πάλι να θεωρηθεί ότι συνάδει σε γενικές γραμμές με τις εξελίξεις στην πραγματική οικονομική δραστηριότητα και στο κόστος δανεισμού.

Τα αποτελέσματα της έρευνας τραπεζικών χορηγήσεων για τη ζώνη του ευρώ το δ' τρίμηνο του 2011 δείχνουν καθαρή μείωση της ζήτησης για δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, αλλά με κάπως βραδύτερο ρυθμό σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο. Η εξέλιξη αυτή ήταν αποτέλεσμα της έντονης μείωσης των αναγκών των επιχειρήσεων για χρηματοδότηση πάγιων επενδύσεων και σε μικρότερο βαθμό για δημιουργία αποθεμάτων και κεφάλαιο κίνησης, καθώς ο ρυθμός αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας ήταν πιο συγκρατημένος (βλ. Διάγραμμα 36). Το κυριότερο, οι τράπεζες ανέφεραν μεγάλη μείωση των αναγκών των επιχειρήσεων για χρηματοδότηση πάγιων επενδύσεων. Σύμφωνα με τις τράπεζες, η μείωση της καθαρής ζήτησης δανείων ήταν εντονότερη για τις μικρομεσαίες από ό,τι για τις μεγάλες επιχειρήσεις. Επιπλέον, οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ αυστηροποίησαν σημαντικά περαιτέρω τα πιστοδοτικά τους κριτήρια όσον αφορά τα δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις το δ' τρίμηνο του 2011. Η καθαρή αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων αντανάκλασε το δυσμενή συνδυασμό των επιδεινούμενων προοπτικών της οικονομίας και της κρίσης δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ, που εξακολούθησε να υπονομεύει τη χρηματοοικονομική κατάσταση του τραπεζικού τομέα συνολικά. Όσον αφορά το μέλλον,

οι τράπεζες αναμένουν περαιτέρω αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων και συνεχιζόμενη μείωση της ζήτησης δανείων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

Το χρηματοδοτικό έλλειμμα (ή ο καθαρός δανεισμός) των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων – δηλ. η διαφορά μεταξύ δαπανών για πραγματικές επενδύσεις και εσωτερικά παραγόμενων κεφαλαίων (ακαθάριστη αποταμίευση) – υποχώρησε το γ' τρίμηνο του 2011 με βάση τα κυλιόμενα σύνολα τεσσάρων τριμήνων των στοιχείων των λογαριασμών της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα 37). Το χρηματοδοτικό έλλειμμα παρέμεινε σχετικά χαμηλό (-0,8%) με βάση τα ιστορικά δεδομένα, παρά τις ενδείξεις εξομάλυνσης τα προηγούμενα τρίμηνα, σε ένα περιβάλλον σχετικά χαμηλών επενδύσεων κεφαλαίου και υψηλών εσωτερικά παραγόμενων κεφαλαίων. Όσον αφορά την ανάλυση της αποταμίευσης, της χρηματοδότησης και των επενδύσεων των επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ, φαίνεται ότι οι πραγματικές επενδύσεις των επιχειρήσεων (ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου) χρηματοδοτήθηκαν κυρίως με εσωτερικά κεφάλαια, καθώς η εξωτερική χρηματοδότηση παρέμεινε ελάχιστος σημασίας πηγή χρηματοδότησής τους. Συγχρόνως, η καθαρή κτήση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών, παρέμεινε αμετάβλητη σε γενικές γραμμές το γ' τρίμηνο του 2011.

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΣΗ

Το γ' τρίμηνο του 2011, με βάση τα στατιστικά στοιχεία των λογαριασμών της ζώνης του ευρώ, το χρέος των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων συνέχισε την καθοδική του πορεία, τόσο με βάση το λόγο του χρέους προς το ΑΕΠ, ο οποίος μειώθηκε κάτω από 79%, όσο και με βάση το λόγο του χρέους προς το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα, ο οποίος μειώθηκε σε 400% (βλ. Διάγραμμα 38). Για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, η αντιστροφή της διαδικασίας μόχλευσης ξεκίνησε το 2010 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα, μάλλον σταδιακά όμως στις περισσότερες χώρες. Μετά την έντονη πτώση που κατέγραψε την περίοδο από το τέλος του 2008 έως το πρώτο εξάμηνο του 2010, η επιτοκιακή επιβάρυνση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων αυξήθηκε και πάλι μέχρι το γ' τρίμηνο του 2011 (βλ. Διάγραμμα 39). Ο ρυθμός αύξησης μετριάστηκε το δ' τρίμηνο του 2011 και η επιτοκιακή επιβάρυνση υποχώρησε τον Ιανουάριο του 2012, αλλά παρέμεινε υψηλότερη από το μακροπρόθεσμο μέσο όρο της.

2.7 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΡΟΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΣΗ ΤΟΥ ΤΟΜΕΑ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Οι συνθήκες χρηματοδότησης των νοικοκυριών το δ' τρίμηνο του 2011 και τον Ιανουάριο του 2012 χαρακτηρίστηκαν από συγκρατημένη συνολικά μείωση των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων. Παράλληλα, στην έρευνα τραπεζικών χορηγήσεων του Ιανουαρίου 2012, οι τράπεζες ανέφεραν περαιτέρω καθαρή αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων που θέτουν όσον αφορά τα δάνεια προς τα νοικοκυριά. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των ΝΧΙ προς τα νοικοκυριά, διορθωμένος ως προς τις πωλήσεις και τις τιτλοποιήσεις, υποχώρησε σε 1,9% το Δεκέμβριο του 2011, προτού ανακάμψει ελαφρώς και φθάσει το 2,1% τον Ιανουάριο του 2012. Έτσι, με βάση τα πιο πρόσφατα στοιχεία, οι εξελίξεις στο δανεισμό των νοικοκυριών εξακολουθούν να διαφαίνονται υποτονικές. Η επιτοκιακή επιβάρυνση των νοικοκυριών και ο λόγος του χρέους των νοικοκυριών προς το ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημά τους εκτιμάται ότι παρέμειναν σε γενικές γραμμές αμετάβλητα το δ' τρίμηνο του 2011.

ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Το κόστος χρηματοδότησης του τομέα των νοικοκυριών της ζώνης του ευρώ υποχώρησε ελαφρά το δ' τρίμηνο του 2011 και τον Ιανουάριο του 2012. Ωστόσο, η υποχώρηση αυτή υποκρύπτει αντικρουόμενες εξελίξεις στις διάφορες κατηγορίες δανείων. Τα επιτόκια των ΝΧΙ επί νέων δανείων για αγορά κατοικίας μειώθηκαν ελαφρά, ενώ τα επιτόκια των λοιπών δανείων μειώθηκαν σημαντικά. Αντίθετα, τα επιτόκια των νέων καταναλωτικών δανείων αυξήθηκαν οριακά. Συνολικά, τα πιο πρόσφατα στοιχεία δείχνουν ότι τα μέτρα παροχής ρευστότητας της ΕΚΤ – ιδίως η ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών που διενεργήθηκε το Δεκέμβριο του 2011 – άμβλυναν την ανοδική πίεση στα επιτόκια των νέων δανείων προς τα νοικοκυριά, ιδίως των δανείων μέσης και μακροχρόνιας διάρκειας, καθώς επέτρεψαν στις τράπεζες να εξασφαλίσουν μεσοπρόθεσμη χρηματοδότηση με χαμηλό κόστος.

Όσον αφορά τα επιτόκια των νέων δανείων για αγορά κατοικίας, η συνολική υποχώρηση που παρατηρήθηκε το δ' τρίμηνο του 2011 και τον Ιανουάριο του 2012 οφειλόταν στη μείωση των επιτοκίων των δανείων με μέση και μεγάλη αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου (δηλ. δάνεια με σταθερό επιτόκιο για περίοδο άνω του ενός και μέχρι πέντε έτη και δάνεια με σταθερό επιτόκιο για περίοδο άνω των πέντε ετών. Βλ. Διάγραμμα 40). Αντίθετα, τα επιτόκια των ενυπόθηκων δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο ή με σταθερό επιτόκιο για μικρή αρχική περίοδο (δηλ. δάνεια με σταθερό επιτόκιο για περίοδο μέχρι ένα έτος) αυξήθηκαν, παρά τις μειώσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Λόγω αυτών των εξελίξεων, μειώθηκαν περαιτέρω οι θετικές διαφορές μεταξύ των επιτοκίων των δανείων με μέση ή μεγάλη αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου και των επιτοκίων των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο ή με μικρή αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου. Ταυτόχρονα, το ποσοστό των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο ή με μικρή αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου επί του συνόλου του όγκου των νέων δανείων εξακολούθησε να μειώνεται, φθάνοντας το 27% τον Ιανουάριο του 2012.

Όσον αφορά τα επιτόκια των νέων καταναλωτικών δανείων προς τα νοικοκυριά, οι αυξήσεις ήταν κάπως μεγαλύτερες για τα δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο ή με μικρή αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου από ό,τι για τα δάνεια με μέση ή μεγάλη αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου. Όσον αφορά τα επιτόκια των λοιπών νέων δανείων προς τα νοικοκυριά, στα δάνεια με μεγάλη αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου, με κυμαινόμενο επιτόκιο ή με μικρή αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου παρατηρήθηκαν μεγαλύτερες μειώσεις από ό,τι στα δάνεια με μέση αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου.

Οι συνολικές εξελίξεις στα επιτόκια των ΝΧΙ επί των νέων δανείων προς τα νοικοκυριά ήταν πολύ διαφορετικές από ό,τι στα συγκρίσιμα επιτόκια της αγοράς το δ' τρίμηνο του 2011 και τον Ιανουάριο του 2012. Ειδικότερα, οι διαφορές μεταξύ των επιτοκίων των δανείων για αγορά κατοικίας και των καταναλωτικών δανείων με μέση και μεγάλη αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου, αφενός, και των συγκρίσιμων επιτοκίων της αγοράς, αφετέρου, έγιναν περισσότερο αρνητικές ή μειώθηκαν. Οι εξελίξεις αυτές προέκυψαν κυρίως λόγω της σημαντικής αύξησης των συγκρίσιμων επιτοκίων της αγοράς στο πλαίσιο της κλιμάκωσης των εντάσεων στις αγορές κρατικών χρεογράφων. Παράλληλα, αμετάβλητη σε γενικές γραμμές παρέμεινε η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων των δανείων για αγορά κατοικίας με μεγαλύτερη αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου (δηλ. των δανείων με σταθερό επιτόκιο για διάστημα άνω των δέκα ετών) και των συγκρίσιμων επιτοκίων της αγοράς. Αντίθετα, η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο ή με μικρή αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου και των συγκρίσιμων επιτοκίων της αγοράς αυξήθηκε ελαφρά, καθώς τα επιτόκια χορηγήσεων αυξήθηκαν και παρατηρήθηκε συγκρατημένη μείωση στα επιτόκια της αγοράς.

Τα αποτελέσματα της έρευνας τραπεζικών χορηγήσεων του Ιανουαρίου του 2012 δείχνουν ότι το δ' τρίμηνο του 2011 οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ εφάρμοσαν πιο αυστηρά πιστοδοτικά κριτήρια σε καθαρή βάση για τα δάνεια προς τα νοικοκυριά. Η αυστηροποίηση αυτή ήταν σημαντικά μεγαλύτερη για τα δάνεια για αγορά κατοικίας από ό,τι για τα καταναλωτικά και λοιπά δάνεια. Οι τράπεζες ανέφεραν ότι το αυξημένο κόστος άντλησης κεφαλαίων από την αγορά και κάποια προβλήματα ισολογισμών αποτέλεσαν τους βασικούς λόγους της περαιτέρω καθαρής αυστηροποίησης. Ανέφεραν επίσης ότι η επιδείνωση των προοπτικών της οικονομίας και της αγοράς κατοικιών συνέβαλαν σημαντικά σε αυτή την εξέλιξη όσον αφορά τα δάνεια για αγορά κατοικίας, αλλά σε πολύ μικρότερο βαθμό από ό,τι παράγοντες που σχετίζονται καθαρά με την προσφορά. Όσον αφορά τα πιστοδοτικά κριτήρια που εφαρμόζονται στα καταναλωτικά και τα λοιπά δάνεια, η συμβολή των αλλαγών που επήλθαν στις προοπτικές της οικονομίας και στην πιστοληπτική ικανότητα των καταναλωτών παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητη συγκριτικά με το προηγούμενο τρίμηνο. Οι τράπεζες ανέφεραν ότι για όλες τις κατηγορίες δανείων η περαιτέρω αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων οδήγησε σε έντονη αύξηση των περιθωρίων τόσο των δανείων μέτριου κινδύνου όσο και των δανείων υψηλότερου κινδύνου.

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΡΟΕΣ

Ο ρυθμός αύξησης του συνόλου των δανείων προς τον τομέα των νοικοκυριών της ζώνης του ευρώ ήταν σχετικά χαμηλός το γ' τρίμηνο του 2011 (το πιο πρόσφατο τρίμηνο για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία των λογαριασμών της ζώνης του ευρώ), γεγονός που αντανακλά την υποτονική χορήγηση δανείων από τα NXI. Έτσι, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του συνόλου των δανείων προς τα νοικοκυριά σημείωσε πτώση και διαμορφώθηκε σε 2,1% από 2,4% το β' τρίμηνο. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης των NXI προς τα νοικοκυριά (χωρίς διόρθωση ως προς τις πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων) επιβραδύνθηκε σε 3,0% στο τέλος του γ' τριμήνου, από 3,4% στο τέλος του προηγούμενου τριμήνου. Καθότι οι πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων – που συχνά οδηγούν σε αναταξινόμηση των δανείων των νοικοκυριών από τον τομέα των NXI στον τομέα των ΛΧΙ και αντίστροφα – ήταν ιδιαίτερα έντονες σε μία μεμονωμένη χώρα τον Ιούλιο, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των δανείων από φορείς εκτός NXI αυξήθηκε σε -2,4%, από -2,9% το προηγούμενο τρίμηνο. Οι εκτιμήσεις για το δ' τρίμηνο του 2011 υποδηλώνουν περαιτέρω συγκράτηση του ετήσιου ρυθμού αύξησης του συνόλου των δανείων προς τα νοικοκυριά (βλ. Διάγραμμα 41).

Τα στοιχεία των NXI που είναι ήδη διαθέσιμα για το δ' τρίμηνο του 2011 και τον Ιανουάριο του 2012 δείχνουν ότι η αύξηση των χορηγήσεων προς τα νοικοκυριά παρέμεινε σχετικά υποτονική τους τελευταίους μήνες. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των NXI προς τα νοικοκυριά επιβραδύνθηκε περαιτέρω και διαμορφώθηκε σε 1,5% στο τέλος του δ' τριμήνου, αντανακλώντας τη σημαντική καθαρή αποπληρωμή δανείων για αγορά κατοικίας προς τα νοικοκυριά σε τριμηνιαία βάση. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στη μεγάλη αύξηση των τιτλοποιήσεων δανείων σε περιορισμένο αριθμό χωρών τον Οκτώβριο του 2011. Ωστόσο, όταν γίνει διόρθωση ως προς την επίδραση των πωλήσεων και των τιτλοποιήσεων δανείων, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των NXI προς τα νοικοκυριά εξακολουθεί να εμφανίζεται συγκρατημένος, γεγονός που υποδηλώνει υποτονική χορήγηση δανείων. Τον Ιανουάριο του 2012 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των NXI προς τα νοικοκυριά (διορθωμένος ως προς τις πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων) διαμορφώθηκε σε 2,1% (βλ. την Ενότητα 2.1 για περισσότερες λεπτομέρειες), δηλαδή μειώθηκε κατά 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας από το τέλος του γ' τριμήνου. Οι εξελίξεις όσον αφορά τα δάνεια στη ζώνη του ευρώ εξακολούθησαν να χαρακτηρίζονται από μεγάλη ετερογένεια μεταξύ των χωρών τους τελευταίους μήνες.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των NXI για αγορά κατοικίας διορθωμένος ως προς τις πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων υποχώρησε σε 2,8% το Δεκέμβριο του 2011 (από 3,4% το Σεπτέμβριο), προτού αυξηθεί οριακά σε 2,9% τον Ιανουάριο του 2012. Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν την περαιτέρω εξασθένηση των (διορθωμένων) μηνιαίων ροών που παρατηρήθηκαν στα ενυπόθηκα δάνεια τους τελευταίους μήνες. Ωστόσο, τα δάνεια για αγορά κατοικίας συνέχισαν να αποτελούν τον κύριο όγκο των χορηγήσεων των NXI προς τα νοικοκυριά. Οι εξελίξεις στα λοιπά δάνεια είχαν και αυτές μια μικρή συμβολή στην υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των δανείων των NXI προς τα νοικοκυριά το δ' τρίμηνο του 2011 και τον Ιανουάριο του 2012. Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των λοιπών δανείων υποχώρησε σημαντικά κατά την εξεταζόμενη περίοδο, φθάνοντας το 1,1% τον Ιανουάριο (από 2,3% το Σεπτέμβριο του 2011). Αντίθετα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταναλωτικών δανείων ανέκαμψε ελαφρά φθάνοντας το -1,6% τον Ιανουάριο (από -1,9% το Σεπτέμβριο), αλλά παρέμεινε σαφώς αρνητικός.

Όσον αφορά τα αίτια της αρκετά υποτονικής αύξησης των δανείων των NXI προς τα νοικοκυριά, η έρευνα τραπεζικών χορηγήσεων του Ιανουαρίου 2012, εκτός από την καθαρή αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων, έδειξε περαιτέρω συρρίκνωση της καθαρής ζήτησης για δάνεια όλων των κατηγοριών το δ' τρίμηνο του 2011. Η επιδείνωση του ρυθμού ανάπτυξης και των προοπτικών στην αγορά κατοικιών, καθώς και η σημαντική επιδείνωση των προσδοκιών των καταναλωτών αποτέλεσαν τις κύριες αιτίες της μείωσης της ζήτησης δανείων για αγορά κατοικίας, ενώ η μείωση των δαπανών των νοικοκυριών για διαρκή καταναλωτικά αγαθά επιβράδυνε το ρυθμό αύξησης των καταναλωτικών δανείων. Συνολικά, η αισθητή επιδείνωση των προσδοκιών των καταναλωτών το δεύτερο εξάμηνο του 2011 ενδέχεται να αντανακλά εν μέρει ανησυχίες των νοικοκυριών σχετικά με τις συνέπειες που η κλιμάκωση της κρίσης δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ και η αύξηση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων θα έχουν στο πραγματικό τους εισόδημα. Τα ανωτέρω, σε συνδυασμό με τα υψηλά επίπεδα χρέους σε αρκετές χώρες, μπορεί να παρότρυναν τα νοικοκυριά να αναβάλουν τις επενδύσεις τους σε κατοικίες και τις αγορές ακριβότερων ειδών. Όσον αφορά το μέλλον, οι τράπεζες προσδοκούν περαιτέρω υποχώρηση της καθαρής ζήτησης τόσο δανείων για αγορά κατοικίας όσο και καταναλωτικών δανείων το α' τρίμηνο του 2012.

Όσον αφορά το ενεργητικό του τομέα των νοικοκυριών στη ζώνη του ευρώ, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του συνόλου των χρηματοοικονομικών επενδύσεων των νοικοκυριών υποχώρησε περαιτέρω σε 2,0% το γ' τρίμηνο του 2011 (από 2,3% το προηγούμενο τρίμηνο), συνεχίζοντας έτσι την πτωτική τάση που παρατηρείται από τα μέσα του 2010 (βλ. Διάγραμμα 42). Αυτή η υποχώρηση οφείλεται κατά κύριο λόγο στην περισσότερο αρνητική συμβολή των επενδύσεων σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτή αντανακλούσε και πάλι την απροθυμία των νοικοκυριών να διακρατήσουν περιουσιακά στοιχεία υψηλού κινδύνου στο πλαίσιο της έντονης αβεβαιότητας στην οικονομία και στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η συμβολή των τεχνικών αποθεματικών ασφαλιστικών εταιριών στον ετήσιο ρυθμό αύξησης των συνολικών χρηματοοικονομικών επενδύσεων των νοικοκυριών μειώθηκε επίσης, παρέμεινε όμως έντονα θετική το εξεταζόμενο τρίμηνο. Αντίθετα, η συμβολή των τοποθετήσεων σε νόμισμα και καταθέσεις αυξήθηκε σταδιακά, ωφελούμενη από τη ρευστοποίηση προηγούμενων επενδύσεων σε μετοχές σε ένα τόσο αβέβαιο περιβάλλον. Ταυτόχρονα, η συμβολή των χρεογράφων (εξαιρουμένων των παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων) στον ετήσιο ρυθμό αύξησης των συνολικών χρηματοοικονομικών επενδύσεων παρέμεινε αμετάβλητη σε γενικές γραμμές.

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΣΗ

Ο λόγος του χρέους των νοικοκυριών προς το ονομαστικό ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημά τους εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε σε 99,4% το δ' τρίμηνο του 2011 (βλ. Διάγραμμα 43), παραμένοντας εν πολλοίς αμετάβλητος από τα μέσα του 2010, καθώς το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών αυξήθηκε εκ νέου με ρυθμό παρόμοιο με εκείνον του συνολικού τους χρέους. Η επιτοκιακή επιβάρυνση του τομέα των νοικοκυριών εκτιμάται ότι παρέμεινε αμετάβλητη σε γενικές γραμμές και διατηρήθηκε στο 2,3% του διαθέσιμου εισοδήματος το δ' τρίμηνο του 2011, αφού είχε εμφανίσει συγκρατημένη αύξηση τα τρία προηγούμενα τρίμηνα. Η σταθεροποίηση αυτή αντανακλά τη συνεχιζόμενη συγκράτηση του δανεισμού των νοικοκυριών και την παρατηρούμενη υποχώρηση των επιτοκίων. Συνολικά, η επιτοκιακή επιβάρυνση των νοικοκυριών παραμένει χαμηλή με βάση τα ιστορικά δεδομένα. Ο λόγος του χρέους των νοικοκυριών προς το ΑΕΠ εκτιμάται ότι μειώθηκε κάπως το υπό εξέταση τρίμηνο, φθάνοντας το 65,2%, από 65,6% το προηγούμενο τρίμηνο.

3 ΤΙΜΕΣ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ

Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ της ζώνης του ευρώ ήταν 2,7% το Φεβρουάριο του 2012, ελαφρώς υψηλότερος από ό,τι τον Ιανουάριο (2,6%). Όσον αφορά το μέλλον, ο πληθωρισμός ενδέχεται να παραμείνει άνω του 2% το 2012, κυρίως λόγω των πρόσφατων αυξήσεων των τιμών της ενέργειας, καθώς και των αυξήσεων στην έμμεση φορολογία που ανακοινώθηκαν πρόσφατα. Με βάση τις τρέχουσες τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί βασικών εμπορευμάτων, οι ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού θα πρέπει να υποχωρήσουν και πάλι κάτω από το 2% στις αρχές του 2013. Πιο μακροπρόθεσμα, σε ένα περιβάλλον μέτριας ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ και σταθερών μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό, οι υφιστάμενες πιέσεις στις τιμές θα πρέπει να παραμείνουν συγκρατημένες. Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Μαρτίου 2012 για τη ζώνη του ευρώ προβλέπουν ότι ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ στη ζώνη του ευρώ θα διαμορφωθεί μεταξύ 2,1% και 2,7% το 2012 και μεταξύ 0,9% και 2,3% το 2013. Οι κίνδυνοι για τους προβλεπόμενους ρυθμούς πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ τα προσεχή έτη εξακολουθούν να φαίνονται ισορροπημένοι σε γενικές γραμμές: οι ανοδικοί κίνδυνοι βραχυπρόθεσμα οφείλονται στις υψηλότερες από ό,τι αναμενόταν τιμές του πετρελαίου και τις αυξήσεις της έμμεσης φορολογίας, ενώ συνεχίζουν να υφίστανται καθοδικοί κίνδυνοι λόγω των πιο υποτονικών από ό,τι αναμενόταν εξελίξεων της οικονομικής δραστηριότητας.

3.1 ΤΙΜΕΣ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ

Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ της ζώνης του ευρώ ήταν 2,7% το Φεβρουάριο του 2012, δηλ. ελαφρώς υψηλότερος από ό,τι τον Ιανουάριο (2,6%) (βλ. Πίνακα 7). Από το τέλος του 2010 ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού παραμένει σαφώς άνω του 2%, κυρίως λόγω της έντονης αύξησης των τιμών της ενέργειας και των ειδών διατροφής, που αποδίδεται στις αυξήσεις των παγκόσμιων τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Οι αυξήσεις των έμμεσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών συνέβαλαν και αυτές στους υψηλότερους ρυθμούς του συνολικού πληθωρισμού σε ορισμένες οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Το Πλαίσιο 6 εξετάζει τον αντίκτυπο των πρόσφατων μεταβολών των έμμεσων φόρων στον ΕνΔΤΚ στη ζώνη του ευρώ και τα επιμέρους κράτη-μέλη, χρησιμοποιώντας τα μηνιαία στοιχεία της Eurostat για τον ΕνΔΤΚ σε σταθερούς φορολογικούς συντελεστές.

Πλαίσιο 6

ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΣΤΟΝ ΕΝΔΤΚ ΑΠΟ ΤΙΣ ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΟΥΣ ΕΜΜΕΣΟΥΣ ΦΟΡΟΥΣ

Οι έμμεσοι φόροι αποτελούν μέρος των τελικών τιμών καταναλωτή. Συνεπώς, οι αυξήσεις λ.χ. των συντελεστών του ΦΠΑ αυξάνουν άμεσα τον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ. Τα υπό εξέλιξη αναγκαία μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ σημαίνουν ότι οι έμμεσοι φόροι είχαν ισχυρό αντίκτυπο στον πληθωρισμό το 2011. Το παρόν πλαίσιο εξετάζει την επίδραση αυτή τόσο στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο όσο και σε επίπεδο επιμέρους χωρών με βάση τα μηνιαία στοιχεία της Eurostat για τον ΕνΔΤΚ σε σταθερούς φορολογικούς συντελεστές (HICP at constant tax rates – HICP-CT).¹

Τα στοιχεία για τον ΕνΔΤΚ σε σταθερούς φορολογικούς συντελεστές δείχνουν ποια θα ήταν η εξέλιξη του ΕνΔΤΚ εάν οι φορολογικοί συντελεστές διατηρούνταν σταθεροί και υπό την παραδοχή ότι τυχόν μεταβολές θα μετακυλίωνταν αμέσως και εξ ολοκλήρου στους καταναλωτές.² Υπό αυτή την παραδοχή, η τεκμαρτή “μηχανική επίδραση” των μεταβολών των έμμεσων φόρων θα μπορούσε να εκληφθεί ως το πιθανό άνω όριο της πραγματικής άμεσης επίδρασης, η οποία είναι συνήθως μικρότερη και εξαρτάται από ποικίλους παράγοντες, συνδεδεμένους με την κυκλική κατάσταση και το ανταγωνιστικό περιβάλλον των επιχειρήσεων που καθορίζουν τις τιμές. Η μηχανική αυξητική επίδραση στον ετήσιο ρυθμό συνολικού πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ από τις μεταβολές της έμμεσης φορολογίας ήταν κατά μέσο όρο 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας το 2011, ελαφρώς αυξημένη σε σχέση με το 2010 (βλ. Διάγραμμα Α).

Τα στοιχεία που αφορούν την επίδραση στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο συγκαλύπτουν διαφορές τόσο μεταξύ των συνιστωσών του ΕνΔΤΚ όσο και μεταξύ των επιμέρους χωρών. Π.χ. το 2007 ασκήθηκε έντονη αυξητική επίδραση στον πληθωρισμό, η οποία προήλθε σχεδόν εξ ολοκλήρου από τη γενική αύξηση του ΦΠΑ στη Γερμανία. Η ελαφρά μειωτική επίδραση που παρατηρήθηκε την περίοδο από τα μέσα του 2009 έως τα μέσα του 2010 αντανάκλασε τη μείωση του ΦΠΑ ορισμένων υπηρεσιών σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ, η οποία εν μέρει αντισταθμίστηκε από τις μεγάλες αυξήσεις της φορολογίας της ενέργειας και του καπνού (που περιλαμβάνεται στη συνιστώσα των ειδών διατροφής) σε άλλες χώρες.

