



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

## ΜΗΝΙΑΙΟ ΔΕΛΤΙΟ ΜΑΡΤΙΟΥ 2013

### ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ

Κατά τη συνεδρίαση της 7ης Μαρτίου το Διοικητικό Συμβούλιο, βασιζόμενο στην οικονομική και νομισματική ανάλυση που διενεργεί τακτικά, αποφάσισε να διατηρήσει αμετάβλητα τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ. Οι ρυθμοί πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) σημείωσαν περαιτέρω πτώση, όπως αναμενόταν, και υποχώρησαν κάτω του 2% τον Φεβρουάριο. Στον ορίζοντα που ενδιαφέρει τη νομισματική πολιτική, οι πληθωριστικές πιέσεις αναμένεται να παραμείνουν συγκρατημένες. Ο υποκείμενος ρυθμός της νομισματικής επέκτασης συνεχίζει να είναι υποτονικός. Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ εξακολουθούν να είναι σταθεροποιημένες σε επίπεδα συμβατά με την επιδίωξη του Διοικητικού Συμβουλίου να διατηρεί τους ρυθμούς πληθωρισμού κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα. Συνολικά, αυτό επιτρέπει στην κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ να παραμένει διευκολυντική. Τα διαθέσιμα στοιχεία εξακολουθούν να υποδεικνύουν ότι η υποτονικότητα της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ συνέχισε να επικρατεί στην αρχή του έτους, ενώ επιβεβαιώνουν σε γενικές γραμμές ορισμένες ενδείξεις σταθεροποίησης διαφόρων δεικτών, έστω και σε χαμηλά επίπεδα. Ταυτόχρονα, οι αναγκαίες προσαρμογές των ισολογισμών στον δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα θα συνεχίσουν να επηρεάζουν αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα. Αργότερα το 2013, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να ανακάμψει σταδιακά, υποβοηθούμενη από την ενίσχυση της παγκόσμιας ζήτησης και τη διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Προκειμένου να στηρίξουν την εμπιστοσύνη, είναι απαραίτητο οι κυβερνήσεις να συνεχίσουν να υλοποιούν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, να αξιοποιήσουν περαιτέρω την πρόοδο που έχει επιτευχθεί σε σχέση με τη δημοσιονομική εξυγίανση και να προχωρήσουν στην αναδιάρθρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Όσον αφορά την κατάσταση ρευστότητας των τραπεζών, οι αντισυμβαλλόμενοι έχουν αποπληρώσει μέχρι στιγμής 224,8 δισεκ. ευρώ από τα 1.018,7 δισεκ. ευρώ που έλαβαν με τις δύο πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΠΠΜΑ) διάρκειας τριών ετών, οι οποίες διακαλονίστηκαν τον Δεκέμβριο 2011 και τον Μάρτιο 2012. Σε καθαρούς όρους, αυτό σημαίνει ότι από τα 500 δισεκ. ευρώ που αντιστοιχούν στην αύξηση του υπολοίπου της αναχρηματοδότησης των τραπεζών μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ από τα μέσα Δεκεμβρίου 2011 έως τις αρχές Μαρτίου 2012, έχουν αποπληρωθεί μέχρι στιγμής περίπου 200 δισεκ. ευρώ. Αυτές οι αποπληρωμές αντανakλούν την ενίσχυση της εμπιστοσύνης στις χρηματοπιστωτικές αγορές τους τελευταίους μήνες και την υποχώρηση του κατακερματισμού των χρηματοπιστωτικών αγορών. Το Διοικητικό Συμβούλιο παρακολουθεί προσεκτικά τις συνθήκες στην αγορά χρήματος και τις δυναμικές επιδράσεις τους στην κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής και στη λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής του προς την οικονομία. Η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής θα παραμείνει διευκολυντική με πλήρη κατανομή της ζητούμενης ρευστότητας.

Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση, η επίδοση του ΑΕΠ το δ' τρίμηνο του 2012 ήταν δυσμενής και σύμφωνα με τη δεύτερη εκτίμηση της Eurostat σημειώθηκε συρρίκνωση κατά 0,6% σε τριμηνιαία βάση. Η μείωση αυτή οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό στην πτώση της εγχώριας ζήτησης ενώ αντανάκλασε και την υποτονικότητα των εξαγωγών. Όσον αφορά το 2013, σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία και δείκτες, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να αρχίσει να σταθεροποιείται το πρώτο εξάμηνο του έτους. Το δεύτερο εξάμηνο αναμένεται να ξεκινήσει σταδιακή ανάκαμψη, καθώς ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών θα ωφεληθεί από την ενίσχυση της παγκόσμιας ζήτησης και η εγχώρια ζήτηση θα στηριχθεί από τη διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, οι επιδράσεις των βελτιώσεων που έχουν επέλθει στις χρηματοπιστωτικές αγορές από τον Ιούλιο και εξής και της συνεχιζόμενης υλοποίησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων αναμένεται να μεταδοθούν στους διάφορους τομείς της οικονομίας. Ταυτόχρονα, οι αναγκαίες προσαρμογές των ισολογισμών στον δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα, καθώς και οι επακόλουθες συνθήκες πιστωτικής στενότητας, θα συνεχίσουν να επηρεάζουν αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα.

Η αξιολόγηση αυτή αντανάκλαται επίσης στις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Μαρτίου 2013, στις οποίες προβλέπεται ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα διαμορφωθεί μεταξύ -0,9% και -0,1% το 2013 και μεταξύ 0,0% και 2,0% το 2014. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου 2012, τα διαστήματα έχουν αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα κάτω. Η αναθεώρηση για το 2013 αντανάκλα κυρίως την εντονότερα αρνητική επίδραση που μηχανιστικά ασκεί η δυσμενής επίδοση του πραγματικού ΑΕΠ το δ' τρίμηνο του 2012, ενώ η προβλεπόμενη πορεία της ανάκαμψης παραμένει σε γενικές γραμμές αμετάβλητη. Το Διοικητικό Συμβούλιο εξακολουθεί να διαπιστώνει καθοδικούς κινδύνους οι οποίοι περιβάλλουν τις οικονομικές προοπτικές για τη ζώνη του ευρώ. Οι κίνδυνοι αυτοί συνδέονται με το ενδεχόμενο υποτονικότερου από το αναμενόμενο ρυθμού αύξησης της εγχώριας ζήτησης και των εξαγωγών και με τη βραδεία ή ανεπαρκή υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στη ζώνη του ευρώ. Αυτοί οι παράγοντες ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά τη βελτίωση της εμπιστοσύνης και επομένως να καθυστερήσουν την ανάκαμψη.

Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ ήταν 1,8% τον Φεβρουάριο του 2013, έναντι 2,0% τον Ιανουάριο. Η συνεχιζόμενη υποχώρηση των ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού αντανάκλα κυρίως τις συνιστώσες του δείκτη τιμών που αφορούν την ενέργεια και τα είδη διατροφής. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, αν και σε μηνιαία βάση ο μετρούμενος πληθωρισμός παρουσιάζει κάποια μεταβλητότητα, οι υποκείμενες πιέσεις στις τιμές αναμένεται να παραμείνουν συγκρατημένες δεδομένης της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ. Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό είναι σταθεροποιημένες σε επίπεδα συμβατά με τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα.

Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Μαρτίου 2013, ο ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) θα διαμορφωθεί μεταξύ 1,2% και 2,0% το 2013 και μεταξύ 0,6% και 2,0% το 2014. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου 2012, τα διαστήματα παραμένουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητα.

Κατά την εκτίμηση του Διοικητικού Συμβουλίου, οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προοπτικές για την εξέλιξη των τιμών εξακολουθούν να είναι σε γενικές γραμμές ισορροπημένοι μεσοπρόθεσμα. Οι ανοδικοί κίνδυνοι σχετίζονται με το ενδεχόμενο μεγαλύτερης από το αναμενόμενο αύξησης των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των

έμμεσων φόρων, καθώς και με την άνοδο των τιμών του πετρελαίου, ενώ οι καθοδικοί κίνδυνοι απορρέουν από την πιο υποτονική οικονομική δραστηριότητα.

Σε ό,τι αφορά τη νομισματική ανάλυση, τα νομισματικά στοιχεία για τον Ιανουάριο 2013 στηρίζουν την εκτίμηση του Διοικητικού Συμβουλίου ότι ο υποκείμενος ρυθμός της νομισματικής επέκτασης παραμένει συγκρατημένος. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του Μ3 παρέμεινε σε γενικές γραμμές αμετάβλητος στο 3,5% τον Ιανουάριο 2013, έναντι 3,4% τον Δεκέμβριο 2012. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του στενού νομισματικού μεγέθους Μ1 επιταχύνθηκε σε 6,7% από 6,3% τον Δεκέμβριο 2012. Η καταθετική βάση των ΝΧΙ σε ορισμένες από τις χώρες που αντιμετωπίζουν δυσχέρειες ενισχύθηκε περαιτέρω τον Ιανουάριο.

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (διορθωμένος ως προς τις πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων) ήταν -1,5% τον Ιανουάριο, έναντι -1,3% τον Δεκέμβριο 2012. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των ΝΧΙ προς τα νοικοκυριά υποχώρησε ελαφρώς σε 0,5% από 0,7% τον Δεκέμβριο. Ο υποτονικός ρυθμός αύξησης των δανείων αντανakλά σε μεγάλο βαθμό την τρέχουσα φάση του οικονομικού κύκλου, τον αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο και τη συνεχιζόμενη προσαρμογή των ισολογισμών του χρηματοπιστωτικού και του μη χρηματοπιστωτικού τομέα. Ταυτόχρονα, οι διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με την πρόσβαση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε χρηματοδότηση υποδεικνύουν συνθήκες πιστωτικής στενότητας για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Προκειμένου να εξασφαλιστεί η ορθή μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στις συνθήκες χρηματοδότησης στις χώρες της ζώνης του ευρώ, είναι απαραίτητο να συνεχιστεί ο περιορισμός του κατακερματισμού των πιστωτικών αγορών της ζώνης του ευρώ και η ενίσχυση της ανθεκτικότητας των τραπεζών, όπου χρειάζεται. Στην επίτευξη του στόχου αυτού θα συμβάλει η λήψη αποφασιστικών μέτρων για τη δημιουργία ενοποιημένου χρηματοπιστωτικού πλαισίου. Ο μελλοντικός ενιαίος εποπτικός μηχανισμός (EEM) είναι ένα από τα βασικά δομικά στοιχεία, σε συνδυασμό με έναν ενιαίο μηχανισμό εξυγίανσης των πιστωτικών ιδρυμάτων. Και οι δύο αποτελούν ζωτικούς παράγοντες στην πορεία προς την εκ νέου ενοποίηση του τραπεζικού τομέα.

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

Ενώ η διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής θα συνεχίσει να στηρίζει την ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ, είναι απαραίτητο οι δημοσιονομικές και διαρθρωτικές πολιτικές να ενισχύσουν τις προοπτικές για οικονομική ανάπτυξη μεσοπρόθεσμα. Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, οι χειμερινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το 2013 αντανakλούν την πρόοδο ως προς τη μείωση των δημοσιονομικών ανισορροπιών στη ζώνη του ευρώ. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης στο σύνολο της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι έχει μειωθεί σε 3,5% του ΑΕΠ το 2012 από 4,2% του ΑΕΠ το 2011 και προβλέπεται ότι θα μειωθεί περαιτέρω σε 2,8% του ΑΕΠ το τρέχον έτος. Οι κυβερνήσεις θα πρέπει να αξιοποιήσουν αυτή την πρόοδο με σκοπό να ενισχύσουν περαιτέρω την εμπιστοσύνη στη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Ταυτόχρονα, η δημοσιονομική εξυγίανση πρέπει να εντάσσεται σε ένα ολοκληρωμένο πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για τη βελτίωση των προοπτικών για δημιουργία θέσεων εργασίας, οικονομική ανάπτυξη και βιωσιμότητα του χρέους. Κατά την άποψη του Διοικητικού Συμβουλίου, είναι ιδιαίτερα σημαντικό στην παρούσα συγκυρία να αντιμετωπιστεί η σημερινή υψηλή μακροχρόνια ανεργία και η ανεργία των νέων. Προς τον σκοπό αυτό, είναι αναγκαία η υλοποίηση περαιτέρω μεταρρυθμίσεων στις αγορές

προϊόντων και εργασίας για τη δημιουργία νέων ευκαιριών απασχόλησης με την προώθηση ενός δυναμικού, ευέλικτου και ανταγωνιστικού οικονομικού περιβάλλοντος.

# ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

## 1 ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

*Παρά τον υποτονικό ακόμη, ανομοιογενή και εύθραυστο χαρακτήρα της παγκόσμιας οικονομικής ανάκαμψης, διαφαίνονται ενδείξεις επιτάχυνσης του ρυθμού ανάπτυξης. Η συνεχιζόμενη βελτίωση των δεικτών ερευνών υποδηλώνει ότι η παγκόσμια οικονομία σταδιακά σταθεροποιείται, παρόλο που η ανάκαμψη ενδέχεται να παραμείνει βραδεία. Στις περισσότερες μεγάλες προηγμένες οικονομίες εκτός της ζώνης του ευρώ, παρατηρήθηκαν κάποιες πρώτες ενδείξεις βελτίωσης, αλλά διάφοροι παράγοντες θα συνεχίσουν να επηρεάζουν αρνητικά τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της ανάπτυξης. Στις αναδυόμενες οικονομίες η ανάπτυξη ανακάμπτει μετά από μια μικρή επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας το 2012. Ως εκ τούτου, οι οικονομίες αυτές αναμένεται να συμβάλουν σημαντικά στη συνέχιση της παγκόσμιας ανάπτυξης. Ακολουθώντας τις εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα, το διεθνές εμπόριο έχει επίσης αρχίσει να δείχνει σημάδια σταδιακής ενίσχυσης της δυναμικής του. Όσον αφορά τις τιμές καταναλωτή, ο πληθωρισμός έχει αρχίσει να υποχωρεί τελευταία στις προηγμένες οικονομίες, ενώ οι εξελίξεις ήταν ανάμικτες στις αναδυόμενες αγορές.*

### 1.1 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΣ ΕΜΠΟΡΙΟ

Παρόλο που η παγκόσμια ανάκαμψη παραμένει υποτονική, ανομοιογενής και εύθραυστη, υπάρχουν ενδείξεις επιτάχυνσης του ρυθμού ανάπτυξης. Σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις, ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης της δραστηριότητας εκτός της ζώνης του ευρώ επιταχύνθηκε κατά 0,9% το τελευταίο τρίμηνο του 2012, σε σύγκριση με τα δύο προηγούμενα τρίμηνα, παρόλο που συνεχίζει να υπάρχει ανομοιογένεια μεταξύ των χωρών (βλ. Πίνακα 1). Στις προηγμένες οικονομίες, η ανάπτυξη παρέμεινε στάσιμη στις ΗΠΑ, κυρίως λόγω έκτακτων παραγόντων. Στο μεταξύ, το ΑΕΠ συρρικνώθηκε στο Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιαπωνία. Στις αναδυόμενες οικονομίες, μετά την επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ στα μέσα του 2012, η ανάπτυξη ενισχύθηκε και πάλι προς το τέλος του έτους στην Ινδία και τη Βραζιλία, ενώ παρέμεινε σταθερή στην Κίνα. Η οικονομική δραστηριότητα στις αναδυόμενες αγορές εξακολουθεί να επεκτείνεται σιβαρα σε σχέση με τις προηγμένες οικονομίες, συμβάλλοντας σημαντικά στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας.

Το παγκόσμιο εμπόριο επιταχύνθηκε απότομα το δ' τρίμηνο του 2012. Σύμφωνα με τα στοιχεία του CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, οι παγκόσμιες εμπορικές συναλλαγές επί αγαθών αυξήθηκαν κατά 0,9% σε τριμηνιαία βάση, έναντι υποτονικής αύξησης 0,1% το προηγούμενο τρίμηνο. Η ανάκαμψη του εμπορίου υποβοηθήθηκε από τη συνεχιζόμενη έντονη ανάπτυξη των μεγάλων αναδυόμενων περιφερειών. Παρόλο που οι εισαγωγές και οι εξαγωγές συνέχισαν να συρρικνώνονται]σε τριμηνιαία βάση στις προηγμένες οικονομίες, παρατηρήθηκαν κάποιες πρώτες ενδείξεις βελτίωσης σε μηνιαίους όρους, ιδίως στις ΗΠΑ.

Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, η συνεχής βελτίωση των δεικτών ερευνών υποδηλώνει ότι η παγκόσμια οικονομία σταθεροποιείται σταδιακά. Ο πιο πρόσφατος παγκόσμιος (εξαιρουμένης της ζώνης του ευρώ) Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για την παραγωγή διατηρήθηκε σταθερός στο 54,1 το Φεβρουάριο. Ο αμετάβλητος σύνθετος δείκτης PMI για την παραγωγή αντανάκλα τη βελτίωση του τομέα των

υπηρεσιών το Φεβρουάριο, η οποία αντισταθμίστηκε από τη μικρή επιδείνωση του δείκτη για το μεταποιητικό τομέα, παρόλο που ο δείκτης αυτός παρέμεινε σταθερά σε ανοδική τροχιά για τέταρτο συναπτό μήνα (βλ. Διάγραμμα 1). Στην πλευρά των καταναλωτών, σύμφωνα με τα στοιχεία των ερευνών, η εμπιστοσύνη βελτιώνεται συνεχώς σε διαφορετικό βαθμό από χώρα σε χώρα, αν και βρισκόταν σε χαμηλά επίπεδα. Όσον αφορά το παγκόσμιο εμπόριο, αφού σταθεροποιήθηκαν τους τελευταίους μήνες, οι δείκτες ερευνών άρχισαν να φανερώνουν κάποιες πρώτες ενδείξεις βελτίωσης, παρόλο που πολλοί δείκτες εξακολουθούν να κυμαίνονται κάτω από τους μακροχρόνιους μέσους όρους τους, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι εμπορικές συναλλαγές θα παραμείνουν υποτονικές βραχυπρόθεσμα. Ο παγκόσμιος (εξαιρουμένης της ζώνης του ευρώ) δείκτης PMI για τις νέες παραγγελίες εξαγωγών υποχώρησε ελαφρώς στο 49,1 το Φεβρουάριο.

Με βάση τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Μαρτίου 2013 (βλ. Πλαίσιο 5), η παγκόσμια ανάπτυξη αναμένεται να ενισχυθεί σταδιακά, αν και με σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ των επιμέρους χωρών, γεγονός που σε γενικές γραμμές επιβεβαιώνει την πορεία της παγκόσμιας ανάπτυξης όπως περιγράφηκε στις προβολές του Δεκεμβρίου 2012. Ειδικότερα, η συνεχής βελτίωση των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές και του επιχειρηματικού κλίματος αναμένεται να στηρίξει την ανάπτυξη. Στο μεταξύ, ο σύνθετος προπορευόμενος δείκτης του ΟΟΣΑ, σκοπός του οποίου είναι να προβλέπει τα σημεία καμπής στην οικονομική δραστηριότητα σε σχέση με την τάση, συνέχισε να βελτιώνεται το Δεκέμβριο του 2012, γεγονός που υποδηλώνει σταθεροποίηση της ανάπτυξης στις χώρες του ΟΟΣΑ (βλ. Διάγραμμα 2). Περαιτέρω ενδείξεις για τη βελτίωση του οικονομικού κλίματος αποτυπώνει και ο δείκτης Ifo World Economic Climate Indicator, ο οποίος σημείωσε άνοδο το α' τρίμηνο του 2013 μετά από δύο διαδοχικές τριμηνιαίες υποχωρήσεις. Η άνοδος του μετρούμενου δείκτη οφείλεται κυρίως στη σημαντικά ευνοϊκότερη αξιολόγηση της συνιστώσας των προσδοκιών.

Πέραν της πρόσφατης επιτάχυνσης του ρυθμού της παγκόσμιας ανάπτυξης, οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές θα συνεχίσουν να επηρεάζονται δυσμενώς από διάφορους παράγοντες. Παρόλο που η επανεξισορρόπηση του χρέους του ιδιωτικού τομέα προχωρεί, ο βαθμός χρέωσης των νοικοκυριών στις μεγάλες προηγμένες οικονομίες παραμένει υψηλός. Σε αρκετές χώρες, οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές της ανάπτυξης εξακολουθούν να ενισχύονται από τα πρόσθετα μέτρα δημοσιονομικής ώθησης, τα οποία όμως δεν είναι διατηρήσιμα επ' αόριστον υπό συνθήκες υψηλών και αυξανόμενων επιπέδων του δημόσιου χρέους. Το υψηλό ποσοστό της ανεργίας σε πολλές χώρες αναμένεται επίσης να επιβραδύνει την ανάπτυξη.

Οι προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας εξακολουθούν να περιβάλλονται από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας και, συνολικά, επικρατούν καθοδικοί κίνδυνοι για τις προοπτικές της παγκόσμιας δραστηριότητας και του παγκόσμιου εμπορίου. Στους παράγοντες κινδύνου συγκαταλέγονται οι έμμεσες επιδράσεις από την αργή ή ανεπαρκή υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στη ζώνη του ευρώ, καθώς και γεωπολιτικά ζητήματα και ανισορροπίες σε μεγάλες βιομηχανοποιημένες χώρες, που θα μπορούσαν να επηρεάσουν τις εξελίξεις στα βασικά εμπορεύματα και τις χρηματοπιστωτικές αγορές παγκοσμίως. Οι παράγοντες αυτοί μπορούν κάλλιστα να περιορίσουν τη βελτίωση των προσδοκιών και κατά συνέπεια να καθυστερήσουν την ανάκαμψη.

## 1.2 ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΤΙΜΩΝ

Στις προηγμένες οικονομίες, ο πληθωρισμός υποχωρεί διαρκώς τους τελευταίους μήνες, ενώ οι αναδυόμενες οικονομίες παρουσιάζουν ανάμικτη εικόνα. Αντίστοιχα, ο ετήσιος πληθωρισμός τιμών καταναλωτή στις χώρες του ΟΟΣΑ μειώθηκε σε 1,7% το δωδεκάμηνο έως και τον Ιανουάριο του 2013, έναντι 1,9% το Δεκέμβριο του 2012 (βλ.

Πίνακα 2). Χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας, ο ετήσιος πληθωρισμός τιμών καταναλωτή παρέμεινε αμετάβλητος τον Ιανουάριο στο 1,5% στις χώρες του ΟΟΣΑ. Η χαλάρωση των συνολικών πληθωριστικών πιέσεων ήταν γενικευμένη σε όλες τις προηγμένες οικονομίες. Στις αναδύομενες αγορές, η εξέλιξη του πληθωρισμού ήταν πιο ανάμικτη και, ειδικότερα, ο πληθωρισμός τιμών καταναλωτή επιταχύνθηκε περαιτέρω στη Βραζιλία, τη Ρωσία και την Τουρκία, ενώ υποχώρησε στην Κίνα και την Ινδία.