Σε σύγκριση με το παρελθόν, η επίδραση στον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο το 2010 και το 2011 εξαπλώθηκε σε περισσότερες χώρες. Μάλιστα σε ορισμένες ήταν εκτεταμένη. Τόσο το 2010 όσο και το 2011 η μεγαλύτερη μηχανική επίδραση σημειώθηκε στην Ελλάδα (2010: 3,3 εκατοστιαίες μονάδες, 2011: 2,0 εκατοστιαίες μονάδες). Σημαντική ήταν επίσης η μηχανική επίδραση στην Πορτογαλία, τη Σλοβακία, την Ισπανία και την Ιταλία. Στην τελευταία, αν και ο ΦΠΑ αυξήθηκε μόλις το Σεπτέμβριο του 2011, η αύξηση αυτή οδήγησε σε μηχανική επίδραση 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας για το έτος 2011 ως σύνολο (βλ. Διάγραμμα Β).

Όσον αφορά το μέλλον, ορισμένες χώρες, μεταξύ των οποίων η Ιρλανδία, η Κύπρος, η Ιταλία, η Γαλλία και η Πορτογαλία έχουν ήδη εφαρμόσει ή ανακοινώσει αυξήσεις του ΦΠΑ, η επίδραση των οποίων θα φανεί το έτος 2012. Οι αυξήσεις αυτές αναμένεται να ασκήσουν συνεχή ανοδική πίεση στους ρυθμούς πληθωρισμού εφέτος (βλ. Πλαίσιο 10 “Μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ”).

1 Βλ. το πλαίσιο “Μέτρηση της επίδρασης της έμμεσης φορολογίας στον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ στη ζώνη του ευρώ”, ECB, Monthly Bulletin, Μάρτιος 2011.

2 Περισσότερες λεπτομέρειες για τη μεθοδολογία κατάρτισης του ΕνΔΤΚ σε σταθερούς φορολογικούς συντελεστές και για τις επιφυλάξεις σχετικά με την ερμηνεία του βλ. στο πλαίσιο “New statistical series measuring the impact of indirect taxes on HICP inflation”, ECB, Monthly Bulletin, Νοέμβριος 2009.

Το 2011 ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ κορυφώθηκε σε 3,0% το Σεπτέμβριο και παρέμεινε σε αυτό το επίπεδο για τρεις συνεχείς μήνες. Στη συνέχεια μειώθηκε το Δεκέμβριο, καθώς υποχώρησε ο πληθωρισμός των τιμών της ενέργειας, γεγονός που αντικατοπτρίζει την επίδραση της βάσης σύγκρισης, δεδομένου ότι οι τιμές είχαν διαμορφωθεί σε υψηλότερα επίπεδα ένα έτος νωρίτερα.

Τον Ιανουάριο του 2012, τελευταίο μήνα για τον οποίο είναι διαθέσιμη επίσημη ανάλυση, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της συνιστώσας του ΕνΔΤΚ που αφορά την ενέργεια υποχώρησε σε 9,2%, από 9,7% το Δεκέμβριο του 2011. Νωρίτερα, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών της ενέργειας ήταν διψήφιος για 12 συνεχείς μήνες, κυρίως λόγω των αυξήσεων των τιμών του αργού πετρελαίου στην αρχή του 2011 και της υποτίμησης του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Από την αρχή του 2012 οι τιμές του πετρελαίου, υπολογιζόμενες σε όρους ευρώ, αυξήθηκαν περαιτέρω και το Φεβρουάριο διαμορφώθηκαν κατά μέσο όρο σε πάνω από 90 ευρώ το βαρέλι. Παράλληλα, η εξέλιξη αυτή έδωσε ανοδική ώθηση στις τιμές όσον αφορά τις υποσυνιστώσες του ΕνΔΤΚ που είναι στενότερα συνδεδεμένες με το πετρέλαιο, δηλ. τα υγρά καύσιμα κίνησης και θέρμανσης. Οι τιμές των άλλων κύριων συνιστωσών της ενέργειας, όπως το αέριο και ο ηλεκτρισμός, τείνουν να ακολουθούν τις τάσεις των τιμών του πετρελαίου με χρονική υστέρηση.

Αντανακλώντας τις εξελίξεις στις διεθνείς τιμές των διατροφικών βασικών εμπορευμάτων, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της συνιστώσας του ΕνΔΤΚ που αφορά τα είδη διατροφής επιταχύνθηκε σταθερά στη διάρκεια του 2011 και το Σεπτέμβριο ξεπέρασε το 3%. Ωστόσο, οι πρόσφατες εξελίξεις στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων στην εσωτερική αγορά της ΕΕ φανερώνουν ότι ο αντίκτυπος της διαταραχής στις τιμές των ειδών διατροφής εξασθένησε μέχρι το τέλος του έτους. Εντούτοις, οι επιδράσεις της μετακύλισης θα συνεχίσουν να εντείνουν με χρονική υστέρηση τις προϋπάρχουσες πιέσεις στην αλυσίδα παραγωγής των ειδών διατροφής στο άμεσο μέλλον. Η ανοδική τάση του πληθωρισμού των ειδών διατροφής στη διάρκεια του 2011 έγινε ιδιαίτερα αισθητή στη συνιστώσα των επεξεργασμένων ειδών διατροφής (εξαιρουμένου του καπνού), λόγω της αύξησης των τιμών των ειδών που χαρακτηρίζονται από υψηλή εξάρτηση από τα βασικά εμπορεύματα, όπως τα γαλακτοκομικά προϊόντα, τα έλαια και λίπη, και ιδίως ο καφές και το τσάι.

Χωρίς τις τιμές του συνόλου των ειδών διατροφής και της ενέργειας, που αντιπροσωπεύουν το 30% περίπου του καλαθιού των ειδών που αποτελούν τον ΕνΔΤΚ, ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ μειώθηκε σε 1,5% τον Ιανουάριο του 2012, αφού είχε παραμείνει σταθερός στο 1,6% το διάστημα Σεπτεμβρίου-Δεκεμβρίου 2011. Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ εκτός του συνόλου των ειδών διατροφής και της ενέργειας καθορίζεται κατά κύριο λόγο από εγχώριους παράγοντες, όπως οι μισθοί, τα περιθώρια κέρδους και οι έμμεσοι φόροι, και αποτελείται από δύο κύριες συνιστώσες, τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά και τις υπηρεσίες. Οι εξελίξεις των δύο αυτών συνιστωσών διέφεραν σημαντικά μεταξύ τους.

Το 2011 ο πληθωρισμός των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών παρουσίασε ανοδική τάση, η οποία είχε ξεκινήσει το β' τρίμηνο του 2010 και αποδίδεται στη μετακύλιση των παλαιότερων υποτιμήσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας και στις αυξήσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, αλλά και στις αυξήσεις της έμμεσης φορολογίας. Τους τελευταίους μήνες του 2011 ο πληθωρισμός των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών διαμορφώθηκε γύρω στο 1,2%, αφού είχε παρουσιάσει υψηλό βαθμό μεταβλητότητας νωρίτερα το ίδιο έτος. Η μεταβλητότητα αυτή σχετίζεται με τη θέσπιση του νέου κανονισμού αντιμετώπισης των εποχικών προϊόντων στον ΕνΔΤΚ, ο οποίος είχε μεγάλη επίδραση στη συνιστώσα των ημιδιαρκών αγαθών (υλικά ένδυσης, προϊόντα κλωστοϋφαντουργίας, βιβλία κ.λπ.). Οι άλλες δύο συνιστώσες των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών, δηλ. τα διαρκή αγαθά (αυτοκίνητα, έπιπλα, ηλεκτρικές συσκευές κ.λπ.) και τα μη διαρκή αγαθά (ύδρευση, φαρμακευτικά προϊόντα, εφημερίδες κ.λπ.), παρέμειναν πιο σταθερές. Τον Ιανουάριο του 2012 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών υποχώρησε σε 0,9%.

Αφού είχε κινηθεί σε χαμηλότερα επίπεδα το 2010, ο πληθωρισμός των τιμών των υπηρεσιών αυξήθηκε σημαντικά τους πρώτους μήνες του 2011. Στη συνέχεια κυμάνθηκε γύρω στο 1,9% από τον Απρίλιο του 2011 και εξής. Η σταθεροποίηση αυτή ήταν σαφής σε όλες τις κύριες συνιστώσες των υπηρεσιών, με εξαίρεση τις υπηρεσίες επικοινωνιών, όπου παρατηρήθηκε εντονότερη επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού μεταβολής. Τον Ιανουάριο του 2012 ο πληθωρισμός των τιμών των υπηρεσιών διαμορφώθηκε στο 1,9% για τρίτο συνεχή μήνα. Οι μειώσεις των ετήσιων ρυθμών μεταβολής στις υπηρεσίες μεταφορών, τις υπηρεσίες επικοινωνιών, τις υπηρεσίες αναψυχής και τις προσωπικές υπηρεσίες αντισταθμίστηκαν από τις αυξήσεις στους ετήσιους ρυθμούς μεταβολής στις υπηρεσίες στέγασης και σε άλλες υπηρεσίες τους τρεις τελευταίους μήνες.

3.2 ΤΙΜΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΟΥ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

Οι πιέσεις στην αλυσίδα προσφοράς αυξήθηκαν σταθερά από το κατώτατο επίπεδο που παρατηρήθηκε το καλοκαίρι του 2009 μέχρι πρόσφατα, πρωτίστως λόγω της υψηλότερης παγκόσμιας ζήτησης για πρώτες ύλες. Ως εκ τούτου, ο πληθωρισμός των τιμών παραγωγού βιομηχανικών προϊόντων αυξήθηκε στα τέλη του 2010 και το πρώτο εξάμηνο του 2011. Στη συνέχεια ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών παραγωγού υποχώρησε, αντικατοπτρίζοντας κυρίως τις διακυμάνσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων (βλ. Πίνακα 7 και Διάγραμμα 45). Χωρίς τις κατασκευές, ο πληθωρισμός των τιμών παραγωγού βιομηχανικών προϊόντων υποχώρησε σε 3,7% τον Ιανουάριο του 2012, από 4,3% το Δεκέμβριο του 2011. Η συμβολή της συνιστώσας της ενέργειας σε αυτή την πτώση ήταν οριακή μόνο, καθώς οι μειωτικές επιδράσεις από τη βάση σύγκρισης στη συγκεκριμένη συνιστώσα αντισταθμίστηκαν εν μέρει από την έντονη αύξηση των τιμών παραγωγού σε μηνιαία βάση. Το ίδιο διάστημα, ο πληθωρισμός των τιμών παραγωγού εξαιρουμένων των κατασκευών και της ενέργειας υποχώρησε σε 1,9% από 2,5%.

Όσον αφορά τα τελευταία στάδια της παραγωγικής αλυσίδας, ο ρυθμός πληθωρισμού των τιμών παραγωγού καταναλωτικών αγαθών μειώθηκε οριακά σε 3,0% τον Ιανουάριο του 2012. Τον ίδιο μήνα, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των διατροφικών καταναλωτικών αγαθών επιβραδύνθηκε σε 3,9%. Περαιτέρω μειώσεις αναμένονται τους προσεχείς μήνες, λόγω της πρόσφατης κατακόρυφης πτώσης των τιμών των βασικών ειδών διατροφής στην ΕΕ. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της συνιστώσας των καταναλωτικών αγαθών εκτός των ειδών διατροφής, που προπορεύεται των εξελίξεων στο πλαίσιο της συνιστώσας του ΕνΔΤΚ που αφορά τα βιομηχανικά αγαθά εκτός της ενέργειας, υποχώρησε σε 1,4% τον Ιανουάριο, για πρώτη φορά σε διάστημα μεγαλύτερο των δύο ετών, ενώ τους δύο προηγούμενους μήνες είχε διαμορφωθεί σε ιστορικά υψηλότερο επίπεδο (1,7%). Η υποχώρηση αυτή, σε συνδυασμό με την πτώση του πληθωρισμού των τιμών των εισαγομένων, δείχνει ότι εξασθενούν οι προϋπάρχουσες πιέσεις για το βασικό πληθωρισμό των τιμών καταναλωτή.

Οι δείκτες των ερευνών για τις τιμές πώλησης στη βιομηχανία, οι οποίοι προπορεύονται των εξελίξεων του ΔΤΠ, παρέμειναν γενικά αμετάβλητοι κοντά στους μακροχρόνιους μέσους όρους τους το Φεβρουάριο του 2012. Τα στοιχεία της έρευνας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με τις προσδοκίες για τις τιμές πώλησης φανερώνουν ότι αυτό οφείλεται στις εξελίξεις των κλάδων των καταναλωτικών αγαθών και των κεφαλαιακών αγαθών, καθώς οι προσδοκίες για τις τιμές πώλησης στους κλάδους των ενδιάμεσων αγαθών εμφανίζουν και πάλι ανοδική τάση. Όσον αφορά το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI), ο δείκτης τιμών για το προϊόν στον τομέα της μεταποίησης αυξήθηκε ελαφρά από 50,7 τον Ιανουάριο σε 51,0 το Φεβρουάριο, ενώ ο δείκτης για τις τιμές των

συντελεστών παραγωγής αυξήθηκε απότομα από 52,8 σε 58,5 το ίδιο διάστημα, μετά από τις πρόσφατες αυξήσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων και την υποτίμηση του ευρώ.

3.3 ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Αντανακλώντας τη βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας το πρώτο εξάμηνο του 2011, οι δείκτες του κόστους εργασίας κατέγραψαν σταδιακή άνοδο στη ζώνη του ευρώ (βλ. Πίνακα 8 και Διάγραμμα 47). Ωστόσο, τα τελευταία στοιχεία για τις μισθολογικές αυξήσεις φανερώνουν ενδείξεις σταθεροποίησης.

Οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας συνήθως αντιδρούν στην εξέλιξη της ανόδου του ΑΕΠ με κάποια καθυστέρηση. Ωστόσο, στις αρχές της παγκόσμιας ύφεσης του 2008-09, οι αγορές εργασίας της ζώνης του ευρώ αποδείχθηκαν μάλλον ανθεκτικές, ιδίως ως αποτέλεσμα της έντονης προσαρμογής των πραγματικών ωρών εργασίας. Σε κάθε περίπτωση όμως, η σφοδρότητα της ύφεσης τελικά οδήγησε σε έντονη μείωση της απασχόλησης και αύξηση της ανεργίας. Το Πλαίσιο 7, με τίτλο “Η προσαρμογή της αγοράς εργασίας στη ζώνη του ευρώ” αναλύει την προσαρμογή της αγοράς εργασίας της ζώνης του ευρώ κατά την ύφεση του 2008-2009, εξετάζοντας την εξέλιξη της απασχόλησης, της ανεργίας και των μισθών.

Πλαίσιο 7

Η ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το παρόν πλαίσιο εξετάζει την προσαρμογή της αγοράς εργασίας της ζώνης του ευρώ από την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης και μετά, παρακολουθώντας την πορεία της απασχόλησης, της ανεργίας και των μισθών.¹ Κατά κανόνα, παρατηρείται στενή σχέση μεταξύ της αύξησης του προϊόντος και της αγοράς εργασίας. Στη ζώνη του ευρώ όμως, η ύφεση της περιόδου 2008-09 προκάλεσε κάποιες αποκλίσεις σε αυτή τη σχέση. Στην αρχή της ύφεσης, η απασχόληση στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ αποδείχθηκε μάλλον ανθεκτική, ιδίως λόγω της έντονης μείωσης των πραγματικών ωρών εργασίας και της διαφαινόμενης τάσης των επιχειρήσεων να διατηρούν το προσωπικό τους. Πάντως, η σοβαρότητα και η επιμονή της ύφεσης οδήγησε τελικά σε μείωση της απασχόλησης και απότομη άνοδο της ανεργίας. Στη διάρκεια της επακόλουθης ανάκαμψης παρατηρήθηκε συγκρατημένη επιτάχυνση της απασχόλησης, εν μέρει λόγω της τάσης των επιχειρήσεων να διατηρούν το προσωπικό τους, ενώ η ανεργία παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα. Σημειώθηκε κάποια προσαρμογή των μισθών, αν και η εξέλιξη αυτή φαίνεται ότι οφείλεται στην εντονότερη καθοδική προσαρμογή της μεταβλητής συνιστώσας των μισθών (δηλ. των επιδομάτων, των υπερωριών κ.λπ.) και όχι στις συμβατικές αποδοχές. Συνολικά, οι πιο πρόσφατες εξελίξεις της αγοράς εργασίας στη ζώνη του ευρώ δείχνουν να ευθυγραμμίζονται και πάλι με τα ιστορικά δεδομένα. Ωστόσο, η προσαρμογή της αγοράς εργασίας στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ παρουσίασε σημαντικές διαφοροποιήσεις, που αντικατοπτρίζουν κυρίως το διαφορετικό βαθμό ευελιξίας της αγοράς εργασίας και προόδου όσον αφορά τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Απαιτείται συγκράτηση των μισθών και λήψη μέτρων για την ενίσχυση της ευελιξίας στην αγορά εργασίας προκειμένου να στηριχθεί η απασχόληση, ιδίως στις χώρες του ευρώ που παρουσιάζουν υψηλά επίπεδα ανεργίας.

Η αγορά εργασίας προσαρμόζεται κατά κανόνα στις μεταβολές της αύξησης του ΑΕΠ

Όταν μειώνεται η συνολική ζήτηση στην οικονομία, οι επιχειρήσεις συνήθως προσαρμόζουν πρώτα την παραγωγή τους, στη συνέχεια τον αριθμό των πραγματικών ωρών εργασίας και, τέλος, τον αριθμό των εργαζομένων. Υπάρχουν ενδεχομένως αρκετοί λόγοι που ωθούν τις επιχειρήσεις να μην προσαρμόζουν άμεσα τον αριθμό των πραγματικών ωρών εργασίας στην πτώση του επιπέδου της παραγωγής. Αρχικά, μπορεί οι επιχειρήσεις να εκλαμβάνουν την υποχώρηση της ζήτησης ως προσωρινή και, επιπλέον, χρειάζεται χρόνος για να σχεδιαστεί ο τρόπος αξιοποίησης του υφιστάμενου εργατικού δυναμικού υπό τις νέες συνθήκες. Εφόσον καταστεί σαφές ότι η κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας δεν είναι προσωρινή, οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε προσαρμογή των πραγματικών ωρών εργασίας. Αυτό γίνεται συνήθως χωρίς προσαρμογή του αριθμού των εργαζομένων, δηλαδή μειώνεται μόνο ο μέσος αριθμός των ωρών εργασίας. Η μείωση του αριθμού των εργαζομένων ως αντίδραση στο χαμηλότερο επίπεδο της ζήτησης αποτελεί την έσχατη λύση για τις επιχειρήσεις. Γενικά, η απασχόληση στη ζώνη του ευρώ προσαρμόζεται κατά κανόνα στις μεταβολές της παραγωγής με χρονική υστέρηση ενός έως δύο τριμήνων, παρόλο που η τάση των επιχειρήσεων να διατηρούν το προσωπικό τους μπορεί να σημαίνει ότι απαιτείται ακόμη περισσότερος χρόνος, ανάλογα με το πώς αντιλαμβάνονται οι εργοδότες τη φύση και τη διάρκεια της κάμψης και με βάση την ανάγκη να διατηρηθεί το εξειδικευμένο προσωπικό.

Η προσαρμογή της αγοράς εργασίας μετά την ύφεση της περιόδου 2008-09

Στην αρχή της ύφεσης του 2008-09 η απασχόληση στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ αποδείχθηκε μάλλον ανθεκτική, ιδίως λόγω της έντονης προσαρμογής των πραγματικών ωρών εργασίας.² Ωστόσο, η σοβαρότητα και η επιμονή της ύφεσης οδήγησε τελικά σε μείωση της απασχόλησης και σε σημαντική άνοδο της ανεργίας.³ Στα Διαγράμματα Α και Β παρουσιάζεται η προσαρμογή της αγοράς εργασίας όσον αφορά την ανεργία και την απασχόληση από το 1996. Από την αρχή της ύφεσης η σχέση μεταξύ των εξελίξεων στην αγορά εργασίας και της οικονομικής δραστηριότητας παρουσιάζει αποκλίσεις από τη συνήθη πορεία της.⁴ Συγκεκριμένα, η αύξηση του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε έντονα, αλλά η ανεργία (απασχόληση) δεν αυξήθηκε (μειώθηκε) όσο θα αναμενόταν με βάση τις ιστορικές κανονικότητες, γεγονός που φανερώνει την τάση των επιχειρήσεων να διατηρούν το προσωπικό τους. Ωστόσο, πρόσφατα η σχέση αυτή φαίνεται ότι έχει και πάλι ευθυγραμμιστεί με την κανονική ιστορική της εξέλιξη.

Μετά από περιόδους που χαρακτηρίζονται από την τάση των επιχειρήσεων να διατηρούν το προσωπικό τους, όπως αυτή που παρατηρήθηκε κατά την πρόσφατη ύφεση, είναι δυνατόν να ακολουθήσει μια περίοδος οικονομικής ανάπτυξης χωρίς αύξηση της απασχόλησης. Το φαινόμενο αυτό αναφέρεται συχνά ως “ανάπτυξη χωρίς τη δημιουργία θέσεων εργασίας” ή “ανάκαμψη χωρίς τη δημιουργία θέσεων εργασίας”. Η απόφαση της επιχείρησης να καθυστερήσει λίγο την πρόσληψη νέου προσωπικού μπορεί να οφείλεται στο ότι η επιχείρηση χρησιμοποίησε σε μικρότερο βαθμό ορισμένους πόρους, τους οποίους μπορεί να αξιοποιήσει όταν αυξηθεί εκ νέου η ζήτηση. Ως εκ τούτου, κάποιος βαθμός διατήρησης του προσωπικού της και ανάπτυξης χωρίς τη δημιουργία θέσεων εργασίας θεωρείται φυσιολογικός στη διάρκεια ενός οικονομικού κύκλου. Η εξέλιξη αυτή εξηγεί εν μέρει τις πρόσφατες εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ, η οποία παρουσίασε κάπως υποτονική ανάκαμψη της απασχόλησης, παρά την αντιστροφή της αρνητικής τάσης του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα Γ).

Μισθολογικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ

Λόγω της ύφεσης της περιόδου 2008-09, η άνοδος των μισθών επιβραδύνθηκε στη ζώνη του ευρώ. Η σοβαρότητα της ύφεσης και η συναφής αύξηση της ανεργίας είχε σημαντικό καθοδικό αντίκτυπο στη μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό το 2009, η οποία υποχώρησε από το υψηλό επίπεδο του δείγματος και σχεδόν έφθασε το χαμηλό επίπεδο του δείγματος σε λιγότερο από ένα έτος (βλ. Διάγραμμα Δ). Η άνοδος των συμβατικών αποδοχών επίσης επιβραδύνθηκε μετά την ύφεση. Ωστόσο, φαίνεται ότι μόλις στο τέλος του 2009 άρχισε η υποχώρηση της αύξησης των συμβατικών αποδοχών να αντικατοπτρίζει την υποτονικότητα της αγοράς εργασίας. Ως εκ τούτου, η μεταβλητή συνιστώσα των μισθών (δηλ. τα επιδόματα, οι υπερωρίες κ.λπ.) φαίνεται ότι προσαρμόστηκε ταχύτερα στην κάμψη της αγοράς εργασίας από ό,τι η συνιστώσα των συμβατικών αποδοχών. Γενικά, η σχέση μεταξύ ανεργίας και συμβατικών αποδοχών φαίνεται ότι δεν είναι τόσο στενή όσο η σχέση μεταξύ μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό και ανεργίας, όπως υποδεικνύει η καμπύλη Phillips που παρουσιάζεται στα Διαγράμματα Δ και Ε.

Τα πιο πρόσφατα στοιχεία για το 2011 δείχνουν ότι η μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό παρουσίασε κάποια απόκλιση από τη φυσιολογική της πορεία (βλ. Διάγραμμα Δ). Παρόλο που η αγορά εργασίας παραμένει υποτονική και χαρακτηρίζεται από υψηλό επίπεδο ανεργίας, η μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό αυξήθηκε. Στη διάρκεια του 2011 ο ρυθμός αύξησης των μισθών επιταχύνθηκε, σε επίπεδα ελαφρώς υψηλότερα από τον ιστορικό μέσο όρο. Αντίθετα, οι συμβατικές αποδοχές παρέμειναν κάτω από τον ιστορικό μέσο όρο τους.

Αν και η δυναμική των μισθών επηρεάζεται σημαντικά από την προσαρμογή των ωρών εργασίας ανά μισθωτό, οι απότομες μεταβολές της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό το 2011, παρά την εξασθένηση των αγορών εργασίας, μπορεί επίσης να οφείλονται στην εξέλιξη των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Παρατηρήθηκαν ανοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό, λόγω των υψηλών τιμών των ειδών διατροφής και της ενέργειας, καθώς και της αύξησης της φορολογίας σε ορισμένες χώρες. Σε μερικές χώρες της ζώνης του ευρώ, οι μισθοί τιμαριθμοποιούνται με βάση παλαιότερες εξελίξεις του πληθωρισμού, γεγονός που ενδεχομένως δεν επιτρέπει την προσαρμογή των μισθών όταν εξασθενεί η αγορά εργασίας. Στο Διάγραμμα ΣΤ φαίνεται ότι η μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό και ο ΕνΔΤΚ παρουσιάζουν παρόμοια εξέλιξη στη ζώνη του ευρώ, καθώς και ότι οι πρόσφατες μισθολογικές αυξήσεις ευθυγραμμίζονται σε γενικές γραμμές με την ιστορική εξέλιξη αυτής της σχέσης. Η σχέση είναι θετική, δηλαδή η αύξηση των μισθών συνδέεται με αύξηση των τιμών και αντίστροφα.

Συνολικά, από το παρόν Πλαίσιο προκύπτει ότι η ύφεση της περιόδου 2008-09 προκάλεσε κάποια απόκλιση στην στενή ιστορικά σχέση μεταξύ των εξελίξεων στην αγορά εργασίας και της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ. Εντούτοις, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία, η σχέση επανήλθε στην κανονική της πορεία, γεγονός που φανερώνει εξασθένηση των συνθηκών στην αγορά εργασίας μετά την επιβράδυνση της ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ. Το παρόν Πλαίσιο αναλύει την προσαρμογή της αγοράς εργασίας στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, αλλά τονίζεται ότι η προσαρμογή της αγοράς εργασίας παρουσίασε σημαντικές διαφοροποιήσεις στις επιμέρους χώρες, γεγονός που αντικατοπτρίζει τις διαφορές που χαρακτηρίζουν την ευελιξία και τις θεσμικές ρυθμίσεις της αγοράς εργασίας, καθώς και την πρόοδο που έχει επιτευχθεί ως προς τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Γενικά, οι χώρες της ζώνης του ευρώ στις οποίες το κόστος εργασίας αυξάνεται σχετικά γρήγορα σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα παρουσίασαν υψηλότερο ποσοστό ανεργίας (βλ. Διάγραμμα Ζ). Ως εκ τούτου, η συγκράτηση των μισθών και η ευελιξία της αγοράς εργασίας αποτελούν βασικούς παράγοντες για τη μείωση της

ανεργίας στις εν λόγω χώρες, ιδίως στην παρούσα συγκυρία, καθώς οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες φανερόνουν περαιτέρω εξασθένηση των συνθηκών στην αγορά εργασίας. Συνεπώς, η συγκράτηση της αύξησης των μισθών για να στηριχθεί η απασχόληση είναι ζωτικής σημασίας.

- 1 Λεπτομερέστερη ανάλυση όσον αφορά την εξέλιξη της αγοράς εργασίας στη ζώνη του ευρώ μέχρι το α' τρίμηνο του 2010, βλ. στο άρθρο "Labour market adjustments to the recession in the euro area", Μηνιαίο Δελτίο, ΕΚΤ, Ιούλιος 2010.
- 2 Μέτρα πολιτικής που ενθαρρύνουν την ευέλικτη απασχόληση, δηλ. προγράμματα εργασίας μικρής διάρκειας, χρησιμοποιήθηκαν ως τρόπος περιορισμού των συνεπειών της ύφεσης στην απασχόληση.
- 3 Υπάρχει ωστόσο σημαντική ανομοιογένεια μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ. Για παράδειγμα, στη Γερμανία η ανεργία μειώθηκε στη διάρκεια της κρίσης, εν μέρει λόγω των παλαιότερων μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας, π.χ. μεταρρυθμίσεις Hartz.
- 4 Αυτό το θέμα αναλύεται επίσης στο πλαίσιο "Επιστροφή στο νόμο του Okun; Πρόσφατες εξελίξεις στην παραγωγή και την ανεργία στη ζώνη του ευρώ", Μηνιαίο Δελτίο, ΕΚΤ, Ιούνιος 2011.

Οι συμβατικές αποδοχές στη ζώνη του ευρώ – που αποτελούν το μόνο διαθέσιμο δείκτη για το δ' τρίμηνο του 2011 – αυξήθηκαν κατά 1,9% σε δωδεκάμηνη βάση το Δεκέμβριο του 2011, έναντι 2,0% το Νοέμβριο. Αυτό επιβεβαιώνει ότι η επιτάχυνση που παρατηρήθηκε μέχρι το Σεπτέμβριο του 2011 μετριάστηκε τους τελευταίους μήνες του έτους. Το 2011 συνολικά, οι συμβατικές αποδοχές αυξήθηκαν κατά 2,0%, έναντι 1,7% το 2010. Η σταδιακή επιτάχυνση του δείκτη, ο οποίος αντανάκλα το μεγαλύτερο μέρος των μισθών που συμφωνούνται εκ των προτέρων μέσω συλλογικών συμβάσεων, μπορεί να φανερώνει μια καθυστερημένη αντίδραση των συμβατικών ρυθμίσεων στη βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας, η οποία οδήγησε σε ενίσχυση της διαπραγματευτικής δύναμης των εργαζομένων. Η άνοδος του πληθωρισμού που ξεκίνησε στα τέλη του 2010 ενδέχεται να έπαιξε και αυτή κάποιο ρόλο.

Άλλοι δείκτες που βασίζονται στους μισθούς επίσης φανερόνουν ορισμένες ενδείξεις σταθεροποίησης. Η αύξηση της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό διαμορφώθηκε σε 2,4% σε δωδεκάμηνη βάση το γ' τρίμηνο του 2011, ουσιαστικά αμετάβλητη έναντι των δύο προηγούμενων τριμήνων (βλ. Διάγραμμα 47). Ταυτόχρονα, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε περαιτέρω σε 1,3% σε δωδεκάμηνη βάση, ενισχυμένο ελαφρά από το β' τρίμηνο (1,2%). Αυτό οφείλεται πρωτίστως στη μείωση του ετήσιου ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας, από 1,2% το β' τρίμηνο σε 1,0% το γ' τρίμηνο, λόγω της επιβράδυνσης του ρυθμού αύξησης της παραγωγής. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ωριαίου κόστους εργασίας υποχώρησε σε 2,7% το γ' τρίμηνο, έναντι 3,2% το προηγούμενο τρίμηνο. Αυτή η επιβράδυνση αντανάκλα κυρίως εξελίξεις στον κλάδο της βιομηχανίας, καθώς η υποχώρηση στον κλάδο των κατασκευών και των υπηρεσιών της αγοράς υπήρξε πολύ λιγότερο έντονη (βλ. Διάγραμμα 48). Συνολικά, η μη μισθολογική δαπάνη εξακολούθησε να αυξάνεται με ταχύτερο ρυθμό από τη συνιστώσα του ωριαίου κόστους εργασίας στη ζώνη του ευρώ που αφορά το μισθολογικό κόστος.

3.4 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Ο ρυθμός αύξησης των εταιρικών κερδών (όπως μετρούνται βάσει του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος) επιβραδύνθηκε το γ' τρίμηνο του 2011 σε 2,0% σε δωδεκάμηνη βάση, έναντι μέσου όρου περίπου 3,5% το α' και β' τρίμηνο του έτους (βλ.

Διάγραμμα 49). Αυτή η έντονη υποχώρηση του ρυθμού της αύξησης των εταιρικών κερδών αντανακλά το μετριασμό της ετήσιας ανόδου του ΑΕΠ και, ιδίως, το μετριότερο ρυθμό αύξησης των κερδών ανά μονάδα (περιθώριο ανά μονάδα προϊόντος) που συνδέεται με τη σημαντική υποχώρηση της αύξησης της παραγωγικότητας. Το επίπεδο των κερδών παρέμεινε περίπου 2% κάτω από την κορύφωσή του πριν από την ύφεση της περιόδου 2008-2009, κατά τη διάρκεια της οποίας τα κέρδη μειώθηκαν κατά περίπου 11%.

Όσον αφορά τους μεγάλους οικονομικούς τομείς, ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης των εταιρικών κερδών στον τομέα των υπηρεσιών της αγοράς υποχώρησε σε 0,7% το γ' τρίμηνο του 2011. Η υποχώρηση ήταν μικρότερη από το μέσο όρο των δύο προηγούμενων τριμήνων (2,2%). Αντιθέτως, στον τομέα της βιομηχανίας (εκτός κατασκευών) ο δωδεκάμηνος ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών κερδών διαμορφώθηκε σε 8,7%, όπως και τα δύο προηγούμενα τρίμηνα (βλ. Διάγραμμα 50). Σε τριμηνιαία βάση, η αύξηση των εταιρικών κερδών επιταχύνθηκε με μέτριους ρυθμούς στον τομέα των υπηρεσιών της αγοράς και πιο έντονα στον τομέα της βιομηχανίας.

3.5 ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ

Όσον αφορά το μέλλον, ο πληθωρισμός ενδέχεται να παραμείνει άνω του 2% το 2012, κυρίως λόγω των πρόσφατων αυξήσεων των τιμών της ενέργειας, καθώς και των αυξήσεων στην έμμεση φορολογία που ανακοινώθηκαν πρόσφατα. Με βάση τις τρέχουσες τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί βασικών εμπορευμάτων, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού θα πρέπει να υποχωρήσει και πάλι κάτω από το 2% στις αρχές του 2013. Πιο μακροπρόθεσμα, σε ένα περιβάλλον μέτριας ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ και σταθερών μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό, οι υφιστάμενες πιέσεις στις τιμές θα πρέπει να παραμείνουν συγκρατημένες.

Πιο αναλυτικά, οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές για τον πληθωρισμό συνεχίζουν να εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις τιμές του πετρελαίου. Η πρόσφατη άνοδος των τιμών του πετρελαίου σχετίζεται εν μέρει με τις εντάσεις που περιβάλλουν τη σχεδιαζόμενη από την ΕΕ απαγόρευση των εισαγωγών πετρελαίου από το Ιράν. Πάντως, παρά την πρόσφατη μεγάλη άνοδο των τιμών του πετρελαίου (και των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί πετρελαίου), ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της συνιστώσας του ΕνΔΤΚ που αφορά την ενέργεια αναμένεται να επιβραδυνθεί τους προσεχείς μήνες λόγω των επιδράσεων από τη βάση σύγκρισης.¹ Ωστόσο, ο βαθμός στον οποίο αυτές οι επιδράσεις της βάσης σύγκρισης θα είναι πράγματι εμφανείς στην εικόνα αυτής της συνιστώσας θα εξαρτηθεί από το βαθμό επαλήθευσης των προσδοκιών που αυτή τη στιγμή ενσωματώνονται στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (δηλ. ελαφρές μειώσεις των τιμών του αργού πετρελαίου, ή τουλάχιστον όχι περαιτέρω σημαντικές αυξήσεις).

Δεδομένων των τρεχουσών τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί διατροφικών βασικών εμπορευμάτων, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τιμών των ειδών διατροφής αναμένεται να κορυφωθεί μέχρι τα μέσα του 2012, αλλά να αρχίσει να υποχωρεί στη συνέχεια, κυρίως λόγω καθοδικών επιδράσεων της βάσης σύγκρισης. Ωστόσο, υπάρχει μεγάλος βαθμός αβεβαιότητας σχετικά με τις προοπτικές των τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Επιπλέον, ο βαθμός μετακύλισης των υψηλότερων τιμών των βασικών εμπορευμάτων θα εξαρτηθεί από το επίπεδο της καταναλωτικής ζήτησης, καθώς

¹ Περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. στο πλαίσιο “Base effects and their impact on HICP inflation in 2012”, *Μηνιαίο Δελτίο*, ΕΚΤ, Φεβρουάριος 2012.

και από τη συμπεριφορά των παραγωγών και των επιχειρήσεων λιανικής, που μπορεί να αντιδράσουν στις μεταβολές των τιμών προσαρμόζοντας τα περιθώρια κέρδους τους.

Οι διαθέσιμοι πρόδρομοι δείκτες του πληθωρισμού των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών, όπως η εξέλιξη των τιμών παραγωγού καταναλωτικών αγαθών (χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και του καπνού), καθώς και των τιμών των εισαγομένων καταναλωτικών αγαθών (και πάλι χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και του καπνού), δείχνουν ότι δεν θα υπάρξει σημαντική υποχώρηση του πληθωρισμού των μη βιομηχανικών αγαθών τους προσεχείς μήνες. Συγκεκριμένα, οι καθοδικές πιέσεις που προκύπτουν από την υποχώρηση του προϊόντος και της ζήτησης μπορεί να αντισταθμιστούν από την ανοδική πίεση λόγω των αυξήσεων της έμμεσης φορολογίας.

Ομοίως, ο πληθωρισμός των τιμών των υπηρεσιών αναμένεται να παραμείνει σε γενικές γραμμές σταθερός στο τρέχον επίπεδο του τους επόμενους μήνες, αντανακλώντας τη μέτρια εξέλιξη της εγχώριας ζήτησης και τις εν πολλοίς συγκρατημένες πιέσεις στους μισθούς.

Τα πιο πρόσφατα στοιχεία για τους δείκτες του κόστους εργασίας φανερώνουν ότι οι πιέσεις από την πλευρά του εγχώριου κόστους σταθεροποιήθηκαν. Οι πιέσεις από την πλευρά του κόστους εργασίας ενδέχεται να παραμείνουν συγκρατημένες μεσοπρόθεσμα, λόγω των σχετικά μέτριων προοπτικών για την ανάπτυξη και των υποτονικών συνθηκών που εξακολουθούν να επικρατούν στην αγορά εργασίας. Ο ρυθμός αύξησης των επιχειρηματικών κερδών αναμένεται να επιβραδυνθεί περαιτέρω, στο πλαίσιο των μέτριων προοπτικών για την άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας και των υποτονικών εξελίξεων της παραγωγικότητας.

Οι μακροοικονομικές προβολές Μαρτίου 2012 των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ προβλέπουν ότι ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ θα διαμορφωθεί μεταξύ 2,1% και 2,7% το 2012 και μεταξύ 0,9% και 2,3% το 2013. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές Δεκεμβρίου 2011 των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, τα διαστήματα διακύμανσης του πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ μετατοπίστηκαν προς τα άνω, ιδίως το διάστημα για το 2012.

Οι κίνδυνοι για τους προβλεπόμενους ρυθμούς πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ τα προσεχή έτη εξακολουθούν να φαίνονται ισορροπημένοι σε γενικές γραμμές: οι ανοδικοί κίνδυνοι που θα επικρατήσουν βραχυπρόθεσμα οφείλονται στις υψηλότερες από ό,τι αναμενόταν τιμές του πετρελαίου και τις αυξήσεις της έμμεσης φορολογίας, ενώ συνεχίζουν να υφίστανται καθοδικοί κίνδυνοι λόγω των πιο υποτονικών από ό,τι αναμενόταν εξελίξεων της οικονομικής δραστηριότητας.

4 Η ΠΑΡΑΓΩΓΗ, Η ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ Η ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Το πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ μειώθηκε κατά 0,3% το δ' τρίμηνο του 2011. Σύμφωνα με στοιχεία πρόσφατων ερευνών, υπάρχουν ενδείξεις κάποιας σταθεροποίησης της οικονομικής δραστηριότητας, αν και σε χαμηλό ακόμη επίπεδο. Όσον αφορά το μέλλον, η οικονομία της ζώνης του ευρώ αναμένεται να ανακάμψει σταδιακά στη διάρκεια του έτους. Τις προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα θα στηρίζουν η εξωτερική ζήτηση, τα πολύ χαμηλά βραχυπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ και όλα τα μέτρα που λαμβάνονται για την ενίσχυση της ομαλής λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ. Εντούτοις, οι διατηρούμενες εντάσεις στις αγορές κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ και ο αντίκτυπός τους στις πιστωτικές συνθήκες, καθώς και η διαδικασία εξυγίανσης των ισολογισμών στο χρηματοπιστωτικό και το μη χρηματοπιστωτικό τομέα, αναμένεται ότι θα εξακολουθήσουν να επηρεάζουν αρνητικά τη δυναμική της ανάπτυξης.

Η εκτίμηση αυτή αντανακλάται επίσης στις μακροοικονομικές προβολές Μαρτίου 2012 των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ, σύμφωνα με τις οποίες ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα διαμορφωθεί μεταξύ -0,5% και 0,3% το 2012 και μεταξύ 0,0% και 2,2% το 2013. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές Δεκεμβρίου του 2011 των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, τα διαστήματα αναθεωρήθηκαν ελαφρώς προς τα κάτω. Την εν λόγω προοπτική εξακολουθούν να χαρακτηρίζουν καθοδικοί κίνδυνοι.

4.1 ΟΙ ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ ΤΟΥ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΥ ΑΕΠ ΚΑΙ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ

Σύμφωνα με τη δεύτερη δημοσίευση στοιχείων της Eurostat, το πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ συρρικνώθηκε κατά 0,3%, σε τριμηνιαία βάση, το δ' τρίμηνο του 2011, μετά από θετικούς, αν και πτωτικούς, ρυθμούς ανόδου τα τρία προηγούμενα τρίμηνα (βλ. Διάγραμμα 51). Ως εκ τούτου, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,4% το 2011, δηλ. διαμορφώθηκε σε επίπεδο ελαφρώς χαμηλότερο από τις προβλέψεις των περισσότερων αναλυτών ένα έτος νωρίτερα. Το αποτέλεσμα για το δ' τρίμηνο αντικατοπτρίζει την αρνητική συμβολή της εγχώριας ζήτησης και των μεταβολών των αποθεμάτων, ενώ οι καθαρές εξαγωγές είχαν θετική συμβολή. Το α' τρίμηνο του 2012 αναμένεται συγκρατημένη βελτίωση, καθώς οι διαθέσιμοι δείκτες φανερώνουν σταθερή γενικά άνοδο του ΑΕΠ το συγκεκριμένο τρίμηνο, μετά από τη μείωση του προϊόντος στο τέλος του 2011.

ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ

Μετά από άνοδο 0,3% σε τριμηνιαία βάση το γ' τρίμηνο του 2011, η ιδιωτική κατανάλωση μειώθηκε κατά 0,4% σε τριμηνιαία βάση, υποχωρώντας σε επίπεδο σαφώς χαμηλότερο από την κορυφαία τιμή της περιόδου προ της ύφεσης που είχε σημειωθεί το α' τρίμηνο του 2008. Το αποτέλεσμα για το δ' τρίμηνο του 2011 πιθανότατα αντανακλά τον αρνητικό ρυθμό αύξησης της κατανάλωσης αγαθών λιανικής και υπηρεσιών, καθώς ο αριθμός των νέων επιβατικών αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία αυξήθηκε ελαφρά. Οι πρόσφατες πληροφορίες, όπως καταγράφονται στους βραχυπρόθεσμους δείκτες και τις έρευνες, δείχνουν συνεχιζόμενη εξασθένηση της καταναλωτικής δαπάνης στη ζώνη του ευρώ το επόμενο διάστημα.

Η υποτονική ανάκαμψη της κατανάλωσης αντικατοπτρίζει σε μεγάλο βαθμό τις μεταβολές του πραγματικού εισοδήματος, που αποτελούν βασικό προσδιοριστικό παράγοντα της τάσης της καταναλωτικής δαπάνης. Παρόλο που το συνολικό πραγματικό εισόδημα στηρίχθηκε από τη θετική αύξηση της απασχόλησης στη διάρκεια του 2011, παράλληλα διαβρώθηκε από τις ανατιμήσεις των τροφίμων και της ενέργειας. Ωστόσο,

όσον αφορά το μέλλον, αναμένεται να αντιστραφούν οι επιδράσεις των εν λόγω παραγόντων, καθώς εκτιμάται ότι ο πληθωρισμός θα αποκλιμακωθεί σταδιακά (βλ. Ενότητα 3), ενώ οι συνθήκες στην αγορά εργασίας ενδέχεται να παραμείνουν υποτονικές. Το εισόδημα των νοικοκυριών σε πραγματικούς όρους μειώθηκε ελαφρά σε δωδεκάμηνη βάση το γ' τρίμηνο του 2011, για πρώτη φορά από το 2010. Ως εκ τούτου, το ποσοστό αποταμίευσης υποχώρησε περαιτέρω και διαμορφώνεται πλέον στα επίπεδα των αρχών του 2006.

Όσον αφορά τη βραχυχρόνια δυναμική το α' τρίμηνο του 2012, τόσο τα "αντικειμενικά" όσο και τα "υποκειμενικά" στοιχεία δείχνουν συνεχιζόμενη υποτονικότητα της καταναλωτικής δαπάνης. Παρόλο που οι λιανικές πωλήσεις τον Ιανουάριο αυξήθηκαν κατά 0,3% σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα, ήταν κατά 0,2% χαμηλότερες από το μέσο επίπεδο του δ' τριμήνου του 2011. Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για τις λιανικές πωλήσεις αυξήθηκε από 42,9 τον Ιανουάριο σε 47,9 το Φεβρουάριο. Ο δείκτης εξακολουθεί να υποδεικνύει πτώση των πωλήσεων, καθώς υπολείπεται του θεωρητικού ορίου μηδενικής ανάπτυξης (50). Σύμφωνα με τις έρευνες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, κατά μέσο όρο, τους δύο αυτούς μήνες οι επιχειρηματικές προσδοκίες στον τομέα λιανικής διαμορφώθηκαν σε επίπεδο χαμηλότερο τόσο από το μέσο επίπεδο του δ' τριμήνου του 2011, όσο και από το μακροχρόνιο μέσο όρο τους. Ο αριθμός των νέων επιβατικών αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε κατά 12,2% σε μηνιαία βάση τον Ιανουάριο, μια εξέλιξη η οποία αντικατοπτρίζει πρωτίστως τα πολύ υψηλά επίπεδα που είχαν διαμορφωθεί σε αρκετές χώρες. Τον Ιανουάριο του 2012 ο αριθμός αυτός ήταν 10% χαμηλότερος από το μέσο όρο του δ' τριμήνου 2011. Η εξέλιξη αυτή συνιστά σημαντική επιδείνωση σε σύγκριση με το δ' τρίμηνο, όταν ο αριθμός των νέων επιβατικών αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία είχε αυξηθεί κατά 1,4% σε τριμηνιαία βάση. Επιπλέον, ο δείκτης αναμενόμενων σημαντικών αγορών που καταρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή υποχώρησε μεταξύ Ιανουαρίου και Φεβρουαρίου 2012, παραμένοντας έτσι σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο και καταδεικνύοντας τη συνεχιζόμενη έλλειψη δυναμικής της κατανάλωσης διαρκών καταναλωτικών αγαθών. Αντίθετα, ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών, που παρέχει μια αρκετά σαφή εικόνα για την εξέλιξη της καταναλωτικής τάσης, αυξήθηκε το Φεβρουάριο για δεύτερο συνεχή μήνα, μετά από υποχώρηση το δεύτερο εξάμηνο του 2011 (βλ. Διάγραμμα 52). Ωστόσο, ο δείκτης παραμένει σαφώς χαμηλότερος από τον ιστορικό μέσο όρο του, εξέλιξη που, ως εκ τούτου, είναι συμβατή με τη συνεχιζόμενη υποτονικότητα της καταναλωτικής δαπάνης. Το Πλαίσιο 8 εξετάζει τις πρόσφατες εξελίξεις της εμπιστοσύνης των καταναλωτών από μια πιο μακροπρόθεσμη προοπτική.

Πλαίσιο 8

ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΜΠΙΣΤΟΣΥΝΗ ΤΩΝ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΩΝ ΚΑΙ Η ΣΥΝΔΕΣΗ ΤΗΣ ΜΕ ΤΗΝ ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ

Η εμπιστοσύνη των καταναλωτών στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε το Φεβρουάριο του 2012 για δεύτερο συνεχή μήνα, μετά από την κατακόρυφη πτώση που σημείωσε το δεύτερο εξάμηνο του 2011. Αν και παραμένει πολύ χαμηλότερα από το μακροχρόνιο μέσο όρο της, η εμπιστοσύνη των καταναλωτών υπερβαίνει κατά πολύ το χαμηλότερο επίπεδο που παρατηρήθηκε το Μάρτιο του 2009 στη διάρκεια της πιο πρόσφατης ύφεσης. Στο παρόν Πλαίσιο εξετάζονται οι πρόσφατες εξελίξεις όσον αφορά την εμπιστοσύνη των καταναλωτών στη ζώνη του ευρώ και στις τέσσερις μεγαλύτερες χώρες της ζώνης, καθώς και η χρησιμότητα του δείκτη για την αξιολόγηση της εξέλιξης της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Διαφορές μεταξύ των χωρών όσον αφορά την εμπιστοσύνη των καταναλωτών

Η πρόσφατη βελτίωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών στο σύνολο της ζώνης του ευρώ συγκαλύπτει διαφορετικές εξελίξεις από χώρα σε χώρα (βλ. Διάγραμμα Α). Παρατηρώντας τις εξελίξεις από το πιο πρόσφατο κατώτατο επίπεδο το Μάρτιο του 2009, παρατηρείται σημαντική βελτίωση στην εμπιστοσύνη των καταναλωτών στη Γερμανία και την Ισπανία. Στη Γαλλία η βελτίωση ήταν περιορισμένη, ενώ στην Ιταλία η εμπιστοσύνη των καταναλωτών, ενώ αρχικά ανέκαμψε, βαθμιαία υποχώρησε σε επίπεδα παρόμοια με εκείνα της ύφεσης του 2008-09.

Παράγοντες που διαμορφώνουν την εμπιστοσύνη των καταναλωτών

Προκειμένου να αναλυθούν λεπτομερώς οι παράγοντες που καθορίζουν τις εξελίξεις στην εμπιστοσύνη των καταναλωτών από τις αρχές του 2009, είναι απαραίτητο να εξετάσουμε και τις τέσσερις συνιστώσες του δείκτη, οι οποίες αντιστοιχούν σε ερωτήματα από τη μηνιαία έρευνα καταναλωτών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Μεταξύ άλλων θέτει ένα ερώτημα στους συμμετέχοντες σχετικά με τις προσδοκίες τους για τις εξελίξεις το επόμενο δωδεκάμηνο όσον αφορά (α) τη γενική οικονομική κατάσταση, (β) την ανεργία, (γ) την χρηματοοικονομική κατάσταση των νοικοκυριών τους και (δ) τις προθέσεις τους όσον αφορά την αποταμίευση. Ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών είναι ο αριθμητικός μέσος της διαφοράς μεταξύ θετικών και αρνητικών απαντήσεων¹ στις εν λόγω ερωτήσεις, με εφαρμογή ίσων συντελεστών στάθμισης σε όλες τις ερωτήσεις. Το Διάγραμμα Β δείχνει τις συμβολές των τεσσάρων συνιστωσών στο δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών για το σύνολο της ζώνης του ευρώ από το κατώτατο σημείο που είχε φθάσει στην πιο πρόσφατη περίοδο ύφεσης.

Σε επίπεδο ζώνης του ευρώ, οι αλλαγές στις προσδοκίες όσον αφορά την εξέλιξη της ανεργίας είχαν τη μεγαλύτερη συμβολή στη βελτίωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών από το Μάρτιο του 2009 έως τον Ιούνιο του 2011 και ακολούθησαν οι αλλαγές στις προσδοκίες όσον αφορά τη γενική οικονομική κατάσταση. Οι θέσεις των ερωτηθέντων αναφορικά με την αναμενόμενη αποταμίευση και την οικονομική κατάσταση των νοικοκυριών τους επίσης βελτιώθηκαν, αν και σε μικρότερο βαθμό. Γενικά, οι απαντήσεις στα ερωτήματα σχετικά με την οικονομία στο σύνολό της παρουσιάζουν μεγαλύτερη διακύμανση κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου από ό,τι οι απαντήσεις στα ερωτήματα που αφορούν την κατάσταση των νοικοκυριών. Λαμβάνοντας αυτό υπόψη, οι συμβολές των τεσσάρων συνιστωσών στη συνολική βελτίωση του δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών από τις αρχές του 2009 συμβαδίζει σε γενικές γραμμές με τα πρότυπα που έχουν διαμορφωθεί σε βάθος χρόνου. Όλες οι συνιστώσες παρουσιάζουν υψηλό βαθμό συμμεταβολής, συμβάλλοντας και οι τέσσερις τόσο στην ανάκαμψη της εμπιστοσύνης των καταναλωτών από το πιο πρόσφατο κατώτατο σημείο της όσο και στη μείωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών το δεύτερο εξάμηνο του 2011. Από τα μέσα του 2011 και οι τέσσερις συνιστώσες παρέμειναν κάτω από το μακροχρόνιο μέσο επίπεδό τους, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Β.

Η σύνδεση με την εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης

Η χρησιμότητα της εμπιστοσύνης των καταναλωτών για την αξιολόγηση της εξέλιξης της ιδιωτικής κατανάλωσης στη ζώνη του ευρώ μπορεί να σκιαγραφηθεί εξετάζοντας τους συσχετισμούς ανάμεσα στη διαφορά θετικών και αρνητικών απαντήσεων και την αύξηση της πραγματικής ιδιωτικής κατανάλωσης σε ετήσια και τριμηνιαία βάση. Γενικά, ο

δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών παρουσιάζει σχετικά υψηλή συσχέτιση 0.72 με τις ετήσιες εξελίξεις στην ιδιωτική κατανάλωση (βλ. Διάγραμμα Γ και τον πίνακα), ενώ η συσχέτιση με τον τριμηνιαίο ρυθμό αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης είναι 0.49.2 Εξετάζοντας δείγμα περιόδων σε βάθος πενταετίας, οι συσχετίσεις παρουσιάζουν σημαντικές διαφοροποιήσεις διαχρονικά (βλ. Διάγραμμα Δ). Συγκεκριμένα, την περίοδο 2001-07 σημειώθηκε προσωρινά αποσύνδεση των δύο μεταβλητών. Στη διάρκεια της εν λόγω περιόδου, τα επεισόδια υψηλής αβεβαιότητας και γεωπολιτικών εντάσεων επηρέασαν την εμπιστοσύνη των καταναλωτών, ενώ ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης παρέμεινε σχετικά σταθερός. Στη συνέχεια, η συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών αυξήθηκε αισθητά, σε επίπεδο υψηλότερο από τον ιστορικό μέσο όρο. Αυτό ενδεχομένως να αντικατοπτρίζει διαρθρωτικές αλλαγές στη σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Αυτό επίσης προκύπτει και από τους ελέγχους σταθερότητας των συντελεστών στις εκτιμώμενες παραμέτρους απλών παλινδρομήσεων του ρυθμού μεταβολής της ιδιωτικής κατανάλωσης (σε ετήσια και τριμηνιαία βάση) στην εμπιστοσύνη των καταναλωτών, σε διαφορετικές χρονικές περιόδους.