Όσον αφορά την εξέλιξη των τιμών της ενέργειας, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent αυξήθηκε στα τέλη Ιανουαρίου και τις αρχές Φεβρουαρίου 2013, φθάνοντας τα 119 δολ. ΗΠΑ/βαρέλι στις 14 Φεβρουαρίου, προτού εξουδετερωθούν αυτές οι ανατιμήσεις προς το τέλος του μηνός. Κατά συνέπεια, σε σύγκριση με τις αρχές Δεκεμβρίου 2012, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent έμεινε σταθερή στα 111 δολ. ΗΠΑ/βαρέλι στις 6.3.2013. Πάντως, οι τιμές εξακολουθούν να είναι 10% χαμηλότερες σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Μετά την ενίσχυση της ζήτησης το δ' τρίμηνο του 2012, οι προβολές για τη ζήτηση πετρελαίου το 2013 αναθεωρήθηκαν προς τα άνω. Η παγκόσμια προσφορά πετρελαίου υποχώρησε τον Ιανουάριο του 2013 για δεύτερο συνεχή μήνα, ενώ οι γεωπολιτικές εντάσεις συνεχίστηκαν αμείωτες. Εντούτοις, η τελευταία έκθεση (Oil Market Report) της Διεθνούς Επιτροπής Ενέργειας δίνει μια πιο καθησυχαστική προοπτική για την προσφορά από χώρες εκτός ΟΠΕΚ, λόγω των εκτιμήσεων για εύρωστο ρυθμό αύξησης της παραγωγής στη Βόρειο Αμερική και της ταχείας ανάκαμψης της εκμετάλλευσης κοιτασμάτων στη Βόρειο Θάλασσα. Ως εκ τούτου, οι συμμετέχοντες στην αγορά αναμένουν μείωση των τιμών του πετρελαίου μεσοπρόθεσμα, με τις τιμές διαπραγμάτευσης των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για το Δεκέμβριο του 2014 να διαμορφώνονται στα 100 δολ. ΗΠΑ/βαρέλι.

Οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων εκτός της ενέργειας, συνολικά, συνέχισαν την ελαφρώς ανοδική τάση που είχε ξεκινήσει από τα μέσα Νοεμβρίου, ως αποτέλεσμα της αύξησης των τιμών των μετάλλων η οποία υπεραντιστάθμισε την πτώση των τιμών των τροφίμων. Οι αυξημένες τιμές των μετάλλων οφείλονται στη ραγδαία άνοδο της τιμής του σιδηρομεταλλεύματος μετά από μια παρατεταμένη περίοδο μείωσης το 2011-12. Σε σύγκριση με τις αρχές Δεκεμβρίου, οι τιμές των μη σιδηρούχων μετάλλων μειώθηκαν κατά 2%, ενώ η τιμή του σιδηρομεταλλεύματος αυξήθηκε κατά 27%. Αντίθετα, οι τιμές των τροφίμων σημείωσαν περαιτέρω πτώση 4% από την αρχή του Δεκεμβρίου, λόγω της βελτίωσης των συνθηκών από την πλευρά της προσφοράς. Συνολικά, ο δείκτης τιμών για τα μη ενεργειακά βασικά εμπορεύματα (σε δολάρια ΗΠΑ) ήταν περίπου 2% χαμηλότερος σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

### **1.3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΕ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ**

#### **ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ**

Στις ΗΠΑ, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ υποχώρησε σημαντικά το δ' τρίμηνο, καθώς η παγκόσμια αβεβαιότητα και η περιστολή των δημόσιων δαπανών επιβράδυναν την οικονομική δραστηριότητα. Σύμφωνα με τη δεύτερη εκτίμηση του Bureau of Economic Analysis, το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,1% (ανηγμένο σε ετήσια βάση) το δ' τρίμηνο του 2012, έναντι 3,1% το γ' τρίμηνο. Η επιβράδυνση αυτή οφείλεται κυρίως σε παροδικούς παράγοντες. Οι δημόσιες δαπάνες υποβοήθησαν την ανάπτυξη το γ' τρίμηνο, αλλά στη συνέχεια μειώθηκαν απότομα το δ' τρίμηνο, κυρίως λόγω περικοπών στις αμυντικές δαπάνες, ενώ παρατηρήθηκε επίσης έντονη αντιστροφή των ιδιωτικών αποθεμάτων. Οι εισαγωγές κατέγραψαν μεγαλύτερη υποχώρηση από ό,τι οι εξαγωγές, ενώ οι καθαρές εξαγωγές είχαν συνολικά θετική συμβολή στην ανάπτυξη. Ωστόσο, η

ιδιωτική εγχώρια ζήτηση διατηρήθηκε σε σχετικά υψηλά επίπεδα και τονώθηκε. Οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου επιταχύνθηκαν ραγδαία τόσο στον τομέα των κατοικιών όσο και στον τομέα των λοιπών κατασκευών, και ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης ενισχύθηκε επίσης. Αυτές οι θετικές εξελίξεις πραγματοποιήθηκαν εν μέσω αυξημένης αβεβαιότητας για την ευρωστία της παγκόσμιας οικονομίας, αλλά και παρά τον κίνδυνο να εφαρμοστεί περιοριστική πολιτική στα δημόσια οικονομικά εν όψει της δημοσιονομικής περιστολής (fiscal cliff). Σημαντική βελτίωση παρατηρήθηκε στο πραγματικό διαθέσιμο προσωπικό εισόδημα λόγω του υψηλού ρυθμού αύξησης των μερισμάτων, γεγονός που συνέβαλε στην αύξηση του ποσοστού της αποταμίευσης σε 4,6%.

Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, η οικονομία αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται με συγκρατημένο ρυθμό εφέτος, υποβοηθούμενη από τη βαθμιαία ανάκαμψη της ιδιωτικής εγχώριας ζήτησης, καθώς και από τη σταδιακή εξασθένηση των προσωρινών παραγόντων που περιόρισαν την ανάπτυξη το δ' τρίμηνο. Η ιδιωτική εγχώρια ζήτηση υποστηρίζεται από ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, γεγονός που εκτιμάται ότι θα βοηθήσει να χαλαρώσουν οι περιορισμοί για τα νοικοκυριά κατά τη συνεχιζόμενη εξυγίανση των ισολογισμών τους. Από την πλευρά τους, οι επιχειρήσεις απολαμβάνουν υγιείς ισολογισμούς και εύρωστες συνθήκες ρευστότητας που, σε συνδυασμό με το γενικότερο θετικό κλίμα, αναμένεται να οδηγήσουν σε αύξηση των επενδύσεων και της απασχόλησης. Η αγορά εργασίας προβλέπεται να βελτιωθεί σταδιακά. Η αγορά κατοικιών εξακολουθεί να βελτιώνεται και η δραστηριότητα πιθανότατα θα επιταχυνθεί για να ικανοποιήσει τη συσσωρευμένη ζήτηση. Παρ' όλα αυτά, η αύξηση του φόρου μισθωτών υπηρεσιών, όπως συμφωνήθηκε στο νέο φορολογικό νόμο (American Taxpayer Relief Act) τον Ιανουάριο του 2013, θα επηρεάσει αρνητικά το εισόδημα των καταναλωτών και ενδέχεται να μετριάσει το ρυθμό αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2013. Επιπλέον, στον τομέα των δημόσιων οικονομικών εξακολουθεί να επικρατεί ανησυχία, καθώς δεν επετεύχθη πολιτική συμφωνία για να αποτραπεί η αυτόματη εφαρμογή περικοπών στις δαπάνες ("sequester") με σκοπό τη μείωση του ελλείμματος, η οποία τέθηκε σε ισχύ την 1.3.2013. Αυτό συνεπάγεται ότι οι δημόσιες δαπάνες αναγκαστικά θα μειωθούν εφέτος, με συνέπεια τη συγκράτηση της ανάπτυξης.

Τον Ιανουάριο του 2013 ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔTK υποχώρησε σε 1,6% από 1,7% το Δεκέμβριο του 2012. Πρόκειται για τον τρίτο συνεχή μήνα μείωσης του ετήσιου πληθωρισμού, η οποία οφείλεται κυρίως στο χαμηλότερο πληθωρισμό των τιμών της ενέργειας που τον Ιανουάριο έγινε αρνητικός, ενώ και ο ρυθμός ανόδου των τιμών των ειδών διατροφής επιβραδύνθηκε επίσης. Ο πυρήνας του πληθωρισμού παρέμεινε αμετάβλητος στο 1,9% για τρίτο συναπτό μήνα, συντηρούμενος σε υψηλό επίπεδο από τις αυξημένες τιμές στην περίθαλψη, τη στέγαση και τις υπηρεσίες μεταφορών.

Στις 30.1.2013 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) αποφάσισε να διατηρήσει το επιτόκιο-στόχο για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια αμετάβλητο μεταξύ 0% και 0,25% και εξέφρασε την εκτίμηση ότι η διατήρησή του σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα θα είναι σκόπιμη τουλάχιστον για όσο διάστημα το ποσοστό της ανεργίας παραμένει άνω του 6,5%, ο πληθωρισμός με ορίζοντα ενός έως δύο ετών δεν προβλέπεται να υπερβεί το 2,5% και οι πιο μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό εξακολουθούν να είναι σταθεροποιημένες. Η FOMC αποφάσισε να συνεχίσει να αγοράζει προϊόντα τιλοποίησης στεγαστικών δανείων ειδικών φορέων-εκδοτών (agency mortgage-backed securities) με ρυθμό 40 δισεκ. δολαρίων το μήνα, καθώς και πιο μακροπρόθεσμους τίτλους του αμερικανικού Δημοσίου με ρυθμό 45 δισεκ. δολαρίων το μήνα.

## ΙΑΠΩΝΙΑ

Στην Ιαπωνία η οικονομία συρρικνώθηκε για τρίτο συνεχόμενο τρίμηνο στη διάρκεια των τριών τελευταίων τριμήνων του 2012, αν και με βραδύτερο ρυθμό σε σχέση με τα δύο

προηγούμενα τρίμηνα. Σύμφωνα με την πρώτη προκαταρκτική δημοσίευση των εθνικών λογαριασμών, το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε κατά 0,1% (ποσοστό εποχικά διορθωμένο) σε τριμηνιαία βάση. Ως προς τις επιμέρους συνιστώσες, οι αρνητικές συμβολές των ιδιωτικών επενδύσεων εκτός κατοικιών, των καθαρών εξαγωγών και των ιδιωτικών αποθεμάτων υπερκάλυψαν τις θετικές συμβολές της ιδιωτικής κατανάλωσης, των ιδιωτικών επενδύσεων σε κατοικίες και της δημόσιας ζήτησης. Παρόλο που η ιδιωτική ζήτηση είχε θετική συμβολή στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ, επηρεάστηκε αρνητικά από τη ραγδαία πτώση της κατανάλωσης διαρκών αγαθών, η οποία προκλήθηκε εν μέρει από την κατάργηση των κρατικών επιδοτήσεων για την αγορά αυτοκινήτων φιλικών προς το περιβάλλον. Το εποχικά διορθωμένο έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου συνέχισε να είναι μεγάλο τον Ιανουάριο, αν και είχε μειωθεί σε σύγκριση με το τέλος του 2012, λόγω της σταδιακής βελτίωσης των συνθηκών για τις παγκόσμιες εμπορικές συναλλαγές. Οι πρόσφατες δημοσιεύσεις οικονομικών στοιχείων και οι δείκτες μελλοντικών εξελίξεων για το οικονομικό κλίμα είναι κατ' αρχάς θετικοί και δείχνουν πιθανή ανάκαμψη της ανάπτυξης το 2013. Τον Ιανουάριο του 2013 ο δείκτης διάχυσης Reuters Tankan για το μεταποιητικό τομέα κατέγραψε άνοδο για τρίτο συναπτό μήνα.

Όσον αφορά το μέλλον, τα πρόσθετα μέτρα δημοσιονομικής τόνωσης καθώς και η υποτίμηση του γιεν είναι πιθανό να στηρίξουν μια σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας στο άμεσο μέλλον, η οποία θα ενισχυθεί περαιτέρω από τη βαθμιαία βελτίωση της εξωτερικής ζήτησης. Η αυξημένη εγχώρια ζήτηση εν όψει των επικείμενων αυξήσεων του ΦΠΑ εντός του 2014 ενδέχεται να δώσει επιπλέον θετική ώθηση στην οικονομική ανάπτυξη το 2013.

Το επίπεδο των τιμών καταναλωτή συνέχισε να υποχωρεί. Ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ διαμορφώθηκε σε -0,3% τον Ιανουάριο του 2013, από -0,1% τον προηγούμενο μήνα. Η υποχώρηση οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη μεταβολή των συντελεστών στάθμισης του δείκτη που χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό του πληθωρισμού. Στο μεταξύ, ο ετήσιος πυρήνας του πληθωρισμού βάσει του ΔΤΚ (εκτός των τιμών των ειδών διατροφής, των ποτών και της ενέργειας) μειώθηκε κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας σε -0,7%. Κατά την τελευταία συνεδρίαση νομισματικής πολιτικής που πραγματοποίησε στις 14.2.2013, η Τράπεζα της Ιαπωνίας αποφάσισε να διατηρήσει το βασικό της επιτόκιο μεταξύ 0% και 0,1%.

## **ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ**

Στο Ηνωμένο Βασίλειο το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε το δ' τρίμηνο, καθώς εξαλείφθηκαν οι προηγούμενες ενδείξεις για συγκρατημένη επιτάχυνση της δυναμικής της ανάπτυξης. Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να προχωρήσει πολύ σταδιακά στη διάρκεια του έτους. Η εγχώρια ζήτηση εξακολουθεί να συμπιέζεται λόγω των συνθηκών πιστωτικής στενότητας, της συνεχιζόμενης εξυγίανσης των ισολογισμών του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα, καθώς και της εξασθένησης του πραγματικού εισοδήματος των νοικοκυριών, ενώ η συμβολή των εξαγωγών θα είναι πιθανότατα περιορισμένη. Παρά τις υποτονικές οικονομικές συνθήκες, η κατάσταση στην αγορά εργασίας συνέχισε να βελτιώνεται σταδιακά, το ποσοστό της ανεργίας κυμάνθηκε λίγο χαμηλότερα του 8% από το καλοκαίρι και μετά, ενώ το ποσοστό απασχόλησης αυξήθηκε με σχετικά ταχείς ρυθμούς το τελευταίο έτος. Η πιστωτική επέκταση παραμένει χαμηλή, αν και ορισμένες έρευνες υποδηλώνουν πρόσφατη βελτίωση των πιστωτικών συνθηκών. Όσον αφορά το μέλλον, σύμφωνα με τους δείκτες ερευνών για τον Ιανουάριο και το Φεβρουάριο, βραχυπρόθεσμα η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας θα παραμείνει συγκρατημένη.

Ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ ήταν σχετικά σταθερός τους τελευταίους μήνες μετά τη ραγδαία μείωση του πληθωρισμού που ξεκίνησε το φθινόπωρο του 2011. Ο μετρούμενος πληθωρισμός παρέμεινε αμετάβλητος στο 2,7% τον Ιανουάριο του 2013 για

τέταρτο συνεχή μήνα. Ωστόσο, ο πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ, εκτός των τιμών της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, επιταχύνθηκε κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας σε 2,7% τον Ιανουάριο. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, οι πληθωριστικές πιέσεις αναμένεται να είναι περιορισμένες λόγω της ύπαρξης αναξιοποίητου παραγωγικού δυναμικού και κεφαλαίου μεσοπρόθεσμα, παρόλο που οι ανοδικές πιέσεις που οφείλονται στην άνοδο των διοικητικά καθοριζόμενων και ελεγχόμενων τιμών αλλά και στην πρόσφατη υποτίμηση της λίρας Αγγλίας πιθανότατα θα μετριάσουν κάπως την πτώση του πληθωρισμού. Στη συνεδρίασή της στις 7.2.2013, η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής της Τράπεζας της Αγγλίας διατήρησε αμετάβλητο τόσο το επιτόκιο πολιτικής της στο 0,5% όσο και το ύψος του προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων στα 375 δισεκ. λίρες Αγγλίας.

#### **ΆΛΛΕΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ**

Στη Σουηδία, το ΑΕΠ συνέχισε να αυξάνεται το 2012, αν και με αργούς ρυθμούς, ενώ στη Δανία η δυναμική του ΑΕΠ ήταν πιο αρνητική. Η οικονομική δραστηριότητα επιταχύνθηκε στην Ελβετία το δεύτερο εξάμηνο του 2012, έπειτα από μια μικρή υποχώρηση το β' τρίμηνο. Όσον αφορά το μέλλον, η αύξηση του ΑΕΠ ενδέχεται να είναι συγκρατημένη στη Δανία, τη Σουηδία και την Ελβετία λόγω της εξασθένησης τόσο της εγχώριας όσο και της εξωτερικής ζήτησης. Ως προς την εξέλιξη των τιμών, ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ διατηρήθηκε σε χαμηλά επίπεδα στη Σουηδία και μετριάστηκε στη Δανία. Στο μεταξύ, στην Ελβετία, ο πληθωρισμός παρέμεινε αρνητικός, σε μεγάλο βαθμό λόγω της συνεχούς μείωσης των τιμών των εισαγομένων μετά την απόφαση της κεντρικής τράπεζας της Ελβετίας το Σεπτέμβριο του 2011 να ορίσει ελάχιστη συναλλαγματική ισοτιμία του ελβετικού φράγκου έναντι του ευρώ.

Στα μεγαλύτερα κράτη-μέλη της ΕΕ στην κεντρική και ανατολική Ευρώπη (ΚΑΕ), η οικονομική δραστηριότητα ήταν ανάμικτη προς το τέλος του 2012. Σύμφωνα με προκαταρκτικά στοιχεία, το δ' τρίμηνο του 2012 το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε στην Τσεχία και την Ουγγαρία, ενώ αυξήθηκε στη Ρουμανία. Μελλοντικά, υπό συνθήκες ασθενούς εξωτερικής και εγχώριας ζήτησης, αβεβαιότητας και υποτονικότητας στις αγορές εργασίας, η οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται ότι θα παραμείνει χαμηλή, αλλά θα σταθεροποιηθεί το 2013 και στη συνέχεια θα ανακάμψει βαθμιαία. Οι καθοδικοί κίνδυνοι για τη δραστηριότητα στις χώρες της ΚΑΕ που ανήκουν στην ΕΕ συνδέονται στενά με αρνητικές έμμεσες επιδράσεις από τη ζώνη του ευρώ. Ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ μετριάστηκε στην Τσεχία, την Ουγγαρία και την Πολωνία, αλλά αυξήθηκε στη Ρουμανία. Γενικά, ο πληθωρισμός των τιμών των ειδών διατροφής και της ενέργειας υποχώρησε και συνέβαλε στη χαλάρωση των πληθωριστικών πιέσεων, ενώ οι επιδράσεις από τη βάση σύγκρισης των προηγούμενων αυξήσεων της έμμεσης φορολογίας βοήθησαν επίσης στη μείωση του πληθωρισμού σε ορισμένες χώρες.

Στην Τουρκία και τη Ρωσία, η οικονομική δραστηριότητα εξακολούθησε να επιβραδύνεται στη διάρκεια του 2012, λόγω της φθίνουσας εγχώριας ζήτησης στην Τουρκία και πρωτίστως λόγω της εξασθένησης της εξωτερικής ζήτησης και των επενδύσεων στη Ρωσία. Η επιβράδυνση της δραστηριότητας είχε επίσης πτωτική επίδραση στον πληθωρισμό της Τουρκίας, ενώ ο ρυθμός ανόδου των τιμών καταναλωτή υποχώρησε, ιδίως τους τελευταίους μήνες του 2012, υποβοηθούμενος από τις επιδράσεις της βάσης σύγκρισης και την εξέλιξη των τιμών των ειδών διατροφής. Στη Ρωσία, ο πληθωρισμός αυξήθηκε το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Τον Ιανουάριο του 2013 ο πληθωρισμός επιταχύνθηκε απότομα και στις δύο χώρες λόγω αυξήσεων στις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, οι προπορευόμενοι δείκτες υποδηλώνουν ότι η τουρκική οικονομία αναμένεται να ανακάμψει σταδιακά. Στο μεταξύ, στη Ρωσία, παρά τη συνδρομή των υψηλών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας θα συνεχιστεί στο άμεσο μέλλον, καθώς η συνεχής άνοδος του πληθωρισμού επηρεάζει αρνητικά την ιδιωτική κατανάλωση.

## ΑΝΑΛΥΟΜΕΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΑΣΙΑΣ

Η οικονομική ανάπτυξη στις αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας διατηρήθηκε σε ικανοποιητικό επίπεδο το τελευταίο τρίμηνο του 2012, ωθούμενη από την ανθεκτική εγχώρια ζήτηση και το παγκόσμιο περιβάλλον που βελτιώνεται σταδιακά. Όσον αφορά το μέλλον, η οικονομική ανάπτυξη αναμένεται να επιταχυνθεί σταδιακά στηριζόμενη στο εξωτερικό περιβάλλον που βελτιώνεται και στην εγχώρια ζήτηση που ενισχύεται.

Στην Κίνα, η οικονομική δραστηριότητα επιταχύνθηκε προς το τέλος του 2012, καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης έφθασε το 7,9% σε βάση δωδεκαμήνου το δ' τρίμηνο, έναντι 7,4% το προηγούμενο τρίμηνο. Προωθητικοί παράγοντες της ανάπτυξης ήταν η κατανάλωση και οι επενδύσεις, που συνέβαλαν λίγο-πολύ σε ίσα ποσοστά, ενώ η συμβολή των καθαρών εξαγωγών ήταν μικρή μόνο, αλλά θετική. Συνολικά, η αύξηση του ΑΕΠ το 2012 έφθασε το 7,8%. Το εξωτερικό εμπόριο επιταχύνθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2012, μια τάση που συνεχίστηκε και τον Ιανουάριο του 2013. Το εμπόριο με την Ασία και την Αφρική αυξήθηκε σημαντικά, ενώ οι εμπορικές συναλλαγές με τη ζώνη του ευρώ και την Ιαπωνία έγιναν και πάλι θετικές τον Ιανουάριο σε βάση δωδεκαμήνου, μολονότι εποχικές επιδράσεις που συνδέονται με την κινεζική πρωτοχρονιά δυσχεραίνουν την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων. Η αγορά κατοικιών ανέκαμψε περαιτέρω το δ' τρίμηνο και οι τιμές των κατοικιών ανέκτησαν τμήμα της πτώσης που είχαν καταγράψει στις αρχές του 2012. Η βιομηχανική παραγωγή επιταχύνθηκε και αυτή.

Τους τελευταίους λίγους μήνες, ο ετήσιος πληθωρισμός των τιμών καταναλωτή μειώθηκε και έφθασε το 2% τον Ιανουάριο. Ωστόσο, από το τελευταίο τρίμηνο του 2012 κάποιοι δείκτες τιμών των συντελεστών παραγωγής έχουν αρχίσει να σηματοδοτούν αυξανόμενες πιέσεις στις τιμές. Ο ρυθμός ανόδου των τιμών παραγωγού παραμένει αρνητικός, αλλά ολοένα και λιγότερο. Μολονότι δεν υπήρξαν μεταβολές στα επιτόκια αναφοράς και στην υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών από τον Ιούλιο του 2012, η κεντρική τράπεζα της Κίνας χρησιμοποίησε περαιτέρω τις πράξεις ανοικτής αγοράς για να επηρεάσει ενεργά τις συνθήκες ρευστότητας το δ' τρίμηνο του 2012 και τον Ιανουάριο του 2013.