Η συσχέτιση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και της αύξησης της πραγματικής ιδιωτικής κατανάλωσης διαφέρει σημαντικά από χώρα σε χώρα. Εστιάζοντας στις τέσσερις μεγαλύτερες χώρες της ζώνης του ευρώ, η συσχέτιση με την ετήσια αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης είναι σχετικά υψηλή για την Ισπανία, ενώ κάπως χαμηλότερη για τη Γαλλία και την Ιταλία και ιδιαίτερα χαμηλή για τη Γερμανία (βλ. πίνακα). Και οι τέσσερις χώρες παρουσιάζουν διακυμάνσεις στη συσχέτιση με την πάροδο του χρόνου. Κατά την πιο πρόσφατη πενταετή περίοδο παρατηρήθηκε υψηλότερη συσχέτιση από ό,τι την προηγούμενη πενταετία.

Συνολικά, η χρησιμότητα των εξελίξεων στην εμπιστοσύνη των καταναλωτών για την αξιολόγηση των εξελίξεων στην πραγματική ιδιωτική κατανάλωση ποικίλλει από χώρα σε χώρα και από περίοδο σε περίοδο. Απαιτείται προσοχή στη συναγωγή συμπερασμάτων όσον αφορά την αύξηση της κατανάλωσης με βάση την εμπιστοσύνη των καταναλωτών, λόγω της αστάθειας των σχέσεων τόσο σε επίπεδο χωρών όσο και σε επίπεδο ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, αυτή η πληροφορία μπορεί να είναι χρήσιμη σε συνδυασμό με άλλους βραχυχρόνιους δείκτες της κατανάλωσης. Η πρόσφατη βελτίωση στην εμπιστοσύνη των καταναλωτών στη ζώνη του ευρώ μπορεί να θεωρηθεί ως εκ τούτου θετικό σημάδι όσον αφορά την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης το επόμενο διάστημα.

- 1 Η διαφορά μεταξύ θετικών και αρνητικών απαντήσεων σε κάθε συνιστώσα υπολογίζεται εάν αφαιρέσουμε το ποσοστό των ερωτηθέντων που αναμένουν επιδείνωση από το ποσοστό των ερωτηθέντων που αναμένουν βελτίωση, αγνοώντας τις απαντήσεις "παρέμεινε το ίδιο" και "δεν γνωρίζω". Εκφράζεται ως εκατοστιαία διαφορά.
- 2 Οι ερωτήσεις της έρευνας αφορούν μελλοντικές εξελίξεις, δηλ. τα αποτελέσματα θα συσχετίζονται με τη μελλοντική κατανάλωση. Στην πράξη όμως, οι σύγχρονοι συσχετισμοί είναι υψηλότεροι από τους συσχετισμούς μεταξύ της τρέχουσας ιδιωτικής κατανάλωσης και της εμπιστοσύνης των καταναλωτών σε προηγούμενες περιόδους.

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Η σταδιακή βελτίωση των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου τα δύο τελευταία χρόνια διακόπηκε στα μέσα του 2011, καθώς ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης των επενδύσεων επιβραδύνθηκε κατά 0,7% το δ' τρίμηνο, υποδηλώνοντας συρρίκνωση για τρίτο συνεχές τρίμηνο.

Η πλήρης ανάλυση των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου δεν είναι ακόμη διαθέσιμη για το δ' τρίμηνο του 2011. Σύμφωνα με βραχυπρόθεσμοι δείκτες, οι επενδύσεις εκτός των κατασκευών – οι οποίες αντιστοιχούν στο ήμισυ του συνόλου των επενδύσεων – ήταν πιθανώς αποδυναμωμένες. Η υποτονική γενικά εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας και των επιχειρηματικών κερδών, σε συνδυασμό με τις δυσμενείς συνθήκες χρηματοδότησης, εκτιμάται ότι επηρέασαν αρνητικά την αύξηση των επενδύσεων εκτός των κατασκευών το δ' τρίμηνο του 2011. Η υποχώρηση του βαθμού χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού στη ζώνη του ευρώ και των επιχειρηματικών προσδοκιών στη μεταποίηση, καθώς και τα διαθέσιμα συγκεντρωτικά στοιχεία για τις επιμέρους χώρες, στηρίζουν αυτή την εικόνα. Οι επενδύσεις σε κατοικίες και σε λοιπές κατασκευές ενδέχεται να μειώθηκαν το δ' τρίμηνο, όπως φανερώνει η επιδείνωση των μηνιαίων δεικτών για την παραγωγή και των επιχειρηματικών προσδοκιών στον τομέα των κατασκευών. Η γενικότερη επιδείνωση των συνθηκών χρηματοδότησης ενδεχομένως επηρέασε και αυτή δυσμενώς τις επενδύσεις σε κατασκευές το δ' τρίμηνο. Επίσης, η συνεχιζόμενη δημοσιονομική εξυγίανση σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ εξακολούθησε να ασκεί δυσμενή επίδραση στις δημόσιες επενδύσεις.

Όσον αφορά το α' τρίμηνο του 2012, οι λίγοι διαθέσιμοι πρώτοι δείκτες φανερώνουν ότι διατηρείται η υποτονικότητα των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου εκτός των κατασκευών στη ζώνη του ευρώ. Οι νέες παραγγελίες κεφαλαιακών αγαθών από τη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν περαιτέρω το Δεκέμβριο του 2011. Ο βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού σταθεροποιήθηκε σε γενικές γραμμές σε επίπεδο χαμηλότερο από το μακροπρόθεσμο μέσο όρο του. Η διαθέσιμη χρηματοδότηση χαρακτηρίζεται από στενότητα, γεγονός που επηρεάζει δυσμενώς τις παραγωγικές επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου. Ενώ τα στοιχεία των ερευνών για τις επιχειρηματικές προσδοκίες στη βιομηχανία, όπως ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για τον τομέα της μεταποίησης και η συνιστώσα του δείκτη που αφορά τις νέες παραγγελίες, εμφάνισαν κάποια βελτίωση τον Ιανουάριο και το Φεβρουάριο του 2012, τα επίπεδα που καταγράφηκαν εξακολουθούν να υποδεικνύουν συρρίκνωση στο συγκεκριμένο τομέα. Παρόλο που οι προοπτικές για τις επενδύσεις σε κατασκευές είναι ελαφρώς πιο ευνοϊκές το α' τρίμηνο του 2012 από ό,τι το προηγούμενο τρίμηνο, αναμένεται ότι η δραστηριότητα θα παραμείνει υποτονική, καθώς συνεχίζεται η σταδιακή προσαρμογή στις περιοχές όπου παρατηρήθηκε εξαιρετικά έντονη επέκταση της δραστηριότητας την περίοδο πριν από την κρίση. Τα στοιχεία των ερευνών επίσης φανερώνουν υποτονική δραστηριότητα στο συγκεκριμένο τομέα.

Οι επενδύσεις εκτός των κατασκευών αναμένεται ότι θα ενισχυθούν ελαφρά στη διάρκεια του 2012, συμβαδίζοντας με τη σταδιακή ανάκαμψη της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας. Πιο υποτονικός ρυθμός αύξησης προβλέπεται για τις επενδύσεις στον τομέα των κατασκευών. Υπάρχουν καθοδικοί κίνδυνοι όσον αφορά τις προοπτικές και η αβεβαιότητα είναι αυξημένη.

ΔΗΜΟΣΙΑ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ

Ο ρυθμός αύξησης της δημόσιας κατανάλωσης ήταν συγκρατημένος, αντικατοπτρίζοντας τις προσπάθειες δημοσιονομικής εξυγίανσης σε μερικές χώρες. Μετά από ελαφρά υποχώρηση σε τριμηνιαία βάση το γ' τρίμηνο του 2011, η πραγματική δημόσια κατανάλωση συνέχισε να υποχωρεί το δ' τρίμηνο.

Όσον αφορά τις επιμέρους συνιστώσες, η συγκράτηση της μισθολογικής δαπάνης του Δημοσίου, που αντιπροσωπεύει συνολικά το ήμισυ σχεδόν της συνολικής δημόσιας κατανάλωσης, αποτέλεσε σημαντικό παράγοντα μετριασμού του συνόλου της ονομαστικής δημόσιας κατανάλωσης. Ο περιορισμός αυτός οφείλεται στις συγκρατημένες

μισθολογικές εξελίξεις και τη μείωση του αριθμού των απασχολούμενων σε αρκετές χώρες. Οι δαπάνες της ενδιάμεσης δημόσιας κατανάλωσης (που αφορούν μερίδιο των δαπανών ελαφρώς μικρότερο από το ένα τέταρτο του συνόλου) επίσης μειώνονται σταδιακά, λόγω των συνεχιζόμενων προσπαθειών δημοσιονομικής εξυγίανσης. Η αύξηση των κοινωνικών μεταβιβάσεων σε είδος, που επίσης αναλογούν στο 1/4 σχεδόν της δημόσιας κατανάλωσης, ανταποκρίνεται περισσότερο στους ιστορικούς μέσους όρους του εν λόγω μεγέθους. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι οι κοινωνικές μεταβιβάσεις σε είδος περιλαμβάνουν ορισμένες κατηγορίες όπως οι δαπάνες για την υγεία, που εμφανίζουν κάπως αυτόνομη δυναμική.

Όσον αφορά το μέλλον, η ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης από τη δημόσια κατανάλωση αναμένεται ότι θα παραμείνει συγκρατημένη τα προσεχή τρίμηνα, αντανακλώντας τις προσπάθειες για δημοσιονομική εξυγίανση που αναμένεται να καταβάλλουν ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ

Μετά τη σε μεγάλο βαθμό εξάντληση των αποθεμάτων που ακολούθησε τη βαθεία ύφεση του 2008 και του 2009 και την αναπλήρωσή τους μόνο εν μέρει κατά την επακόλουθη ανάκαμψη, τα αποθέματα που είχαν στη διάθεσή τους οι παραγωγοί ήταν αρκετά περιορισμένα. Ωστόσο, η επιβράδυνση της δραστηριότητας απαιτούσε περαιτέρω συγκράτηση του ρυθμού καθαρής αναπλήρωσης των αποθεμάτων που παρατηρήθηκε στις αρχές του 2011, με αποτέλεσμα η συμβολή των αποθεμάτων στην ανάπτυξη το δεύτερο εξάμηνο του 2011 να είναι αξιοσημείωτα αρνητική.

Η αναπλήρωση των αποθεμάτων που καταγράφεται στους εθνικούς λογαριασμούς από το γ' τρίμηνο του 2010 μάλλον αντανακλά την εντονότερη από ό,τι αναμενόταν ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, και όχι τόσο την απόπειρα των επιχειρήσεων να χαλαρώσουν τις αυστηρές πολιτικές για τα αποθέματα που είχαν εφαρμόσει σταδιακά στο παρελθόν, ιδίως μετά τη πτώχευση της Lehman Brothers. Πράγματι, τόσο οι έρευνες όσο και αποσπασματικά στοιχεία τείνουν να υποδεικνύουν αυστηρή διαχείριση των αποθεμάτων στην αλυσίδα της προσφοράς από το 2010 έως τα μέσα του 2011. Εντούτοις, η σημαντική ενίσχυση των αποθεμάτων στα μέσα του 2011 (0,7% του ΑΕΠ σε όρους αξίας το β' τρίμηνο του 2011) σε συνδυασμό με τη σημαντική επιδείνωση των επιχειρηματικών προοπτικών το καλοκαίρι του 2011 ώθησαν τις επιχειρήσεις να μεταβάλλουν την αξιολόγησή τους για τα επίπεδα των αποθεμάτων σε διάστημα μόλις λίγων μηνών. Σύμφωνα με τις έρευνες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις επιχειρήσεις, τα επίπεδα αυτά θεωρούνται πλέον σχεδόν φυσιολογικά. Πράγματι, η διαφορά θετικών/αρνητικών εκτιμήσεων (δηλ. κατά πόσον τα αποθέματα θα ήταν υψηλότερα ή χαμηλότερα του κανονικού επιπέδου ή γύρω στο κανονικό επίπεδο) επανήλθε στον ιστορικό μέσο όρο της. Μέχρι πρόσφατα, οι έρευνες του Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) έδειχναν και αυτές ότι οι μεταποιητικές επιχειρήσεις επιτάχυναν τη μείωση των εισροών και των αποθεμάτων λιανικής το δ' τρίμηνο του 2011 και, σε μικρότερο βαθμό, των αποθεμάτων τελικών προϊόντων (αντικατοπτρίζοντας το γεγονός ότι ως ένα βαθμό δεν επεδίωκαν αυτή την αύξηση ή ότι οι μειώσεις ήταν μικρότερες από τις αναμενόμενες).

Η νέα εικόνα που διαμορφώθηκε ανέκοψε τη θετική γενικά συμβολή των αποθεμάτων στην ανάπτυξη επί οκτώ συνεχή τρίμηνα. Έτσι, η συμβολή των αποθεμάτων έγινε αρνητική (-0,2 της εκατοστιαίας μονάδας) το γ' και το δ' τρίμηνο του 2011. Εάν ληφθούν υπόψη η κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας και ο ρυθμός αναπλήρωσης των αποθεμάτων που καταγράφεται στους εθνικούς λογαριασμούς, υπάρχει δυναμική για περαιτέρω αρνητική συμβολή τα προσεχή τρίμηνα. Ωστόσο, δεδομένου ότι το αρχικό επίπεδο των αποθεμάτων είναι αρκετά χαμηλό, σε αυτό το στάδιο δεν υπάρχουν μεγάλα

περιθώρια για εντατική διάθεση των αποθεμάτων με ρυθμούς παρόμοιους εκείνων που παρατηρήθηκαν μετά την πτώχευση της Lehman Brothers. Τα πιο πρόσφατα αποτελέσματα των ερευνών (τόσο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής όσο και του δείκτη PMI) του Φεβρουαρίου 2012, τα οποία υποδεικνύουν αρκετά απότομη επιβράδυνση του ρυθμού διάθεσης των αποθεμάτων, φανερώνουν ενδεχομένως ότι θα υπάρξει αντιστροφή αυτής της πορείας νωρίτερα από ό,τι αναμένεται.

ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ

Οι εισαγωγές της ζώνης του ευρώ συνέχισαν να εμφανίζουν χρονική υστέρηση έναντι των εξαγωγών το δ' τρίμηνο του 2011, συνεχίζοντας την πορεία που ακολουθούσαν σε όλη τη διάρκεια του έτους. Στην πράξη, το δ' τρίμηνο οι εισαγωγές και οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών μειώθηκαν κατά 1,2% και 0,4%, αντίστοιχα, σε τριμηνιαία βάση. Οι εξελίξεις αυτές προκάλεσαν θετική συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου της ζώνης του ευρώ στην αύξηση του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ κατά 0,3 της εκατοστιαίας μονάδας το δ' τρίμηνο του 2011. Αξίζει να σημειωθεί ότι το εμπορικό ισοζύγιο στηρίζει την αύξηση του ΑΕΠ από τότε που η ζώνη του ευρώ άρχισε να ανακάμπτει από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση στα μέσα του 2009, εκτός από μία οριακά αρνητική συμβολή που καταγράφηκε το α' τρίμηνο του 2010.

Η συρρίκνωση των εισαγωγών της ζώνης του ευρώ το δ' τρίμηνο του 2011 οφείλεται κυρίως στη χαμηλότερη εγχώρια ζήτηση, παρόλο που η υποτίμηση του ευρώ σε όρους ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας το δεύτερο εξάμηνο του 2011 διαδραμάτισε επίσης κάποιο ρόλο. Η υποτονικότητα των εξαγωγών αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στη συρρίκνωση των εμπορικών συναλλαγών εντός της ζώνης του ευρώ και των εξαγωγών προς εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη της ΕΕ, τουλάχιστον σε ό,τι αφορά το εμπόριο αγαθών (βλ. Διάγραμμα 53). Παραδοσιακά, αυτοί οι εξαγωγικοί προορισμοί μαζί αφορούν συνήθως τα 2/3 των συνολικών εξαγωγών αγαθών της ζώνης του ευρώ. Παράλληλα, οι εξαγωγές αγαθών προς την Ασία, τις χώρες του ΟΠΕΚ και, σε μικρότερο βαθμό, τις ΗΠΑ μεγεθύνθηκαν με έντονο ρυθμό. Με αυτά τα δεδομένα, στο Πλαίσιο 9 αναλύονται οι πιο μακροχρόνιες εξελίξεις των εμπορικών συναλλαγών εκτός και εντός της ζώνης του ευρώ.

Παρά την υποτονική δυναμική του εμπορίου προς το τέλος του 2011, οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες φανερώνουν ότι οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ μπορεί να ενισχυθούν και πάλι στο εγγύς μέλλον, καθώς διαφαίνονται ενδείξεις σταθεροποίησης της εξωτερικής ζήτησης. Ο δείκτης PMI για τις νέες παραγγελίες εξαγωγών του τομέα της μεταποίησης της ζώνης του ευρώ σημείωσε περαιτέρω άνοδο το Φεβρουάριο του 2012 και διαμορφώνεται πλέον σε 48,5, δηλ. πέντε μονάδες δείκτη πάνω από το κατώτατο σημείο που καταγράφηκε το Νοέμβριο του 2011. Πρόσφατα διαφάνηκαν ενδείξεις σταθεροποίησης και στην πλευρά των εισαγωγών. Ωστόσο, οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές για τις εισαγωγές της ζώνης του ευρώ παραμένουν μάλλον υποτονικές, συμβαδίζοντας με τη σταδιακή ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ.

Πλαίσιο 9

ΠΙΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΕΝΤΟΣ ΚΑΙ ΕΚΤΟΣ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το εμπόριο συμβάλλει σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη και μεγέθυνση μιας χώρας. Όταν μετρείται το πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ, μόνο οι εκτός ζώνης του ευρώ

εμπορικές συναλλαγές συμβάλλουν στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ, καθώς οι εντός ζώνης του ευρώ εξαγωγές ισούνται εξ ορισμού με τις εντός ζώνης του ευρώ εισαγωγές. Ωστόσο, όταν εξετάζονται οι επιμέρους χώρες, σημαντική πηγή ανάπτυξης δεν αποτελεί μόνο το εκτός ζώνης του ευρώ εμπόριο, αλλά και το εντός ζώνης του ευρώ εμπόριο. Το παρόν πλαίσιο παρουσιάζει τις εξελίξεις στο συνολικό εμπόριο αγαθών των χωρών της ζώνης του ευρώ, καθώς και το εντός ζώνης του ευρώ εμπόριο αγαθών και την προκύπτουσα καθαρή συμβολή στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ από την εισαγωγή του ευρώ το 1999 και εξής.¹

Για να μετρηθεί η συμβολή του εντός και εκτός ζώνης του ευρώ εμπορίου στην ανάπτυξη, θα πρέπει να συνδυαστούν αρκετές πηγές στατιστικών στοιχείων. Στα τριμηνιαία εθνικολογιστικά στοιχεία για τις χώρες της ζώνης του ευρώ, δεν γίνεται διαχωρισμός των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ εντός και εκτός ζώνης του ευρώ χωρών. Ανάλυση, σε ονομαστικούς όρους, διατίθεται στα μηνιαία στατιστικά στοιχεία της Eurostat για τις εμπορικές συναλλαγές, τα οποία παρέχουν συνεπή κάλυψη του εμπορίου αγαθών στις επιμέρους χώρες. Τα μερίδια των εντός και εκτός ζώνης του ευρώ εμπορικών συναλλαγών που προκύπτουν από τα μηνιαία στατιστικά στοιχεία για τις εμπορικές συναλλαγές μπορούν στη συνέχεια να συσχετιστούν με τα εθνικολογιστικά στοιχεία για το συνολικό εμπόριο αγαθών προκειμένου να εξαχθούν εκτιμήσεις για τη συμβολή του εμπορίου στην αύξηση του ΑΕΠ.²

Το εμπόριο αγαθών της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε σημαντικά την τελευταία δεκαετία και οι πραγματικές εισαγωγές και εξαγωγές ήταν το 2010 κατά 50% υψηλότερες σε σχέση με το 1999. Ο ρυθμός ανόδου του εμπορίου ήταν ταχύτερος από το ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και συνετέλεσε στην ενίσχυση της εξωστρέφειας της οικονομίας της ζώνης του ευρώ, η οποία, όπως μετρείται από το άθροισμα των εισαγωγών και εξαγωγών αγαθών ως μερίδιο του ΑΕΠ σε πραγματικούς όρους, έφθασε το 64% το 2010, έναντι 47% το 1999.

Το εμπόριο αγαθών μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ αποτελεί περίπου το ήμισυ του συνολικού εμπορίου αγαθών της ζώνης του ευρώ (49% το 2010, έναντι 53% το 1999) και αντιστοιχούσε σε 30% περίπου του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ το 2010.³ Οι εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι οι διμερείς εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ τείνουν να είναι σημαντικά υψηλότερες από τις αναμενόμενες βάσει τυπικών προσδιοριστικών παραγόντων, συμπεριλαμβανομένης της εγγύτητας και του μεγέθους. Αυτοί οι στενοί εμπορικοί δεσμοί αποδίδονται εν μέρει στην ύπαρξη της ενιαίας αγοράς και του ενιαίου νομίσματος (“επίδραση της εισαγωγής του ευρώ”).⁴

Την περίοδο 2000-10, το εκτός ζώνης του ευρώ εμπόριο αυξήθηκε ταχύτερα από ό,τι το εντός ζώνης του ευρώ εμπόριο. Από το 2000 έως το 2010 ο όγκος του εκτός και εντός ζώνης του ευρώ εμπορίου αγαθών αυξήθηκε σωρευτικά κατά 71% και 43%, αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα Α). Αυτό οφειλόταν κυρίως στο γεγονός ότι η ζήτηση αυξανόταν ταχύτερα στον υπόλοιπο κόσμο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ. Μάλιστα, την περίοδο που ακολούθησε την απροσδόκητη κατάρρευση του εμπορίου στη διάρκεια της παγκόσμιας ύφεσης του 2008-09,⁵ το εκτός ζώνης του ευρώ εμπόριο ανέκαμψε ταχύτερα από ό,τι το εντός ζώνης του ευρώ εμπόριο.

Είθισται η συμβολή του καθαρού εμπορίου στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ να αναφέρεται ως δείκτης που καταγράφει την επίδραση του εμπορίου στην οικονομική ανάπτυξη. Θα πρέπει να σημειωθεί ωστόσο ότι αυτό δεν λαμβάνει υπόψη σημαντικές επιδράσεις του εμπορίου στην ανάπτυξη και την ευημερία, π.χ. τις δευτερογενείς επιδράσεις της τεχνολογίας και την αύξηση της ποικιλίας των προϊόντων.⁶ Όμως, η

συμβολή του καθαρού εμπορίου αποτελεί δείκτη των εξελίξεων στο εμπορικό ισοζύγιο: θετική (αρνητική) συμβολή του καθαρού εμπορίου σε μια χώρα υποδηλώνει βελτίωση (επιδείνωση) του εμπορικού ισοζυγίου της. Σε μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα, θετική μέση συμβολή του καθαρού εμπορίου αγαθών αντανακλά βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου αγαθών και ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των εξαγωγών, ενώ αρνητική μέση συμβολή του καθαρού εμπορίου αντανακλά επίμονη επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου αγαθών σε μια δεδομένη χώρα, καθώς και απώλειες ανταγωνιστικότητας των εξαγωγών.

Στο σύνολο της ζώνης του ευρώ, το καθαρό εμπόριο αγαθών συνέβαλε κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ κατά μέσο όρο από το 2000 έως το 2010, αντανακλώντας το γενικά σταθερό εκτός ζώνης του ευρώ εμπορικό πλεόνασμα αγαθών ως ποσοστό του ΑΕΠ στη διάρκεια αυτής της περιόδου (0,6% κατά μέσο όρο). Στις επιμέρους χώρες, τα αποτελέσματα είναι ανομοιόμορφα λόγω της διαφορετικής δυναμικής του εμπορικού ισοζυγίου σε κάθε χώρα. Η συμβολή του συνολικού καθαρού εμπορίου αγαθών στην αύξηση του ΑΕΠ ήταν θετική την περίοδο 2000-10 (βλ. Διάγραμμα Β) σε αρκετές χώρες, ιδίως την Ιρλανδία, η οποία αποτέλεσε εφιαλτήριο εξαγωγών για αρκετές μεγάλες πολυεθνικές εταιρίες, καθώς και στη Γερμανία, την Ολλανδία και την Αυστρία. Σε άλλες χώρες, η συμβολή του καθαρού εμπορίου στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ ήταν γενικά ουδέτερη ή αρνητική από το 2000 έως το 2010, κατά μέσο όρο. Μάλιστα, η συμβολή του καθαρού εμπορίου αγαθών στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ ήταν αρνητική στο Λουξεμβούργο (εμπορικό κέντρο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών) και σε ορισμένες από τις λιγότερο ανοικτές οικονομίες της ζώνης του ευρώ (Ιταλία, Ισπανία, Γαλλία και Πορτογαλία).

Αναλυτικότερα, το εντός ζώνης του ευρώ καθαρό εμπόριο αγαθών συνέβαλε θετικά στην ανάπτυξη στην Ολλανδία,⁷ την Ιρλανδία και την Ελλάδα και, σε μικρότερο βαθμό, στη Γερμανία και την Ισπανία (βλ. Διάγραμμα Β). Στην Αυστρία και, σε μικρότερο βαθμό, στο Βέλγιο και τη Φινλανδία, η αρνητική συμβολή του εντός ζώνης του ευρώ εμπορίου αντισταθμίστηκε από τη θετικότερη συμβολή του εκτός ζώνης του ευρώ εμπορίου. Σε άλλες χώρες, η μέση αρνητική συμβολή του καθαρού εμπορίου αγαθών την περίοδο 2000-2010 και η γενική επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου αγαθών αντανακλούσαν κυρίως τις εξελίξεις στο εκτός ζώνης του ευρώ εμπόριο (Ιταλία και Ισπανία), ενώ σε άλλες αντανακλούσαν τις εξελίξεις του εντός ζώνης του ευρώ εμπορίου (Γαλλία, Πορτογαλία και Λουξεμβούργο).

Στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ, η μέση συμβολή του καθαρού εμπορίου την περίοδο 2000-2010 δεν μεταβάλλεται σημαντικά εάν συμπεριληφθεί ή εξαιρεθεί η περίοδος μετά το 2008. Οι κύριες εξαιρέσεις είναι η Ισπανία, η Ελλάδα και η Φινλανδία. Τα έτη αμέσως πριν από την οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση, στην Ισπανία και την Ελλάδα η εγχώρια ζήτηση αυξήθηκε υπερβολικά, γεγονός που οδήγησε σε μεγάλη μέση αρνητική καθαρή συμβολή του εμπορίου στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ από το 2000 έως το 2008. Ωστόσο, από το 2008 και εξής, στο πλαίσιο της υποτονικής εγχώριας ζήτησης, το καθαρό εμπόριο είχε μεγάλη συμβολή στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ σε αυτές τις χώρες. Στη Φινλανδία, η μέση συμβολή του καθαρού εμπορίου αγαθών στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ ήταν θετική από το 2000 έως το 2008. Το 2009 η Φινλανδία σημείωσε τη μεγαλύτερη πτώση των εξαγωγών και τη μεγαλύτερη αρνητική συμβολή του καθαρού εμπορίου στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ, σε σύγκριση με τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ.

Κατά την ερμηνεία των αποτελεσμάτων που παρουσιάστηκαν έως τώρα, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη μια σημαντική επιφύλαξη, ότι δηλαδή η ανάλυση δεν περιλαμβάνει το εμπόριο υπηρεσιών, το οποίο αποτελεί το 20% περίπου του συνολικού εμπορίου της

ζώνης του ευρώ.⁸ Σε ορισμένες χώρες, το καθαρό εμπόριο υπηρεσιών συνέβαλε σημαντικά στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ διαχρονικά, ιδίως σε χώρες με μεγάλους τομείς χρηματοπιστωτικών ή επιχειρηματικών υπηρεσιών, όπως το Λουξεμβούργο και η Ιρλανδία, καθώς και στην Αυστρία, την Πορτογαλία και τη Γερμανία. Στην Αυστρία και την Πορτογαλία, το εμπόριο ταξιδιωτικών υπηρεσιών ήταν ιδιαίτερα σημαντικό, ενώ στη Γερμανία η θετική συμβολή του εμπορίου υπηρεσιών προήλθε από διάφορους τομείς.

Όσον αφορά τις πιο πρόσφατες εξελίξεις, τα διαθέσιμα στοιχεία του 2011 δείχνουν ότι, στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ και στο σύνολο της ζώνης του ευρώ, το συνολικό καθαρό εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών συνέβαλε σημαντικά στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ. Η μεγάλη θετική συμβολή του καθαρού εμπορίου αντανάκλασε την ταχύτερη αύξηση της εξωτερικής ζήτησης της ζώνης του ευρώ σε σύγκριση με την αύξηση της εγχώριας ζήτησης.

Συμπερασματικά, το (εντός και εκτός) της ζώνης του ευρώ εμπόριο αυξήθηκε σημαντικά την τελευταία δεκαετία. Ενώ η μέση καθαρή συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ ήταν ελαφρά θετική για το σύνολο της ζώνης του ευρώ, η καθαρή συμβολή στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ διαφέρει στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ, αντανάκλωντας τη δυναμική των εμπορικών ισοζυγίων αγαθών διαχρονικά. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, το καθαρό εμπόριο αναμένεται να συνεχίσει να στηρίζει την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ στο εγγύς μέλλον.

- 1 Δεν περιλαμβάνονται στην ανάλυση οι χώρες που εντάχθηκαν στη ζώνη του ευρώ μετά το 2006, δηλ. η Εσθονία, η Κύπρος, η Μάλτα, η Σλοβενία και η Σλοβακία. Ο διαχωρισμός του εμπορίου σε εντός και εκτός ζώνης του ευρώ γίνεται μόνο για το εμπόριο αγαθών, λόγω έλλειψης στοιχείων για την ανάλυση του εντός και εκτός ζώνης του ευρώ εμπορίου υπηρεσιών.
- 2 Οι μεθοδολογίες για τα μηνιαία στατιστικά στοιχεία εμπορικών συναλλαγών και τους εθνικούς λογαριασμούς διαφέρουν. Για τα μηνιαία στατιστικά στοιχεία εμπορικών συναλλαγών, οι αφίξεις (αναχωρήσεις) εντός ζώνης του ευρώ αποδίδονται στη χώρα διέλευσης και όχι στη χώρα προέλευσης (τελικό προορισμό). Το γεγονός ότι οι εμπορικές ροές ενισχύονται από τις ροές διέλευσης είναι η λεγόμενη “επίδραση Ρότερνταμ”. Αντίθετα, στους εθνικούς λογαριασμούς, οι εντός ζώνης του ευρώ αφίξεις και αναχωρήσεις αποδίδονται ανάλογα με τη χώρα προέλευσης και τελικού προορισμού. Μια άλλη σημαντική διαφορά είναι η αποτίμηση των αγαθών: στους εθνικούς λογαριασμούς, τα αγαθά καταγράφονται χωρίς τα έξοδα μεταφοράς και ασφάλισης, ενώ τα μηνιαία στατιστικά στοιχεία εμπορικών συναλλαγών περιλαμβάνουν αυτά τα έξοδα.
- 3 Το μέγεθος του εντός ζώνης του ευρώ εμπορίου υπερεκτιμάται, καθώς οι εξαγωγές μιας χώρας είναι οι εισαγωγές μιας άλλης χώρας. Χωρίς αυτό το διπλό συνυπολογισμό, το ποσοστό του εντός ζώνης του ευρώ εμπορίου στο ΑΕΠ ήταν περίπου 15% το 2010.
- 4 Επισκόπηση της βιβλιογραφίας για την “επίδραση της εισαγωγής του ευρώ” βλ. π.χ. στο Baldwin, R. et al., “Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment”, European Economy Economic Papers, No 321, Μάιος 2008.
- 5 Βλ. “Recent developments in global and euro area trade”, Monthly Bulletin, ECB, Αύγουστος 2010.
- 6 Επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας βλ. π.χ. στο Irwin, D.A., The Case for Free Trade: Theories, New Evidence, Chapter 2, Princeton University Press, 2009.
- 7 Ωστόσο, η θετική συμβολή του εντός ζώνης του ευρώ καθαρού εμπορίου στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ υπερεκτιμάται στην Ολλανδία λόγω της “επίδρασης Ρότερνταμ” (βλ. υποσημείωση 2).
- 8 Βλ. “Euro area trade in services: specialisation patterns and recent trends”, Monthly Bulletin, ECB, Μάιος 2011.

4.2 ΤΟ ΠΡΟΪΟΝ ΚΑΤΑ ΤΟΜΕΑ

Στο τμήμα των εθνικών λογαριασμών που αφορά την παραγωγή, η συνολική προστιθέμενη αξία μειώθηκε κατά 0,2% το δ' τρίμηνο του προηγούμενου έτους, αντιστρέφοντας την ανοδική τάση που επικρατούσε από το τέλος της ύφεσης το β' τρίμηνο του 2009. Σύμφωνα με τους βραχυπρόθεσμους δείκτες, παρατηρήθηκε κάποια σταθεροποίηση στην αρχή του 2012. Ωστόσο, καταγράφηκαν σημαντικές διαφορές μεταξύ των επιμέρους τομέων από το τέλος της ύφεσης το 2009 και μετά. Η επιτάχυνση ήταν εντονότερη στον τομέα της βιομηχανίας (εκτός των κατασκευών), παρόλο που το δ' τρίμηνο του 2011 το επίπεδο της προστιθέμενης αξίας στη βιομηχανία παρέμενε περίπου 10% χαμηλότερο από την κορυφαία τιμή της περιόδου πριν από την κρίση. Αντίθετα, η προστιθέμενη αξία στον τομέα των υπηρεσιών ανέκαμψε σε επίπεδο 1% υψηλότερο από την κορυφαία τιμή προ της ύφεσης, παρόλο που ακολούθησε πιο μετριοπαθή πορεία συγκριτικά με τον τομέα της μεταποίησης. Αυτή η εικόνα οφείλεται στο γεγονός ότι ο τομέας των υπηρεσιών συρρικνώθηκε λιγότερο από το βιομηχανικό τομέα στο διάστημα της επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας. Η προστιθέμενη αξία στον τομέα των κατασκευών, η οποία είχε μειωθεί περαιτέρω μετά το τέλος της ύφεσης, παρέμεινε 14% κάτω από τα προ της κρίσης επίπεδά της το δ' τρίμηνο του 2011.

ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ (ΕΚΤΟΣ ΤΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ)

Η ανοδική τάση της προστιθέμενης αξίας στον τομέα της βιομηχανίας (εκτός των κατασκευών) ανακόπηκε το δ' τρίμηνο του 2011. Η αύξηση της προστιθέμενης αξίας στον εν λόγω τομέα επιβραδύνθηκε, από θετικό τριμηνιαίο ρυθμό 0,3% το γ' τρίμηνο σε αρνητικό -2,0% το δ' τρίμηνο. Η παραγωγή συρρικνώθηκε το δ' τρίμηνο για πρώτη φορά μετά το β' τρίμηνο του 2009 (βλ. Διάγραμμα 54). Η βιομηχανική παραγωγή (εκτός των κατασκευών), αφού αυξήθηκε σε τριμηνιαία βάση κατά 0,8% το γ' τρίμηνο, μειώθηκε κατά 1,9% το δ' τρίμηνο. Η συρρίκνωση αυτή ήταν γενικευμένη στις βασικές κατηγορίες βιομηχανικών αγαθών, ενώ τον εντονότερο ρυθμό κατέγραψε ο κλάδος της ενέργειας (-2,5%). Τα στοιχεία της έρευνας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής υποδηλώνουν ότι οι "περιορισμοί στην παραγωγή" μειώθηκαν κάπως τους τρεις μήνες μέχρι τον Ιανουάριο του 2012. Η εξέλιξη αυτή σχετίζεται με τη μείωση των περιορισμών από την πλευρά της προσφοράς, δηλ. με το ότι οι ελλείψεις εξοπλισμού και εργατικού δυναμικού ήταν μικρότερες.

Όσον αφορά το μέλλον, οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες φανερώνουν ότι η συρρίκνωση στον τομέα της βιομηχανίας στο τέλος του 2011 ήταν μάλλον προσωρινή. Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία τον οποίο καταρτίζει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή βελτιώθηκε ελαφρά τον Ιανουάριο και το Φεβρουάριο του 2012 (βλ. Διάγραμμα 55). Η βελτίωση αυτή αποδίδεται στο γεγονός ότι οι εταιρείες αξιολογούν πιο θετικά τις προσδοκίες σχετικά με την παραγωγή, τις παραγγελίες και τα αποθέματα τελικών προϊόντων. Αντίθετα, η αξιολόγηση της παραγωγής ήταν πιο αρνητική. Τους δύο πρώτους μήνες του 2012, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για την παραγωγή στον τομέα της μεταποίησης επανήλθε σε επίπεδο ελαφρώς υψηλότερο από το θεωρητικό όριο μηδενικής ανάπτυξης (50), δείχνοντας ότι σταμάτησε η συρρίκνωση της βιομηχανικής παραγωγής προς το τέλος του 2011. Οι νέες παραγγελίες στη βιομηχανία, το μεγαλύτερο μέρος των οποίων θα πρέπει να αφορά την παραγωγή, παρουσίασαν άνοδο σε μηνιαία βάση στο τέλος του 2011, ανακόπτοντας την προηγούμενη πτωτική τους πορεία. Η άνοδος των νέων παραγγελιών ήταν γενικευμένη στις βασικές κατηγορίες των βιομηχανικών αγαθών και αποδίδεται στην αύξηση των νέων παραγγελιών από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Markit κατέγραψαν βελτίωση των εκτιμήσεων για τις συνολικές παραγγελίες και τις νέες παραγγελίες των επιχειρήσεων τους δύο πρώτους μήνες του 2012. Οι παραγγελίες έφθασαν στο κατώτερο επίπεδό τους

περίπου στην αλλαγή του έτους και το Φεβρουάριο ήταν ελαφρώς υψηλότερες από το μακροχρόνιο μέσο όρο τους. Ο δείκτης υπευθύνων προμηθειών (PMI) για τις νέες παραγγελίες επίσης βελτιώθηκε σημαντικά τους δύο πρώτους μήνες του 2012, ωστόσο συνέχισε να υποδηλώνει περαιτέρω μείωση των νέων παραγγελιών στη βιομηχανία σε μηνιαία βάση.

ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ

Το δ' τρίμηνο του 2011 η προστιθέμενη αξία στις κατασκευές υποχώρησε κατά 0,2% σε τριμηνιαία βάση, για τρίτο συνεχές τρίμηνο. Οι εξελίξεις το 2011 δείχνουν πόσο ασταθής είναι η ανάκαμψη στον τομέα των κατασκευών μετά την παρατεταμένη επιβράδυνση που σημειώθηκε το 2008 και το 2009.

Οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες υποδηλώνουν βελτίωση της ανόδου της προστιθέμενης αξίας στη βιομηχανία το α' τρίμηνο του 2012. Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για τις κατασκευές και ο PMI για τις νέες παραγγελίες διαμορφώθηκε τον Ιανουάριο του 2012 σε υψηλότερα επίπεδα από ό,τι το δ' τρίμηνο του 2011, ωστόσο και οι δύο δείκτες συρρικνώθηκαν σε γενικές γραμμές. Ο δείκτης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις επιχειρηματικές προσδοκίες των κατασκευαστικών επιχειρήσεων αυξήθηκε τους δύο πρώτους μήνες του 2012 από το χαμηλό επίπεδο στο οποίο είχε διαμορφωθεί και ανήλθε στο υψηλότερο επίπεδο του από το 2008. Παρά τη βελτίωση αυτή, ο δείκτης για τις επιχειρηματικές προσδοκίες στον τομέα των κατασκευών παρέμεινε χαμηλότερος από το μακροχρόνιο μέσο όρο του.

ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

Η προστιθέμενη αξία στον τομέα των υπηρεσιών αυξήθηκε συγκρατημένα κατά 0,2% σε τριμηνιαία βάση το δ' τρίμηνο του 2011, δηλ. όσο και το προηγούμενο τρίμηνο. Μεταξύ γ' τριμήνου του 2009 και δ' τριμήνου του 2011, δηλ. μετά την έναρξη της ανάκαμψης, ο τριμηνιαίος ρυθμός ανόδου του τομέα των υπηρεσιών διαμορφώθηκε σε 0,3% κατά μέσο όρο, ενώ ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ήταν κατά μέσο όρο 0,4%.

Όσον αφορά το μέλλον, οι έρευνες δείχνουν υποτονικές εξελίξεις στον τομέα των υπηρεσιών το α' τρίμηνο του 2012. Σύμφωνα με το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για την παραγωγή στον τομέα των υπηρεσιών, η επιχειρηματική δραστηριότητα βελτιώθηκε τους δύο πρώτους μήνες του α' τριμήνου του 2012 σε σύγκριση με το δ' τρίμηνο του 2011. Ωστόσο, ο δείκτης παρέμεινε ελαφρώς χαμηλότερος από το θεωρητικό όριο μηδενικής ανάπτυξης (50). Παρόμοια σε γενικές γραμμές ήταν τα αποτελέσματα της έρευνας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις επιχειρηματικές προσδοκίες στον τομέα των υπηρεσιών.

4.3 ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ εξασθένησαν λόγω της υποχώρησης του ρυθμού ανάπτυξης. Η απασχόληση άρχισε να μειώνεται και το ποσοστό ανεργίας αυξάνεται από ήδη υψηλά επίπεδα. Οι έρευνες δεν υποδεικνύουν βελτίωση της κατάστασης στην αγορά εργασίας σύντομα, καθώς οι δείκτες που παρέχουν πληροφορίες για τις μελλοντικές εξελίξεις έχουν παρουσιάσει επιδείνωση τους τελευταίους μήνες.

Όταν ξεκίνησε η παγκόσμια ύφεση το 2008, οι προσαρμογές της απασχόλησης υπήρξαν σχετικά συγκρατημένες, κυρίως λόγω της έντονης προσαρμογής των πραγματικών ωρών εργασίας και της τεκμαιρόμενης διατήρησης των θέσεων απασχόλησης. Εν προκειμένω, οι πραγματικές ώρες εργασίας μειώθηκαν κατά 4,5% από το β' τρίμηνο του 2008 έως το

γ' τρίμηνο του 2009. Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ βελτιώθηκαν μέχρι τα μέσα του 2011. Ωστόσο, η διατήρηση των θέσεων απασχόλησης κατά τη διάρκεια της κρίσης οδήγησε σε μέτρια αύξηση της απασχόλησης, ενώ η ανεργία παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα (βλ. Πλαίσιο 7 στην Ενότητα 3 για μια γενικότερη ανάλυση των προσαρμογών της αγοράς εργασίας στη ζώνη του ευρώ). Τα τελευταία τριμηνιαία στοιχεία υποδηλώνουν ότι η βελτίωση των πραγματικών ωρών εργασίας σταθεροποιείται. Οι συνολικές πραγματικές ώρες εργασίας αυξήθηκαν ελαφρά σε τριμηνιαία βάση κατά 0,1% το γ' τρίμηνο του 2011, ύστερα από ελαφρά μείωση κατά 0,1% το προηγούμενο τρίμηνο. Σε επίπεδο τομέων, οι πραγματικές ώρες εργασίας αυξήθηκαν στις υπηρεσίες και, σε μικρότερο βαθμό, στη βιομηχανία (εκτός κατασκευών). Αντιθέτως, οι πραγματικές ώρες εργασίας μειώθηκαν στις κατασκευές, επιβεβαιώνοντας έτσι τη συνεχιζόμενη αδυναμία του κλάδου. Το γ' τρίμηνο του 2011, οι συνολικές πραγματικές ώρες εργασίας ήταν 3,4% χαμηλότερα από την τελευταία κορύφωσή τους την άνοιξη του 2008.

Η αύξηση της απασχόλησης σε όρους αριθμού εργαζομένων έγινε αρνητική το γ' τρίμηνο του 2011, για πρώτη φορά από τις αρχές του 2010. Η απασχόληση υποχώρησε έντονα στους τομείς των κατασκευών και των ακινήτων, που κατέγραψαν τριμηνιαίους ρυθμούς μείωσης 1,6% και 1,0% αντίστοιχα. Η συνολική απασχόληση στον τομέα των υπηρεσιών παρέμεινε σταθερή έναντι του β' τριμήνου του 2011, ύστερα από θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης από τις αρχές του 2010 (βλ. Πίνακα 9).

Η εξέταση διαθέσιμων μη αριθμητικών στοιχείων (soft data) ερευνών για τις προοπτικές της απασχόλησης φανερώνει ότι, συμβαδίζοντας με την εξασθένηση της δραστηριότητας, η απασχόληση είναι πιθανό να μειωθεί περαιτέρω τα επόμενα τρίμηνα. Πιο συγκεκριμένα, οι δείκτες PMI για τις προσδοκίες για την απασχόληση στους τομείς της μεταποίησης και των υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ άρχισαν να υποχωρούν στα μέσα του 2011 και διαμορφώθηκαν λίγο κάτω από την τιμή 50 το Φεβρουάριο του 2012, υποδεικνύοντας έτσι περαιτέρω μείωση της απασχόλησης. Οι έρευνες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις επιχειρήσεις παρουσιάζουν γενικώς παρόμοια εικόνα (βλ. Διάγραμμα 56).

Η συγκρατημένη ανάκαμψη της απασχόλησης, σε συνδυασμό με την εντονότερη αύξηση του προϊόντος στη διάρκεια της ανάκαμψης από το 2010, είχε ως επακόλουθο τη σημαντική ανάκαμψη της παραγωγικότητας της εργασίας στα προ της κρίσεως επίπεδα. Πιο πρόσφατα όμως, η εξασθένηση του ρυθμού ανόδου του προϊόντος οδήγησε σε λιγότερο ευνοϊκές εξελίξεις στην παραγωγικότητα της εργασίας. Τα πιο πρόσφατα στοιχεία φανερώνουν επιβράδυνση του ρυθμού της αύξησης της παραγωγικότητας σε δωδεκάμηνους όρους το γ' τρίμηνο του 2011 (βλ. Διάγραμμα 57). Για το επόμενο διάστημα, η άνοδος της παραγωγικότητας αναμένεται να παραμείνει μέτρια, συμβαδίζοντας με τη χαμηλή οικονομική δραστηριότητα και την ασθενή αύξηση της απασχόλησης.

Το ποσοστό ανεργίας παραμένει επίμονα υψηλό. Συγκεκριμένα, από 10,6% το Δεκέμβριο του 2011 ανήλθε σε 10,7% τον Ιανουάριο του 2012, υπερβαίνοντας το επίπεδο της πιο πρόσφατης κορύφωσής του το β' τρίμηνο του 2010 (βλ. Διάγραμμα 58). Μάλιστα, το σημερινό επίπεδο του ποσοστού ανεργίας είχε να καταγραφεί από τα μέσα του 1997. Σε συνθήκες υποτονικής αύξησης της απασχόλησης, το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να παραμείνει υψηλό και να αυξηθεί περαιτέρω βραχυπρόθεσμα.

4.4 ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία ερευνών, υπάρχουν ενδείξεις σταθεροποίησης της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά σε χαμηλό επίπεδο. Η οικονομία της ζώνης του ευρώ αναμένεται να ανακάμψει σταδιακά στη διάρκεια του έτους. Οι προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να στηριχθούν από την εξωτερική ζήτηση, το πολύ χαμηλό επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ και όλα τα μέτρα που λαμβάνονται για την προώθηση της ορθής λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ. Όμως, οι εντάσεις που παραμένουν στις αγορές κρατικού χρέους της ζώνης του ευρώ και η επίδρασή τους στις πιστωτικές συνθήκες, καθώς και η διαδικασία προσαρμογής των ισολογισμών του χρηματοπιστωτικού και του μη χρηματοπιστωτικού τομέα αναμένεται να συνεχίσουν να ασκούν αρνητική επίδραση στην υποκείμενη δυναμική της ανάπτυξης.

Αυτή η εκτίμηση αντανακλάται επίσης στις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ το Μάρτιο του 2012, που προβλέπουν ετήσιο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ μεταξύ -0,5% και 0,3% το 2012 και μεταξύ 0,0% και 2,2% το 2013. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος το Δεκέμβριο του 2011, το εύρος των προβολών έχει μετατοπιστεί ελαφρά προς τα κάτω.

Οι προοπτικές αυτές εξακολουθούν να υπόκεινται σε καθοδικούς κινδύνους, που συνδέονται κυρίως με την εκ νέου όξυνση των εντάσεων στις αγορές χρέους της ζώνης του ευρώ και την ενδεχόμενη διάχυσή τους στην πραγματική οικονομία. Οι καθοδικοί κίνδυνοι επίσης συνδέονται με περαιτέρω αυξήσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων.

Πλαίσιο 10

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΒΟΛΕΣ ΕΜΠΕΙΡΟΓΝΩΜΟΝΩΝ ΤΗΣ ΕΚΤ ΓΙΑ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Οι εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ κατάρτισαν προβολές για τις μακροοικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ, με βάση τα στοιχεία που ήταν διαθέσιμα έως τις 23 Φεβρουαρίου 2012.¹ Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα διαμορφωθεί, σύμφωνα με τις προβολές, μεταξύ -0,5% και 0,3% το 2012 και μεταξύ 0,0% και 2,2% το 2013. Ο πληθωρισμός αναμένεται ότι θα διαμορφωθεί, βάσει των προβολών, μεταξύ 2,1% και 2,7% το 2012 και μεταξύ 0,9% και 2,3% το 2013.

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

Οι τεχνικές υποθέσεις που αφορούν τα επιτόκια, καθώς και τις τιμές των ενεργειακών και των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, βασίζονται στις προσδοκίες της αγοράς σύμφωνα με στοιχεία έως και τις 16 Φεβρουαρίου 2012.

Η υπόθεση που αφορά τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια έχει καθαρά τεχνικό χαρακτήρα. Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια μετρούνται βάσει του EURIBOR τριών μηνών, ενώ οι προσδοκίες της αγοράς εξάγονται από τα επιτόκια των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Σύμφωνα με τη μεθοδολογία, το μέσο επίπεδο αυτών των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων εκτιμάται σε 0,9% τόσο για το 2012 όσο και για το 2013. Οι προσδοκίες της

EKT

αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν μέσο επίπεδο 4,6% το 2012 και 5% το 2013. Αντανακλώντας τις εξελίξεις στα προθεσμιακά επιτόκια της αγοράς και τη σταδιακή μετακίνηση των μεταβολών των επιτοκίων της αγοράς στα επιτόκια χορηγήσεων, τόσο τα βραχυπρόθεσμα όσο και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια τραπεζικών χορηγήσεων προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ αναμένεται να μετριαστούν τα προσεχή τρίμηνα· τα μακροπρόθεσμα επιτόκια χορηγήσεων θα φθάσουν στο κατώτατό τους επίπεδο στα μέσα του 2012, ενώ τα βραχυπρόθεσμα στο τέλος του 2012. Τα μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος αναμένεται ότι θα στηρίξουν τις συνθήκες προσφοράς πιστώσεων για το σύνολο της ζώνης του ευρώ, οι οποίες ωστόσο θα εξακολουθήσουν σε γενικές γραμμές να είναι σχετικά περιοριστικές.

Όσον αφορά τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις για τις μελλοντικές εξελίξεις των τιμών που προκύπτουν από τις αγορές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης κατά το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε στις 16 Φεβρουαρίου 2012, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι αναμένεται, βάσει των υποθέσεων, να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο στα 115,1 δολάρια ΗΠΑ το 2012 και στα 110,2 δολάρια ΗΠΑ² εκτιμάται ότι θα μειωθούν κατά 3,1% το 2012 και ότι θα αυξηθούν κατά 3,8% το 2013. Βάσει των υποθέσεων, οι διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες θα παραμείνουν αμετάβλητες στον χρονικό ορίζοντα προβολής, στα μέσα επίπεδα που επικρατούσαν το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε στις 16 Φεβρουαρίου 2012. Αυτό συνεπάγεται ότι η συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ ανά ευρώ θα διαμορφωθεί σε 1,31 το 2012 και 1,32 το 2013. Η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ αναμένεται, βάσει των υποθέσεων, να υποτιμηθεί κατά 4,0% το 2012 και να παραμείνει αμετάβλητη το 2013. Οι υποθέσεις για τη δημοσιονομική πολιτική βασίζονται στα εθνικά σχέδια προϋπολογισμών σε κάθε χώρα της ζώνης του ευρώ, τα οποία ήταν διαθέσιμα στις 22 Φεβρουαρίου 2012. Περιλαμβάνουν όλα τα μέτρα πολιτικής που έχουν ήδη εγκριθεί από τα εθνικά κοινοβούλια ή έχουν προσδιοριστεί με επαρκείς λεπτομέρειες από τις κυβερνήσεις και πιθανότατα θα εγκριθούν νομοθετικά.

Υποθέσεις σχετικά με το διεθνές περιβάλλον

Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου πραγματικού ΑΕΠ (εκτός της ζώνης του ευρώ), ο οποίος εκτιμάται ότι ήταν 4,1% το 2011, αναμένεται βάσει των προβολών να υποχωρήσει σε 3,8% το 2012 και στη συνέχεια να επιταχυνθεί σε 4,3% το 2013. Το β' εξάμηνο του 2011, η παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση σχετιζόταν κυρίως με τη συρρίκνωση των πραγματικών εισοδημάτων, λόγω της ανόδου των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, καθώς και με την αυξημένη αβεβαιότητα και τη μεγαλύτερη απροθυμία για ανάληψη κινδύνων που οδήγησαν σε εντάσεις στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία – ιδίως για τις Ηνωμένες Πολιτείες – φαίνεται ότι επήλθε κάποια κυκλική σταθεροποίηση κατά την αλλαγή του έτους. Πιο συγκεκριμένα, η εκτίμηση αυτή ενισχύεται από κάποιες πρώτες ενδείξεις σταθεροποίησης των δεικτών εμπιστοσύνης των καταναλωτών και των επιχειρήσεων, καθώς και από μια ελαφρά χαλάρωση των συνθηκών στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές. Όμως, οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για την ανάπτυξη παραμένουν συγκρατημένες, ιδίως σε ορισμένες προηγμένες οικονομίες, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης ανάγκης διόρθωσης των ισολογισμών, η οποία αποτελεί ανασχετικό παράγοντα για την ανάπτυξη. Από την άποψη αυτή, αν και προχωρεί η επανεξισορρόπηση της δανειακής επιβάρυνσης του ιδιωτικού τομέα, το χρέος των νοικοκυριών παραμένει σε υψηλά επίπεδα σε αρκετές

προηγμένες οικονομίες. Επιπλέον, η περιστολή των δημόσιων δαπανών, η οποία στοχεύει στην αποκατάσταση διατηρήσιμων δημοσιονομικών αποτελεσμάτων, περιορίζει επίσης την εγχώρια ζήτηση σε αρκετές προηγμένες οικονομίες. Αντίθετα, οι αναδυόμενες οικονομίες αναμένεται ότι θα εξακολουθήσουν να επεκτείνονται με πολύ ταχύτερο ρυθμό σε σχέση με τις προηγμένες οικονομίες στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ωστόσο, η μέτρια επιβράδυνση στις αναδυόμενες οικονομίες αναμένεται να εκτονώσει τις πιέσεις υπερθέρμανσης που επικρατούσαν το προηγούμενο διάστημα σε ορισμένες βασικές χώρες αυτής της ομάδας (π.χ. στην Κίνα). Συνολικά, οι αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνουν σε τροχιά «ομαλής προσγείωσης», ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης στις χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης αναμένεται να είναι βραδύτερος. Ως αποτέλεσμα της παγκόσμιας ανάκαμψης, ο ρυθμός αύξησης της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 4,3% το 2012 και το 6,5% το 2013.