Όσον αφορά το μέλλον, η κινεζική οικονομία αναμένεται να εξακολουθήσει να μεγεθύνεται με έντονο ρυθμό το 2013. Τους τελευταίους μήνες, οι δείκτες μελλοντικών εξελίξεων έχουν γίνει θετικοί, υποδηλώνοντας ότι η δυναμική της ανάπτυξης στο τέλος του 2012 συνεχίζεται και το 2013. Η υψηλή άνοδος των μισθών και η βελτίωση της αγοράς εργασίας αναμένεται να στηρίξουν την κατανάλωση βραχυπρόθεσμα. Η εύρωστη αγορά κατοικιών, οι ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες και το εξωτερικό περιβάλλον που σταδιακά βελτιώνεται αναμένεται να στηρίξουν και αυτά την ανάπτυξη.

Αναφορικά με τις λοιπές σημαντικές χώρες της Ασίας, στην Ινδία ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ παρέμεινε υποτονικός το 2012, μολονότι επιταχύνθηκε στο 4,1% σε ετήσια βάση το δ' τρίμηνο, από 2,7% το γ' τρίμηνο, εξαιτίας της ενίσχυσης της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων. Ο ετήσιος πληθωρισμός των τιμών χονδρικής, ο προτιμώμενος δείκτης πληθωρισμού της κεντρικής τράπεζας της Ινδίας, υποχώρησε στο 6,6% τον Ιανουάριο του 2013, από 7,5% το 2012. Δεδομένης της δυναμικής της σχέσης ανάπτυξης-πληθωρισμού, η κεντρική τράπεζα της Ινδίας μείωσε το βασικό επιτόκιο πολιτικής της κατά 25 μονάδες βάσης σε 7,75% τον Ιανουάριο του 2013. Στην Κορέα ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ συνέχισε να επιταχύνεται με σταθερό βήμα, σημειώνοντας άνοδο 1,5% το δ' τρίμηνο του 2012. Οι ρυθμοί αύξησης της κατανάλωσης και των εξαγωγών επιταχύνθηκαν, αντισταθμίζοντας τη συρρίκνωση των επενδύσεων. Ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού βάσει του ΔΤΚ παρέμεινε κάτω από το διάστημα-στόχο (2,5%-3,5%) και διαμορφώθηκε σε 1,4% το Φεβρουάριο του 2013. Η κεντρική τράπεζα

της Κορέας έχει διατηρήσει το επιτόκιο πολιτικής της στο 2,75% από τον Οκτώβριο του 2012.

### **ΜΕΣΗ ΑΝΑΤΟΛΗ ΚΑΙ ΑΦΡΙΚΗ**

Το γ' τρίμηνο του 2012, η παραγωγή πετρελαίου διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα και οι δημόσιες δαπάνες – στηριζόμενες στις υψηλές τιμές του πετρελαίου – αύξησαν το προϊόν στις πετρελαιοεξαγωγικές χώρες της Μέσης Ανατολής και της Αφρικής. Την ίδια περίοδο, σε άλλες χώρες της περιοχής ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης επιβραδύνθηκε κάπως έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2012. Η οικονομική δραστηριότητα παρέμεινε ασθενής στις χώρες στις οποίες η διαδικασία πολιτικής μετάβασης δυσχεράνηκε από καθυστερήσεις. Η ανάπτυξη αναμένεται να μετριαστεί στις πετρελαιοεξαγωγικές χώρες βραχυπρόθεσμα, λόγω της χαμηλότερης παραγωγής πετρελαίου, ενώ προβλέπεται συνεχιζόμενη εύρωστη ανάπτυξη για την υπόλοιπη περιοχή.

### **ΛΑΤΙΝΙΚΗ ΑΜΕΡΙΚΗ**

Η οικονομική δραστηριότητα στη Λατινική Αμερική ενισχύθηκε προς το τέλος του 2012, αφού είχε επιβραδυνθεί στο μεγαλύτερο μέρος του έτους. Για το 2012 ως σύνολο, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στην περιοχή είναι πιθανόν να παρέμεινε γύρω στο 3%, σε χαμηλότερο επίπεδο από το 4,5% που είχε καταγραφεί το 2011, αντανακλώντας τη μικρότερη εξωτερική ζήτηση και την ασθενέστερη εγχώρια ζήτηση. Όσον αφορά το μέλλον, η σταδιακή ενίσχυση της παγκόσμιας οικονομίας και οι καθυστερημένες επιδράσεις παλαιών μέτρων χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής σε σημαντικές χώρες, ιδίως στη Βραζιλία, αναμένονται να στηρίξουν την ανάπτυξη στη Λατινική Αμερική.

Στη Βραζιλία, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιταχύνθηκε το δ' τρίμηνο του 2012 κατά 0,6% σε τριμηνιαία βάση, από 0,4% το προηγούμενο τρίμηνο, εξαιτίας της εγχώριας ζήτησης, ιδίως της ιδιωτικής κατανάλωσης που αυξήθηκε κατά 1,2%, σημειώνοντας τη μεγαλύτερη τριμηνιαία άνοδο των δύο τελευταίων ετών. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης επιβραδύνθηκε αισθητά στο 0,9% το 2012, έναντι 2,7% το 2011, καθώς συρρικνώθηκαν οι ιδιωτικές επενδύσεις και τα αποθέματα και ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών επιβραδύνθηκε, με αποτέλεσμα να είναι σημαντικά χαμηλότερος από το μέσο ρυθμό της περασμένης 10ετίας. Στο Μεξικό, το ΑΕΠ επιταχύνθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2012, καταγράφοντας αύξηση 0,8%, έναντι 0,4% το γ' τρίμηνο. Από την πλευρά της προσφοράς, την ανάπτυξη προώθησαν οι υπηρεσίες και η γεωργία, ενώ ο βιομηχανικός τομέας παρέμεινε σημαντικός ανασταλτικός παράγοντας. Το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 3,9% το 2012, με τον ίδιο δηλ. ρυθμό μεγέθυνσης που είχε καταγραφεί το 2011. Στην Αργεντινή, η οικονομική δραστηριότητα υποχώρησε ραγδαία το 2012, ενώ το 2011 είχε αυξηθεί κατά 8,9%. Αυτό οφείλεται στην έντονη πτώση των ιδιωτικών επενδύσεων και των εξαγωγών, που αντανακλά περιορισμούς στο συνάλλαγμα και τις εμπορικές συναλλαγές.

## **1.4 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ**

Τους τελευταίους τρεις μήνες, το ευρώ ανατιμήθηκε σε ένα περιβάλλον χαμηλής μεταβλητότητας και αισθητής ενίσχυσης του επενδυτικού κλίματος υπέρ της ζώνης του ευρώ. Οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών συνδέονταν κατά κύριο λόγο με τις μεταβαλλόμενες προσδοκίες της αγοράς σχετικά με τις οικονομικές προοπτικές της ζώνης του ευρώ συγκριτικά με άλλες μεγάλες προηγμένες οικονομίες, καθώς και με τις εξελίξεις στις διαφορές των επιτοκίων. Ως εκ τούτου, το ευρώ ενισχύθηκε σε όλη τη διάρκεια του Δεκεμβρίου και του Ιανουαρίου και σταθεροποιήθηκε τον Φεβρουάριο. Στις 6.3.2013 η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (όπως μετρείται έναντι των νομισμάτων των 20 σημαντικότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ)

ήταν κατά 2,3% άνω του επιπέδου στο οποίο είχε βρεθεί στις αρχές Δεκεμβρίου του 2012 και κατά 0,8% άνω του επιπέδου της ένα έτος πριν (βλ. Πίνακα 3 και Διάγραμμα 4). Η ανατίμηση του ευρώ τους τελευταίους τρεις μήνες αντικατοπτρίστηκε και στην υποχώρηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του γιεν Ιαπωνίας κατά περίπου 10% ανάμεσα στις αρχές Δεκεμβρίου 2012 και στα τέλη Φεβρουαρίου 2013. Την ίδια περίοδο, η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου ΗΠΑ ανατιμήθηκε κατά 1½% περίπου.

Σε διμερείς όρους, κατά το τελευταίο τρίμηνο το ευρώ ανατιμήθηκε εν πολλοίς έναντι όλων των σημαντικών νομισμάτων. Ανάμεσα στις αρχές Δεκεμβρίου του 2012 και τις 6.3.2013, το ευρώ ενισχύθηκε κατά 0,4% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, κατά 6,6% έναντι της λίρας Αγγλίας και εντονότερα (κατά 13,5%) έναντι του γιεν Ιαπωνίας. Την ίδια περίοδο, το ευρώ ανατιμήθηκε και έναντι των νομισμάτων των περισσότερων άλλων χωρών της Ασίας και της Ευρώπης, καθώς και έναντι των νομισμάτων χωρών που είναι σημαντικοί εξαγωγείς βασικών εμπορευμάτων.

Τα νομίσματα που συμμετέχουν στον ΜΣΙ Π παρέμειναν γενικά σταθερά σε σχέση με το ευρώ και η τρέχουσα ισοτιμία τους παρέμεινε σε επίπεδα ίσα ή παραπλήσια προς τις αντίστοιχες κεντρικές τους ισοτιμίες. Η ισοτιμία του λατς Λεττονίας παρέμεινε στο άνω όριο της κεντρικής του ισοτιμίας εντός του μονομερώς καθορισμένου περιθωρίου διακύμανσης ±1%.

Όσον αφορά τους δείκτες διεθνούς ανταγωνιστικότητας τιμής και κόστους στη ζώνη του ευρώ, το Φεβρουάριο του 2013 η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ με βάση τις τιμές καταναλωτή ήταν 2,2% άνω του επιπέδου στο οποίο είχε βρεθεί ένα έτος νωρίτερα (βλ. Διάγραμμα 5). Αυτό αντανακλά κατά κύριο λόγο την ανατίμηση του ευρώ σε ονομαστικούς όρους από το δεύτερο εξάμηνο του 2012 και έπειτα.

## 2. ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

### 2.1 ΠΟΣΟΤΗΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΝΧΙ

*Ο ρυθμός αύξησης της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια επιταχύνθηκε ελαφρά το δ' τρίμηνο του 2012 και τον Ιανουάριο του 2013, παραμένοντας ωστόσο σε χαμηλά επίπεδα, ενώ ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς το μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα διατηρήθηκε υποτονικός. Ως εκ τούτου, το χάσμα μεταξύ του ρυθμού αύξησης της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια και του ρυθμού αύξησης των δανείων προς τον μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα διευρύνθηκε περαιτέρω. Παράλληλα, ο κατακερματισμός του χρηματοπιστωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε ακόμη περισσότερο, στηρίζοντας το ρυθμό αύξησης της ποσότητας χρήματος μέσω της βελτίωσης των συνθηκών χρηματοδότησης των τραπεζών και λόγω των εισροών από επενδυτές εκτός της ζώνης του ευρώ, σε συνδυασμό με την επανεξισορρόπηση των καταθέσεων εντός της ζώνης του ευρώ. Εντούτοις, η βελτίωση των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές και τη χρηματοδότηση των τραπεζών δεν οδήγησε σε αυξήσεις της παροχής δανείων προς το μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα.*

Η σταδιακή ενίσχυση του ρυθμού αύξησης της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια που παρατηρήθηκε τα προηγούμενα τρίμηνα επιβεβαιώθηκε από τις εξελίξεις του δ' τριμήνου του 2012 και του Ιανουαρίου 2013, παρόλο που η συγκεκριμένη περίοδος χαρακτηρίστηκε από κάποιο βαθμό μεταβλητότητας. Τον Ιανουάριο ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του M3 διαμορφώθηκε σε 3,5%, από 3,6% το δ' τρίμηνο και 3,1% το γ' τρίμηνο του 2012 (βλ. Διάγραμμα 6 και Πίνακα 4).

Ένας παράγοντας που συνέχισε να διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του ρυθμού αύξησης της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια ήταν η προτίμηση του τομέα διακράτησης χρήματος για ρευστότητα, σε ένα οικονομικό περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από χαμηλά επιτόκια και αυξημένη – αν και μειούμενη – αβεβαιότητα. Η ανακοίνωση της διενέργειας Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (Outright Monetary Transactions – OMT), η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ) και άλλα μέτρα διαρθρωτικής πολιτικής που λήφθηκαν από επιμέρους κράτη-μέλη περιόρισαν την αβεβαιότητα, συντελώντας έτσι στο μετριασμό της διακράτησης χρήματος για λόγους πρόνοιας και ασκώντας θετική επίδραση στις νομισματικές εξελίξεις το δ' τρίμηνο, καθώς αύξησαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών στην οικονομία της ζώνης του ευρώ και επηρέασαν τις καθαρές απαιτήσεις των τραπεζών έναντι του εξωτερικού. .

Συγκεκριμένα, οι επενδυτές εκτός της ζώνης του ευρώ έδειξαν εκ νέου ενδιαφέρον για τη ζώνη του ευρώ, ιδίως για τις χώρες που αντιμετωπίζουν εντάσεις, επενδύοντας κεφάλαια μεταξύ άλλων αγοράζοντας μετοχές και χρεόγραφα της ζώνης του ευρώ. Οι καταθέσεις άρχισαν να εισρέουν και πάλι στις χώρες που αντιμετωπίζουν εντάσεις, είτε διότι οι επενδυτές εκτός της ζώνης του ευρώ επένδυσαν εκ νέου κεφάλαια στις χώρες αυτές είτε διότι οι εγχώριοι επενδυτές διοχέτευσαν ξανά τα κεφάλαιά τους σε καταθέσεις σε εγχώριες τράπεζες. Η συνακόλουθη αναδιάρθρωση των κεφαλαίων εντός των ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ συνέβαλε στη βελτίωση της κατάστασης όσον αφορά τη χρηματοδότηση των τραπεζών, όπως μαρτυρεί η μείωση της υπερβάλλουσας ρευστότητας των κεντρικών τραπεζών, αλλά και όπως επιβεβαιώνουν τα στοιχεία από την έρευνα των τραπεζικών χορηγήσεων του Ιανουαρίου 2013. Εντούτοις, η βελτίωση της κατάστασης στη χρηματοδότηση των τραπεζών δεν προκάλεσε αύξηση της παροχής δανείων προς το μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα.

Η αποσύνδεση των εξελίξεων της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια από την εξέλιξη των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα συνεχίστηκε το δ' τρίμηνο και τον Ιανουάριο. Οι βασικοί παράγοντες μεταβολής του ρυθμού αύξησης του M3 ήταν η βελτίωση των καθαρών απαιτήσεων των NXI έναντι του εξωτερικού και η περαιτέρω συρρίκνωση των πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των NXI. Η υποτονικότητα των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα αντικατοπτρίζει την πτωτική επίδραση της καθαρής εξόφλησης δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τη συγκρατημένη χορήγηση δανείων προς τα νοικοκυριά.

Συνολικά, τα νομισματικά στοιχεία μέχρι τον Ιανουάριο καταδεικνύουν συνεχή – ωστόσο σταδιακή – άνοδο του ετήσιου ρυθμού αύξησης της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια. Ταυτόχρονα, οι χορηγήσεις των NXI προς τον ιδιωτικό τομέα παραμένουν υποτονικές, ενώ οι χορηγήσεις προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συρρικνώνονται. Συνεπώς, η γενική εικόνα των νομισματικών στοιχείων μέχρι τον Ιανουάριο επιβεβαιώνει ότι ο υποκείμενος ρυθμός της νομισματικής επέκτασης παραμένει συγκρατημένος.

### **ΚΥΡΙΕΣ ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ ΤΟΥ Μ3**

Η εξέλιξη των πιο ρευστών νομισματικών μέσων που περιλαμβάνονται στο M1 συνέχισε να αποτελεί το βασικό παράγοντα διαμόρφωσης της εισροής προς το M3 το δ' τρίμηνο του 2012 και τον Ιανουάριο του 2013 (βλ. Διάγραμμα 7).

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M1 επιταχύνθηκε σημαντικά και διαμορφώθηκε σε 6,3% το δ' τρίμηνο, από 4,8% το γ' τρίμηνο, πριν επιταχυνθεί και πάλι για να διαμορφωθεί σε 6,7% τον Ιανουάριο (βλ. Πίνακα 4). Οι σημαντικού ύψους εισροές προς το M1 το δ' τρίμηνο και τον Ιανουάριο αντικατοπτρίζουν την έντονη προτίμηση για ρευστές καταθέσεις εκ μέρους των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και παρατηρήθηκαν επίσης σε αρκετές χώρες που αντιμετωπίζουν εντάσεις. Όσον αφορά τα νοικοκυριά, η εξέλιξη αυτή αντικατοπτρίζει εν μέρει τη μετατόπιση κεφαλαίων από στοιχεία που δεν περιλαμβάνονται στο M3 προς καταθέσεις μίας ημέρας, δεδομένου ότι το κόστος ευκαιρίας των καταθέσεων μίας ημέρας (σε αντίθεση με τα λιγότερο ρευστά νομισματικά χρηματοδοτικά μέσα) διατηρήθηκε σε χαμηλά επίπεδα, αντικατοπτρίζοντας την περιορισμένη κλίση της καμπύλης των αποδόσεων. Οι εξελίξεις αυτές διαφέρουν από την πορεία που κατέγραψαν οι ροές στα μέσα του 2012, όταν αυξήθηκαν τα αποθέματα ρευστότητας – κυρίως από τους θεσμικούς επενδυτές – μετά την έντονη αβεβαιότητα που επικράτησε στη χρηματοπιστωτική αγορά.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των βραχυπρόθεσμων καταθέσεων εκτός των καταθέσεων μίας ημέρας (δηλ. M2 μείον M1) αυξήθηκε σε 1,6% το δ' τρίμηνο του 2012, από 1,3% το γ' τρίμηνο (βλ. Διάγραμμα 7). Εισροές κατέγραψαν τόσο οι βραχυπρόθεσμες καταθέσεις προθεσμίας (δηλ. καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως δύο ετών) όσο και οι βραχυπρόθεσμες καταθέσεις ταμειυτηρίου (δηλ. καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών), εικόνα που παρατηρήθηκε και τον Ιανουάριο. Σε ορισμένες χώρες που αντιμετωπίζουν εντάσεις παρατηρήθηκαν σημαντικού ύψους εισροές στις καταθέσεις προθεσμίας, γεγονός που δείχνει την αξιοσημείωτη βελτίωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς τους τραπεζικούς τομείς των εν λόγω χωρών. Η εξέλιξη αυτή στήριξε τη βελτίωση της κατάστασης όσον αφορά τη χρηματοδότηση των τραπεζών και συνέβαλε στον περιορισμό του κατακερματισμού του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των εμπορεύσιμων χρηματοδοτικών μέσων (δηλ. M3 μείον M2) συνέχισε να επιβραδύνεται, ενώ έγινε αρνητικός και διαμορφώθηκε σε -2,9% το δ' τρίμηνο και σε -6,2% τον Ιανουάριο, από 1,6% το γ' τρίμηνο (βλ. Πίνακα 4). Το δ' τρίμηνο παρατηρήθηκε αξιοσημείωτη συρρίκνωση των τοποθετήσεων του τομέα

διακράτησης χρήματος σε μεριδιά αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα των NXI (δηλ. χρεόγραφα με αρχική διάρκεια έως δύο έτη), ενώ καταγράφηκαν συνολικά περιορισμένες εισροές όσον αφορά τις συμφωνίες επαναγοράς. Σ' ένα περιβάλλον πολύ χαμηλών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, γίνεται ολοένα και δυσκολότερο για τα αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος να δημιουργήσουν σημαντικές θετικές αποδόσεις για τους επενδυτές, ενώ δεν ευνοήθηκαν από τις προσωρινές εισροές που παρατηρήθηκαν σε προηγούμενες περιόδους αβεβαιότητας στη χρηματοπιστωτική αγορά, καθώς οι επενδυτές προέβησαν σε προσαρμογές της σύνθεσης των χαρτοφυλακίων τους. Τα πολύ χαμηλά επιτόκια επηρεάζουν την ελκυστικότητα των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων. Ωστόσο, η υποτονική δυναμική του εν λόγω μέσου ενδέχεται να έχει και διαρθρωτικό χαρακτήρα, καθώς ορισμένες τουλάχιστον τράπεζες προσάρμοσαν τη δομή της χρηματοδότησής τους, βασιζόμενες λιγότερο σε πηγές χρηματοδότησης από την αγορά και περισσότερο σε καταθέσεις.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων που περιλαμβάνονται στο M3 – που αποτελούνται από βραχυπρόθεσμες καταθέσεις και συμφωνίες επαναγοράς και αντιπροσωπεύουν το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος για το οποίο διατίθενται αξιόπιστα στοιχεία σε επίπεδο τομέων – επιταχύνθηκε σε 3,8% το δ' τρίμηνο, από 2,6% το γ' τρίμηνο (βλ. Διάγραμμα 8). Η εισροή που παρατηρήθηκε το δ' τρίμηνο οφείλεται στο γεγονός ότι όλοι οι τομείς αύξησαν τις τοποθετήσεις τους σε καταθέσεις που περιλαμβάνονται στο M3, με τη μεγαλύτερη συμβολή να προέρχεται από τον τομέα των νοικοκυριών. Οι συνθήκες στις χρηματοπιστωτικές αγορές το δ' τρίμηνο προκάλεσαν μεταβλητότητα στη διακράτηση χρήματος από μη νομισματικούς φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης εκτός των ασφαλιστικών εταιριών και των ταμείων συντάξεων (ΛΧΙ), που περιλαμβάνουν επενδυτικούς οργανισμούς και εταιρίες τιτλοποίησης. Η ζήτηση χρήματος εκ μέρους των ΛΧΙ επηρεάζεται έντονα από τις συνθήκες που επικρατούν στις χρηματοπιστωτικές αγορές και από τις μετατοπίσεις των σχετικών αποδόσεων σε ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Δεδομένης της μεταβλητότητας των εν λόγω προσδιοριστικών παραγόντων, η διακράτηση χρήματος από τα ΛΧΙ μπορεί κατά καιρούς να είναι απρόβλεπτη, συνεπώς δεν πρέπει να δίνεται πολύ μεγάλη σημασία στη βραχυπρόθεσμη δυναμική της. Επιπλέον, ορισμένες στατιστικές επιδράσεις που σχετίζονται με την ίδρυση του ΕΜΣ είχαν κάποιο αντίκτυπο στις τοποθετήσεις των ΛΧΙ σε καταθέσεις μίας ημέρας το δ' τρίμηνο.

### **ΚΥΡΙΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΤΟΥ Μ3**

Όσον αφορά τους παράγοντες μεταβολής του M3, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των πιστώσεων των NXI προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ επιβραδύνθηκε σε 0,5% το δ' τρίμηνο του 2012, από 0,9% το γ' τρίμηνο, ενώ τον Ιανουάριο του 2013 επιβραδύνθηκε περαιτέρω και διαμορφώθηκε σε 0,0% (βλ. Πίνακα 4). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην υποχώρηση των ετήσιων ρυθμών αύξησης τόσο των πιστώσεων προς τη γενική κυβέρνηση όσο και των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των πιστώσεων των NXI προς τη γενική κυβέρνηση επιβραδύνθηκε σε 4,6% τον Ιανουάριο, από 8,3% το δ' τρίμηνο και 9,2% το γ' τρίμηνο (βλ. Πίνακα 4). Η εξασθένηση αυτή αντανάκλυνε σε μεγάλο βαθμό την επίδραση της βάσης σύγκρισης και τη συνολική μείωση των αγορών κρατικών χρεογράφων (αν και με σημαντικές διαφορές μεταξύ επιμέρους χωρών), μετά από τις αξιόλογες αγορές που είχαν παρατηρηθεί παλαιότερα (ιδίως τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2012), καθώς τα NXI τοποθέτησαν προσωρινά τα μεγάλα αποθέματα ρευστότητας που είχαν αντλήσει από τις πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΠΠΜΑ) διάρκειας τριών ετών. Από το Σεπτέμβριο το πλεόνασμα ρευστότητας που δεν είχε ήδη επενδυθεί ή τοποθετηθεί προσωρινά μειώθηκε σημαντικά και οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων υποχώρησαν δραστικά σε αρκετές χώρες, εξέλιξη που συνδέεται με τον περιορισμό των αγορών

κρατικών ομολόγων. Παράλληλα, οι αγορές κρατικών χρεογράφων από μη κατοίκους αυξήθηκαν από το Σεπτέμβριο, μετά την ανακοίνωση για τη θέσπιση των Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (Outright Monetary Transactions – OMT).