Προβολές για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ

Η δυναμική του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ εξασθένησε στη διάρκεια του 2011, και μάλιστα σημειώθηκε πτώση της οικονομικής δραστηριότητας το δ' τρίμηνο. Η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας κατά το 2011 αντανάκλωσε, μεταξύ άλλων, την παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση, τις υψηλές τιμές των βασικών εμπορευμάτων και τη δυσμενή επίδραση της κρίσης δημόσιου χρέους της ζώνης του ευρώ στην εμπιστοσύνη των καταναλωτών και των επιχειρήσεων, καθώς και την επιδείνωση των συνθηκών προσφοράς πιστώσεων και την υιοθέτηση πιο περιοριστικής κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Αυτοί οι δυσμενείς παράγοντες αναμένεται ότι θα εξακολουθήσουν να επηρεάζουν αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα το α' εξάμηνο του 2012, αν και θα μετριάζονται ολοένα περισσότερο από την ευνοϊκή επίδραση της ενίσχυσης της εξωτερικής ζήτησης, τη χαμηλότερη σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία και τη στήριξη που θα προσφέρουν τα συμβατικά και τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, υπό την προϋπόθεση ότι η χρηματοπιστωτική κρίση δεν θα οξυνθεί πάλι, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να παρουσιάσει συγκρατημένη ανάκαμψη το β' εξάμηνο του 2012 και να βελτιωθεί ελαφρώς περαιτέρω το 2013, αντανάκλωντας τη σταδιακή ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης και την ευνοϊκή επίδραση του εμπορικού ισοζυγίου λόγω της ανόδου της εξωτερικής ζήτησης και της εξασθένησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης αναμένεται να υποβοηθηθεί από την υποχώρηση του πληθωρισμού των τιμών της ενέργειας και των ειδών διατροφής που στηρίζει τα πραγματικά διαθέσιμα εισοδήματα, καθώς και από την ευνοϊκή επίδραση που ασκούν τα πολύ χαμηλά βραχυπρόθεσμα επιτόκια και τα μέτρα που έχουν ληφθεί για τη στήριξη της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ωστόσο, η ανάκαμψη αναμένεται να επηρεαστεί αρνητικά, καθώς συνεχίζεται η δημοσιονομική εξυγίανση, οι δυσμενείς συνθήκες προσφοράς πιστώσεων αναμένεται να βελτιωθούν με αργούς μόνο ρυθμούς και η διαδικασία αναδιάρθρωσης των ισολογισμών σε πολλούς τομείς βρίσκεται ακόμη υπό εξέλιξη. Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα υπερβεί, σύμφωνα με τις προβολές, τον δυνητικό στο τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής, οδηγώντας σε μείωση του αρνητικού παραγωγικού κενού. Συνολικά, η ανάκαμψη αναμένεται να είναι βραδεία. Σε ετήσια βάση, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί με ρυθμό μεταξύ -0,5% και 0,3% το 2012 και μεταξύ 0,0% και 2,2% το 2013.

Αν εξετάσουμε αναλυτικότερα τις συνιστώσες της ζήτησης, ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να ανακάμψει

εντός του 2012 και να επιταχυνθεί το 2013, αντανακλώντας κυρίως την εξέλιξη της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας που σχετίζεται με την υποχώρηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να μειωθούν βραχυπρόθεσμα και να ανακάμψουν σταδιακά το 2013, υποβοηθούμενες από την ενίσχυση του ρυθμού αύξησης των εξαγωγών, την ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης, το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων και τη σχετικά σταθερή κερδοφορία. Οι επενδύσεις σε κατοικίες αναμένεται να παραμείνουν ιδιαίτερα υποτονικές στη διάρκεια του 2012, προτού αυξηθούν σταδιακά το 2013. Ενώ οι συνεχιζόμενες διορθώσεις στην αγορά κατοικιών σε ορισμένες χώρες συνεχίζουν να επηρεάζουν αρνητικά την ανάκαμψη, σε άλλες χώρες φαίνεται ότι έχει ενισχυθεί η ελκυστικότητα των επενδύσεων σε κατοικίες σε σχέση με άλλες μορφές επενδύσεων, καθώς εκτιμάται ότι οι κίνδυνοι που συνδέονται με τις εναλλακτικές επενδύσεις θα είναι υψηλότεροι. Οι δημόσιες επενδύσεις αναμένεται ότι θα μειωθούν το 2012 και θα σταθεροποιηθούν το 2013, όπως προκύπτει από τα μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης που ανακοινώθηκαν σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ.

Η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι υποχώρησε το δ' τρίμηνο του 2011. Σύμφωνα με τις προβολές, αναμένεται ότι θα παραμείνει μάλλον συγκρατημένη στη διάρκεια του 2012 και θα ανακάμψει σταδιακά στη συνέχεια. Ο ρυθμός αύξησης του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται ότι θα περιοριστεί αρχικά από τη μείωση της απασχόλησης και στη συνέχεια από τη μέτρια μόνο αύξηση της απασχόλησης. Επιπλέον, οι ρυθμοί αύξησης των μισθών και των κοινωνικών μεταβιβάσεων αναμένεται ότι θα είναι συγκρατημένοι, εν μέρει λόγω της άσκησης αυστηρότερης δημοσιονομικής πολιτικής σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα θα στηριχθεί με την πάροδο του χρόνου, καθώς αναμένεται να υποχωρήσουν οι δυσμενείς επιδράσεις των παλαιότερων αυξήσεων των τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να μειωθεί ελαφρώς στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής. Αυτό αντανακλά την προσδοκία ότι, παρά το συγκρατημένο οικονομικό κλίμα που ευνοεί την αποταμίευση, η έως έναν βαθμό εξομάλυνση της κατανάλωσης, στο πλαίσιο των δυσμενών εξελίξεων του πραγματικού εισοδήματος, θα περιορίσει την αποταμίευση το 2012 και το 2013. Το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων αναμένεται ότι θα συμβάλει επίσης στην υποχώρηση του ποσοστού αποταμίευσης. Η δημόσια κατανάλωση σε πραγματικούς όρους αναμένεται ότι θα παραμείνει συγκρατημένη στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας την επίδραση των μέτρων δημοσιονομικής εξυγίανσης που ανακοινώθηκαν σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ.

Ο ρυθμός αύξησης των εισαγωγών από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται ότι θα επιταχυνθεί σταδιακά στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής. Οι εισαγωγές από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται ότι θα αυξηθούν ταχύτερα από ό,τι η συνολική ζήτηση, όπως έχει παρατηρηθεί γενικά και κατά το παρελθόν. Η συνεισφορά του εμπορικού ισοζυγίου στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής αναμένεται ότι θα είναι θετική, αν και φθίνουσα, αντανακλώντας τον κάπως ισχυρότερο ρυθμό αύξησης των εξαγωγών.

Πίνακας Α Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ

(μέσες ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)^{1), 2)}

	2011	2012	2013
ΕνΔΤΚ	2,7	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
Πραγματικό ΑΕΠ	1,5	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
Ιδιωτική κατανάλωση	0,2	-0,7 – 0,1	0,0 – 1,6
Δημόσια κατανάλωση	0,2	-0,6 – 0,2	-0,1 – 1,3
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	1,6	-2,6 – 0,2	-0,9 – 3,7
Εξαγωγές (αγαθά και υπηρεσίες)	6,4	0,1 – 5,1	0,7 – 8,1
Εισαγωγές (αγαθά και υπηρεσίες)	4,1	-1,1 – 3,5	0,7 – 7,3

1) Οι προβολές για το πραγματικό ΑΕΠ και τις συνιστώσες του βασίζονται σε στοιχεία διορθωμένα ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών. Οι προβολές για τις εξαγωγές και τις εισαγωγές περιλαμβάνουν και τις εμπορικές συναλλαγές μεταξύ χωρών της ζώνης του ευρώ.

2) Τα στοιχεία αναφέρονται στη ζώνη του ευρώ συμπεριλαμβανομένης της Εσθονίας. Οι μέσες ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές για τον ΕνΔΤΚ το 2011 βασίζονται στη σύνθεση της ζώνης του ευρώ όπως είχε το 2010 στην οποία περιλαμβάνεται ήδη η Εσθονία.

Προβολές για τις τιμές και το κόστος

Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο ρυθμός του συνολικού πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) διαμορφώθηκε στο 2,7% τον Φεβρουάριο 2012, έναντι 2,7% κατά μέσο όρο το 2011. Σύμφωνα με τις προβολές, αναμένεται ότι θα επιβραδυνθεί τα προσεχή τρίμηνα. Ο μέσος ρυθμός του συνολικού πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να διαμορφωθεί μεταξύ 2,1% και 2,7% το 2012 και μεταξύ 0,9% και 2,3% το 2013. Αυτή η υποχώρηση οφείλεται κατά κύριο λόγο στη μείωση της συμβολής των τιμών της ενέργειας, καθώς οι τιμές του αργού πετρελαίου αναμένεται να υποχωρήσουν σταδιακά στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής και η επίδραση των παλαιότερων αυξήσεων τους θα εξαλειφθεί σταδιακά. Ο ρυθμός αύξησης των τιμών των ειδών διατροφής που περιλαμβάνονται στον ΕνΔΤΚ αναμένεται επίσης να μετριαστεί το 2012 και το 2013. Αυτό αντανακλά την υπόθεση ότι οι τιμές των διατροφικών βασικών προϊόντων αναμένεται να παραμείνουν σταθερές τα προσεχή τρίμηνα. Τέλος, ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας αναμένεται να παραμείνει σε γενικές γραμμές σταθερός στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής. Αν και οι εγχώριες πιέσεις στις τιμές που απορρέουν από τη βραδεία αύξηση της εγχώριας ζήτησης και τη συγκρατημένη εξέλιξη του κόστους εργασίας αναμένεται να είναι ασθενείς, εκτιμάται ότι θα αντισταθμιστούν σε γενικές γραμμές από την ανοδική επίδραση των προβλεπόμενων αυξήσεων των έμμεσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών.

Πιο αναλυτικά, οι εξωτερικές πιέσεις στις τιμές αυξήθηκαν κάπως τους τελευταίους μήνες, κυρίως λόγω της υποτίμησης του ευρώ, η οποία έχει οδηγήσει μεταξύ άλλων σε άνοδο των τιμών των βασικών εμπορευμάτων σε όρους ευρώ. Αυτό αναμένεται ότι θα ασκήσει ανοδικές πιέσεις στον αποπληθωριστή των εισαγωγών τα προσεχή τρίμηνα. Ωστόσο, αυτοί οι παράγοντες αναμένεται ότι θα υπεραντισταθμιστούν από τις καθοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης, οι οποίες απορρέουν κυρίως από τις αυξήσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων το 2011. Έτσι, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του αποπληθωριστή των εισαγωγών αναμένεται να υποχωρήσει στην αρχή του 2012 και να

μετριαστεί κατά τι περαιτέρω το 2013. Όσον αφορά τις εγχώριες πιέσεις στις τιμές, ο ρυθμός ανόδου της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό αναμένεται να μειωθεί το 2012, καθώς η επιδείνωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας ασκεί καθοδικές πιέσεις. Στη συνέχεια, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό αναμένεται να ανακάμψει σταδιακά, υποβοηθούμενος από την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται ότι θα παραμείνει σε γενικές γραμμές σταθερός το 2012 και το 2013. Η αύξηση των περιθωρίων κέρδους αναμένεται να είναι μέτρια το 2012, αντανakλώντας τη συγκρατημένη συνολική ζήτηση. Τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να σημειώσουν κάπως μεγαλύτερη άνοδο το 2013, ακολουθώντας τη βελτίωση των προοπτικών για την οικονομική δραστηριότητα. Οι αυξήσεις των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών αναμένεται ότι θα συνεισφέρουν σημαντικά στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΤΔΚ) σε όλη τη διάρκεια του ορίζοντα προβολής, αντανakλώντας τη συνεχιζόμενη δημοσιονομική εξυγίανση σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ. Η επίδραση των έμμεσων φόρων αναμένεται επίσης να είναι σημαντική το 2012 και το 2013.

Σύγκριση με τις προβολές Δεκεμβρίου 2011

Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος οι οποίες δημοσιεύθηκαν στο τεύχος Δεκεμβρίου 2011 του Μηνιαίου Δελτίου, τα διαστήματα για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ για το 2012 και το 2013 έχουν αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα κάτω. Οι αναθεωρήσεις αυτές αντανakλούν κυρίως την επίδραση που ασκούν η χαμηλότερη εξωτερική ζήτηση, οι υψηλότερες τιμές του πετρελαίου, τα πρόσθετα μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης και οι συνθήκες ελαφρώς αυξημένης στενότητας στην προσφορά πιστώσεων, παρά τη μείωση των βραχυπρόθεσμων και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων και την άνοδο των τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές. Όσον αφορά τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ), τα διαστήματα των προβολών τόσο για το 2012 όσο και για το 2013 έχουν μετατοπιστεί κατά τι προς τα άνω σε σχέση με τα διαστήματα των προβολών του Δεκεμβρίου 2011, γεγονός που αντανakλά κυρίως τις υψηλότερες τιμές της ενέργειας και τη χαμηλότερη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, αλλά και οφείλεται εν μέρει στις υψηλότερες τιμές των ειδών διατροφής και στους υψηλότερους έμμεσους φόρους.

Πίνακας Β Σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2011

(μέσες ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2012	2013
Πραγματικό ΑΕΠ – Δεκέμβριος 2011	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
Πραγματικό ΑΕΠ – Μάρτιος 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
ΕνΔΤΚ – Δεκέμβριος 2011	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
ΕνΔΤΚ – Μάρτιος 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

Σύγκριση με τις προβλέψεις άλλων οργανισμών

Διάφορες προβλέψεις για τη ζώνη του ευρώ διατίθενται τόσο από διεθνείς όσο και από ιδιωτικούς οργανισμούς (βλ. Πίνακα Γ). Ωστόσο, αυτές οι προβλέψεις δεν είναι απόλυτα συγκρίσιμες μεταξύ τους ή με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, καθώς έχουν ολοκληρωθεί σε διαφορετικές χρονικές στιγμές. Επιπλέον,

χρησιμοποιούν διαφορετικές (εν μέρει αδιευκρίνιστες) μεθόδους για την εξαγωγή υποθέσεων σχετικά με τις δημοσιονομικές, χρηματοοικονομικές και εξωτερικές μεταβλητές, συμπεριλαμβανομένων των τιμών του πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων. Τέλος, υπάρχουν διαφορές στις μεθόδους διόρθωσης ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών μεταξύ των διαφόρων προβλέψεων.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις άλλων οργανισμών που είναι επί του παρόντος διαθέσιμες, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να διαμορφωθεί μεταξύ -0,5% και 0,2% το 2012 και μεταξύ 0,8% και 1,4% το 2013, επίπεδα που βρίσκονται και στις δύο περιπτώσεις εντός των αντίστοιχων διαστημάτων των προβολών των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ. Όσον αφορά τον πληθωρισμό, σύμφωνα με τις διαθέσιμες προβλέψεις, ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) θα διαμορφωθεί μεταξύ 1,5% και 2,1% το 2012, επίπεδο που βρίσκεται στο κατώτερο άκρο του αντίστοιχου διαστήματος των προβολών των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ ή και κάτω από αυτό. Για το 2013, σύμφωνα με τις διαθέσιμες προβλέψεις ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) θα διαμορφωθεί μεταξύ 1,2% και 1,7%, επίπεδο που βρίσκεται εντός του διαστήματος των προβλέψεων των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.

Πίνακας Γ Σύγκριση προβλέψεων για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ και τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη ζώνη του ευρώ

(μέσες ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Ημερομηνία δημοσίευσης	Αύξηση ΑΕΠ		Πληθωρισμός (ΕνΔΤΚ)	
		2012	2013	2012	2013
ΟΟΣΑ	Νοέμβριος 2011	0,2	1,4	1,6	1,2
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Φεβρουάριος 2012/ Νοέμβριος 2011	-0,3	1,3	2,1	1,6
ΔΝΤ	Ιανουάριος 2012/ Σεπτέμβριος 2011	-0,5	0,8	1,5	
Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων	Φεβρουάριος 2012	-0,1	1,1	1,9	1,7
Προβλέψεις της Consensus Economics	Φεβρουάριος 2012	-0,3	0,9	2,0	1,7
Προβολές εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ	Μάρτιος 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

Πηγές: Ενδιάμεσες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Φεβρουάριος 2012, για τα στοιχεία του 2012, και Οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, φθινόπωρο 2011, για τα στοιχεία του 2013. ΔΝΤ, World Economic Outlook (αναθεώρηση), Ιανουάριος 2012, για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ, και World Economic Outlook, Σεπτέμβριος 2011, για τον πληθωρισμό. ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Νοέμβριος 2011. Προβλέψεις της Consensus Economics και Έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων.

Σημείωση: Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ και οι προβλέψεις του ΟΟΣΑ αναφέρουν ετήσιους ρυθμούς αύξησης διορθωμένους ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών, ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΔΝΤ αναφέρουν ετήσιους ρυθμούς αύξησης που δεν έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών ανά έτος. Οι υπόλοιπες προβλέψεις δεν διευκρινίζουν αν τα στοιχεία που αναφέρουν έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών ή όχι.

1 Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ συμπληρώνουν τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, οι οποίες

καταρτίζονται δύο φορές ετησίως από κοινού από εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ και των εθνικών κεντρικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ. Οι τεχνικές που χρησιμοποιούνται είναι συμβατές με εκείνες που χρησιμοποιούνται στις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, όπως περιγράφονται στο έγγραφο *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ΕΚΤ, Ιούνιος 2001, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ. Προκειμένου να εκφραστεί η αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει τις προβολές, τα αποτελέσματα για κάθε μεταβλητή παρουσιάζονται υπό μορφή διαστημάτων. Τα διαστήματα αυτά 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 αυτής, σε απόλυτες τιμές. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται, βάσει της οποίας γίνεται η διόρθωση για έκτακτα γεγονότα, περιγράφεται στο έγγραφο *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2009, το οποίο διατίθεται επίσης στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

- 2 Οι υποθέσεις για τις τιμές του πετρελαίου και των τροφίμων βασίζονται στις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης μέχρι το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι τιμές των λοιπών βασικών εμπορευμάτων θα ακολουθήσουν, βάσει των υποθέσεων, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης έως το α' τρίμηνο του 2013 και στη συνέχεια θα εξελιχθούν σύμφωνα με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα.

5 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Τα τελευταία στατιστικά στοιχεία για τα δημόσια οικονομικά υποδεικνύουν συνεχιζόμενη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο και βραδύτερη συσσώρευση του δημόσιου χρέους. Υπάρχουν επίσης οι πρώτες ενδείξεις ότι η πρόοδος που έχει σημειωθεί όσον αφορά τη δημοσιονομική εξυγίανση και οι προσπάθειες ενίσχυσης του πλαισίου δημοσιονομικής και οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ έχουν συμβάλει στην άμβλυνση των εντάσεων στις αγορές κρατικών χρεογράφων σε ευπαθείς χώρες της ζώνης του ευρώ. Εντούτοις, το κλίμα στις χρηματοπιστωτικές αγορές εξακολουθεί να είναι εύθραστο. Οι κυβερνήσεις στη ζώνη του ευρώ πρέπει, επομένως, να συνεχίσουν να εφαρμόζουν ολοκληρωμένες στρατηγικές δημοσιονομικής εξυγίανσης και να τηρούν όλες τις δεσμεύσεις τους βάσει του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Εν προκειμένω, το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο 2012 θα πρέπει να αξιοποιηθεί για την απαρέγκλιτη εφαρμογή του ενισχυμένου μηχανισμού δημοσιονομικής εποπτείας.

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2011 ΚΑΙ ΤΟ 2012

Τα τελευταία στατιστικά στοιχεία για τα δημόσια οικονομικά της ζώνης του ευρώ, τα οποία είναι διαθέσιμα έως το γ' τρίμηνο του 2011, υποδεικνύουν συνεχιζόμενη μείωση του λόγου του δημοσιονομικού ελλείμματος για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Το κινητό άθροισμα τεσσάρων τριμήνων του λόγου του ελλείμματος της ζώνης του ευρώ, δηλ. το συσσωρευμένο έλλειμμα των τεσσάρων τελευταίων τριμήνων,² ανήλθε σε 4,6% του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του 2011 (βλ. Διάγραμμα 59). Συγκριτικά, το έλλειμμα ήταν 6,5% του ΑΕΠ το προηγούμενο έτος και 5,4% του ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2011. Η μείωση το γ' τρίμηνο του προηγούμενου έτους οφειλόταν κυρίως στο σημαντικά χαμηλότερο λόγο των δαπανών προς το ΑΕΠ και στον ελαφρά υψηλότερο λόγο των εσόδων προς το ΑΕΠ σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο (βλ. Διάγραμμα 60). Αυτές οι ενδείξεις υποχώρησης των δημοσιονομικών ανισορροπιών συμβαδίζουν σε γενικές γραμμές με τις οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του φθινοπώρου του 2011, που δημοσιεύθηκαν τον προηγούμενο Νοέμβριο, σύμφωνα με τις οποίες ο λόγος του ελλείμματος της ζώνης του ευρώ θα μειωθεί σε 4,1% του ΑΕΠ το 2011, από 6,2% το 2010. Ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε σωρευτικά κατά 3,8 εκατοστιαίες μονάδες σε 86,8% του ΑΕΠ την περίοδο των τεσσάρων τριμήνων έως το τέλος του γ' τριμήνου του 2011, αύξηση μικρότερη από αυτή του β' τριμήνου (που ήταν 4,3 εκατοστιαίες μονάδες). Η βραδύτερη συσσώρευση δημόσιου χρέους της ζώνης του ευρώ συμβαδίζει επίσης σε γενικές γραμμές με τις οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του φθινοπώρου του 2011, σύμφωνα με τις οποίες ο λόγος του χρέους αυξάνεται κατά 2,4 εκατοστιαίες μονάδες σε 88% του ΑΕΠ το 2011, έναντι αύξησης 5,8 εκατοστιαίων μονάδων το 2010.³

Σύμφωνα με τις οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του φθινοπώρου του 2011, ο λόγος του ελλείμματος προς το ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ θα μειωθεί περαιτέρω το 2012, σε 3,4% του ΑΕΠ, και ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ θα αυξηθεί σε 90,4% του ΑΕΠ. Οι εξελίξεις στις δημοσιονομικές θέσεις, ωστόσο, θα συνεχίσουν να διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ. Ακολουθεί μια σύντομη επισκόπηση των πρόσφατων δημοσιονομικών εξελίξεων στις μεγαλύτερες χώρες της

² Οι δημοσιονομικές εξελίξεις αναλύονται ως προς τις ετήσιες μεταβολές, προκειμένου να εξαλειφθούν οι εποχικές επιδράσεις.

³ Τα τελικά στοιχεία του 2011 για τα αποτελέσματα του κρατικού προϋπολογισμού και το χρέος, καθώς και τα σχέδια για το 2012, όπως επικυρώθηκαν από τη Eurostat, θα δημοσιευθούν από την ίδια στα τέλη Απριλίου.

ζώνης του ευρώ και σε αυτές που λαμβάνουν οικονομική στήριξη από την ΕΕ και το ΔΝΤ.

Στη Γερμανία, σύμφωνα με τις τελευταίες προβλέψεις της κυβέρνησης, το έλλειμμα του προϋπολογισμού της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε σε περίπου 1% του ΑΕΠ το 2011, δηλ. περίπου 1,5 εκατοστιαίες μονάδες χαμηλότερα από το στόχο που είχε τεθεί στην επικαιροποίηση του προγράμματος σταθερότητας τον Απρίλιο του 2011. Η βελτίωση της δημοσιονομικής κατάστασης εκτιμάται ότι προήλθε κυρίως από τις ευνοϊκότερες εξελίξεις των εσόδων. Το έλλειμμα προβλέπεται ότι θα παραμείνει γύρω στο 1% του ΑΕΠ το 2012 και ότι θα υποχωρήσει σε 0,5% του ΑΕΠ το 2013. Για το 2014 και το 2015 η κυβέρνηση αναμένει ότι ο προϋπολογισμός θα είναι σε γενικές γραμμές ισοσκελισμένος.

Στη Γαλλία, στις 29 Ιανουαρίου 2012 η κυβέρνηση ανακοίνωσε μια δέσμη μέτρων για τη στήριξη της απασχόλησης και της ανταγωνιστικότητας. Τα κύρια δημοσιονομικά μέτρα περιλαμβάνουν α) αύξηση του συντελεστή ΦΠΑ κατά 1,6% (σε 21,2%) από την 1η Οκτωβρίου 2012 και β) αύξηση των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης (“*contribution sociale generalisée*”) που βαρύνουν το εισόδημα από περιουσία (π.χ. κεφαλαιακά κέρδη και έσοδα από ακίνητα) κατά 2 εκατοστιαίες μονάδες σε 10,2% από την 1η Ιουλίου 2012. Τα έσοδα από αυτές τις φορολογικές αυξήσεις (σχεδόν 13 δισεκ. ευρώ ή 0,7% του ΑΕΠ περίπου) προορίζονται για τη χρηματοδότηση των οικογενειακών επιδομάτων που εκταμιεύονται από το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης, έτσι ώστε να επιτρέψουν ισόποση μείωση των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης που καταβάλλουν οι εργοδότες. Σκοπός είναι να μετατοπιστεί το κόστος χρηματοδότησης αυτής της συνιστώσας της κοινωνικής ασφάλισης από τις επιχειρήσεις στην κατανάλωση και παράλληλα να μειωθεί το κόστος εργασίας και να ενισχυθεί η ανταγωνιστικότητα των γαλλικών επιχειρήσεων.⁴ Αυτά τα δύο φορολογικά μέτρα αναμένεται να έχουν ουδέτερο δημοσιονομικό αποτέλεσμα. Η κυβέρνηση επίσης σχεδιάζει να καθιερώσει ένα φόρο χρηματοοικονομικών συναλλαγών από την 1η Αυγούστου 2012, ο οποίος αναμένεται να αποδώσει ετησίως έσοδα 1,1 δισεκ. ευρώ περίπου. Τα εν λόγω μέτρα εγκρίθηκαν από τη Βουλή στις 29 Φεβρουαρίου 2012.

Στην Ιταλία, στις 22 Δεκεμβρίου 2011 η Βουλή ενέκρινε μια νέα δέσμη μέτρων δημοσιονομικής εξυγίανσης, συνολικού ύψους 20 δισεκ. ευρώ περίπου (δηλ. 1,3% του ΑΕΠ), τα οποία θα υλοποιηθούν πλήρως το 2012. Τα κυριότερα μέτρα περιλαμβάνουν μεταρρύθμιση του συστήματος συντάξεων, επανεισαγωγή του φόρου ιδιοκατοίκησης, αυξήσεις του ΦΠΑ και θέσπιση διαδικασίας εξέτασης των δαπανών. Σύμφωνα με την κυβέρνηση, η δέσμη μέτρων θα πρέπει να καταστήσει δυνατή την επίτευξη του στόχου για ισοσκελισμένο προϋπολογισμό έως το 2013.

Στην Ισπανία, στις 27 Φεβρουαρίου 2012 η κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης για το 2011 ήταν 8,5% του ΑΕΠ (δηλ. υπερέβαινε το στόχο κατά 2,5% του ΑΕΠ). Βάσει των μέχρι στιγμής διαθέσιμων πληροφοριών, η απόκλιση από την πορεία που είχε οριστεί στην επικαιροποίηση του προγράμματος σταθερότητας του Απριλίου του 2011 φαίνεται να προέρχεται από την πλευρά των εσόδων. Προκειμένου να αντιμετωπιστεί η απόκλιση από το δημοσιονομικό στόχο, στις 30 Δεκεμβρίου 2011 η κυβέρνηση είχε ήδη ανακοινώσει αυξήσεις του φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων και του φόρου ακίνητης περιουσίας, οι οποίες αναμένεται να αποφέρουν έσοδα ύψους 6,3 δισεκ. ευρώ περίπου (0,6% του ΑΕΠ) τόσο το 2012 όσο και το 2013. Περιέκοψε επίσης τις πιστώσεις του προϋπολογισμού της κεντρικής κυβέρνησης για το 2012 κατά 8,9 δισεκ.

⁴ Βλ. επίσης το πλαίσιο με τίτλο “Δημοσιονομική υποτίμηση – ένα εργαλείο οικονομικής προσαρμογής”, *Μηνιαίο Δελτίο*, ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2011.

ευρώ (0,9% του ΑΕΠ). Εν όψει της απόκλισης και της εκ νέου επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας, στις 2 Μαρτίου 2012 η κυβέρνηση έθεσε έναν αναθεωρημένο στόχο για το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (5,8% του ΑΕΠ, έναντι του προηγούμενου 4,4%) για το 2012. Στο τέλος Μαρτίου θα παρουσιαστεί ο πλήρης προϋπολογισμός της κεντρικής κυβέρνησης και της κοινωνικής ασφάλισης.

Στην Ελλάδα, οι αρχές και το κλιμάκιο της ΕΕ και του ΔΝΤ που επισκέφθηκε την Αθήνα συμφώνησαν στα μέσα Φεβρουαρίου σε μια δέσμη μέτρων πολιτικής που χρησιμεύει ως βάση για μια συμφωνία που θα διαδεχθεί το πρώτο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής που ξεκίνησε το Μάιο του 2010. Όσον αφορά τη δημοσιονομική εξυγίανση, η συμφωνία θέτει ως στόχο την επίτευξη πρωτογενούς αποτελέσματος του προϋπολογισμού της γενικής κυβέρνησης -1,0% του ΑΕΠ το 2012 και τη σταθερή βελτίωσή του σε 4,5% έως το 2014, που είναι το τέλος του χρονικού ορίζοντα του προγράμματος. Προκειμένου να επιτευχθεί ο στόχος για το 2012, οι αρχές δεσμεύθηκαν να εφαρμόσουν ένα σύνολο πρόσθετων μέτρων εξυγίανσης που ανέρχονται σε 1,5% του ΑΕΠ. Η δέσμη μέτρων, που αντισταθμίζει τόσο την ελλιπή εφαρμογή των μέτρων εξυγίανσης που είχαν συμφωνηθεί παλαιότερα όσο και τις δυσμενείς εξελίξεις στη φορολογική βάση, συνίσταται στα εξής: μείωση της φαρμακευτικής δαπάνης, περικοπές στις επικουρικές συντάξεις και τις υψηλές κύριες συντάξεις, μείωση της μισθολογικής δαπάνης για υπαλλήλους που υπάγονται σε ειδικά μισθολόγια, περικοπές του προϋπολογισμού δημόσιων επενδύσεων και μειώσεις των αμυντικών και των λειτουργικών δαπανών του Υπουργείου Εθνικής Άμυνας. Για την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων στα επόμενα έτη του προγράμματος, η κυβέρνηση δεσμεύθηκε να προσδιορίσει έως τα μέσα του 2012 πρόσθετες μόνιμες περικοπές δαπανών που ανέρχονται σε 5,5% του ΑΕΠ περίπου κατά την περίοδο 2013-14. Σε αυτή τη βάση και εφόσον πληρούνται συνεχώς οι προϋποθέσεις πολιτικής που ορίζει το πρόγραμμα, η Ευρωομάδα επιβεβαίωσε στις 21 Φεβρουαρίου 2012 ότι οι χώρες της ζώνης του ευρώ είναι πρόθυμες να παράσχουν, μέσω του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ) και με την προσδοκία σημαντικής συμβολής από το ΔΝΤ, πρόσθετη επίσημη οικονομική στήριξη έως και 130 δισεκ. ευρώ μέχρι το 2014.

Στην Πορτογαλία, ο στόχος για το δημοσιονομικό έλλειμμα (5,9% του ΑΕΠ) επιτεύχθηκε με μεγάλο περιθώριο. Ο κυριότερος παράγοντας που συνέβαλε σε αυτό ήταν η μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων μεγάλων ταμείων συντάξεων από το τραπεζικό σύστημα στο γενικό σύστημα κοινωνικής ασφάλισης το Δεκέμβριο, η οποία ισοδυναμεί με 3,5% του ΑΕΠ περίπου, με αποτέλεσμα εκτιμώμενο έλλειμμα για το 2011 γύρω στο 4% του ΑΕΠ. Ο προϋπολογισμός για το 2012 θέτει ως στόχο για το έλλειμμα το 4,5% του ΑΕΠ και περιλαμβάνει μέτρα εξυγίανσης που ανέρχονται σε περίπου 6% του ΑΕΠ σε σύγκριση με σενάριο το οποίο δεν προβλέπει καμία μεταβολή πολιτικής. Τα δύο τρίτα των μέτρων εξυγίανσης το 2012 επικεντρώνονται στην πλευρά των δαπανών, συμπεριλαμβανομένης μείωσης των μισθών στον τομέα της γενικής κυβέρνησης και περικοπής των συντάξεων. Η απαιτούμενη δημοσιονομική προσαρμογή για την επίτευξη του στόχου για το έλλειμμα το 2012 είναι σημαντικά μεγαλύτερη από ό,τι είχε προβλεφθεί στο αρχικό πρόγραμμα των ΕΕ/ΔΝΤ, λόγω της επιδείνωσης της οικονομικής κατάστασης και της προς τα άνω αναθεώρησης της απόκλισης της εξυγίανσης σε σχέση με την περίοδο που καταρτίστηκε το πρόγραμμα. Το Πλαίσιο 11 με τίτλο “Προβολές για το δημόσιο χρέος της Πορτογαλίας” παρέχει προσομοιώσεις του ακαθάριστου χρέους της γενικής κυβέρνησης της Πορτογαλίας.

ΠΡΟΒΟΛΕΣ ΓΙΑ ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ ΤΗΣ ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑΣ

Η τρίτη επιτόπια αποστολή για την αξιολόγηση της προόδου του οικονομικού προγράμματος της Πορτογαλίας έλαβε χώρα μεταξύ 15 και 27 Φεβρουαρίου. Σύμφωνα με την αξιολόγηση του κλιμακίου εμπειρογνομόνων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της ΕΚΤ και του ΔΝΤ, το πρόγραμμα εκτελείται κανονικά και η πρόοδος υπήρξε ικανοποιητική στο δημοσιονομικό, χρηματοπιστωτικό, αλλά και το διαρθρωτικό τομέα. Στο πλαίσιο της εξελισσόμενης διαδικασίας διόρθωσης των συσσωρευμένων ανισορροπιών του παρελθόντος, η αποφασιστική υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων παραμένει ζωτικής σημασίας για να εξασφαλιστεί η οικονομική ανάπτυξη και η διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Το παρόν πλαίσιο παρουσιάζει διάφορα σενάρια για την εξέλιξη του δημόσιου χρέους στην Πορτογαλία, με έμφαση στην πορεία του ΑΕΠ. Τα σενάρια αυτά καλύπτουν την οκταετία 2012-2020. Μία οκταετία συνήθως θεωρείται επαρκές χρονικό διάστημα για την αξιολόγηση της διατηρησιμότητας του χρέους.

Παραδοχές στις οποίες βασίζονται οι υπολογισμοί του βασικού σεναρίου

Οι μακροοικονομικές παραδοχές που χρησιμοποιούνται στο βασικό σενάριο είναι οι ίδιες με αυτές που περιέχονται στην άρτι ολοκληρωθείσα αξιολόγηση, δηλ. ότι το 2012 θα υπάρξει συρρίκνωση του πραγματικού ΑΕΠ. Το σενάριο προβλέπει βραδεία κυκλική ανάκαμψη το 2013, η οποία επιταχύνεται το 2015. Οι μεσοπρόθεσμες προβολές για το χρέος στο σενάριο αυτό στηρίζονται στην παραδοχή ότι για την περίοδο από το 2015 και εξής η αύξηση του ΑΕΠ θα περιοριστεί στο μέτριο μέσο ετήσιο ρυθμό (1,6%) της δεκαετίας πριν από την κρίση (1999-2008). Ο ρυθμός αυτός ήταν χαμηλότερος κατά 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ και πολύ χαμηλότερος από το ρυθμό αύξησης των χωρών που βρίσκονται σε διαδικασία πραγματικής σύγκλισης. Αντιστοιχεί στον εκτιμώμενο “προ μεταρρυθμίσεων” ρυθμό μακροπρόθεσμης δυναμικής ανάπτυξης της χώρας. Με άλλα λόγια, το βασικό σενάριο δεν περιλαμβάνει τυχόν θετικές επιδράσεις στην ανάπτυξη που θα προέλθουν από τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Μπορεί να εκληφθεί ως μια συντηρητική εκτίμηση του πιθανού ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ που θα επιτευχθεί, δεδομένης της σημαντικής προόδου που έχει ήδη σημειώσει η πορτογαλική κυβέρνηση στον τομέα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Όπως και οι παραδοχές στις οποίες βασίζεται το πρόγραμμα, οι προβολές στηρίζονται στην υπόθεση μιας σταδιακής βελτίωσης των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές από το δεύτερο εξάμηνο του 2013, η οποία θα αντικατοπτριστεί στον περιορισμό των διαφορών των επιτοκίων, καθώς επίσης και στην υπόθεση ότι θα συνεχιστεί η συνετή κυβερνητική δημοσιονομική πολιτική. Στο βασικό σενάριο, η κυβέρνηση μειώνει το δημοσιονομικό έλλειμμα σε 0,5% το έτος 2015, όπως ορίζεται στο κείμενο για τη δημοσιονομική στρατηγική (Fiscal Strategy Document) που δημοσιεύθηκε τον Αύγουστο του 2011. Ως αποτέλεσμα της προσπάθειας δημοσιονομικής προσαρμογής, επιτυγχάνεται πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα, το οποίο ανέρχεται σε 4,5% του ΑΕΠ το έτος 2015 και το οποίο παραμένει γύρω στο 4% του ΑΕΠ στη συνέχεια. Αυτό το πρωτογενές πλεόνασμα δεν είναι ιδιαίτερα υψηλό συγκριτικά με εκείνα που είχαν επιτύχει να διατηρήσουν στο παρελθόν άλλες ευρωπαϊκές χώρες για σχετικά μεγάλα χρονικά διαστήματα.¹ Το βασικό σενάριο επίσης λαμβάνει υπόψη την επίδραση των δαπανών που συνδέονται με τη γήρανση του πληθυσμού, όπως αυτές εκτιμώνται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Β, στο βασικό σενάριο το δημόσιο χρέος αυξάνεται από 93,3% το 2010 σε 115% περίπου του ΑΕΠ το 2013 και κατόπιν υποχωρεί σταδιακά. Η μείωσή του γίνεται ιδιαίτερα έντονη από το έτος 2014 και εξής, και το 2020 το χρέος αντιστοιχεί σε 96% περίπου του ΑΕΠ. Η κύρια αιτία αυτής της κατακόρυφης μείωσης είναι η διατήρηση πρωτογενούς δημοσιονομικού πλεονάσματος για παρατεταμένο χρονικό διάστημα. Εάν υποθεθεί ότι το πλεόνασμα αυτό είναι κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα χαμηλότερο, δηλ. 2,5% περίπου την περίοδο 2014-2020, τότε το χρέος, διατηρουμένων αμετάβλητων των παραδοχών για την ανάπτυξη, σταθεροποιείται σε επίπεδο ελαφρώς κάτω από το 110% του ΑΕΠ το 2020 (βλ. Διάγραμμα Β).

Σενάριο μεγαλύτερης μείωσης του ΑΕΠ βραχυπρόθεσμα

Στη συνέχεια αναλύονται άλλα δύο σενάρια τα οποία αποκλίνουν σε σχέση με το βασικό. Πρώτον, η υπόθεση μιας πολύ δυσμενούς διαταραχής στο ΑΕΠ το 2012-2013. Η διαταραχή αυτή παραμετροποιείται ώστε ο ρυθμός ανάπτυξης εν πολλοίς να συμπίπτει με το σημερινό κάτω όριο των προβλέψεων των αναλυτών της αγοράς για το ΑΕΠ τα έτη 2012 και 2013. Αυτό αντιστοιχεί σε ετήσιο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ χαμηλότερο κατά δύο εκατοστιαίες μονάδες σε σύγκριση με το βασικό σενάριο (βλ. Διάγραμμα Α).

Όπως δείχνει αυτό το σενάριο, η εν λόγω διαταραχή στο ΑΕΠ, η οποία θα μπορούσε να συνοψιστεί ως σωρευτική πτώση του ΑΕΠ κατά 7% έως το τέλος του 2013, θα οδηγήσει σε προσωρινή αύξηση του χρέους σε 124% του ΑΕΠ το 2013. Στο εν λόγω δυσμενές σενάριο γίνεται η υπόθεση ότι το ΑΕΠ δεν ανακάμπτει από τις απώλειες που υπέστη και ότι η δημοσιονομική πολιτική τηρεί παθητική στάση, δηλ. δεν γίνονται άλλες προσπάθειες προσαρμογής (πέραν όσων έχουν ήδη γίνει) για την αντιμετώπιση της επιδείνωσης των μακροοικονομικών συνθηκών, γεγονός που οδηγεί σε διετή καθυστέρηση (από το 2013 στο 2015) στην επίτευξη του στόχου για το έλλειμμα με βάση τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος (3%). Το Διάγραμμα Β δείχνει ότι στο δυσμενές σενάριο ο ρυθμός μείωσης του δημόσιου χρέους αρχίζει να επιταχύνεται από το 2015 και εξής και ο λόγος του χρέους υποχωρεί σε 110% περίπου του ΑΕΠ το 2020.

Δυνητική επίδραση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων

Το δεύτερο σενάριο επιχειρεί να αποτυπώσει την επίδραση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην αύξηση του ΑΕΠ και συνεπώς στη δυναμική του χρέους. Προς το σκοπό αυτό, στο βασικό σενάριο προστίθεται η επίδραση από ενδεχόμενη μείωση των αποκλίσεων (mark-ups) των μισθών και των τιμών από τους μισθούς και τις τιμές σε συνθήκες πλήρους ανταγωνισμού, όπως εκτιμάται από προσομοιώσεις βασιζόμενες στο υπόδειγμα Euro Area and Global Economy² της ΕΚΤ. Παρά το γεγονός ότι ήδη βρίσκονται σε εξέλιξη διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην Πορτογαλία και έχει σημειωθεί πρόοδος σε ορισμένους βασικούς τομείς, αναλυτικά υποδείγματα συνήθως δείχνουν ότι οι μεταρρυθμίσεις δεν επιδρούν αμέσως στο ΑΕΠ. Για το λόγο αυτό, σύμφωνα με τις ενδείξεις από αποτελέσματα που βασίζονται σε υποδείγματα, το βασικό σενάριο προσαρμόζεται προς τα άνω μόνο για τα έτη από το 2015 και εξής (βλ. Διάγραμμα Α). Αυτή η προς τα άνω προσαρμογή έχει αποτέλεσμα ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ να φθάνει το 3% το έτος 2017 (δηλ. πέντε χρόνια μετά την εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων).³ Καθώς η επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης ασκεί θετική επίδραση στα δημόσια οικονομικά, το δημοσιονομικό αποτέλεσμα βελτιώνεται σημαντικά ως ποσοστό του ΑΕΠ και μετατρέπεται από έλλειμμα 0,5% το 2015 σε πλεόνασμα της τάξεως του 3,5% το 2020.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Β, η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα επηρεάζει σημαντικά τη δυναμική του χρέους. Το δημόσιο χρέος μειώνεται κατακόρυφα, υποχωρώντας κάτω από το 80% του ΑΕΠ το 2020 και επανερχόμενο περίπου στο επίπεδο όπου βρισκόταν πριν από την κρίση του 2009. Αυτό δείχνει ότι η πλήρης εφαρμογή του προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων μπορεί να συμβάλει σημαντικά στην επίτευξη διατηρήσιμης και ταχείας μείωσης του δημόσιου χρέους.

Συμπέρασμα

Σύμφωνα με τα παραπάνω και με βάση μετριοπαθείς παραδοχές σχετικά με την αύξηση του ΑΕΠ, το πρωτογενές αποτέλεσμα και τις προσαρμογές ελλείμματος-χρέους,⁴ η δυναμική του δημόσιου χρέους στη Πορτογαλία θα σταθεροποιηθεί σύντομα και στη συνέχεια θα εισέλθει σε σταθερά πτωτική τροχιά. Ακόμη και χωρίς την επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης που θα επέλθει χάρη στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, το δημόσιο χρέος θα μειωθεί κάτω από το 100% του ΑΕΠ στο τέλος του χρονικού ορίζοντα που αναφέρεται το σενάριο. Σε περίπτωση που η μείωση του ΑΕΠ είναι σημαντικά μεγαλύτερη από την προβλεπόμενη στο βασικό σενάριο και εάν υποτεθεί διετής καθυστέρηση στην προσαρμογή του δημοσιονομικού αποτελέσματος, ο λόγος του χρέους και πάλι θα σταθεροποιηθεί το 2013 και θα υποχωρήσει αισθητά από το έτος 2015 και εξής. Στο σενάριο το οποίο περιλαμβάνει την επίδραση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στο ΑΕΠ, ο λόγος δημόσιου χρέους/ΑΕΠ περιορίζεται σε 77% περίπου το 2020.

Μέχρι στιγμής η διαρθρωτική προσαρμογή του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος της Πορτογαλίας (της τάξεως του 3,5% του ΑΕΠ) είναι σημαντική – γεγονός που αντανακλάται και στη μεγάλη διόρθωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της χώρας. Στο θετικό αυτό αποτέλεσμα συνέβαλε το γεγονός ότι η μείωση του ΑΕΠ το 2011 ήταν πιο συγκρατημένη σε σύγκριση με την προβλεπόμενη αρχικά. Εκτός αυτού, τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις υπερέβησαν τις εκτιμήσεις και το πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σημειώνει ικανοποιητική πρόοδο. Αν και τα όσα έχουν επιτευχθεί μέχρι σήμερα είναι πολύ θετικά, θα πρέπει ωστόσο να διατηρηθεί η σθεναρή αποφασιστικότητα που επιδεικνύεται μέχρι στιγμής. Ειδικότερα, από δημοσιονομικής πλευράς, χρειάζεται να συνεχιστούν οι προσπάθειες για την ενίσχυση των μέτρων κατά της συσσώρευσης ληξιπρόθεσμων οφειλών, να ενισχυθεί περαιτέρω ο φοροεισπρακτικός μηχανισμός και να εκσυγχρονιστεί η δημόσια διοίκηση. Δεδομένου του βασικού ρόλου που διαδραματίζουν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην ενίσχυση του ΑΕΠ, η αποφασιστική εφαρμογή τους, ιδίως για τη μείωση των ενοικίων στους κλάδους των μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών, είναι ζωτικής σημασίας για την επιτυχία του προγράμματος.

- 1 Πολλές ευρωπαϊκές χώρες πέτυχαν να διατηρήσουν πρωτογενή πλεονάσματα της τάξεως του 4%-5% του ΑΕΠ επί μακρόν. Μεταξύ εκείνων που βρίσκονται εντός της ζώνης του ευρώ ενδεικτικά αναφέρονται το Βέλγιο, με μέσο πρωτογενές πλεόνασμα 4,6% τα έτη 1989-2007, η Φινλανδία, με μέσο πρωτογενές πλεόνασμα της τάξεως του 5,5% τα έτη 1970-1990 και 1998-2008, η Ιταλία, με μέσο πρωτογενές πλεόνασμα 4,9% τα έτη 1995-2001, και η Ιρλανδία, με μέσο πλεόνασμα 4,7% τα έτη 1988-2000. Βλ. το πλαίσιο με τίτλο “Η εμπειρία από τη διατήρηση υψηλών πρωτογενών δημοσιονομικών πλεονασμάτων σε χώρες της ΕΕ”, *Μηνιαίο Δελτίο*, ΕΚΤ, Ιούνιος 2011.
- 2 Βλ. S. Gomes, P. Jacquinet, M. Mohr, M. Pisani, “Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries. A model-based assessment”, Working Paper Series, No 1323, ECB, 2011.

- 3 Σύμφωνα με το υπόδειγμα Euro Area and Global Economy, η επίδραση από ενδεχόμενη μείωση κατά 15% των αποκλίσεων (mark-ups) των μισθών και των τιμών από τους μισθούς και τις τιμές σε συνθήκες πλήρους ανταγωνισμού συνεπάγεται σωρευτική αύξηση του ΑΕΠ κατά 8% περίπου σε διάστημα μίας επταετίας.
- 4 Γύρω στο 66% των εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις που αναμένονταν τα έτη 2012 και 2013 εισέρευσαν στην αρχή του 2012. Επίσης, οι προβολές για το χρέος περιλαμβάνουν ποσό ύψους 12 δισεκ. ευρώ, το οποίο στο πρόγραμμα οικονομικής στήριξης προορίζεται για την κάλυψη των αναγκών ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών (Bank Solvency Support Facility – Μηχανισμός στήριξης της φερεγγυότητας των τραπεζών). Εάν τελικά χρησιμοποιηθεί μόνο μέρος του ποσού αυτού, ο λόγος χρέους/ΑΕΠ θα πρέπει να διορθωθεί προς τα κάτω.

Στην Ιρλανδία, η πέμπτη αξιολόγηση του προγράμματος οικονομικής στήριξης από την ΕΕ και το ΔΝΤ οδήγησε στη διαπίστωση ότι οι δημοσιονομικές προοπτικές για το 2012 συμβαδίζουν με τους στόχους (που προβλέπουν έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης 8,6% του ΑΕΠ για το 2012). Κατά τι περισσότερο από το ήμισυ της προσπάθειας εξυγίανσης το 2012 αφορά τις δαπάνες, συμπεριλαμβανομένων των περικοπών της δημόσιας κατανάλωσης, ενώ στην πλευρά των εσόδων η κυβέρνηση προβλέπει, ειδικότερα, μέτρα σχετικά με τους έμμεσους φόρους (π.χ. αύξηση του ΦΠΑ κατά 2 εκατοστιαίες μονάδες) και αυξήσεις σε διάφορες διοικητικά καθοριζόμενες τιμές. Παρόλο που οι δημοσιονομικοί κίνδυνοι έχουν κάπως αυξηθεί λόγω της επιδείνωσης του διεθνούς μακροοικονομικού περιβάλλοντος, η κυβέρνηση φαίνεται ότι παραμένει δεσμευμένη να λάβει όλα τα απαραίτητα μέτρα ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι για το έλλειμμα και να μειωθεί το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης κάτω από το 3% του ΑΕΠ έως το 2015, σύμφωνα με τις δεσμεύσεις της Ιρλανδίας στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος. Στις 26 Ιανουαρίου 2012 το γνωμοδοτικό συμβούλιο για δημοσιονομικά θέματα της Ιρλανδίας (Irish Fiscal Advisory Council) δημοσίευσε έκθεση με εισηγήσεις σχετικά με το βέλτιστο σχεδιασμό των δημοσιονομικών κανόνων για την Ιρλανδία, λαμβάνοντας υπόψη το νόμο περί δημοσιονομικής υπευθυνότητας (Fiscal Responsibility Bill) της κυβέρνησης, που θα θεσπιστεί στα μέσα του 2012, και σχετικά με την ενίσχυση της ανεξαρτησίας του συμβουλίου.

Με εξαίρεση την Εσθονία, το Λουξεμβούργο και τη Φινλανδία, όλες οι χώρες της ζώνης του ευρώ υπάγονται επί του παρόντος σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος. Στις 11 Ιανουαρίου 2012 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενημέρωσε το Συμβούλιο ECOFIN ότι, σύμφωνα με την αξιολόγησή της, το Βέλγιο, η Κύπρος και η Μάλτα έλαβαν αποτελεσματικά μέτρα στο πλαίσιο των αντίστοιχων διαδικασιών υπερβολικού ελλείμματος. Σύμφωνα με τις τελευταίες προβλέψεις της Επιτροπής για τις χώρες αυτές, η Μάλτα αναμένεται να έχει μειώσει το έλλειμά της στην τιμή αναφοράς το 2011 (προθεσμία που είχε οριστεί για τη διόρθωση του υπερβολικού της ελλείμματος). Στο Βέλγιο και την Κύπρο, τα ελλείμματα προβλέπεται να μειωθούν σε 2,9% και 2,7% του ΑΕΠ αντίστοιχα το 2012, προθεσμία για τη διόρθωση των υπερβολικών ελλειμμάτων τους. Ως εκ τούτου, στις 24 Ιανουαρίου 2012 το Συμβούλιο ECOFIN αποφάσισε να μην προχωρήσει στα επόμενα στάδια της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος για τις χώρες αυτές.

ΒΗΜΑΤΑ ΠΡΟΣ ΜΙΑ ΙΣΧΥΡΟΤΕΡΗ ΕΝΩΣΗ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ

Στις 2 Μαρτίου 2012 όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου και της Τσεχίας υπέγραψαν μια νέα διακυβερνητική Συνθήκη για τη Σταθερότητα, το Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση. Βασικά στοιχεία του δημοσιονομικού συμφώνου, όπως προβλέπεται στη νέα Συνθήκη, είναι η υποχρέωση των

συμβαλλόμενων κρατών-μελών να επιτύχουν και να διατηρήσουν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική διαρθρωτική δημοσιονομική θέση, και η υποχρέωσή τους να καθιερώσουν έναν αυτόματο μηχανισμό για τη λήψη διορθωτικών μέτρων (περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στο Πλαίσιο 12 με τίτλο “Κύρια στοιχεία του δημοσιονομικού συμφώνου”). Εν προκειμένω, οι εξελίξεις στα ετήσια διαρθρωτικά δημοσιονομικά αποτελέσματα της γενικής κυβέρνησης αποτελούν κύρια δημοσιονομική μεταβλητή για την παρακολούθηση της συμμόρφωσης προς τις νέες διατάξεις. Καθώς αυτά τα διαρθρωτικά αποτελέσματα προκύπτουν από τα κυκλικά διορθωμένα δημοσιονομικά αποτελέσματα, χωρίς να υπολογίζονται τα έκτακτα και τα προσωρινά μέτρα, η κυκλική διόρθωση αποτελεί σημαντικό εργαλείο για την αξιολόγηση της συμμόρφωσης (βλ. το Πλαίσιο 13 με τίτλο “Η κυκλική διόρθωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος”).

Πλαίσιο 12

ΚΥΡΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΜΦΩΝΟΥ

Το δημοσιονομικό σύμφωνο που προβλέπεται στη νέα “Συνθήκη για τη Σταθερότητα, το Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση” υιοθετήθηκε από τη σύνοδο κορυφής των χωρών της ΕΕ στις 30 Ιανουαρίου 2012 και υπογράφηκε στις 2 Μαρτίου 2012 από τους αρχηγούς κρατών ή κυβερνήσεων των χωρών της ΕΕ, με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο και την Τσεχία. Εκτός από το δημοσιονομικό σύμφωνο, η νέα Συνθήκη περιλαμβάνει διατάξεις για την προώθηση του συντονισμού και της σύγκλισης των οικονομικών πολιτικών, καθώς και την ενίσχυση της διακυβέρνησης της ζώνης του ευρώ. Το δημοσιονομικό σύμφωνο αποτελεί ένα βήμα προς μια πραγματική “ένωση δημοσιονομικής σταθερότητας”, καθώς στοχεύει στην ενδυνάμωση του πλαισίου δημοσιονομικής διακυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ και διορθώνει ορισμένες από τις αδυναμίες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, το οποίο ενισχύθηκε πρόσφατα.¹ Ακολουθεί τη συμφωνία των αρχηγών κρατών ή κυβερνήσεων των χωρών της ζώνης του ευρώ στις 9 Δεκεμβρίου 2011 σχετικά με τους ακρογωνιαίους λίθους του δημοσιονομικού συμφώνου. Η νέα Συνθήκη θα τεθεί σε ισχύ αφού κυρωθεί από τουλάχιστον 12 χώρες της ζώνης του ευρώ. Παρακάτω ακολουθεί μια σύντομη επισκόπηση των κύριων στοιχείων του δημοσιονομικού συμφώνου:

- 1. Κανόνας υποχρεωτικής ισοσκελισής του προϋπολογισμού:** Τα συμβαλλόμενα κράτη-μέλη δεσμεύονται να ενσωματώσουν στη νομοθεσία τους ένα δημοσιονομικό κανόνα που επιβάλλει η δημοσιονομική θέση της γενικής κυβέρνησης να είναι ισοσκελισμένη ή πλεονασματική. Ο κανόνας αυτός θεωρείται ότι τηρείται εφόσον το ετήσιο διαρθρωτικό αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης επιτυγχάνει τον ανά χώρα καθορισθέντα μεσοπρόθεσμο στόχο και δεν υπερβαίνει διαρθρωτικό έλλειμμα 0,5% του ΑΕΠ. Εάν ο λόγος του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ είναι σημαντικά χαμηλότερος του 60% και εφόσον οι κίνδυνοι για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών είναι περιορισμένοι, ο μεσοπρόθεσμος στόχος μπορεί να οριστεί ως διαρθρωτικό έλλειμμα που δεν θα υπερβαίνει το 1,0% του ΑΕΠ.