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των πιστώσεων των NXI προς τον ιδιωτικό τομέα επιβραδύνθηκε σε -1,1% τον Ιανουάριο, από -1,4% το δ' τρίμηνο και -1,0% το γ' τρίμηνο (βλ. Πίνακα 4). Η εκροή στην κατηγορία των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα το δ' τρίμηνο σημειώθηκε παρά τις έντονες αγορές τίτλων του ιδιωτικού τομέα από τα NXI (κυρίως λόγω των συναλλαγών που σχετίζονται με την αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα στην Ισπανία το Δεκέμβριο του 2012), οι οποίες υπεραντισταθμίστηκαν από την περαιτέρω καθαρή εξόφληση των δανείων των NXI προς τον ιδιωτικό τομέα (διορθωμένη για τις πωλήσεις και τις τιτλοποιήσεις δανείων). Τον Ιανουάριο η μείωση των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα αντικατόπτριζε την καθαρή εξόφληση τόσο των χρεογράφων όσο και των δανείων των NXI προς τον ιδιωτικό τομέα.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα (διορθωμένων για πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων) διαμορφώθηκε σε -0,4% τον Ιανουάριο, δηλ. δεν μεταβλήθηκε σε σύγκριση με το δ' τρίμηνο και υποχώρησε σε σχέση με το γ' τρίμηνο (-0,1%), ενώ παρόμοια σε γενικές γραμμές εξέλιξη παρατηρήθηκε και για τα δάνεια χωρίς διόρθωση (βλ. Πίνακα 4). Αναλυτικά κατά τομέα, το δ' τρίμηνο καταγράφηκε περαιτέρω συρρίκνωση των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, ενώ σημειώθηκε περιορισμένη άνοδος των δανείων προς τα νοικοκυριά. Τον Ιανουάριο διατηρήθηκαν αυτές οι τάσεις των επιμέρους κλάδων όσον αφορά τα δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, ενώ ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς μη νομισματικούς φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης επιβραδύνθηκε.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των NXI προς τα νοικοκυριά (διορθωμένος για τις πωλήσεις και τις τιτλοποιήσεις δανείων) επιβραδύνθηκε σε 0,5% τον Ιανουάριο, από 0,8% το δ' τρίμηνο και 1,0% το γ' τρίμηνο, ακολουθώντας την πορεία σταδιακής πτώσης που παρατηρείται από τα μέσα του 2011. Όσον αφορά τις μηνιαίες ροές, η ανομοιογένεια μεταξύ των χωρών διατηρήθηκε τους τελευταίους μήνες, καθώς οι ενδείξεις σταδιακής ανάκαμψης των δανείων για αγορά κατοικίας σε μερικές χώρες αντισταθμίστηκαν σε μεγάλο βαθμό από την περαιτέρω συρρίκνωση της εν λόγω συνιστώσας σε άλλες χώρες (βλ. Ενότητα 2.7 για περισσότερες λεπτομέρειες).

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των NXI προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (διορθωμένος για τις πωλήσεις και τις τιτλοποιήσεις δανείων) επιβραδύνθηκε σε -1,5% τον Ιανουάριο, από -1,4% το δ' τρίμηνο και -0,5% το γ' τρίμηνο. Η εξέλιξη αυτή αντικατοπτρίζει τις περαιτέρω μειώσεις που σημειώνει ο δανεισμός των επιχειρήσεων τους τελευταίους μήνες. Οι μειώσεις αυτές αφορούσαν όλες τις διάρκειες, καθώς τα πιο μακροπρόθεσμα δάνεια (δηλ. με αρχική διάρκεια άνω των δύο ετών) σημείωσαν εντονότερη επιβράδυνση από ό,τι τα βραχυπρόθεσμα δάνεια (βλ. Ενότητα 2.6 για περισσότερες λεπτομέρειες).

Συνολικά, η βελτίωση της κατάστασης στη χρηματοδότηση των τραπεζών δεν οδήγησε σε αυξήσεις της παροχής δανείων προς το μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα, η οποία υποχώρησε περαιτέρω τους τελευταίους μήνες. Διάφοροι παράγοντες, τόσο από την πλευρά της ζήτησης όσο και από την πλευρά της προσφοράς, εξακολουθούν να ασκούν κάποια επίδραση όσον αφορά τα αίτια των υποτονικών αυτών εξελίξεων, αν και με σημαντική ανομοιογένεια μεταξύ των χωρών. Μεταξύ των παραγόντων που αναστέλλουν τη ζήτηση τραπεζικών δανείων περιλαμβάνονται η εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας το δ' τρίμηνο, οι συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας που εξακολουθούν να επικρατούν και η διατήρηση του κατακερματισμού της χρηματοπιστωτικής αγοράς (αν και ο εν λόγω κατακερματισμός υποχώρησε κάπως τους τελευταίους μήνες). Άλλοι

παράγοντες που ασκούν καθοδική επίδραση στη ζήτηση δανείων είναι η διαρκής ανάγκη περιορισμού της δανειακής επιβάρυνσης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων σε πολλές χώρες, καθώς και η χρήση εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης από πλευράς των επιχειρήσεων. Από την πλευρά της προσφοράς, οι προβληματισμοί για τον πιστωτικό κίνδυνο συνεχίζουν να ωθούν τα NXI στον περιορισμό της προσφοράς δανείων μέσω της εφαρμογής αυστηρών πιστοδοτικών κριτηρίων, όπως δείχνει η πιο πρόσφατη έρευνα τραπεζικών χορηγήσεων. Οι συντηρητικές πρακτικές δανεισμού μπορεί επίσης να αντικατοπτρίζουν τις διορθώσεις στις οποίες προέβησαν οι τράπεζες προκειμένου να πληρούν τις νέες κανονιστικές απαιτήσεις και, σε πολλές περιπτώσεις, η συνεχής ανάγκη εξυγίανσης των ισολογισμών. Επιπλέον, το γεγονός ότι οι μη νομισματικοί φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης διαδραματίζουν όλο και μικρότερο ρόλο στην παροχή χρηματοδότησης προς την οικονομία της ζώνης του ευρώ μπορεί επίσης να επηρεάζει το ρυθμό αύξησης των δανείων. Η εξέλιξη αυτή είναι εμφανής στις μειωμένες ροές χρηματοοικονομικών επενδύσεων στο συγκεκριμένο τομέα, καθώς και στην αύξηση των επενδύσεων σε τίτλους που έχουν εκδοθεί από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ, αλλά και στη διατηρούμενη υποτονικότητα των γνήσιων δραστηριοτήτων τιτλοποίησης (βλ. Ενότητα 2.2 για περισσότερες λεπτομέρειες).

Εντούτοις, ο ρυθμός αύξησης των δανείων φαίνεται ότι ευθυγραμμίζεται σε γενικές γραμμές με την τρέχουσα φάση του οικονομικού κύκλου, αφού λαμβάνει υπόψη την ανάγκη να διορθωθούν οι υπερβολές του παρελθόντος και το γεγονός ότι τα δάνεια προς τα νοικοκυριά παρουσιάζουν σε γενικές γραμμές παρόμοια εξέλιξη με την οικονομική δραστηριότητα, ενώ τα δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνήθως αντιδρούν με κάποια χρονική υστέρηση. Εάν δεν παρατηρηθεί κάποια επίδραση από έκτακτους παράγοντες που θα προκαλέσει σημαντική απόκλιση από τις ιστορικές κανονικότητες, αναμένεται υποτονική αύξηση των δανείων προς τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις τους προσεχείς μήνες, δεδομένων των προβολών για την οικονομική δραστηριότητα.

Όσον αφορά τους λοιπούς παράγοντες μεταβολής του M3, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των NXI (εκτός κεφαλαίου και αποθεματικών) διατηρήθηκε αμετάβλητος στο -5,2% τον Ιανουάριο σε σχέση με το δ' τρίμηνο, και επιβραδύνθηκε σε σύγκριση με το γ' τρίμηνο (-4,4%) (βλ. Διάγραμμα 9). Άλλη μια σημαντική τριμηνιαία εκροή καταγράφηκε το δ' τρίμηνο και είχε θετική συμβολή στη δυναμική της ποσότητας χρήματος. Τόσο οι μακροπρόθεσμες καταθέσεις όσο και η καθαρή έκδοση μακροπρόθεσμων χρεογράφων από NXI της ζώνης του ευρώ παρουσίασαν αρνητικές ροές το δ' τρίμηνο. Η μείωση των μακροπρόθεσμων καταθέσεων οφείλεται εν μέρει στον αντίκτυπο από την αντιστροφή παλαιότερων συναλλαγών τιτλοποίησης με παρακράτηση, πιθανώς ωστόσο αντικατόπτριζε επίσης τον περιορισμό της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων που παρατηρείται από τις αρχές του 2012, εξέλιξη που προκάλεσε περαιτέρω μετατοπίσεις από τις μακροπρόθεσμες καταθέσεις προς στοιχεία που περιλαμβάνονται στο M3 το δ' τρίμηνο του 2012. Η μειωμένη καθαρή έκδοση μακροπρόθεσμων χρεογράφων υποδηλώνει ότι οι τράπεζες κατάφεραν να ικανοποιήσουν τις ανάγκες χρηματοδότησής τους χρησιμοποιώντας ρευστότητα που άντλησαν μέσω των δύο ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών ή διευρύνοντας την καταθετική τους βάση, ωστόσο μπορεί να αντικατοπτρίζει και τις μειωμένες ανάγκες χρηματοδότησης ορισμένων τραπεζών λόγω απομόχλευσης.

Στην πλευρά των παραγόντων μεταβολής, η βελτίωση της εμπιστοσύνης στη ζώνη του ευρώ εκδηλώνεται με την περαιτέρω βελτίωση των καθαρών απαιτήσεων των NXI έναντι του εξωτερικού. Πράγματι, οι καθαρές απαιτήσεις των NXI της ζώνης του ευρώ έναντι του εξωτερικού – οι οποίες απεικονίζουν τις κεφαλαιακές ροές του τομέα διακράτησης χρήματος που δρομολογούνται μέσω NXI καθώς και τη μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων που εκδίδει ο τομέας διακράτησης χρήματος – σημείωσαν άλλη μια τριμηνιαία

εισροή το δ' τρίμηνο, την οποία ακολούθησε νέα αξιοσημείωτη εισροή τον Ιανουάριο (βλ. Διάγραμμα 10). Αυτές προστέθηκαν στη μεγάλη εισροή που καταγράφηκε το γ' τρίμηνο του 2012, η οποία ακολούθησε τη μεγάλη σωρευτική εκροή που παρατηρήθηκε μεταξύ Οκτωβρίου 2011 και Ιουνίου 2012. Συγκεκριμένα, οι επενδύσεις σε χρεόγραφα από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν σημαντικά από τον Ιούλιο του 2012, σε ένα περιβάλλον ευνοϊκότερων συνθηκών στην αγορά ομολόγων, ενώ οι επενδύσεις σε μετοχικούς τίτλους τριπλασιάστηκαν (βλ. Πλαίσιο 1 για περισσότερες λεπτομέρειες).

## **ΓΕΝΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΘΗΚΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ**

Οι ροές που παρατηρήθηκαν στο Μ3 από το τέλος Σεπτεμβρίου έως το τέλος Ιανουαρίου προκάλεσαν ελαφρά μείωση της νομισματικής ρευστότητας που είχε συσσωρευθεί στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διαγράμματα 11 και 12). Ορισμένοι δείκτες νομισματικής ρευστότητας που παρακολουθούνται από την ΕΚΤ υποδηλώνουν ότι σημαντικό μέρος της άφθονης ρευστότητας που συσσωρεύθηκε πριν από την κρίση έχει πλέον απορροφηθεί. Μελλοντικά, ορισμένοι δείκτες ενδέχεται να προσεγγίσουν επίπεδα που δηλώνουν τη διαμόρφωση ισορροπημένων συνθηκών ρευστότητας στην οικονομία. Ωστόσο, υπενθυμίζεται ότι αυτού του είδους οι δείκτες των συνθηκών ρευστότητας πρέπει να ερμηνεύονται με επιφύλαξη, καθώς βασίζονται στην εκτίμηση ενός επιπέδου ισορροπίας για τη διακράτηση χρήματος, η οποία χαρακτηρίζεται από σημαντική αβεβαιότητα.

Συνολικά, ο ρυθμός αύξησης της ποσότητας χρήματος και η πιστωτική επέκταση παραμένουν σε υποτονικά επίπεδα. Η διαμόρφωση του ρυθμού αύξησης του Μ3 το δ' τρίμηνο του 2012 και τον Ιανουάριο του 2013 δεν οφείλεται στο ρυθμό πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα, αλλά σχετίζεται με τις μετατοπίσεις προς το Μ3, λόγω της προτίμησης του τομέα διακράτησης χρήματος για ρευστότητα. Η υστέρηση των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα αντικατοπτρίζει εν μέρει τη συνεχιζόμενη διαδικασία διόρθωσης υπερβολών του παρελθόντος, η οποία απαιτεί περαιτέρω απομόχλευση στους χρηματοπιστωτικούς ή μη χρηματοπιστωτικούς τομείς ορισμένων χωρών. Από μεσοπρόθεσμη σκοπιά, βασική προϋπόθεση για τη διατηρήσιμη ανάκαμψη των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα είναι η αποκατάσταση της ικανότητας ανάληψης κινδύνων των τραπεζών και η επαναφορά της ζήτησης τραπεζικών πιστώσεων από τον ιδιωτικό τομέα. Συνολικά, με βάση τους νομισματικούς δείκτες, οι κίνδυνοι διατάραξης της σταθερότητας των τιμών παραμένουν ισορροπημένοι.

### **Πλαίσιο 1**

#### **ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ**

Το παρόν πλαίσιο αναλύει τις εξελίξεις στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ το 2012. Οι καθαρές εισροές του συνολικού ισοζυγίου άμεσων επενδύσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν σε 13,2 δισεκ. ευρώ το 2012, από 119,2 δισεκ. ευρώ το προηγούμενο έτος (βλ. τον παρακάτω πίνακα). Οι εν λόγω εισροές υπεραντισταθμίστηκαν από τις καθαρές εκροές για λοιπές επενδύσεις, οι οποίες παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητες από το 2011. Μετά από ένα σύντομο διάστημα κατά το οποίο σημειώθηκε καθαρή απόκτηση τίτλων του εξωτερικού τόσο από επενδυτές της ζώνης του ευρώ όσο και από ξένους επενδυτές το α' τρίμηνο του 2012, το β' τρίμηνο καταγράφηκαν καθαρές εισροές για επενδύσεις χαρτοφυλακίου (λόγω της ρευστοποίησης τίτλων του εξωτερικού) και συνακόλουθες καθαρές εκροές για λοιπές επενδύσεις, καθώς οι εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές της ζώνης του ευρώ κλιμακώθηκαν ξανά. Το δεύτερο εξάμηνο του έτους αυτές οι εντάσεις μετριάστηκαν κάπως, αφού ανακοινώθηκαν οι Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές (OMT) τον Σεπτέμβριο. Κατόπιν τούτου, καταγράφηκαν εκ νέου καθαρές αγορές τίτλων

του εξωτερικού κατοίκων της ζώνης του ευρώ, ενώ αυξήθηκε η έκθεση των μη κατοίκων σε τίτλους της ζώνης του ευρώ.

Στη μείωση των καθαρών εισροών στο συνολικό ισοζύγιο άμεσων επενδύσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου της ζώνης του ευρώ το 2012 συνέβαλαν οι μειωμένες καθαρές εισροές για επενδύσεις χαρτοφυλακίου, καθώς οι επενδυτές της ζώνης του ευρώ άρχισαν και πάλι να αγοράζουν τίτλους του εξωτερικού. Οι νέες αυτές αγορές πραγματοποιήθηκαν κυρίως από τομείς εκτός των NXI της ζώνης του ευρώ, οι οποίοι αύξησαν την έκθεσή τους τόσο σε μετοχικούς τίτλους όσο και σε χρεόγραφα, ενώ τα NXI της ζώνης του ευρώ συνέχισαν την απομόχλευση στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης των ισολογισμών τους. Οι καθαρές εκροές για λοιπές επενδύσεις παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητες σε σχέση με το 2011. Ενώ το 2011 οι καθαρές εκροές για λοιπές επενδύσεις είχαν προέλθει κυρίως από τις επενδύσεις των κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε περιουσιακά στοιχεία εξωτερικού, καθοριστικός παράγοντας για τις αντίστοιχες εκροές που καταγράφηκαν το 2012 ήταν η ρευστοποίηση των επενδύσεων μη κατοίκων σε καταθέσεις και δάνεια των NXI της ζώνης του ευρώ, η οποία αντικατοπτρίστηκε στην έντονη μείωση των υποχρεώσεων του τραπεζικού τομέα της ζώνης του ευρώ από λοιπές επενδύσεις. Εντούτοις, οι εξελίξεις αυτές στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου και τις λοιπές επενδύσεις υποκρύπτουν σημαντικές διακυμάνσεις στις επενδυτικές τάσεις καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, οι οποίες ακολουθούσαν τις μεταπτώσεις του κλίματος της αγοράς.

Το α' τρίμηνο του 2012 οι επενδυτές της ζώνης του ευρώ (τόσο τα NXI όσο και τα μη NXI) άρχισαν και πάλι να αγοράζουν τίτλους του εξωτερικού (και ιδίως χρεόγραφα) μετά από μια περίοδο οξυμένων εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές που σχετιζόνταν με την κλιμάκωση της κρίσης δημόσιου χρέους. Είχε προηγηθεί ανακοίνωση μέτρων πολιτικής για την αντιμετώπιση της κρίσης και την αποκατάσταση της ηρεμίας στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Το β' εξάμηνο, ωστόσο, οι θετικές επιδράσεις εξασθένησαν, καθώς επικράτησε και πάλι αβεβαιότητα. Τα NXI της ζώνης του ευρώ δέχθηκαν πιέσεις χρηματοδότησης λόγω του επαναπατρισμού κεφαλαίων ξένων επενδυτών που είχαν τοποθετηθεί σε αυτά, όπως αυτό αντανακλάται στην έντονη μείωση των υποχρεώσεων από λοιπές επενδύσεις. Κατά συνέπεια, οι κάτοικοι της ζώνης του ευρώ αναγκάστηκαν να μειώσουν τις διασυνοριακές τοποθετήσεις τους σε τίτλους, η ανακοίνωση όμως των OMT τον Σεπτέμβριο επέφερε ηρεμία στις αγορές. Οι καθαρές ροές για επενδύσεις χαρτοφυλακίου έγιναν αρνητικές το γ' τρίμηνο, καθώς οι επενδυτές της ζώνης του ευρώ αύξησαν την έκθεσή τους σε τίτλους του εξωτερικού.

Το δ' τρίμηνο του 2012 σημειώθηκε περαιτέρω βελτίωση των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Καθαρές εισροές ύψους 44,8 δισεκ. ευρώ καταγράφηκαν στο συνολικό ισοζύγιο άμεσων επενδύσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου, έναντι καθαρών εκροών ύψους 34,9 δισεκ. ευρώ το γ' τρίμηνο, κυρίως λόγω της σημαντικής αύξησης των καθαρών αγορών τίτλων της ζώνης του ευρώ από κατοίκους του εξωτερικού. Η αύξηση αυτή προήλθε από την αυξημένη καθαρή απόκτηση μετοχικών τίτλων και χρεογράφων της ζώνης του ευρώ και αντισταθμίστηκε μόνον εν μέρει από την αυξημένη καθαρή απόκτηση μετοχικών τίτλων του εξωτερικού από επενδυτές της ζώνης του ευρώ. Οι καθαρές εκροές ξένων άμεσων επενδύσεων μειώθηκαν σε σύγκριση με το γ' τρίμηνο, επειδή οι επενδυτές της ζώνης του ευρώ που προέρχονται από τον ιδιωτικό τομέα εκτός των NXI προέβησαν σε λιγότερες τοποθετήσεις σε μετοχικό κεφάλαιο και λοιπά κεφάλαια που έχουν εκδοθεί από ξένες εταιρίες. Στο μεταξύ, καταγράφηκε μείωση, αν και σε μικρότερο βαθμό, των καθαρών τοποθετήσεων σε κεφάλαιο που εκδίδει ο τομέας εκτός των NXI της ζώνης του ευρώ.

Όπως και τα προηγούμενα τρίμηνα του 2012, το δ' τρίμηνο παρατηρήθηκαν αξιοσημείωτες διαφορές στις ροές των επενδύσεων χαρτοφυλακίου μεταξύ του τομέα των NXI και του τομέα εκτός των NXI. Στον τομέα των NXI, οι τράπεζες της ζώνης του

ευρώ εξακολούθησαν να μειώνουν την έκθεσή τους σε χρεόγραφα του εξωτερικού λόγω της αναδιάρθρωσης των ισολογισμών τους, αλλά άρχισαν και πάλι να αγοράζουν μετοχικούς τίτλους του εξωτερικού. Ωστόσο, οι μη κάτοικοι της ζώνης του ευρώ συνέχισαν να επαναπατρίζουν κεφάλαια που είχαν επενδύσει παλαιότερα τόσο σε μετοχικούς τίτλους όσο και σε χρεόγραφα των NXI της ζώνης του ευρώ. Θα πρέπει να σημειωθεί όμως ότι η διαδικασία επαναπατριsmού από τους επενδυτές της ζώνης του ευρώ επιβραδύνθηκε κάπως το δ' τρίμηνο, στο πλαίσιο της εξομάλυνσης των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Παράλληλα, τα NXI της ζώνης του ευρώ περιόρισαν σε μεγάλο βαθμό την έκθεσή τους σε καταθέσεις και δάνεια του εξωτερικού στο πλαίσιο της συνεχούς μείωσης των υποχρεώσεών τους από λοιπές επενδύσεις. Αυτές οι αμφίδρομες ροές επαναπατριsmού κεφαλαίων έφθασαν σε πολύ υψηλά επίπεδα τον Δεκέμβριο του 2012.