– **Ταχεία σύγκλιση προς το μεσοπρόθεσμο στόχο:** Το δημοσιονομικό σύμφωνο ορίζει ότι οι χώρες με διαρθρωτικό έλλειμμα που δεν ανταποκρίνεται ακόμη στο μεσοπρόθεσμο στόχο πρέπει να εξασφαλίσουν ταχεία σύγκλιση προς το στόχο αυτό. Το συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα προσαρμογής θα οριστεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

– **Προσωρινές αποκλίσεις:** Μία χώρα μπορεί να αποκλίνει προσωρινά από τον οικείο μεσοπρόθεσμο στόχο ή από την πορεία προσαρμογής για την επίτευξή του μόνον υπό εξαιρετικές περιστάσεις, δηλ. σε περίπτωση ασυνήθιστου γεγονότος το οποίο εκφεύγει του ελέγχου της ενδιαφερόμενης χώρας ή σε περιόδους έντονης κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας, όπως ορίζονται στο προληπτικό σκέλος του ενισχυμένου Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

– **Αυτόματος διορθωτικός μηχανισμός:** Σε περίπτωση που παρατηρούνται σημαντικές αποκλίσεις από το μεσοπρόθεσμο στόχο για το διαρθρωτικό έλλειμμα μίας χώρας ή την πορεία προσαρμογής σε αυτόν, τίθεται αυτομάτως σε λειτουργία διορθωτικός μηχανισμός. Η σωρευτική επίδραση των αποκλίσεων στη δυναμική του δημόσιου χρέους θα πρέπει επίσης να διορθώνεται αυτόματα. Οι κοινές αρχές σχετικά με το χαρακτήρα, την έκταση και το χρονοδιάγραμμα της διορθωτικής δράσης που πρέπει να αναληφθεί, ακόμη και σε περίπτωση που συντρέχουν εξαιρετικές περιστάσεις, θα προταθούν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Η πρόταση αυτή θα καλύπτει επίσης το ρόλο και την ανεξαρτησία των οργάνων που είναι αρμόδια, σε εθνικό επίπεδο, για την παρακολούθηση της τήρησης των κανόνων.

– **Συμμόρφωση:** Τα κράτη-μέλη υποχρεούνται να ενσωματώσουν τα ως άνω στοιχεία του κανόνα ισοσκελίσης του προϋπολογισμού στα εθνικά νομικά συστήματά τους, κατά προτίμηση μέσω συνταγματικών διατάξεων, το αργότερο ένα έτος μετά την έναρξη ισχύος της νέας Συνθήκης. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα υποβάλει έκθεση σχετικά με τη συμμόρφωση προς την απαίτηση ενσωμάτωσης. Κάθε συμβαλλόμενο κράτος-μέλος μπορεί να προσφεύγει στο Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την εξακρίβωση της ενσωμάτωσης των κανόνων στο εθνικό δίκαιο, και το Δικαστήριο μπορεί να επιβάλλει οικονομικές κυρώσεις έως 0,1% του ΑΕΠ για τη διασφάλιση της συμμόρφωσης προς τις αποφάσεις του.

- 2. Ενίσχυση της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος:** Το δημοσιονομικό σύμφωνο προβλέπει ότι οι χώρες της ζώνης του ευρώ δεσμεύονται να υποστηρίζουν τις προτάσεις ή συστάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής προς το Συμβούλιο ECOFIN σε περίπτωση παραβίασης του κριτηρίου του ελλείμματος από κάποια χώρα της ζώνης του ευρώ, εκτός εάν απορριφθούν από τις υπόλοιπες χώρες της ζώνης του ευρώ με ειδική πλειοψηφία. Σεβόμενη πλήρως τις απαιτήσεις των Συνθηκών της ΕΕ, η διάταξη αυτή αναμένεται να ενισχύσει τον αυτόματο χαρακτήρα της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος όσον αφορά τις παραβιάσεις του κριτηρίου του ελλείμματος. Επιπλέον, τα κράτη-μέλη που υπάγονται στη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος απαιτείται να θεσπίζουν πρόγραμμα δημοσιονομικής και οικονομικής συνεργασίας που θα καθιστά δυνατή την αποτελεσματική και διαρκή διόρθωση του υπερβολικού ελλείματός τους.
- 3. Κριτήριο αναφοράς για τη μείωση του χρέους της γενικής κυβέρνησης:** Το δημοσιονομικό σύμφωνο περιλαμβάνει το αριθμητικό κριτήριο αναφοράς για τη μείωση του χρέους των κρατών-μελών των οποίων το χρέος της γενικής κυβέρνησης υπερβαίνει την τιμή αναφοράς 60% του ΑΕΠ, όπως προβλέπεται στο ενισχυμένο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Συνεπώς, ανάγει το κριτήριο αναφοράς σε επίπεδο πρωτογενούς δικαίου για τα συμβαλλόμενα μέρη. Συγκεκριμένα, η διαφορά μεταξύ του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ και της τιμής αναφοράς 60% του ΑΕΠ απαιτείται να μειώνεται κατά ένα εικοστό ετησίως κατά μέσο όρο.

4. Προγραμματισμός της έκδοσης χρεογράφων του Δημοσίου: Τα κράτη-μέλη καλούνται να υποβάλλουν εκ των προτέρων έκθεση σχετικά με τον προγραμματισμό τους για την έκδοση χρεογράφων του Δημοσίου. Αυτό θα συμβάλει στη βελτιστοποίηση του συντονισμού των προγραμμάτων χρηματοδότησής τους.

Συνολικά, το δημοσιονομικό σύμφωνο αποτελεί ένα θετικό βήμα για την εδραίωση της δημοσιονομικής πειθαρχίας στη ζώνη του ευρώ. Εφόσον υπάρξει αυστηρή υλοποίηση και συμμόρφωση, το δημοσιονομικό σύμφωνο αναμένεται να ενισχύσει το υφιστάμενο πλαίσιο δημοσιονομικής διακυβέρνησης και να αυξήσει την αξιοπιστία του. Λεπτομερέστερη ανάλυση του δημοσιονομικού συμφώνου θα δημοσιευθεί σε επόμενο τεύχος του Μηνιαίου Δελτίου.

- 1 Για μια αξιολόγηση του ενισχυμένου Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης που τέθηκε σε ισχύ τον Δεκέμβριο του 2011, βλ. Πλαίσιο 11 με τίτλο “Το Ενισχυμένο Πλαίσιο Οικονομικής Διακυβέρνησης της ΕΕ τίθεται σε ισχύ”, *Μηνιαίο Δελτίο*, ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2011.

Πλαίσιο 13

Η ΚΥΚΛΙΚΗ ΔΙΟΡΘΩΣΗ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ

Τα δημόσια έσοδα προέρχονται κυρίως από φόρους και εισφορές κοινωνικής ασφάλισης που επιβάλλονται σε διάφορες κατηγορίες εσόδων και δαπανών. Ως εκ τούτου, τείνουν να αυξομειώνονται ανάλογα με τις διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας. Αντίθετα, και με την αξιοσημείωτη εξαίρεση των επιδομάτων ανεργίας, το μεγαλύτερο μέρος των δημόσιων δαπανών παραμένει εν πολλοίς ανεπηρέαστο από τον οικονομικό κύκλο. Επομένως, εφόσον όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμείνουν αμετάβλητοι, τα δημοσιονομικά αποτελέσματα τείνουν να βελτιώνονται στις ανοδικές και να επιδεινώνονται στις καθοδικές φάσεις του οικονομικού κύκλου.

Σκοπός της κυκλικής προσαρμογής είναι να διορθωθεί το δημοσιονομικό αποτέλεσμα για την επίδραση του οικονομικού κύκλου στα δημόσια οικονομικά και να εξαχθεί ένας δείκτης που θα αντανάκλα καλύτερα την υποκείμενη, ή διαρθρωτική, δημοσιονομική θέση. Στο πλαίσιο της εκτίμησης της κυκλικής συνιστώσας του δημοσιονομικού αποτελέσματος γίνεται γενικά προσπάθεια να μετρηθεί: (α) πού βρίσκεται η οικονομία σε σχέση με το δυνητικό της επίπεδο ή την τάση της (β) πώς αντιδρούν κατά κανόνα οι διάφορες συνιστώσες του δημοσιονομικού αποτελέσματος στις διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας.

Η κυκλική διόρθωση στο πλαίσιο του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης

Η εξέλιξη του διαρθρωτικού δημοσιονομικού αποτελέσματος, το οποίο μετρείται ως το κυκλικά διορθωμένο δημοσιονομικό αποτέλεσμα χωρίς να λαμβάνονται υπόψη ορισμένα εφάπαξ και προσωρινά μέτρα, είναι ένας από τους δείκτες που παρακολουθούνται στενά στο πλαίσιο του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Προς το σκοπό αυτό, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, αξιοποιώντας και το έργο του ΟΟΣΑ, έχει αναπτύξει και βελτιώσει μια από κοινού συμφωνηθείσα μέθοδο κυκλικής διόρθωσης. Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο, η κυκλική συνιστώσα του δημοσιονομικού αποτελέσματος είναι το γινόμενο του εκτιμώμενου παραγωγικού κενού¹ επί την εκτιμώμενη συνολική ευαισθησία του δημοσιονομικού αποτελέσματος στο προϊόν.² Το παραγωγικό κενό εκτιμάται με βάση μια

συνάρτηση παραγωγής. Οι εκτιμήσεις που λαμβάνονται από τη συνάρτηση επικαιροποιούνται μετά από κάθε μακροοικονομική πρόβλεψη. Η συνολική ευαισθησία του δημοσιονομικού αποτελέσματος στο προϊόν είναι μια σταθερή παράμετρος που επανεκτιμάται σε περιοδική βάση (π.χ. μία φορά ανά πενταετία) και εξάγεται με βάση εκτιμήσεις ή παραδοχές για: (α) την ελαστικότητα των κυκλικών στοιχείων του δημοσιονομικού αποτελέσματος (φόροι, εισφορές κοινωνικής ασφάλισης και επιδόματα ανεργίας) ως προς τις συναφείς συνιστώσες του ΑΕΠ (μισθοί, κέρδη και κατανάλωση) και την ανεργία, και (β) την ελαστικότητα των εν λόγω συνιστωσών του ΑΕΠ και της ανεργίας ως προς το συνολικό ΑΕΠ. Αυτές οι ελαστικότητες είναι συνήθως κοντά στη μονάδα κατά μέσο όρο, γεγονός που υποδηλώνει ότι η συνολική ευαισθησία του δημοσιονομικού αποτελέσματος συνήθως εκτιμάται ότι βρίσκεται πλησίον του ποσοστού των κυκλικών εσόδων και δαπανών στο ΑΕΠ, που για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο διαμορφώνεται στο 0,5 περίπου. Με άλλα λόγια, για κάθε κενό 1% μεταξύ του προϊόντος και του εκτιμώμενου δυναμικού του επιπέδου, η αντίστοιχη κυκλική συνιστώσα του δημοσιονομικού αποτελέσματος ανέρχεται στο 0,5% του ΑΕΠ περίπου.

Περιορισμοί της κυκλικής διόρθωσης

Η κυκλική διόρθωση αποτελεί σημαντικό εργαλείο για την άσκηση και την αξιολόγηση της δημοσιονομικής πολιτικής. Παράλληλα, όλες οι μέθοδοι κυκλικής διόρθωσης έχουν τους περιορισμούς τους. Είναι επομένως σημαντικό οι εκτιμήσεις του κυκλικά διορθωμένου δημοσιονομικού αποτελέσματος να ερμηνεύονται κατάλληλα, αφού ληφθούν υπόψη οι εν λόγω περιορισμοί. Δύο είναι τα βασικά προβλήματα που συνδέονται με τις περισσότερες παραδοσιακές μεθόδους.

Το πρώτο πρόβλημα είναι ότι το δυναμικό επίπεδο ή η τάση της οικονομικής δραστηριότητας δεν είναι παρατηρήσιμα και οι απόψεις σε πραγματικό χρόνο για το πού βρίσκεται η οικονομία σε σχέση με το δυναμικό της επίπεδο ή την τάση της εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις προβλέψεις για το μέλλον. Αυτό σημαίνει ότι η εκτίμηση του μεγέθους του παραγωγικού κενού σε οποιοδήποτε χρονικό σημείο φυσικά αναθεωρείται εκ των υστέρων, καθώς διατίθενται νέα στοιχεία και γνωστοποιούνται λάθη στις προβλέψεις.

Η αναθεώρηση των εκτιμήσεων του παραγωγικού κενού και κατά συνέπεια των κυκλικών συνιστωσών του δημοσιονομικού αποτελέσματος είναι πιο εκτεταμένη όταν η οικονομία πλήττεται από απρόβλεπτες διαταραχές. Για παράδειγμα, το φθινόπωρο του 2007, η εκτίμηση για το ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ για εκείνο το έτος ήταν ότι κινείται κατά το μάλλον ή ήττον στο δυναμικό επίπεδο. Αυτό σημαίνει ότι η κυκλική συνιστώσα του δημοσιονομικού αποτελέσματος της ζώνης του ευρώ εκτιμάτο πλησίον του μηδενός. Ωστόσο, καθώς η παγκόσμια οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση έπληξε την οικονομία της ζώνης του ευρώ, η εκτίμηση αυτή μεταβλήθηκε. Το προϊόν εκτιμάται τώρα ότι ήταν περί το 2,5% υψηλότερο του δυναμικού του επιπέδου, υποδηλώνοντας θετική κυκλική συνιστώσα του δημοσιονομικού αποτελέσματος περίπου 1,25% του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα Α). Αυτό υποδηλώνει αντίστοιχη αναθεώρηση της εκτίμησης για το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα της ζώνης του ευρώ για εκείνο το έτος (βλ. Διάγραμμα Β).

Το δεύτερο πρόβλημα είναι ότι στην πράξη η σχέση μεταξύ των κυκλικών συνιστωσών του δημοσιονομικού αποτελέσματος και του ΑΕΠ είναι πιο ασταθής από ό,τι υποδηλώνουν οι παραδοχές στις οποίες βασίζεται η κυκλική διόρθωση. Κατ' αρχάς, δεν είναι μόνο το συνολικό επίπεδο, αλλά και η σύνθεση του ΑΕΠ που είναι σημαντική για τα δημόσια οικονομικά. Π.χ. μια αύξηση του ΑΕΠ που οφείλεται στις καθарές εξαγωγές συνεπάγεται λιγότερα φορολογικά έσοδα από ό,τι μια αύξησή του που στηρίζεται στην

εγγώρια ζήτηση. Η μεθοδολογία της κυκλικής διόρθωσης που υιοθετείται επί του παρόντος στη δημοσιονομική ανάλυση εντός του ΕΣΚΤ προσπαθεί να συμπεριλάβει αυτές τις επιδράσεις στην κυκλική συνιστώσα του δημοσιονομικού αποτελέσματος.³ Προς το σκοπό αυτό, στην εν λόγω μέθοδο οι κυκλικές συνιστώσες υπολογίζονται χωριστά για τις διάφορες κατηγορίες εσόδων και δαπανών με βάση την κυκλική εξέλιξη εκείνου του μακροοικονομικού μεγέθους (από τα περιλαμβανόμενα στην αντίστοιχη μακροοικονομική προβολή) που θεωρείται ότι προσεγγίζει περισσότερο τη μετρούμενη φορολογική βάση ή τη μετρούμενη βάση των δαπανών.

Ωστόσο, η μετρούμενη φορολογική βάση και η μετρούμενη βάση των δαπανών τείνουν πάντα να είναι πολύ διαφορετικές – και να συμπεριφέρονται πολύ διαφορετικά – από τα μακροοικονομικά μεγέθη που προσεγγίζουν περισσότερο σε αυτές. Υπάρχουν πολλοί λόγοι γι' αυτό, και γενικά σχετίζονται με την πολυπλοκότητα του φορολογικού συστήματος και του συστήματος παροχών. Τα παραδείγματα είναι πάμπολλα. Πρώτον, οι φόροι επιβάλλονται εν μέρει σε έσοδα (π.χ. πραγματοποιηθέντα κεφαλαιακά κέρδη) και δαπάνες (π.χ. αγορές υφιστάμενων κατοικιών) που δεν περιλαμβάνονται στον υπολογισμό του ΑΕΠ. Δεύτερον, ο κύριος δείκτης κερδών στους εθνικούς λογαριασμούς (το λειτουργικό πλεόνασμα) αποτελείται από το σύνολο των κερδών και των ζημιών επιχειρήσεων και νοικοκυριών, αν και στο φορολογικό σύστημα οι ζημίες δεν φορολογούνται αρνητικά. Αντίθετα, μεταφέρονται στο επόμενο έτος και συμψηφίζονται με τα κέρδη επόμενων ετών. Τρίτον, δεν είναι τόσο τα ευρεία μεγέθη (π.χ. η ιδιωτική κατανάλωση) όσο οι συνιστώσες τους (π.χ. η κατανάλωση καυσίμων, καπνού και οιοπνευματωδών ποτών) που καθορίζουν τα φορολογικά έσοδα. Τέταρτον, οι δαπάνες για επιδόματα ανεργίας εξαρτώνται όχι μόνο από τη συνολική ανεργία, αλλά και από το αν οι άνεργοι δικαιούνται το επίδομα, πράγμα το οποίο κανονικά εξαρτάται από τις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης που είχαν καταβληθεί στο παρελθόν, το διάστημα κατά το οποίο είναι άνεργοι κ.ο.κ. Οι διακυμάνσεις, σε δωδεκάμηνη βάση, των δημόσιων εσόδων και δαπανών που προκαλούνται από τέτοιους παράγοντες δεν αποτυπώνονται στην κυκλική συνιστώσα του δημοσιονομικού αποτελέσματος, παρόλο που οι διακυμάνσεις αυτές μπορεί να συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με τον οικονομικό κύκλο. Οι παραδοσιακές διαδικασίες κυκλικής διόρθωσης δεν μπορούν να αποτυπώσουν αυτές τις επιδράσεις επειδή οι κύριοι προσδιοριστικοί τους παράγοντες δεν αποτελούν χαρακτηριστικά των τυπικών μακροοικονομικών προβολών.

Ένα άλλο θέμα που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη είναι ότι το παραγωγικό κενό αφορά όγκους, ενώ οι φόροι και οι παροχές αφορούν ονομαστικές αξίες. Η κυκλική προσαρμογή επιχειρεί να διορθώσει το δημοσιονομικό αποτέλεσμα για τους πραγματικούς οικονομικούς κύκλους και όχι για τους κύκλους τιμών. Με άλλα λόγια, βασίζεται στην παραδοχή ότι οι διακυμάνσεις των τιμών δεν ασκούν σημαντική κυκλική επίδραση στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα. Ο πληθωρισμός, όμως, είναι σημαντικός για τα δημόσια οικονομικά. Αυτό συμβαίνει κυρίως επειδή οι δαπάνες είναι γενικά σταθερές σε ονομαστικούς όρους, ενώ πολλοί φόροι και παροχές προσαρμόζονται αυτόματα στον πληθωρισμό μισθών και τιμών.

Συμπεράσματα

Με αυτά τα δεδομένα, η κυκλική συνιστώσα του δημοσιονομικού αποτελέσματος πιθανώς ερμηνεύεται με τον καλύτερο τρόπο ως εξής: αυτή συνιστώσα του ελλείμματος ή του πλεονάσματος τείνει να αυτοδιορθωθεί με το χρόνο συνεπεία της επίδρασης του οικονομικού κύκλου, με βάση την παραδοχή ότι η σημερινή πρόβλεψη για το ΑΕΠ θα επαληθευθεί και ότι θα υπάρχει μια σχηματοποιημένη και σταθερή σχέση ανάμεσα στις κυκλικές συνιστώσες του δημοσιονομικού αποτελέσματος και του ΑΕΠ στο μέλλον. Με

βάση αυτές τις παραδοχές, η μείωση του κυκλικά διορθωμένου δημοσιονομικού ελλείμματος γενικά απαιτεί ένα συνδυασμό υψηλότερων φόρων ή/και μια πορεία δαπανών μη κυκλικού χαρακτήρα που θα διατηρηθούν σε επίπεδο χαμηλότερο από εκείνο του δυνητικού ρυθμού ανάπτυξης ή της τάσης της οικονομίας. Γενικότερα, θα πρέπει να σημειωθεί ότι πολλοί παράγοντες, μεταξύ των οποίων όχι μόνο οι οιονεί κυκλικοί παράγοντες που αναφέρθηκαν παραπάνω, αλλά και μη κυκλικοί παράγοντες όπως η γήρανση του πληθυσμού, επηρεάζουν το κυκλικά διορθωμένο δημοσιονομικό αποτέλεσμα. Η πρόβλεψη τέτοιων παραγόντων – στο βαθμό που αυτή είναι δυνατή – και ο συνυπολογισμός τους στη λήψη αποφάσεων για φορολογικά θέματα και θέματα δαπανών έχουν σημασία για τη χάραξη της δημοσιονομικής πολιτικής. Επίσης, λόγω της αβεβαιότητας που περιβάλλει τις εκτιμήσεις των κυκλικά διορθωμένων δημοσιονομικών αποτελεσμάτων, η συμμόρφωση προς τα όρια του μετρούμενου δημοσιονομικού ελλείμματος, δηλ. την τιμή αναφοράς 3% του ΑΕΠ, παραμένει ζωτικό στοιχείο του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

- 1 Βλ. D’Auria, F., Denis, C., Havik, K., McMorow, K., Planas, C., Raciborski, R., Röger W., “The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps”, European Economy – Economic Papers, No 420, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ιούλιος 2010.
- 2 Βλ. New and updated budgetary sensitivities for the EU budgetary surveillance, Ευρωπαϊκή Επιτροπή (δικτυακός τόπος DG-ECFIN), Σεπτέμβριος 2005.
- 3 Βλ. Bouthevillain et al., Working Paper Series, No 77, EKT, Φραγκφούρτη, Σεπτέμβριος 2001.

Στις 2 Φεβρουαρίου 2012 οι χώρες της ζώνης του ευρώ υπέγραψαν τη Συνθήκη για τη θέσπιση του μόνιμου Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ), ο οποίος θα αντικαταστήσει ή θα συμπληρώσει το ΕΤΧΣ. Αυτός ο νέος μηχανισμός αντιμετώπισης κρίσεων αποσκοπεί στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στη ζώνη του ευρώ και θα τεθεί σε ισχύ την 1η Ιουλίου 2012, ένα χρόνο νωρίτερα από ό,τι προβλεπόταν αρχικά. Το ΕΤΧΣ και ο ΕΜΣ αναμένεται να έχουν αθροιστική δανειοδοτική ικανότητα ύψους 500 δισεκ. ευρώ, η επάρκεια της οποίας θα επανεξεταστεί από τους αρχηγούς κρατών ή κυβερνήσεων κατά τη σύνοδό τους στο τέλος Μαρτίου. Από την 1η Μαρτίου 2013, μόνο όσες χώρες της ζώνης του ευρώ έχουν επικυρώσει τη Συνθήκη για τη Σταθερότητα, το Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση θα μπορούν να λαμβάνουν οικονομική ενίσχυση υπό τον ΕΜΣ.

Υπάρχουν οι πρώτες ενδείξεις ότι η πρόοδος που έχει σημειωθεί όσον αφορά τη δημοσιονομική εξυγίανση στη ζώνη του ευρώ στο σύνολό της και, ειδικότερα, σε ευπαθείς χώρες, καθώς και οι προσπάθειες ενίσχυσης του πλαισίου δημοσιονομικής και οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ και, κατά συνέπεια, των βάσεων του ενιαίου νομίσματος, έχουν απήχηση στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Από αυτή την άποψη, οι εντάσεις στις αγορές κρατικών χρεογράφων έχουν υποχωρήσει στις ευπαθείς χώρες της ζώνης του ευρώ, όπως καταδεικνύεται από τη μείωση των διαφορών αποδόσεων των ομολόγων τους έναντι των αποδόσεων των γερμανικών κρατικών ομολόγων (βλ. Διάγραμμα 61).

ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Το δημοσιονομικό σύμφωνο, όπως καθιερώνεται στη νέα Συνθήκη για τη Σταθερότητα, το Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση, αποτελεί ένα βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση. Μαζί με τη δέσμη των έξι μεταρρυθμίσεων της οικονομικής και δημοσιονομικής διακυβέρνησης που τέθηκαν σε ισχύ το Δεκέμβριο του

2011,⁵ αποτελεί άλλη μια δέσμευση για ενίσχυση του δημοσιονομικού πλαισίου στο οποίο βασίζεται η ONE. Αυτά τα βήματα προς τη διασφάλιση μεγαλύτερης δημοσιονομικής πειθαρχίας, σε συνδυασμό με περαιτέρω προσπάθειες για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, έχουν συμβάλει στην ενδυνάμωση της εμπιστοσύνης των χρηματοπιστωτικών αγορών. Εντούτοις, το κλίμα στις χρηματοπιστωτικές αγορές εξακολουθεί να είναι ευμετάβλητο. Οι κυβερνήσεις στη ζώνη του ευρώ πρέπει, επομένως, να συνεχίσουν να εφαρμόζουν ολοκληρωμένες στρατηγικές δημοσιονομικής εξυγίανσης και να τηρούν όλες τις δεσμεύσεις τους βάσει του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Εν προκειμένω, το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο 2012 θα πρέπει να αξιοποιηθεί για την απαραίτητη εφαρμογή του ενισχυμένου μηχανισμού δημοσιονομικής εποπτείας. Στα προγράμματα σταθερότητας για το 2012, τα οποία πρέπει να υποβληθούν στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή έως τα μέσα Απριλίου, οι χώρες της ζώνης του ευρώ θα πρέπει να περιγράφουν λεπτομερώς με ποιον τρόπο προτίθενται να συμμορφωθούν προς τη νέα Συνθήκη. Επιπλέον, οι χώρες που υπάγονται σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος θα πρέπει να προσδιορίσουν τα μέτρα που πρέπει να ληφθούν για τη διόρθωση των υπερβολικών ελλειμμάτων τους εντός της προθεσμίας. Θα πρέπει επίσης να λάβουν υπόψη τους τις συστάσεις που εξέδωσε το Συμβούλιο ECOFIN στο πλαίσιο της αξιολόγησης των προγραμμάτων σταθερότητας του 2011. Οι προσπάθειες δημοσιονομικής εξυγίανσης θα πρέπει να επικεντρώνονται σε μέτρα που έχουν τη δυνατότητα να αυξήσουν την αποτελεσματικότητα των δαπανών και την ανταγωνιστικότητα, στηρίζοντας έτσι την οικονομική ανάπτυξη.

Όσον αφορά το μέλλον, θα χρειαστεί να γίνουν πρόσθετα και φιλόδοξα βήματα προς τη βελτίωση του δημοσιονομικού πλαισίου και τη μετάβαση σε μια πραγματική “ένωση δημοσιονομικής σταθερότητας”. Εφόσον αυτό συνδυαστεί με την πρόοδο που έχει ήδη επιτευχθεί, θα τεθεί σε κίνηση ένας ενάρετος κύκλος εύρωστων δημοσιονομικών θέσεων, χαμηλότερων κινδύνων διατηρησιμότητας του δημόσιου χρέους και μεγαλύτερης εμπιστοσύνης των χρηματοπιστωτικών αγορών.

⁵ Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στο πλαίσιο με τίτλο “Το ενισχυμένο πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ τίθεται σε ισχύ”, *Μηνιαίο Δελτίο*, ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2011.