Όσον αφορά τον τομέα εκτός των NXI, οι επενδυτές της ζώνης του ευρώ αύξησαν την καθαρή απόκτηση μετοχικών τίτλων του εξωτερικού και τίτλων της αγοράς χρήματος το δ' τρίμηνο, ενώ μείωσαν κάπως την απόκτηση ομολόγων και γραμματίων του εξωτερικού. Στο μεταξύ, ακόμη πιο έντονα αυξήθηκαν οι τοποθετήσεις ξένων επενδυτών στους τίτλους που εκδίδονται από τον ιδιωτικό τομέα εκτός των NXI και τον τομέα της γενικής κυβέρνησης της ζώνης του ευρώ, καθώς τα ποσά που επενδύθηκαν σε τίτλους της ζώνης του ευρώ είχαν να παρατηρηθούν από τα μέσα του 2011. Σε συνδυασμό με την εκροή βραχυπρόθεσμων καταθέσεων από τα NXI της ζώνης του ευρώ, οι εν λόγω εξελίξεις ενδέχεται να υποδηλώνουν βελτίωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις μελλοντικές προοπτικές της ζώνης του ευρώ, δεδομένου ότι οι μη κάτοικοι απέσυραν τα κεφάλαιά τους από τα NXI της ζώνης του ευρώ και τα επένδυσαν σε μετοχικούς τίτλους που εκδίδονται από ιδιωτικές εταιρίες της ζώνης του ευρώ που δεν ανήκουν στον τομέα των NXI και σε κρατικά ομόλογα. Συνολικά, οι καθαρές επενδύσεις χαρτοφυλακίου ήταν θετικές το δ' τρίμηνο, συμβάλλοντας έτσι στη διαθέσιμη ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ. Το γεγονός αυτό αντικατοπτρίστηκε εν μέρει στην εξέλιξη του ευρέος νομισματικού μεγέθους M3. Όπως προκύπτει από τη νομισματική παρουσίαση του ισοζυγίου πληρωμών, οι συναλλαγές του τομέα διακράτησης χρήματος αποτέλεσαν σημαντικό καθοριστικό παράγοντα της αύξησης των καθαρών απαιτήσεων των NXI έναντι του εξωτερικού το δ' τρίμηνο του 2012.

## **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 (2,6%) το γ' τρίμηνο του 2012, αντανακλώντας τη συνεχιζόμενη επιδείνωση του οικονομικού περιβάλλοντος και τις περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των χρηματοοικονομικών επενδύσεων από ασφαλιστικές εταιρίες και ταμεία συντάξεων παρέμεινε επίσης σε γενικές γραμμές σταθερός. Αντίθετα, το δ' τρίμηνο του 2012 σημειώθηκε σημαντική εισροή στους επενδυτικούς οργανισμούς, κυρίως λόγω επενδύσεων σε ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια, αλλά και σε μικτά αμοιβαία κεφάλαια, σε μικρότερο βαθμό, και τέλος, μετά από μακρά περίοδο εκροών, σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.*

### **ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΤΟΜΕΙΣ**

Το γ' τρίμηνο του 2012 (το πιο πρόσφατο τρίμηνο για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία) ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του συνόλου των χρηματοοικονομικών επενδύσεων των μη χρηματοπιστωτικών τομέων παρέμεινε αμετάβλητος (2,6%, βλ. Πίνακα 5). Οι εξελίξεις που παρατηρήθηκαν στο γ' τρίμηνο προήλθαν κυρίως από την επιτάχυνση του

ρυθμό αύξησης των επενδύσεων σε νόμισμα και καταθέσεις, η οποία αντιστάθμισε την επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των επενδύσεων σε χρεόγραφα, μετοχές και λοιπές συμμετοχές.

Η ανάλυση κατά τομέα φανερώνει τη συνέχιση της τάσης που παρατηρήθηκε το β' τρίμηνο, δηλαδή περαιτέρω μείωση των χρηματοοικονομικών επενδύσεων από τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στο γ' τρίμηνο και αύξηση των επενδύσεων του τομέα της γενικής κυβέρνησης (η οποία εν μέρει οφείλεται σε πράξεις ανακεφαλαιοποίησης τραπεζών, βλ. Διάγραμμα 13). Η επιβράδυνση της συσσώρευσης χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων από τα νοικοκυριά αντανakλά σε μεγάλο βαθμό τη συνεχιζόμενη στασιμότητα του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματός τους. Τα νοικοκυριά μείωσαν τις τοποθετήσεις τους σε χρεόγραφα και συνέχισαν να ρευστοποιούν μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων – διαδικασία που ξεκίνησε στις αρχές του 2010 και συνεχίστηκε το γ' τρίμηνο του 2012.

Η επιβράδυνση που παρατηρήθηκε στον ετήσιο ρυθμό αύξησης του συνόλου των χρηματοοικονομικών επενδύσεων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις το γ' τρίμηνο αντανakλά τη συνεχιζόμενη μείωση του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος και την αύξηση της αποταμίευσης (δηλ. παρακράτηση κερδών). Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των χρηματοοικονομικών επενδύσεων της γενικής κυβέρνησης επιταχύνθηκε περαιτέρω το γ' τρίμηνο, αντανakλώντας κυρίως τις αυξημένες επενδύσεις σε δάνεια, νόμισμα και καταθέσεις, ενώ οι επενδύσεις σε μετοχές παρέμειναν αμετάβλητες και οι επενδύσεις σε χρεόγραφα υποχώρησαν. Περισσότερες πληροφορίες για τις εξελίξεις στις χρηματοοικονομικές ροές και τους ισολογισμούς του μη χρηματοπιστωτικού ιδιωτικού τομέα βλ. στις ενότητες 2.6 και 2.7. Πληροφορίες για όλους τους θεσμικούς τομείς υπάρχουν και στο πλαίσιο με τίτλο “Integrated euro area accounts for the third quarter of 2012” στο τεύχος Φεβρουαρίου 2013 του Μηνιαίου Δελτίου.

### **ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ**

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των χρηματοοικονομικών επενδύσεων των ασφαλιστικών εταιριών και των ταμείων συντάξεων παρέμεινε αμετάβλητος (2,4%) το γ' τρίμηνο του 2012 (το πιο πρόσφατο τρίμηνο για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία στους ενοποιημένους λογαριασμούς της ζώνης του ευρώ, βλ. Διάγραμμα 14). Έτσι, ο εν λόγω ρυθμός αύξησης παραμένει στο χαμηλότερο επίπεδο από το 1999, αντανakλώντας εν μέρει τις μειώσεις των επενδύσεων των νοικοκυριών σε τεχνικά αποθεματικά ασφαλιστικών εταιριών από το τέλος του 2007, καθώς και μειώσεις των τοποθετήσεων ασφαλιστικών επιχειρήσεων και συνταξιοδοτικών ταμείων σε νόμισμα και καταθέσεις, οι οποίες παρατηρήθηκαν τελευταία φορά το β' τρίμηνο του 2011 και ενδέχεται να σηματοδοτούν την περιορισμένη ανάγκη για ταμειακά αποθέματα ασφαλείας στο πλαίσιο της υποχώρησης της αβεβαιότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων και τα χρεόγραφα εξακολούθησαν να έχουν τη μεγαλύτερη συμβολή στις συνολικές χρηματοοικονομικές επενδύσεις των ασφαλιστικών εταιριών και των ταμείων συντάξεων. Ωστόσο, ενώ η συμβολή των αμοιβαίων κεφαλαίων μειώθηκε ελαφρά το δ' τρίμηνο, η συμβολή των χρηματοοικονομικών επενδύσεων σε χρεόγραφα αυξήθηκε περαιτέρω.

Οι ετήσιες εισροές σε μερίδια AKEX (με εξαίρεση τα αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος) αυξήθηκαν σημαντικά, φθάνοντας τα 341 δισεκ. ευρώ το δ' τρίμηνο, από 171 δισεκ. ευρώ το προηγούμενο τρίμηνο. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης επιταχύνθηκε σε 4,3%, από 2,8% το γ' τρίμηνο. Τη μεγαλύτερη συμβολή είχαν οι ετήσιες εισροές σε ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια, ενώ αυξήθηκαν και οι επενδύσεις σε μικτά αμοιβαία κεφάλαια. Παρατηρήθηκαν επίσης εισροές σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, μετά από μακρά περίοδο εκροών (βλ. Διάγραμμα 15). Νέα εκροή παρατηρήθηκε στα αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος, η οποία αντανakλούσε και πάλι το αντίξοο επιχειρηματικό

περιβάλλον για τα εν λόγω αμοιβαία κεφάλαια, δεδομένου του χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων.

Όσον αφορά ειδικότερα τις εξελίξεις το δ' τρίμηνο του 2012, καταγράφηκε σημαντική εισροή ύψους 160 δισεκ. ευρώ σε μερίδια ΑΚΕΧ (με εξαίρεση τα αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος), η οποία μπορεί σε κάποιο βαθμό να αντανακλά εποχικές τάσεις (καθώς τα στοιχεία δεν είναι εποχικά διορθωμένα). Η εισροή αυτή οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό σε εισροές σε ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια, των οποίων ο ετήσιος ρυθμός αύξησης σημείωσε άνοδο σε 16,6% το τρίμηνο αυτό. Η εξέλιξη αυτή εξακολουθεί να αντανακλά την άμβλυνση των πιέσεων στις αγορές ομολόγων μετά το διακανονισμό των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών ετών του Ευρωσυστήματος και την ανακοίνωση της διενέργειας Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών. Ταυτόχρονα, εξετάζοντας τα περιουσιακά στοιχεία στους ισολογισμούς των επενδυτικών οργανισμών για το δ' τρίμηνο, τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια φαίνεται να έχουν επενδύσει οριακά περισσότερα σε ομόλογα που έχουν εκδοθεί από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ από ό,τι σε ομόλογα που έχουν εκδοθεί από κατοίκους της ζώνης του ευρώ – αντίθετα με ό,τι είχε συμβεί στο προηγούμενο τρίμηνο.

### 2.3 ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

*Τα επιτόκια της αγοράς χρήματος εμφάνισαν αυξημένη μεταβλητότητα μεταξύ 5 Δεκεμβρίου 2012 και 6 Μαρτίου 2013. Η προσωρινή αύξηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος τον Ιανουάριο προκλήθηκε από εκτιμήσεις για περιορισμό των πιθανοτήτων μείωσης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, σε συνδυασμό με τις προσδοκίες για τις εξελίξεις στις συνθήκες ρευστότητας. Ο δείκτης EONIA υποχώρησε οριακά κατά την εξεταζόμενη περίοδο και διαμορφώθηκε σε χαμηλά επίπεδα αντανακλώνοντας τα ιστορικά χαμηλά βασικά επιτόκια της ΕΚΤ, καθώς και τα πολύ μεγάλα ποσά υπερβάλλουσας ρευστότητας που παρέμεινε στην αγορά χρήματος για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας.*

Τα επιτόκια της αγοράς χρήματος για συναλλαγές χωρίς παροχή ασφάλειας εμφάνισαν κάποια μεταβλητότητα μεταξύ 5 Δεκεμβρίου 2012 και 6 Μαρτίου 2013. Αφού παρέμειναν σταθερά το Δεκέμβριο, αυξήθηκαν τον Ιανουάριο, ενώ μειώθηκαν και πάλι το Φεβρουάριο, φθάνοντας εν τέλει σε επίπεδα παρόμοια με αυτά που είχαν σημειωθεί στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου. Στις 6 Μαρτίου τα επιτόκια EURIBOR ενός, τριών, έξι και δώδεκα μηνών είχαν διαμορφωθεί σε 0,12%, 0,20%, 0,32% και 0,54% αντίστοιχα. Έτσι, τα επιτόκια για τις δύο μικρότερες διάρκειες ήταν το ένα αμετάβλητο και το άλλο αυξημένο κατά 1 μονάδα βάσης σε σχέση με τα επίπεδα που είχαν παρατηρηθεί στις 5 Δεκεμβρίου, ενώ για τις μεγαλύτερες διάρκειες ήταν 2 και 3 μονάδες βάσης χαμηλότερα, αντίστοιχα. Ως εκ τούτου, η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων EURIBOR δώδεκα μηνών και ενός μηνός – που αποτελεί δείκτη της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων της αγοράς χρήματος – μειώθηκε κατά 4 μονάδες βάσης το ίδιο χρονικό διάστημα και διαμορφώθηκε σε 42 μονάδες βάσης στις 6 Μαρτίου (βλ. Διάγραμμα 16).

Παρόμοια πορεία ακολούθησαν τα επιτόκια της αγοράς χρήματος για συναλλαγές με παροχή ασφάλειας, καθώς διατηρήθηκαν σταθερά το Δεκέμβριο, αυξήθηκαν στις αρχές του έτους για να μειωθούν τελικά το Φεβρουάριο (βλ. Διάγραμμα 17). Το επιτόκιο των συμφωνιών ανταλλαγής επί του δείκτη μίας ημέρας, διάρκειας τριών μηνών, διαμορφώθηκε σε 0,07% στις 6 Μαρτίου, παρέμεινε δηλαδή αμετάβλητο σε σχέση με το επίπεδο που είχε σημειωθεί στις 5 Δεκεμβρίου. Καθώς το αντίστοιχο EURIBOR για συναλλαγές χωρίς παροχή ασφάλειας αυξήθηκε κατά 1 μονάδα βάσης, η διαφορά μεταξύ των δύο αυτών επιτοκίων αυξήθηκε ανάλογα. Το EUREPO τριών μηνών αυξήθηκε κατά

2 μονάδες βάσης κατά την εξεταζόμενη περίοδο και διαμορφώθηκε σε 0,01% στις 6 Μαρτίου.

Τα επιτόκια που υπολογίζονται με βάση τις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του EURIBOR τριών μηνών τα οποία λήγουν το Μάρτιο, τον Ιούνιο και το Σεπτέμβριο του 2013 διαμορφώθηκαν σε 0,19%, 0,19% και 0,20% αντίστοιχα στις 6 Μαρτίου, ήταν δηλαδή αυξημένα κατά 2 μονάδες βάσης συγκριτικά με τα επίπεδα που είχαν παρατηρηθεί στις 5 Δεκεμβρίου, αντανακλώντας εν μέρει την εκτίμηση ότι οι πιθανότητες μείωσης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ είχαν περιοριστεί (βλ. Διάγραμμα 18). 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 αυξήθηκε σε σχέση με τα επίπεδα που παρατηρήθηκαν στις 5 Δεκεμβρίου (βλ. Διάγραμμα 19).

Όσον αφορά τα επιτόκια μίας ημέρας, ο δείκτης EONIA υποχώρησε περαιτέρω οριακά και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο στις 7 μονάδες βάσης κατά τη διάρκεια της δωδέκατης περιόδου τήρησης του 2012 και της πρώτης και δεύτερης περιόδου τήρησης του 2013, φθάνοντας το 0,07% στις 6 Μαρτίου. Ως εκ τούτου, η αρνητική διαφορά μεταξύ του δείκτη EONIA και του επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε περαιτέρω οριακά κατά την εξεταζόμενη περίοδο, αντανακλώντας πολύ μεγάλα ποσά υπερβάλλουσας ρευστότητας στην αγορά χρήματος για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας (βλ. Διάγραμμα 20).

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο η ΕΚΤ συνέχισε να παρέχει ρευστότητα μέσω πράξεων αναχρηματοδότησης με διάρκειες μίας εβδομάδας, μίας περιόδου τήρησης και τριών μηνών. Όλες αυτές οι πράξεις διενεργήθηκαν μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή (βλ. Πλαίσιο 2).

Η ΕΚΤ διενήργησε επίσης εβδομαδιαίες πράξεις απορρόφησης ρευστότητας διάρκειας μίας εβδομάδας με τη μορφή δημοπρασίας ανταγωνιστικού επιτοκίου και με ανώτατο επιτόκιο προσφοράς 0,75% τη δωδέκατη περίοδο τήρησης του 2012 και την πρώτη και δεύτερη περίοδο τήρησης του 2013. Σχεδόν σε όλες αυτές τις πράξεις απορρόφησης ρευστότητας, η ΕΚΤ απορρόφησε ποσό ίσο με την αξία των αγορών στο πλαίσιο του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (το οποίο ανερχόταν συνολικά σε 205,5 δισεκ. ευρώ στις 6 Μαρτίου), με μόνη εξαίρεση την τελευταία πράξη του 2012, η οποία διενεργήθηκε στις 28 Δεκεμβρίου και με την οποία το Ευρωσύστημα άντλησε μόλις 197,6 δισεκ. ευρώ.

Η εξεταζόμενη περίοδος χαρακτηρίστηκε και αυτή από υπερβάλλουσα ρευστότητα σε πολύ υψηλά επίπεδα, η οποία όμως μειώθηκε κάπως λόγω της εθελούσιας πρόωρης αποπληρωμής ενός μέρους της ρευστότητας που αποκτήθηκε μέσω των δύο ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών που διακανονίστηκαν το Δεκέμβριο του 2011 και το Μάρτιο του 2012. Οι αντισυμβαλλόμενοι επέλεξαν μέχρι σήμερα να αποπληρώσουν 224,8 δισεκ. ευρώ από τα 1.018,7 εκατ. ευρώ που αποκτήθηκαν με τις ανωτέρω δύο ΠΠΜΑ. Ως εκ τούτου, η μέση ημερήσια υπερβάλλουσα ρευστότητα ανήλθε σε 554 δισεκ. ευρώ στη δωδέκατη περίοδο τήρησης ελάχιστων αποθεματικών του 2012 και στην πρώτη και δεύτερη περίοδο τήρησης ελάχιστων αποθεματικών του 2013, σημειώνοντας πτώση από 683 δισεκ. ευρώ στις τρεις προηγούμενες περιόδους τήρησης. Η μέση ημερήσια προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων ανήλθε σε 197 δισεκ. ευρώ, ενώ οι τοποθετήσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς πέραν των υποχρεωτικών αποθεματικών ανήλθαν κατά μέσο όρο σε 357 δισεκ. ευρώ – σημειώνοντας πτώση από μέσους όρους 264 δισεκ. ευρώ και 419 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα στα τρεις προηγούμενες περιόδους τήρησης ελάχιστων αποθεματικών.

**ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΠΡΑΞΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 14 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 2012 – 12 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2013**

Το παρόν πλαίσιο περιγράφει τις πράξεις ανοικτής αγοράς της ΕΚΤ στη διάρκεια των τριών περιόδων τήρησης ελάχιστων αποθεματικών που έληξαν στις 11 Δεκεμβρίου 2012, 15 Ιανουαρίου 2013 και 12 Φεβρουαρίου 2013.

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ) εξακολούθησαν να διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή. Η ίδια διαδικασία εξακολούθησε να χρησιμοποιείται για τη διενέργεια των πράξεων ειδικής διάρκειας ίσης με μία περίοδο τήρησης του Ευρωσυστήματος. Το σταθερό επιτόκιο στις πράξεις αυτές ήταν το ίδιο με το επιτόκιο ΠΚΑ που επικρατούσε τότε.

Επιπλέον, οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΠΠΜΑ) διάρκειας 3 μηνών που κατανεμήθηκαν την εξεταζόμενη περίοδο διενεργήθηκαν ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή. Τα επιτόκια των πράξεων αυτών καθορίστηκαν στο μέσο όρο των επιτοκίων των ΠΚΑ κατά τη διάρκεια ισχύος της αντίστοιχης ΠΠΜΑ.

Σύμφωνα με την απόφαση που έλαβε το Διοικητικό Συμβούλιο στις 8 Δεκεμβρίου 2011 για την εφαρμογή μέτρων υποστήριξης των τραπεζικών χορηγήσεων και της ρευστότητας στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ, οι τράπεζες που συμμετείχαν στην ΠΠΜΑ διάρκειας 3 ετών που κατανεμήθηκε στις 21 Δεκεμβρίου 2011 είχαν τη δυνατότητα πρόωρης αποπληρωμής μετά από ένα έτος, αρχής γενομένης στις 30 Ιανουαρίου 2013.

Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να διατηρήσει αμετάβλητα τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

**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 και των ελάχιστων αποθεματικών – ανήλθαν κατά μέσο όρο σε 575,7 δισεκ. ευρώ, αυξημένες κατά 54,8 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με τον ημερήσιο μέσο όρο των τριών προηγούμενων περιόδων τήρησης (δηλ. από 8 Αυγούστου έως 13 Νοεμβρίου 2012). Τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά διαμορφώθηκαν σε 105,9 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο κατά τις τρεις εξεταζόμενες περιόδους τήρησης, ελαφρώς χαμηλότερα από ό,τι κατά τις τρεις προηγούμενες περιόδους τήρησης (106,8 δισεκ. ευρώ). Παράλληλα, οι αυτόνομοι παράγοντες αυξήθηκαν κατά 55,7 δισεκ. ευρώ σε 469,7 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο, κυρίως λόγω των υψηλότερων καταθέσεων του Δημοσίου στις κεντρικές τράπεζες, σε συνδυασμό με τις περιστασιακές μειώσεις άλλων αυτόνομων παραγόντων, όπως οι απαιτήσεις σε ευρώ από πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ.

Τα υπόλοιπα που τηρούνται στους τρεχούμενους λογαριασμούς πέραν των υποχρεωτικών αποθεματικών ανήλθαν κατά μέσο όρο σε 382,5 δισεκ. ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο, δηλ. μειώθηκαν κατά 45,8 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο. Όπως και την προηγούμενη περίοδο (από 8 Αυγούστου έως 13 Νοεμβρίου 2012), τα μεγάλα αυτά υπόλοιπα που τηρούνται στους τρεχούμενους λογαριασμούς οφείλονταν στη μείωση του επιτοκίου αποδοχής καταθέσεων στο μηδέν τον Ιούλιο του 2012, γεγονός που περιορίσε το κίνητρο των τραπεζών να μεταφέρουν για μια ημέρα τα πλεονάζοντα κεφάλαιά τους στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Κατά τις εξεταζόμενες τρεις περιόδους τήρησης, η προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής

καταθέσεων μειώθηκε σημαντικά, κατά 76,4 δισεκ. ευρώ σε 219,7 δισεκ. ευρώ (βλ. επίσης την ενότητα του παρόντος πλαισίου με τίτλο "Χρήση των πάγιων διευκολύνσεων").

### **Προσφορά ρευστότητας**

Στην εξεταζόμενη περίοδο, η συνολική καθαρή ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω πράξεων ανοικτής αγοράς ανήλθε κατά μέσο όρο σε 1.175,9 δισεκ. ευρώ, δηλ. μειώθηκε κατά 68,7 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με τις τρεις προηγούμενες περιόδους τήρησης. Η ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω δημοπρασιών<sup>1</sup> ανήλθε κατά μέσο όρο σε 900 δισεκ. ευρώ, δηλ. μειώθηκε κατά 65,3 δισεκ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο (βλ. Διάγραμμα Β).

Όσον αφορά τις εβδομαδιαίες ΠΚΑ, κατά τις περιόδους τήρησης που έληξαν στις 11 Δεκεμβρίου 2012 και στις 15 Ιανουαρίου 2013 η μέση ημερήσια ρευστότητα που χορηγήθηκε ήταν 76,3 δισεκ. ευρώ και σημείωσε σημαντική αύξηση σε 127,5 δισεκ. ευρώ κατά την περίοδο τήρησης που έληξε στις 12 Φεβρουαρίου 2013. Ως εκ τούτου, η συνολική μέση ημερήσια ρευστότητα που χορηγήθηκε κατά τις τρεις εξεταζόμενες περιόδους τήρησης ήταν 92 δισεκ. ευρώ, έναντι 110,4 δισεκ. ευρώ κατά τις τρεις προηγούμενες περιόδους τήρησης. Οι πράξεις ειδικής διάρκειας ίσης με μία περίοδο τήρησης παρείχαν μέση ημερήσια ρευστότητα ύψους 14 δισεκ. ευρώ κατά τις εξεταζόμενες περιόδους τήρησης, έναντι 17,5 δισεκ. ευρώ κατά την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο. Οι ΠΠΜΑ διάρκειας 3 μηνών παρείχαν ρευστότητα ύψους 30 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο, έναντι 40,1 δισεκ. ευρώ κατά τις τρεις προηγούμενες περιόδους τήρησης.

Τέλος, η μέση ημερήσια ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω των δύο ΠΠΜΑ διάρκειας 3 ετών κατά την εξεταζόμενη περίοδο ήταν 971,5 δισεκ. ευρώ, έναντι 1.000,3 δισεκ. ευρώ κατά τις τρεις προηγούμενες περιόδους τήρησης, κυρίως λόγω του ότι οι αντισυμβαλλόμενοι του Ευρωσυστήματος άσκησαν τη δυνατότητα πρόωρης αποπληρωμής της πρώτης ΠΠΜΑ διάρκειας 3 ετών, η οποία κατανεμήθηκε στις 21 Δεκεμβρίου 2011. Οι τράπεζες προέβησαν σε εκούσια αποπληρωμή 149,4 δισεκ. ευρώ πριν από την ημερομηνία λήξης της εν λόγω πράξης, γεγονός που μείωσε σημαντικά το επίπεδο της υπερβάλλουσας ρευστότητας στην αγορά κατά την περίοδο αυτή.

Τα δύο προγράμματα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP και CBPP2) και το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων (SMP) χορήγησαν συνολικά ρευστότητα 275,9 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο την εξεταζόμενη περίοδο. Τα ποσά που έληγαν στα εν λόγω χαρτοφυλάκια έφθασαν τα 3,4 δισεκ. ευρώ.

Η ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω CBPP – το οποίο ολοκληρώθηκε τον Ιούνιο του 2010 – ανήλθε σε 48,9 δισεκ. ευρώ στις 12 Φεβρουαρίου 2013, οριακά κάτω από το επίπεδο της προηγούμενης εξεταζόμενης περιόδου, λόγω ποσών που έληγαν. Στις 12 Φεβρουαρίου 2013, οι αγορές που διακανονίστηκαν στο πλαίσιο του CBPP2 – το οποίο έληξε στις 31 Οκτωβρίου 2012 – έφθασαν το ποσό των 16,3 δισεκ. ευρώ, ενώ η καθαρή αξία των αγορών που διακανονίστηκαν στο πλαίσιο του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων μειώθηκε κατά 2 δισεκ. ευρώ σε 205,4 δισεκ. ευρώ, λόγω ποσών που έληγαν. Οι εβδομαδιαίες πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας διενεργήθηκαν προκειμένου να εξουδετερωθεί η αυξητική επίδραση του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων στη ρευστότητα της αγοράς. Η ΕΚΤ απορρόφησε πλήρως τη ρευστότητα που παρείχε το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων σε όλες αυτές τις πράξεις, εκτός από την τελευταία πράξη του 2012, η οποία διενεργήθηκε στις 28 Δεκεμβρίου, στην οποία το Ευρωσύστημα απορρόφησε μόνο 197,6 δισεκ. ευρώ.

## Χρήση των πάγιων διευκολύνσεων

Ο όγκος της υπερβάλλουσας ρευστότητας (η οποία ορίζεται ως η συνολική ρευστότητα που χορηγείται μέσω πράξεων και μέσω της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης, μείον τους αυτόνομους παράγοντες και τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά) ανήλθε κατά μέσο όρο σε 602,2 δισεκ. ευρώ την εξεταζόμενη περίοδο (από 724,8 δισεκ. την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο). Η προσφυγή στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης παρέμεινε πολύ χαμηλή, στα 2 δισεκ. ευρώ (έναντι 1,0 δισεκ. ευρώ). Η μέση προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων μειώθηκε από 296,1 δισεκ. ευρώ σε 219,7 δισεκ. ευρώ. Σε καθαρούς όρους, η μέση καθαρή προσφυγή<sup>2</sup> στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων ανήλθε σε 217,1 δισεκ. ευρώ, σημειώνοντας σημαντική μείωση κατά 77,3 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο, κυρίως λόγω της μειωμένης προσφυγής στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων.

## Επιτόκια

Τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων παρέμειναν αμετάβλητα στο 0,75%, 1,50% και 0,00% αντίστοιχα κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Παρά την αποπληρωμή ποσών που χορηγήθηκαν κατά την πρώτη από τις δύο ΠΠΜΑ διάρκειας 3 ετών, η ρευστότητα παρέμεινε άφθονη την εξεταζόμενη περίοδο. Συνεπώς, ο δείκτης EONIA και άλλα πολύ βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς χρήματος παρέμειναν χαμηλά. Την εξεταζόμενη περίοδο, ο δείκτης EONIA έφθασε το 0,072%, κατά μέσο όρο δηλ. ήταν 67,8 μονάδες βάσης κάτω από το βασικό επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης. Ο δείκτης EONIA έφθασε σε ιστορικώς χαμηλό επίπεδο (0,06%) στις 21 Δεκεμβρίου 2012 (βλ. Διάγραμμα Γ).

1 Οι δημοπρασίες περιλαμβάνουν πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης και πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας, οι τελευταίες εκ των οποίων σκοπό έχουν είτε την παροχή είτε την απορρόφηση ρευστότητας.

2 Η καθαρή προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων ισούται με την προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων μείον την προσφυγή στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης κατά τη διάρκεια της περιόδου, συμπεριλαμβανομένων και των σαββατοκύριακων.

## 2.4 ΑΓΟΡΕΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Από το τέλος Νοεμβρίου μέχρι τις αρχές Μαρτίου οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων με διαβάθμιση AAA στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκαν περίπου κατά 6 μονάδες βάσης και διαμορφώθηκαν γύρω στο 1,8% στις 6 Μαρτίου. Στις ΗΠΑ οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν κατά 32 μονάδες βάσης περίπου κατά την ίδια περίοδο και διαμορφώθηκαν γύρω στο 1,9% στις 6 Μαρτίου. Οι εκτιμώμενοι από τις αγορές κίνδυνοι στη ζώνη του ευρώ συνέχισαν να υποχωρούν, κυρίως λόγω της περαιτέρω προόδου στην επίλυση της κρίσης δημόσιου χρέους και της εκτίμησης για χαλάρωση των εντάσεων στον τραπεζικό τομέα, όπως υποδηλώνουν, μεταξύ άλλων, οι υψηλότερες από το αναμενόμενο αποπληρωμές των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΠΠΜΑ) διάρκειας τριών ετών. Οι συνολικές αυτές εξελίξεις επικράτησαν παρά την εμφάνιση αβεβαιότητας σε εσωτερικό επίπεδο σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ, ιδίως προς το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου, και παρά την υποτονική δυναμική της ανάπτυξης, η οποία εξακολούθησε να διαψεύδει τις προσδοκίες της αγοράς. Στις ΗΠΑ, το κλίμα της αγοράς διαμορφώθηκε πρωτίστως από την εξέλιξη των διαπραγματεύσεων σχετικά με το ανώτατο όριο του δημόσιου χρέους. Οι αγορές εταιρικών

*ομολόγων επωφελήθηκαν επίσης από το συνολικά θετικό κλίμα της αγοράς, όπως προκύπτει από τις μειώσεις των διαφορών αποδόσεων μεταξύ των εταιρικών ομολόγων εκδοτών με διαβάθμιση BBB και των ομολόγων υψηλής απόδοσης. Οι δείκτες των μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό που βασίζονται στην αγορά υποδηλώνουν ότι οι προσδοκίες των συμμετεχόντων στην αγορά σχετικά με τον πληθωρισμό εξακολουθούν να συνάδουν πλήρως με σταθερότητα των τιμών.*

Από το τέλος Νοεμβρίου μέχρι τις 6 Μαρτίου οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων με διαβάθμιση AAA στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκαν περίπου κατά 6 μονάδες βάσης και διαμορφώθηκαν γύρω στο 1,8% στις 6 Μαρτίου (βλ. Διάγραμμα 21). Στις ΗΠΑ οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν σταθερά κατά 32 μονάδες βάσης και διαμορφώθηκαν σε 1,9% περίπου στις αρχές Μαρτίου. Έτσι, οι αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων με διαβάθμιση AAA στη ζώνη του ευρώ ήταν χαμηλότερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις στις ΗΠΑ κατά 15 μονάδες βάσης. Στην Ιαπωνία, οι αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων παρέμειναν εν πολλοίς αμετάβλητες την ίδια περίοδο και στις 6 Μαρτίου ανέρχονταν στο 0,7%.

Το κλίμα στις αγορές ομολόγων της ζώνης του ευρώ εξακολούθησε να βελτιώνεται κυρίως λόγω της προόδου που επιτεύχθηκε σε πολιτικό επίπεδο για την επίλυση της κρίσης δημόσιου χρέους και των ανακοινώσεων του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ που είχαν προηγηθεί σχετικά με τις Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές (Outright Monetary Transactions – OMT). Η συμφωνία για την κοινή τραπεζική εποπτεία υπό την αιγίδα της ΕΚΤ, η επιτυχία της επαναγοράς ελληνικών ομολόγων το Δεκέμβριο, και η μετέπειτα έγκριση της εκταμίευσης βοήθειας/ενίσχυσης για την Ελλάδα συνέβαλαν επίσης στην τόνωση του κλίματος της αγοράς. Ομοίως, η υψηλότερη από την αναμενόμενη αποπληρωμή κεφαλαίων που είχαν χορηγηθεί στο πλαίσιο της τριετούς ΠΠΜΑ της ΕΚΤ στις αρχές του 2012 ενίσχυσε τις εκτιμήσεις για αποκλιμάκωση των εντάσεων των αγορών στον τραπεζικών τομέα. Ο περιορισμός των πιθανοτήτων υλοποίησης ακραίου κινδύνου (tail risks) συνέβαλε στην υποχώρηση των ασφαλιστρών για τοποθετήσεις υψηλότερου κινδύνου και στην απομάκρυνση των επενδυτών από τις τοποθετήσεις υψηλής διαβάθμισης, προς τις οποίες είχαν στραφεί αναζητώντας ασφαλέστερες τοποθετήσεις.

Οι θετικές αυτές εξελίξεις λειτούργησαν εξισορροπητικά έναντι των αντιφατικών οικονομικών ειδήσεων κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Η δυναμική της ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ παρέμεινε υποτονική και εξακολούθησε να διαψεύδει τις προσδοκίες της αγοράς. Κατά την εξεταζόμενη περίοδο οι προβλέψεις για την ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω. Τα στοιχεία για το ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ το 4<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2012 ήταν δυσμενέστερα από ό,τι προσδοκούσαν οι συμμετέχοντες στην αγορά, ορισμένοι δε δείκτες ερευνών για τη ζώνη του ευρώ ήταν εξίσου απογοητευτικοί.

Η συνεχιζόμενη βελτίωση των συνθηκών στην αγορά ομολόγων της ζώνης του ευρώ αντανακλάται επίσης στην υψηλή ζήτηση που σημειώθηκε στις τακτικές δημοπρασίες του ιταλικού και του ισπανικού Δημοσίου καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου και στην πρόοδο των προσπαθειών της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας για πλήρη αποκατάσταση της πρόσβασής τους στις αγορές. Ωστόσο, παρά τη βελτίωση των συνθηκών στις αγορές, εξακολουθούν να υπάρχουν εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές εν μέσω εσωτερικής αβεβαιότητας σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ και πρόσφατων αρνητικών ειδήσεων για ορισμένες τράπεζες της ζώνης του ευρώ που αντιμετωπίζουν προβλήματα.

Οι εξελίξεις στις αγορές των ΗΠΑ συναρτήθηκαν με τους φόβους για απότομη δημοσιονομική προσαρμογή που αρχικά οδήγησαν στην αναζήτηση ασφαλέστερων

τοποθετήσεων, διαδικασία η οποία αντιστράφηκε μετά την επίτευξη συμφωνίας. Παρόμοιες εξελίξεις σημειώθηκαν στις αρχές του 2013 στο πλαίσιο των συζητήσεων και της μετέπειτα προσωρινής συμφωνίας για το ανώτατο όριο του δημόσιου χρέους. Οι δημοσιεύσεις οικονομικών στοιχείων ήταν εν γένει αντιφατικές, καθώς τα στοιχεία για την απασχόληση, την αγορά κατοικιών και τη μεταποίηση έγιναν δεκτά με ικανοποίηση, ενώ τα στοιχεία για το ΑΕΠ του δ' τρίμηνο του 2012 ήταν χειρότερα από ό,τι αναμενόταν.

Η αβεβαιότητα των επενδυτών σχετικά με τις εξελίξεις στην αγορά ομολόγων της ζώνης του ευρώ στο εγγύς μέλλον, όπως μετρείται από την τεκμαρτή μεταβλητότητα, δείχνει σταθερή αύξηση αφότου έφθασε σε ένα ελάχιστο επίπεδο το Νοέμβριο του 2012 (βλ. Διάγραμμα 22). Αντίθετα, η τεκμαρτή μεταβλητότητα στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερή. Συνολικά, τα επίπεδα τεκμαρτής μεταβλητότητας στο τέλος της υπό εξέταση περιόδου ήταν χαμηλά σε σχέση με τα επίπεδα που επικρατούσαν από την αρχή της κρίσης.

Καθώς συνεχίστηκε η βελτίωση του συνολικού κλίματος της αγοράς και μάλιστα εν μέσω αποκατάστασης των επενδυτικών ροών σε χώρες που αντιμετωπίζουν χρηματοπιστωτικές εντάσεις, τα συμβόλαια ανταλλαγής πιστωτικής αθέτησης, καθώς και οι αποδόσεις των ομολόγων των περισσότερων χωρών της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν κατά την υπό εξέταση περίοδο. Οι διαφορές αποδόσεων των δεκαετών κρατικών ομολόγων έναντι των γερμανικών κρατικών ομολόγων μειώθηκαν επίσης στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, η διασπορά των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ παραμένει μεγάλη. Επιπλέον, οι συνθήκες σε ορισμένες αγορές κρατικών χρεογράφων της ζώνης του ευρώ είναι ευπαθείς και υπόκεινται σε εσωτερικές αβεβαιότητες. Οι αποδόσεις των ελληνικών, των πορτογαλικών και των ιρλανδικών κρατικών ομολόγων μειώθηκαν κατά 513, 146 και 69 μονάδες βάσης αντίστοιχα. Η μεγάλη μείωση της απόδοσης των ελληνικών ομολόγων οφείλεται κυρίως στην πράξη επαναγοράς ομολόγων που διενεργήθηκε το Δεκέμβριο, σε επίπεδα απόδοσης χαμηλότερα από τα παρατηρούμενα στη δευτερογενή αγορά πριν από την πράξη. Αντίθετα, αύξηση 16 μονάδων βάσης σημείωσαν οι αποδόσεις των ιταλικών κρατικών ομολόγων κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Σε άλλες χώρες, οι αποδόσεις παρέμειναν σε γενικές γραμμές αμετάβλητες.

Οι αποδόσεις τόσο των δεκαετών όσο και των πενταετών τιμαριθμοποιημένων κρατικών ομολόγων παρέμειναν σε γενικές γραμμές σταθερές από το τέλος Νοεμβρίου μέχρι τις 6 Μαρτίου και διαμορφώθηκαν σε -0,1% και -0,8% αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα 23). Οι δυσοίωνες εκτιμήσεις των συμμετεχόντων στην αγορά σχετικά με τη μεσοπρόθεσμη ανάπτυξη επέδρασαν και πάλι δυσμενώς στις πραγματικές αποδόσεις, ιδίως για τις μικρές διάρκειες. Για τις μεγαλύτερες διάρκειες, οι τεκμαρτές πραγματικές αποδόσεις στη ζώνη του ευρώ μετά από πέντε έτη για ορίζοντα πέντε ετών παρέμειναν σε γενικές γραμμές σταθερές (0,5%).

Λόγω της σταθερότητας των πραγματικών αποδόσεων, ο πληθωρισμός νεκρού σημείου κυμάνθηκε κατ' αναλογία προς τις διακυμάνσεις των ονομαστικών αποδόσεων των ομολόγων με διαβάθμιση AAA. Έτσι, ο ρυθμός πληθωρισμού νεκρού σημείου στη ζώνη του ευρώ (μετά από πέντε έτη για ορίζοντα πέντε ετών) αυξήθηκε κατά 20 μονάδες βάσης κατά την εξεταζόμενη περίοδο και διαμορφώθηκε σε 2,6% περίπου στις 6 Μαρτίου. Παράλληλα, το επιτόκιο των συνδεδεμένων με τον πληθωρισμό πράξεων ανταλλαγής για τον ίδιο χρονικό ορίζοντα αυξήθηκε κατά 9 μονάδες βάσης και διαμορφώθηκε σε 2,3% περίπου στις 6 Μαρτίου (βλ. Διάγραμμα 24). Οι συνθήκες ρευστότητας στις αγορές τιμαριθμοποιημένων ομολόγων της ζώνης του ευρώ φέρονται να βελτιώθηκαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη γενικότερη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών αγορών της ζώνης του ευρώ, καθώς και στη βελτίωση της ζήτησης

για τιμαριθμοποιημένα ομόλογα ορισμένων χωρών της ζώνης του ευρώ που αντιμετωπίζουν χρηματοπιστωτικές εντάσεις. Σύμφωνα με τα στοιχεία των χρηματοπιστωτικών αγορών, η αβεβαιότητα σχετικά με τις προοπτικές του πληθωρισμού φαίνεται ότι υποχώρησε κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Ειδικότερα, το κόστος ασφάλισης έναντι των κινδύνων πληθωρισμού και αρνητικού πληθωρισμού υποχώρησε, σύμφωνα με τις πληροφορίες που προκύπτουν από το άνω και κάτω σημείο ενεργοποίησης (caps/floors) των δικαιωμάτων προαίρεσας που συνδέονται με τον πληθωρισμό. Επιπλέον, τα ασφάλιστρα έναντι του κινδύνου πληθωρισμού που ενσωματώνονται στην τιμή των τιμαριθμοποιημένων ομολόγων παραμένουν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Συνολικά, αν ληφθούν επίσης υπόψη ιδιαίτεροι παράγοντες της αγοράς, οι δείκτες που βασίζονται στην αγορά υποδηλώνουν ότι οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό παραμένουν σταθεροποιημένες σε επίπεδα συμβατά με τη σταθερότητα των τιμών.

Η διάρθρωση των διαρκειών των τεκμαρτών προθεσμιακών επιτοκίων μίας ημέρας παρέμεινε σε γενικές γραμμές αμετάβλητη κατά την υπό εξέταση περίοδο, πιθανώς δείχνοντας ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν αναθεώρησαν τις προσδοκίες τους σχετικά με τις μελλοντικές αυξήσεις των επιτοκίων μίας ημέρας (βλ. Διάγραμμα 25).

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης στη ζώνη του ευρώ (σε σχέση με το δείκτη κρατικών ομολόγων διαβάθμισης AAA της Merrill Lynch για τη ζώνη του ευρώ) εξακολούθησαν να μειώνονται σε όλες τις κατηγορίες πιστοληπτικής διαβάθμισης. Οι μειώσεις αυτές προήλθαν κυρίως από ομόλογα που εκδίδουν χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, στην περίπτωση των οποίων οι μειώσεις ήταν ιδιαίτερα υψηλές για ομόλογα με διαβάθμιση BBB- και A (106 και 24 μονάδες βάσης αντίστοιχα). Αντίθετα, οι διαφορές αποδόσεων για τα ομόλογα που εκδίδονται από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρέμειναν αμετάβλητες σε γενικές γραμμές, αλλά και πάλι χαμηλότερες από τις διαφορές αποδόσεων που απαιτούνται για τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Συνολικά, οι πρόσφατες εξελίξεις στις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων, ιδίως του χρηματοπιστωτικού τομέα, υποδηλώνουν βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης μέσω της αγοράς.

## 2.5 ΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

*Από το τέλος Νοεμβρίου του 2012 έως τις 6 Μαρτίου 2013, οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν κατά περίπου 6% στη ζώνη του ευρώ και κατά 9% στις ΗΠΑ. Σε ένα οικονομικό περιβάλλον υποτονικής αναπτυξιακής δυναμικής, οι εξελίξεις στις τιμές των μετοχών στη ζώνη του ευρώ συνεχίζουν να οφείλονται πρωτίστως στις πολιτικές προσπάθειες που καταβάλλονται για την επίλυση της κρίσης του δημόσιου χρέους. Στις ΗΠΑ, οι εξελίξεις στις τιμές των μετοχών επηρεάστηκαν πρωταρχικά από την προσωρινή συμφωνία για το ανώτατο όριο δημοσιονομικού χρέους. Η αβεβαιότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές, όπως μετρείται από την τεκμαρτή μεταβλητότητα, παρέμεινε χαμηλή με βάση τα ιστορικά δεδομένα, αν και η εγχώρια αβεβαιότητα σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ, ιδίως προς το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου, πυροδότησε μια ελαφρά αύξηση της μεταβλητότητας στη χρηματιστηριακή αγορά της ζώνης του ευρώ.*

Από το τέλος Νοεμβρίου 2012 έως τις 6 Μαρτίου 2013, ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών αυξήθηκε κατά περίπου 6% στη ζώνη του ευρώ, ενώ ο αντίστοιχος δείκτης των ΗΠΑ αυξήθηκε κατά 9% (βλ. Διάγραμμα 26). Στη ζώνη του ευρώ, οι τιμές των μετοχών τόσο στον χρηματοπιστωτικό όσο και στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα παρουσίασαν παρόμοια εξέλιξη. Αντίθετα, στις ΗΠΑ, οι τιμές των μετοχών στο χρηματοπιστωτικό τομέα (14%) κατέγραψαν καλύτερες επιδόσεις από ό,τι στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα

(8%). Για λόγους σύγκρισης αναφέρεται ότι ο ευρύς δείκτης τιμών των μετοχών στην Ιαπωνία αυξήθηκε κατά περίπου 26% την ίδια περίοδο.

Η προθυμία των επενδυτών για ανάληψη κινδύνων σε παγκόσμιο επίπεδο παρέμεινε ισχυρή κατά το μεγαλύτερο μέρος της εξεταζόμενης περιόδου. Οι ανακοινώσεις κερδών γενικώς υπερέβησαν τις προσδοκίες της αγοράς, αν και ορισμένες τράπεζες ανακοίνωσαν μεγάλες ζημιές οι οποίες μπορούν να αποδοθούν εν μέρει στη συνεχιζόμενη διαδικασία εξυγίανσης στους χρηματοπιστωτικούς τομείς πολλών χωρών της ζώνης του ευρώ. Η δημοσίευση οικονομικών στοιχείων στη ζώνη του ευρώ ματαίωσε τις προσδοκίες της αγοράς και επιβεβαίωσε τις εκτιμήσεις για υποτονική δυναμική ανάπτυξης. Τα στοιχεία για το ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ για το δ' τρίμηνο του 2012 ήταν πιο αποθαρρυντικά από ό,τι ανέμεναν οι συμμετέχοντες στις αγορές και κάποιοι δείκτες ερευνών για τη ζώνη του ευρώ διέψευσαν τις προσδοκίες.

Στις ΗΠΑ, οι πολιτικές συμφωνίες σχετικά με τη δημοσιονομική περιστολή και το ανώτατο όριο χρέους επέδρασαν θετικά στο κλίμα της αγοράς, ενώ οι δημοσιεύσεις οικονομικών στοιχείων ήταν ανάμικτες. Ο απογοητευτικός ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης το δ' τρίμηνο του 2012 εκλήφθηκε ως μια ανάπαυλα, και όχι ως μεταβολή της τάσης, υπό το φως των δημοσιεύσεων θετικών στοιχείων για την αγορά κατοικιών και την αγορά εργασίας. Στην Ιαπωνία οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν έντονα εν μέσω προσδοκιών της αγοράς για μεταβολές στην οικονομική και τη νομισματική πολιτική μετά από τις εκλογές του Δεκεμβρίου.

Η αβεβαιότητα στις χρηματιστηριακές αγορές της ζώνης του ευρώ, όπως μετρείται από την τεκμαρτή μεταβλητότητα, αυξήθηκε κατά την εξεταζόμενη περίοδο (σε 18% από 16% στο τέλος Νοεμβρίου), γεγονός που αντανάκλα πρωτίστως την εγχώρια αβεβαιότητα που επικρατεί σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, παρέμεινε χαμηλή με βάση τα ιστορικά δεδομένα. Στις ΗΠΑ, η τεκμαρτή μεταβλητότητα μειώθηκε, από 14% σε 11% (βλ. Διάγραμμα 27).

Οι περισσότεροι από τους κλαδικούς χρηματιστηριακούς δείκτες τιμών μετοχών της ζώνης του ευρώ κατέγραψαν άνοδο το τρίμηνο έως τις 6 Μαρτίου, με εξαίρεση τους τομείς του πετρελαίου και του φυσικού αερίου, καθώς και των τηλεπικοινωνιών και των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας. Οι αυξήσεις ήταν υψηλότερες στον τομέα των υπηρεσιών καταναλωτή και τον τομέα της βιομηχανίας, όπου οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν κατά περίπου 10% (βλ. Πίνακα 6). Αντίθετα με τις αγορές ομολόγων, στις οποίες οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις είχαν καλύτερες επιδόσεις από ό,τι οι μη χρηματοπιστωτικές, οι τιμές των μετοχών των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων αυξήθηκαν μόνο κατά 4%, κυρίως λόγω των απογοητευτικών ανακοινώσεων κερδών. Στις ΗΠΑ, στις μεταβολές στους κλαδικούς δείκτες πρωτοστάτησε ο χρηματοπιστωτικός τομέας και ο τομέας της βιομηχανίας, με άνοδο 14% και 12% αντίστοιχα, ενώ ο τομέας της τεχνολογίας υστέρησε σημειώνοντας μικρή αύξηση 3%.

Για τις χρηματοπιστωτικές και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ που περιλαμβάνονται στο δείκτη Dow Jones EURO STOXX, τα στοιχεία για τα εταιρικά κέρδη δείχνουν ότι ο αρνητικός ρυθμός αύξησης των πραγματικών κερδών, ο οποίος υπολογίστηκε το προηγούμενο δωδεκάμηνο, συνέχισε να υποχωρεί την εξεταζόμενη περίοδο, από περίπου -8% το Νοέμβριο σε περίπου -4% το Φεβρουάριο. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας εξακολουθεί να καταγράφει υψηλούς αρνητικούς ρυθμούς αύξησης των κερδών, αν και βελτιώθηκε τους τρεις τελευταίους μήνες (σε -20% από -25% το Νοέμβριο). Εν τω μεταξύ, για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις το ποσοστό είναι θετικό, αν και μικρό, για πρώτη φορά μέσα σε ένα έτος. Για τους επόμενους δώδεκα μήνες, οι συμμετέχοντες στην αγορά αναμένουν ανάκαμψη των κερδών ανά μετοχή, αν και οι προβλέψεις αυτές είναι κατάτι χαμηλότερες από ό,τι είχε καταγραφεί το Νοέμβριο

(10% το Φεβρουάριο του 2013, από 12% το Νοέμβριο του 2012), ενώ ο αναμενόμενος μακροπρόθεσμος ρυθμός αύξησης των κερδών ανά μετοχή παραμένει γενικώς αμετάβλητος σε περίπου 9% (βλ. Διάγραμμα 28).

## **2.6 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΡΟΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΣΗ ΤΩΝ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

*Από τον Οκτώβριο του 2012 έως τον Ιανουάριο του 2013, το πραγματικό κόστος χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε περαιτέρω, κυρίως λόγω της σημαντικής πτώσης του πραγματικού κόστους χρηματοδότησης από την αγορά. Όσον αφορά τις χρηματοοικονομικές ροές, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τραπεζικών δανείων προς μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε περαιτέρω το δ' τρίμηνο του 2012. Οι υποτονικοί ρυθμοί αύξησης των χορηγήσεων συνέχισαν να αντανακλούν την αναμικτή ζήτηση δανείων, τα αυστηρά πιστοδοτικά κριτήρια των τραπεζών σε ορισμένα τμήματα της ζώνης του ευρώ καθώς επίσης και την επιτάχυνση στην συνεχιζόμενη διαδικασία αντικατάστασης του τραπεζικού δανεισμού από εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, όπως π.χ. χρεόγραφα, το δ' τρίμηνο του 2012.*

### **ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ**

Το πραγματικό κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στη ζώνη 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 περαιτέρω κατά 18 μονάδες βάσης μεταξύ Οκτωβρίου 2012 και Ιανουαρίου 2013 και έφθασε περίπου στο 3,1% (βλ. Διάγραμμα 29). Αυτή η μείωση οφειλόταν πρωτίστως στη σημαντική υποχώρηση του κόστους χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης μέσω της αγοράς. Τόσο το πραγματικό κόστος χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης μετοχών και το πραγματικό κόστος χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης χρεογράφων μειώθηκαν σημαντικά κατά περίπου 50 μονάδες βάσης κατά την εξεταζόμενη περίοδο, σε 6,7% και 0,7% αντίστοιχα. Αντιθέτως, τα πραγματικά μακροπρόθεσμα επιτόκια χορηγήσεων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρέμειναν αμετάβλητα μεταξύ Οκτωβρίου και Ιανουαρίου και διαμορφώθηκαν σε 1,5%, ενώ τα πραγματικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια χορηγήσεων αυξήθηκαν κατά 13 μονάδες βάσης, σε 1,1%. Τα πιο πρόσφατα στοιχεία δείχνουν αναστροφή στο κόστος χρηματοδότησης μέσω της αγοράς, με αύξηση στο πραγματικό κόστος χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης χρεογράφων από τον Ιανουάριο έως το Φεβρουάριο, κατά 16 μονάδες βάσης, σε 0,8%, και κατά 11 μονάδες βάσης, σε 6,8%, στο πραγματικό κόστος χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης μετοχών. Από μια πιο μακροχρόνια σκοπιά, τον Ιανουάριο του 2013 το συνολικό πραγματικό κόστος χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ έφθασε το χαμηλότερο επίπεδό του από το 1999, όπως και το πραγματικό κόστος χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης χρεογράφων.

Την περίοδο μεταξύ Οκτωβρίου 2012 και Ιανουαρίου 2013, τα ονομαστικά επιτόκια των NXI επί νέων δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις υποχώρησαν ιδίως για μικρού ύψους δάνεια (έως 1 εκατ. ευρώ), ενώ για τα μεγάλα ύψους δάνεια (άνω του 1 εκατ. ευρώ) η μείωση περιορίστηκε στις μακρότερες διάρκειες. Πιο συγκεκριμένα, για τα μικρού ύψους δάνεια τόσο τα βραχυπρόθεσμα όσο και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια μειώθηκαν κατά 13 και 19 μονάδες βάσης αντίστοιχα. Για τα μεγάλα ύψους δάνεια, τα επιτόκια για τις πιο μακρές διάρκειες υποχώρησαν κατά 9 μονάδες βάσης, ενώ τα επιτόκια για τις βραχείες διάρκειες παρέμειναν σε γενικές γραμμές αμετάβλητα (βλ. Πίνακα 7). Επιπλέον, η διαφορά επιτοκίου χορηγήσεων μεταξύ μικρού και μεγάλου ύψους δανείων μειώθηκε ελαφρώς κατά την περίοδο αναφοράς τόσο για τις βραχείες όσο

και για τις μακρές διάρκειες υποδηλώνοντας ελαφρά βελτίωση των εν γένει συνθηκών χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ). Ταυτόχρονα, κατά την εξεταζόμενη περίοδο, τα επιτόκια της αγοράς χρήματος με διάρκεια τριών μηνών αυξήθηκαν ελαφρώς κατά 3 μονάδες βάσης και οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ διετούς και επταετούς διάρκειας με πιστοληπτική διαβάθμιση AAA αυξήθηκαν κατά 22 και 15 μονάδες βάσης αντίστοιχα (βλ. τη σημείωση του Πίνακα 7).

Σε ετήσιους όρους, η μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων σε μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ συνολικά αντανακλά την καθυστερημένη μετακύλιση των μειώσεων στα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ από το Νοέμβριο του 2011, καθώς και τις επιδράσεις των μη συμβατικών μέτρων που εφαρμόστηκαν ή ανακοινώθηκαν την εν λόγω περίοδο. Ενώ η μείωση αυτή συνδέεται στενά με τη μείωση του κόστους των κεφαλαίων των τραπεζών και τη βελτίωση της πρόσβασής τους στη χρηματοδότηση, οι συνολικές εξελίξεις εξακολουθούν να συγκαλύπτουν υψηλό βαθμό ετερογένειας μεταξύ των χωρών, γεγονός που αντανακλά σε κάποιο βαθμό τη συνεχιζόμενη ελλιπή μετάδοση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ σε τμήματα της ζώνης του ευρώ.

Οι διαφορές μεταξύ του συνολικού κόστους έκδοσης χρεογράφων για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων μειώθηκαν κατά 46 μονάδες βάσης μεταξύ Οκτωβρίου 2012 και Ιανουαρίου 2013, λόγω μείωσης των αποδόσεων των ομολόγων μη επενδυτικής αξίας (βλ. Διάγραμμα 30). Αυτή η εξέλιξη αντανακλά τη συνολική βελτίωση της εμπιστοσύνης των χρηματοπιστωτικών αγορών κατά τη διάρκεια της περιόδου αυτής, παράλληλα με την αυξανόμενη αναζήτηση από τους επενδυτές υψηλότερων αποδόσεων και τη γενικά αυξανόμενη προθυμία τους για ανάληψη κινδύνων. Ταυτόχρονα, οι διαφορές αποδόσεων των ομολόγων διαβάθμισης AA και A αυξήθηκαν κατά 29 και 32 μονάδες βάσης αντίστοιχα, ενώ εκείνες των εταιρικών ομολόγων διαβάθμισης BBB αυξήθηκαν σε μικρότερο βαθμό κατά 13 μονάδες βάσης.

## **ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΡΟΕΣ**

Η κερδοφορία των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ σταθεροποιήθηκε σταδιακά μεταξύ Δεκεμβρίου 2012 και Φεβρουαρίου 2013. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των κερδών ανά μετοχή των εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ επιταχύνθηκε περαιτέρω από -3,4% το Δεκέμβριο 2012 σε 0,8% το Φεβρουάριο 2013. Το γεγονός αυτό στηρίζει τις εξελίξεις στη σταθεροποίηση των κερδών ανά μετοχή από το Σεπτέμβριο 2012 (βλ. Διάγραμμα 31). Όσον αφορά το μέλλον, οι συμμετέχοντες στην αγορά αναμένουν σαφή περαιτέρω βελτίωση σε θετικά επίπεδα τους προσεχείς μήνες .

Όσον αφορά την εξωτερική χρηματοδότηση, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των δανείων των ΝΧΙ που χορηγήθηκαν προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε περαιτέρω τον Ιανουάριο σε -2,5% από -1,8% τον Οκτώβριο του 2012. Από την πλευρά της ζήτησης, το γεγονός αυτό αντανακλούσε τις λιγότερο ευνοϊκές οικονομικές προοπτικές και τις χαμηλές επιχειρηματικές προσδοκίες, καθώς και τη διαθεσιμότητα εσωτερικά παραγόμενων κεφαλαίων και εναλλακτικών πηγών εξωτερικής χρηματοδότησης (όπως τα χρεόγραφα). Παράλληλα, τα πιστοδοτικά κριτήρια των τραπεζών σε χώρες που βρίσκονται υπό πίεση παρέμειναν αυστηρά, επηρεάζοντας δυσμενώς την προσφορά πιστώσεων στην πραγματική οικονομία. Ως ένα βαθμό, η περαιτέρω επιτάχυνση της έκδοσης χρεογράφων αντιστάθμισε την υποχώρηση του ρυθμού αύξησης των χορηγήσεων των ΝΧΙ προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, εξέλιξη που δείχνει ότι η χρηματοδότηση των τραπεζών υποκαταστάθηκε από την άντληση πόρων μέσω της αγοράς σε ορισμένα τμήματά της (βλ. Διάγραμμα 32). Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των χρεογράφων που εκδόθηκαν από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιταχύνθηκε από 12,5% το Νοέμβριο του 2012 σε 14,0% το Δεκέμβριο. Η εξέλιξη αυτή οφειλόταν κυρίως στην έντονη εκδοτική δραστηριότητα μακροπρόθεσμων χρεογράφων σταθερού επιτοκίου από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, ενώ η έκδοση

βραχυπρόθεσμων χρεογράφων αυξήθηκε κατά τι, φθάνοντας ωστόσο σε χαμηλά επίπεδα. Αντιθέτως, η έκδοση μακροπρόθεσμων χρεογράφων με κυμαινόμενο επιτόκιο συνέχισε να μειώνεται ελαφρώς. Την ίδια περίοδο, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της έκδοσης εισηγμένων μετοχών από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρέμεινε γενικά αμετάβλητος.<sup>1</sup>

Όσον αφορά τις εξελίξεις στο δ' τρίμηνο του 2012, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τραπεζικών χορηγήσεων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις υποχώρησε περαιτέρω σε -2,3%, εξαιτίας της μείωσης του ετήσιου ρυθμού αύξησης των μέσων και σε, μεγαλύτερο βαθμό, των πιο μακρών διαρκειών (βλ. Πίνακα 8). Αντιθέτως, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των βραχυπρόθεσμων χορηγήσεων (με διάρκεια έως και ένα έτος) έγινε οριακά θετικός.

Τα αποτελέσματα της έρευνας για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ το δ' τρίμηνο του 2012 δείχνουν μια κατά βάση αμετάβλητη μείωση της καθαρής ζήτησης δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε σχέση με το γ' τρίμηνο του 2012 (βλ. Διάγραμμα 33). Όπως και τα προηγούμενα τρίμηνα, η μικρότερη ανάγκη χρηματοδότησης επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου ήταν ο παράγοντας με την ισχυρότερη συμβολή στη μείωση αυτή, σύμφωνα με τα στοιχεία που υπέβαλαν οι τράπεζες. Κατ' ανάλογο τρόπο, οι μειωμένες ανάγκες χρηματοδότησης συγχωνεύσεων και εξαγορών συνέχισαν να επηρεάζουν δυσμενώς τη ζήτηση δανείων, ενώ οι ανάγκες για δημιουργία αποθεμάτων και κεφαλαίου κίνησης συνέβαλαν λιγότερο, κατά μέσο όρο, στη συνεχιζόμενη μείωση της ζήτησης δανείων. Η υποχώρηση της καθαρής ζήτησης δανείων ήταν ελαφρώς πιο έντονη για τις μεγάλες επιχειρήσεις από ό,τι για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Παράλληλα, η καθαρή αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων για χορηγήσεις προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερή το δ' τρίμηνο του 2012. Η αυστηροποίηση συνέχισε να οφείλεται κυρίως στους εκτιμώμενους κινδύνους που σχετίζονται ιδίως με την επιδείνωση των προσδοκιών για την οικονομική δραστηριότητα αλλά και σε κινδύνους που αφορούν συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας. Αντίθετα, η επίδραση του κόστους κεφαλαίων των τραπεζών και των περιορισμών στους ισολογισμούς τους παρέμεινε συγκρατημένη, αντανακλώντας την πρόοδο που επιτεύχθηκε όσον αφορά τις κεφαλαιακές θέσεις των τραπεζών και τη βελτίωση του κλίματος των χρηματοπιστωτικών αγορών το δ' τρίμηνο του 2012. Όσον αφορά το α' τρίμηνο του 2013, οι τράπεζες αναμένουν ελαφρά υψηλότερο βαθμό καθαρής αυστηροποίησης των πιστοδοτικών κριτηρίων προς τις επιχειρήσεις.

Το χρηματοδοτικό έλλειμμα (ή ο καθαρός δανεισμός) των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων – δηλ. η διαφορά μεταξύ των εσωτερικά παραγόμενων κεφαλαίων (ακαθάριστη αποταμίευση) και των ακαθάριστων επενδύσεων κεφαλαίου, σε σχέση με την ακαθάριστη προστιθέμενη αξία που δημιουργείται από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις – έγινε θετικό και έφθασε σε καθαρή δανειακή θέση 0,6% το γ' τρίμηνο του 2012, από -0,2% το προηγούμενο τρίμηνο (βλ. Διάγραμμα 34). Το γεγονός αυτό οφειλόταν σε μείωση της καθαρής απόκτησης μετοχικού κεφαλαίου και χρηματοοικονομικών στοιχείων από τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις καθώς επίσης και στη μικρή υποχώρηση των επενδύσεων κεφαλαίου. Συνολικά, η ακαθάριστη αποταμίευση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ακολούθησε σε γενικές γραμμές τον ιστορικό μέσο όρο της από το 2000.

<sup>1</sup> Μια ευρύτερη εικόνα των πόρων και της χρήσης των κεφαλαίων (συμπεριλαμβανομένων, μεταξύ άλλων, των μη εισηγμένων μετοχών και των εμπορικών πιστώσεων παράλληλα με τον τραπεζικό δανεισμό και τη χρηματοδότηση μέσω της αγοράς) προκύπτει από τους λογαριασμούς της ζώνης του ευρώ, οι οποίοι περιλαμβάνουν τα διαθέσιμα στοιχεία έως το γ' τρίμηνο του 2012. Βλ. το πλαίσιο με τίτλο "Integrated euro area accounts for the third quarter of 2012", *Monthly Bulletin*, ECB, Φεβρουάριος 2013.

## **ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΣΗ**

Σύμφωνα με τα ενοποιημένα λογιστικά στοιχεία της ζώνης του ευρώ, η δανειακή επιβάρυνση του τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητη το γ' τρίμηνο του 2012. Ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ σταθεροποιήθηκε περαιτέρω στο 79%, ενώ ο λόγος του χρέους προς το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα αυξήθηκε ελαφρώς σε 405% το γ' τρίμηνο από 402% το β' τρίμηνο (βλ. Διάγραμμα 35). Ο λόγος του χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού διατηρήθηκε γενικά αμετάβλητος το γ' τρίμηνο του 2012, στο 27%, υποδηλώνοντας περαιτέρω επιβράδυνση στη διαδικασία απομόχλευσης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, η οποία είχε ξεκινήσει την περίοδο 2009-10. Αυτή η διαδικασία ανεκόπη από το β' τρίμηνο του 2012, κυρίως εξαιτίας της υποτονικότερης οικονομικής δραστηριότητας. Παράλληλα, η ακαθάριστη επιβάρυνση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων για πληρωμές τόκων μετριάστηκε κάπως το γ' τρίμηνο του 2012, σε 14.1% σε σχέση με το ακαθάριστο λειτουργικό τους πλεόνασμα (βλ. Διάγραμμα 36).

## **2.7 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΡΟΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΣΗ ΤΟΥ ΤΟΜΕΑ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ**

*Το δ' τρίμηνο του 2012 οι συνθήκες χρηματοδότησης των νοικοκυριών χαρακτηρίστηκαν από ανάμικτες εξελίξεις στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων, καθώς και από σημαντική ανομοιογένεια μεταξύ των χωρών. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των ΝΧΙ προς τα νοικοκυριά (διορθωμένος ως προς τις πωλήσεις και τις τιτλοποιήσεις δανείων) υποχώρησε στο 0,8% το δ' τρίμηνο του 2012 και στη συνέχεια μειώθηκε περαιτέρω στο 0,5% τον Ιανουάριο του 2013. Έτσι, σύμφωνα και με τα πιο πρόσφατα στοιχεία, οι εξελίξεις στο δανεισμό των νοικοκυριών διαφαίνονται υποτονικές, αντανακλώντας εν μέρει την ανάγκη των νοικοκυριών να μειώσουν το χρέος τους σε αρκετές χώρες. Ο λόγος του χρέους των νοικοκυριών προς το ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημά τους εκτιμάται ότι αυξήθηκε ελαφρά το δ' τρίμηνο, καθώς τα εισοδήματα παρέμειναν στάσιμα και το χρέος αυξήθηκε ελαφρά. Παράλληλα, η επιτοκιακή επιβάρυνση των νοικοκυριών εκτιμάται ότι παρέμεινε σε γενικές γραμμές αμετάβλητη.*

## **ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ**

Το κόστος χρηματοδότησης του τομέα των νοικοκυριών της ζώνης του ευρώ παρουσίασε ανάμικτες εξελίξεις το δ' τρίμηνο του 2012, συμβαδίζοντας γενικά με την υστέρηση στη μετακύλιση των μεταβολών των επιτοκίων της αγοράς και αντανακλώντας παράλληλα τις συνεχιζόμενες δυσχέρειες στη μετάδοση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Σε επίπεδο ζώνης του ευρώ, οι μειώσεις των επιτοκίων των δανείων προς τα νοικοκυριά δεν αφορούσαν όλες τις κατηγορίες δανείων, αλλά εξακολούθησε να παρατηρείται σημαντική ανομοιογένεια μεταξύ των χωρών.

Γενικά, τα επιτόκια των ΝΧΙ για νέα καταναλωτικά δάνεια και νέα δάνεια για αγορά κατοικίας παρουσίασαν ανάμικτες εξελίξεις το δ' τρίμηνο και τον Ιανουάριο. Η εξέλιξη των διαφορών μεταξύ των επιτοκίων λιανικής και των επιτοκίων της αγοράς ήταν επίσης ανάμικτη.

Όσον αφορά τα νέα δάνεια για αγορά κατοικίας, σημειώθηκε πτώση των επιτοκίων για πιο βραχυπρόθεσμα δάνεια (δηλ. δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο ή με αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου έως ένα έτος) το δ' τρίμηνο και τον Ιανουάριο. Αντίθετα, τα επιτόκια αυξήθηκαν για όλα τα δάνεια με μεγαλύτερη αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου έως το Δεκέμβριο και στη συνέχεια υποχώρησαν εκ νέου τον Ιανουάριο (βλ. Διάγραμμα 37). Κατά συνέπεια, η αναλογία των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο ή μικρή αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου ως προς το σύνολο των νέων δανείων αυξήθηκε οριακά.

Όσον αφορά τα νέα καταναλωτικά δάνεια, τα επιτόκια μειώθηκαν το δ' τρίμηνο, ανεξάρτητα από την αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου, αλλά αυξήθηκαν εκ νέου τον Ιανουάριο. Οι μειώσεις το δ' τρίμηνο ήταν μεγαλύτερες για τα πιο βραχυπρόθεσμα δάνεια (δηλ. δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο ή με αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου έως ένα έτος).

Σύμφωνα με την έρευνα τραπεζικών χορηγήσεων του Ιανουαρίου 2013, τα πιστοδοτικά κριτήρια σε καθαρή βάση και οι απαιτήσεις παροχής ασφαλειών των τραπεζών της ζώνης του ευρώ προς τα νοικοκυριά για αγορά κατοικίας και καταναλωτική πίστη έγιναν το δ' τρίμηνο αυστηρότερα από ό,τι αναμενόταν. (Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στο πλαίσιο με τίτλο “The results of the euro area bank lending survey for the fourth quarter of 2012” στο τεύχος Φεβρουαρίου 2013 του Μηνιαίου Δελτίου.) Σύμφωνα με την εν λόγω έρευνα, στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε η επιδείνωση των προσδοκιών για τις γενικές προοπτικές της οικονομίας και τις προοπτικές της αγοράς ακινήτων. Τα περιθώρια των τραπεζών όσον αφορά τα μέσα δάνεια προς τα νοικοκυριά μειώθηκαν, ενώ αυξήθηκαν για τα πιο επισφαλή δάνεια. Επιπλέον, έγιναν αυστηρότεροι οι όροι και οι προϋποθέσεις που δεν συνδέονται με τις τιμές, όσον αφορά τις απαιτήσεις παροχής ασφαλειών και τις διάρκειες των δανείων.

#### **ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΡΟΕΣ**

Ο ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης προς τον τομέα των νοικοκυριών της ζώνης του ευρώ υποχώρησε περαιτέρω το γ' τρίμηνο του 2012 (το πιο πρόσφατο τρίμηνο για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία των λογαριασμών της ζώνης του ευρώ), λόγω της υποτονικής δανειοδοτικής δραστηριότητας των ΝΧΙ. Έτσι, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του συνόλου των δανείων προς τα νοικοκυριά μειώθηκε στο 0,4% από 0,7% το προηγούμενο τρίμηνο. Οι εκτιμήσεις για το δ' τρίμηνο του 2012 υποδηλώνουν περαιτέρω μείωση του ετήσιου ρυθμού αύξησης του συνόλου των δανείων προς τα νοικοκυριά (βλ. Διάγραμμα 38). Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης των ΝΧΙ προς τα νοικοκυριά (χωρίς διόρθωση ως προς τις πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων) επιβραδύνθηκε εκ νέου σε 0,2% το γ' τρίμηνο του 2012, από 0,4% το προηγούμενο τρίμηνο. Οι πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων – που συχνά οδηγούν σε αναταξινόμηση των δανείων των νοικοκυριών μεταξύ των τομέων των ΝΧΙ και των ΛΧΙ – υποχώρησαν περαιτέρω το γ' τρίμηνο, κι έτσι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων από φορείς εκτός ΝΧΙ προς τα νοικοκυριά μειώθηκε στο 2,7% από 3,7% το προηγούμενο τρίμηνο.

Τα ήδη διαθέσιμα στοιχεία των ΝΧΙ για το δ' τρίμηνο του 2012 και τον Ιανουάριο του 2013 δείχνουν ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά, διορθωμένος ως προς τις πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων, επιβραδύνθηκε ελαφρά σε 0,8 το δ' τρίμηνο, έναντι 1,0% το προηγούμενο τρίμηνο, υποδηλώνοντας υποτονική δραστηριότητα χορήγησης δανείων (λεπτομέρειες βλ. στην Ενότητα 2.1). Στη συνέχεια υποχώρησε περαιτέρω στο 0,5% τον Ιανουάριο, εξακολουθώντας να αποκρύπτει σημαντική ανομοιογένεια μεταξύ των χωρών.

Όσον αφορά την ανάλυση των δανείων κατά σκοπό, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των ΝΧΙ για αγορά κατοικίας (διορθωμένος ως προς τις πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων) υποχώρησε, συνεχίζοντας την τάση που παρατηρείται από τα μέσα του 2011, και διαμορφώθηκε σε 1,4% τον Ιανουάριο του 2013, έναντι 1,8% το Σεπτέμβριο του 2012. Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν την περαιτέρω εξασθένηση των (διορθωμένων) μηνιαίων ροών που καταγράφονται στα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια τους τελευταίους μήνες. Ωστόσο, τα δάνεια για αγορά κατοικίας συνέχισαν να αποτελούν τον κύριο όγκο της χρηματοδότησης των ΝΧΙ προς τα νοικοκυριά. Όλες οι άλλες κατηγορίες δανείων προς τα νοικοκυριά εξακολούθησαν να υποχωρούν. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταναλωτικών δανείων μειώθηκε σε -3,1% τον Ιανουάριο (έναντι

EKT

Μηνιαίο Δελτίο  
Μάρτιος 2013

-2,8% το Σεπτέμβριο), ενώ ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των λοιπών δανείων σταθεροποιήθηκε στο -0,8% τον Ιανουάριο (αμετάβλητος σε σχέση με το Σεπτέμβριο).

Όσον αφορά τα αίτια της υποτονικής αύξησης των δανείων των ΝΧΙ προς τα νοικοκυριά (εκτός από τη μεσοπρόθεσμη ανάγκη διόρθωσης των υπερβολών του παρελθόντος σε διάφορες χώρες της ζώνης του ευρώ), η έρευνα τραπεζικών χορηγήσεων του Ιανουαρίου 2013 αποκάλυψε περαιτέρω συρρίκνωση – αν και λιγότερο έντονη – της καθαρής ζήτησης στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων το δ' τρίμηνο. Σύμφωνα με την εν λόγω έρευνα, η χρήση των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών ως εναλλακτικής πηγής χρηματοδότησης συνέβαλε εντονότερα στην καθαρή μείωση της ζήτησης στεγαστικών δανείων, ενώ η επιδείνωση των προοπτικών της αγοράς ακινήτων συνέχισε να επηρεάζει δυσμενώς τη ζήτηση δανείων για αγορά κατοικίας. Εν τω μεταξύ, οι μειωμένες δαπάνες για διαρκή καταναλωτικά αγαθά και η φθίνουσα εμπιστοσύνη των καταναλωτών εξακολούθησαν να συμπιέζουν τη ζήτηση καταναλωτικής πίστης. Όσον αφορά το α' τρίμηνο του 2013, οι τράπεζες προσδοκούν ότι η υποχώρηση της καθαρής ζήτησης στεγαστικών δανείων θα είναι εντονότερη και η μείωση της καθαρής ζήτησης καταναλωτικής πίστης θα είναι παρόμοια με αυτή που καταγράφηκε το δ' τρίμηνο.

Στην πλευρά του ενεργητικού του τομέα των νοικοκυριών στη ζώνη του ευρώ, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του συνόλου των χρηματοοικονομικών επενδύσεων των νοικοκυριών διαμορφώθηκε σε 1,7% το γ' τρίμηνο (κάπως χαμηλότερος έναντι του προηγούμενου τριμήνου), συνεχίζοντας έτσι την πτωτική τάση που παρατηρείται από τα μέσα του 2010 (βλ. Διάγραμμα 39). Όπως και το προηγούμενο τρίμηνο, αυτή η εξέλιξη οφείλεται κατά κύριο λόγο στην πολύ μειωμένη συμβολή των επενδύσεων των νοικοκυριών σε χρεόγραφα. Αντιθέτως, η συμβολή των επενδύσεων σε τεχνικά αποθεματικά ασφαλιστικών εταιριών αυξήθηκε ελαφρά, αν και ήδη βρισκόταν σε πολύ χαμηλό επίπεδο.

#### **ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΣΗ**

Ο λόγος του χρέους των νοικοκυριών προς το ονομαστικό ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημά τους εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε σε 100,4% το δ' τρίμηνο του 2012 (βλ. Διάγραμμα 40), δηλ. αυξήθηκε κατά τι σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, αλλά παρέμεινε εν πολλοίς αμετάβλητος από τα μέσα του 2010. Αυτή η αύξηση αντανακλούσε τη μικρή άνοδο του συνολικού χρέους των νοικοκυριών, σε συνδυασμό με τη στασιμότητα του διαθέσιμου εισοδήματός τους. Η επιτοκιακή επιβάρυνση του τομέα των νοικοκυριών εκτιμάται ότι παρέμεινε σε γενικές γραμμές αμετάβλητη στο 2,2% του διαθέσιμου εισοδήματος το δ' τρίμηνο του 2012, εξακολουθώντας να βρίσκεται στο ίδιο επίπεδο από το γ' τρίμηνο του 2011 ήδη. Ο λόγος του χρέους των νοικοκυριών προς το ΑΕΠ εκτιμάται ότι αυξήθηκε ελαφρώς και διαμορφώθηκε στο 66,0% στο εξεταζόμενο τρίμηνο.

### 3 ΤΙΜΕΣ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ

*Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε στο 1,8% το Φεβρουάριο του 2013, από 2,0% τον Ιανουάριο. Η συνεχιζόμενη υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού πληθωρισμού αντανακλά κυρίως τις εξελίξεις στις συνιστώσες της ενέργειας και των ειδών διατροφής. Όσον αφορά το μέλλον, αν και ο ρυθμός του μετρούμενου πληθωρισμού ενδέχεται να παρουσιάσει κάπως ευμετάβλητη μηνιαία εικόνα, οι υποκείμενες πιέσεις στις τιμές μάλλον θα παραμείνουν συγκρατημένες, δεδομένου του περιβάλλοντος ασθενούς οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ. Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό είναι σταθεροποιημένες και συμβατές με το στόχο για σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα.*

*Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Μαρτίου 2013 για τη ζώνη του ευρώ ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ θα κυμανθεί μεταξύ 1,2% και 2,0% το 2013 και μεταξύ 0,6% και 2,0% το 2014. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου 2012 αυτά τα διαστήματα παραμένουν γενικά αμετάβλητα. Οι κίνδυνοι για τις προοπτικές εξέλιξης των τιμών εξακολουθούν να θεωρούνται γενικά ισορροπημένοι μεσοπρόθεσμα.*

#### 3.1 ΤΙΜΕΣ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ

Ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ στη ζώνη του ευρώ ήταν κατά μέσο όρο 2,5% το 2012. Η διακύμανση του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ το 2012 εν πολλοίς ακολούθησε τις μεταβολές της συμβολής των τιμών της ενέργειας. Ειδικότερα, η άνοδος του πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ στα μέσα του έτους οφειλόταν πρωτίστως σε μια έντονη αύξηση των τιμών του πετρελαίου και επομένως της ενέργειας. Αφού υποχώρησε το β' τρίμηνο του 2012, ο συνολικός πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ αυξήθηκε κάπως τον Αύγουστο και παρέμεινε αμετάβλητος στο 2,6% το Σεπτέμβριο, για να μειωθεί και πάλι σε 2,5% τον Οκτώβριο, 2,2% το Νοέμβριο και το Δεκέμβριο του 2012 και 2,0% τον Ιανουάριο του 2013. Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο μετρούμενος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ μειώθηκε περαιτέρω το Φεβρουάριο του 2013, σε 1,8%, κυρίως λόγω της υποχώρησης του πληθωρισμού των τιμών των ειδών διατροφής, ενώ ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των υπόλοιπων κύριων συνιστωσών παρέμεινε γενικά αμετάβλητος (βλ. Πίνακα 9).

Όσον αφορά τις κύριες συνιστώσες του ΕνΔΤΚ, η δυναμική του πληθωρισμού των τιμών της ενέργειας σε όλη τη διάρκεια του 2012 καθορίστηκε κυρίως από τις διακυμάνσεις των τιμών του πετρελαίου. Ως αποτέλεσμα του συνδυασμού επιδράσεων βάσης σύγκρισης και μειούμενων τιμών πετρελαίου ο πληθωρισμός των τιμών της ενέργειας υποχώρησε στο 6,1% τον Ιούνιο του 2012, από επίπεδα υψηλότερα του 9,0% τους πρώτους μήνες του έτους. Η άνοδος των τιμών του πετρελαίου και η χαμηλότερη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ κατά τους καλοκαιρινούς μήνες οδήγησε σε υψηλότερες τιμές του πετρελαίου σε όρους ευρώ, οι οποίες με τη σειρά τους άσκησαν εκ νέου ανοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό των τιμών της ενέργειας μέχρι το Σεπτέμβριο, οπότε και διαμορφώθηκε στο 9,1%. Τον Οκτώβριο ο πληθωρισμός των τιμών της ενέργειας μειώθηκε στο 8,0%, ως επί το πλείστον λόγω του χαμηλότερου ρυθμού αύξησης των τιμών των καυσίμων και λιπαντικών για ιδιωτικές μετακινήσεις και του ηλεκτρικού ρεύματος, καθώς και εξαιτίας της καθοδικής επίδρασης της βάσης σύγκρισης. Ο πληθωρισμός των τιμών της ενέργειας επιβραδύνθηκε περαιτέρω στο 3,9% τον Ιανουάριο, από 5,2% το Δεκέμβριο, αντανακλώντας μια έντονα καθοδική επίδραση της βάσης σύγκρισης που υπεραντιστάθμισε την αύξηση του πληθωρισμού των τιμών της

ενέργειας σε μηνιαία βάση. Η μείωση του ετήσιου πληθωρισμού της συνιστώσας της ενέργειας ήταν αποτέλεσμα των χαμηλότερων ρυθμών αύξησης των τιμών όλων των ειδών – και ιδιαίτερα των καυσίμων κίνησης – με μόνη εξαίρεση το ηλεκτρικό ρεύμα που σημείωσε αύξηση. Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο πληθωρισμός των τιμών της ενέργειας το Φεβρουάριο αυξήθηκε οριακά στο 4,0%.

Αντανακλώντας τις εξελίξεις στις διεθνείς τιμές των τροφίμων αλλά και τις τοπικές συνθήκες προσφοράς, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των ειδών διατροφής παρέμεινε γύρω στο 3,0% σε όλη τη διάρκεια του 2012. Ωστόσο, δεν υπήρξαν σαφείς ενδείξεις ότι οι κατακόρυφες αυξήσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων τους καλοκαιρινούς μήνες άσκησαν πιο παρατεταμένη επίδραση. Συνολικά, οι τιμές των ειδών διατροφής άσκησαν σχετικά μικρή επίδραση στη διαμόρφωση του πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ το 2012, καθώς ο αντίκτυπος της ανοδικής κίνησης του πληθωρισμού των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής στον μετρούμενο πληθωρισμό αντισταθμίστηκε από την επίδραση της καθοδικής κίνησης του πληθωρισμού των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής στο συνολικό δείκτη. Ο πληθωρισμός των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής επιταχύνθηκε περαιτέρω, από 4,4% το Δεκέμβριο σε 4,8% τον Ιανουάριο – το υψηλότερο επίπεδο μετά το Μάρτιο του 2002 – λόγω του υψηλότερου ετήσιου ρυθμού αύξησης των τιμών των οπωροκηπευτικών και των ψαριών, ενώ ο ρυθμός αύξησης των τιμών του κρέατος παρέμεινε αμετάβλητος. Αυτή η τελευταία εξέλιξη υποδηλώνει ότι η επίδραση της κορύφωσης των τιμών των ζωοτροφών, όπως εμφανίζεται στα στοιχεία για τις τιμές παραγωγού και επηρεάζει τις τιμές του κρέατος τους τελευταίους μήνες, αρχίζει να εξασθενεί. Ο πληθωρισμός των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής υποχώρησε οριακά στο 2,3% τον Ιανουάριο, έχοντας παραμείνει αμετάβλητος στο 2,4% τους προηγούμενους τρεις μήνες. Η προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat για τον πληθωρισμό των ειδών διατροφής (επεξεργασμένων και μη) μειώθηκε στο 2,7% το Φεβρουάριο, από 3,2% τον Ιανουάριο του 2013.

Εξαιρουμένων των ειδών διατροφής και της ενέργειας, που αντιστοιχούν περίπου στο 30% στο καλάθι του ΕνΔΤΚ, ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ κυμάνθηκε κοντά στο 1,5% από την αρχή του 2012. Ο μέσος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των ειδών διατροφής ήταν υψηλότερος το 2012 από ό,τι το 2011, παρά την ασθενέστερη ζήτηση και το χαμηλότερο ρυθμό αύξησης των μισθών. Περιλαμβάνει δύο κύριες συνιστώσες, τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά και τις υπηρεσίες. Τους τελευταίους δεκαοκτώ μήνες οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής αυτών των δύο συνιστωσών ωθήθηκαν ανοδικά λόγω αυξήσεων του φόρου προστιθέμενης αξίας σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ βάσει της προκαταρκτικής εκτίμησης της Eurostat, ο ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των ειδών διατροφής ανήλθε σε 1,4% το Φεβρουάριο, από 1,3% τον Ιανουάριο.

Από το β' τρίμηνο του 2010 ο πληθωρισμός των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών αυξάνεται ελαφρά, λόγω της μετακύλισης παλαιότερης υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας και των αυξήσεων των τιμών των βασικών εμπορευμάτων καθώς και της επίδρασης των απότομων αυξήσεων της έμμεσης φορολογίας. Το α' τρίμηνο του 2012 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών έφθασε στο κατώτατο 1,1% και κατόπιν ανέκαμψε, σε 1,5% τον Ιούλιο του 2012, για να υποχωρήσει και πάλι τον επόμενο μήνα. Έκτοτε παρέμεινε ελαφρά πάνω από 1,0%. Τον Ιανουάριο του 2013 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών μειώθηκε περαιτέρω στο 0,8%, κυρίως λόγω των σημαντικά χαμηλότερων ετήσιων ρυθμών αύξησης των τιμών των ειδών ένδυσης και υπόδησης που αντανακλούσαν τις χειμερινές εκπτώσεις. Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο πληθωρισμός των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών παρέμεινε αμετάβλητος το Φεβρουάριο του 2013.

Ο ρυθμός πληθωρισμού των τιμών των υπηρεσιών διατηρήθηκε σχετικά σταθερός τους τελευταίους μήνες, εμφανίζοντας πρόσκαιρα διαστήματα ανόδου λόγω απότομων αυξήσεων της έμμεσης φορολογίας σε μερικές χώρες, στο πλαίσιο μιας γενικευμένης επιβράδυνσης της ζήτησης και, σε μικρότερο βαθμό, του κόστους εργασίας. Έχοντας αυξηθεί έντονα τους πρώτους μήνες του 2011, ο πληθωρισμός των τιμών των υπηρεσιών σταθεροποιήθηκε γύρω στο 1,9% τα τρία τελευταία τρίμηνα του 2011 και το α' τρίμηνο του 2012. Τον Απρίλιο του 2012 επιβραδύνθηκε στο 1,7% – το χαμηλότερο επίπεδο από το Μάρτιο του 2011 – κοντά στο οποίο κυμαίνεται έκτοτε. Ο πληθωρισμός των τιμών των υπηρεσιών μειώθηκε στο 1,6% τον Ιανουάριο του 2013, από 1,8% το Δεκέμβριο 2012, καθώς οι κάπως υψηλότεροι ρυθμοί πληθωρισμού των τιμών των υπηρεσιών αναψυχής και των προσωπικών υπηρεσιών υπεραντισταθμίστηκαν από μικρές υποχωρήσεις στις υπόλοιπες υποσυνιστώσες. Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο πληθωρισμός των τιμών των υπηρεσιών παρέμεινε αμετάβλητος το Φεβρουάριο του 2013.

### 3.2 ΤΙΜΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΟΥ ΣΤΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ

Μετά από μια περίοδο επιταχυνόμενου πληθωρισμού των τιμών παραγωγού βιομηχανικών αγαθών στα τέλη του 2010 και το πρώτο εξάμηνο του 2011, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών παραγωγού υποχώρησε, αντανακλώντας κυρίως τις διακυμάνσεις στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων (βλ. Πίνακα 9 και Διάγραμμα 42). Στη διάρκεια του 2012 οι προϋπάρχουσες πιέσεις στην αλυσίδα της προσφοράς υποχώρησαν περαιτέρω. Τον Ιούλιο του 2012 ο δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) βιομηχανικών αγαθών (εκτός των κατασκευών) μειώθηκε στο 1,7% – το χαμηλότερο επίπεδο που έχει παρατηρηθεί αφότου ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του έγινε θετικός το β' τρίμηνο του 2010 – για να αυξηθεί και πάλι στο 2,7% τον Αύγουστο και το Σεπτέμβριο. Η επιτάχυνση αυτή αντανακλούσε κυρίως μια απότομη άνοδο στη συνιστώσα της ενέργειας και σχετιζόταν με τις πρόσφατες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου. Καθώς οι τιμές του πετρελαίου σε όρους ευρώ κινήθηκαν και πάλι καθοδικά, ο πληθωρισμός των τιμών παραγωγού άρχισε να επιβραδύνεται ξανά από τον Οκτώβριο του 2012. Οι τιμές παραγωγού στη βιομηχανία αυξήθηκαν με ρυθμό 1,9% σε ετήσια βάση τον Ιανουάριο του 2013, έναντι 2,1% το Δεκέμβριο του 2012. Χωρίς τις τιμές των κατασκευών και της ενέργειας, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών παραγωγού βιομηχανικών αγαθών επιβραδύνθηκε σε 1,4% τον Ιανουάριο του 2013, από 1,6% τον προηγούμενο μήνα.

Όσον αφορά τα μεταγενέστερα στάδια της αλυσίδας παραγωγής, η ετήσια μεταβολή της συνιστώσας των καταναλωτικών ειδών διατροφής του δείκτη τιμών παραγωγού ανήλθε στο 3,9% τον Ιανουάριο, από 3,8% τον προηγούμενο μήνα. Τα πιο πρόσφατα στοιχεία από την έρευνα για το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) φανερώνουν ότι οι αυξήσεις του κόστους των εισροών παρέμειναν έντονες για τις επιχειρήσεις λιανικού εμπορίου ειδών διατροφής, αν και με φθίνοντα ρυθμό, οι οποίες εν μέρει αντισταθμίστηκαν από τα μειούμενα περιθώρια κέρδους. Στα προηγούμενα στάδια της αλυσίδας των τιμών, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των απολαμβανόμενων τιμών υποχώρησε ελαφρά στο 10,1% το Φεβρουάριο, από 11,8% τον Ιανουάριο, υποδηλώνοντας ότι οι αυξήσεις των πρόσφατων μηνών αρχίζουν πλέον να εξασθενούν. Επιπλέον, οι διεθνείς τιμές των τροφίμων σε όρους ευρώ υποχώρησαν για έκτο συνεχόμενο μήνα το Φεβρουάριο.

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής στη συνιστώσα των καταναλωτικών αγαθών εκτός των ειδών διατροφής υποχώρησε κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας στο 0,3% τον Ιανουάριο, το χαμηλότερο ετήσιο ρυθμό αύξησης εδώ και δύο χρόνια. Οι δείκτες PMI για τις

λιανικές πωλήσεις, τόσο όσον αφορά τις τιμές των εισροών όσο και τα περιθώρια κέρδους των καταστημάτων πώλησης μη διατροφικών ειδών, υποχώρησαν το Φεβρουάριο και έφθασαν σε επίπεδα κάτω από τους μακροχρόνιους μέσους όρους τους. Στα αρχικά στάδια της διαμόρφωσης των τιμών, ο ετήσιος ρυθμός της συνιστώσας του ΔΤΠ που αφορά τα ενδιάμεσα αγαθά μειώθηκε σε 1,3% τον Ιανουάριο, από 1,6% το Δεκέμβριο.

Οι μετρούμενοι δείκτες του PMI και των ερευνών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δείχνουν ότι το Φεβρουάριο οι προσδοκίες των επιχειρήσεων για τις τιμές παρέμειναν πολύ κάτω από τους ιστορικούς μέσους όρους τους. Όσον αφορά τον PMI (βλ. Διάγραμμα 43), ο δείκτης των τιμών των συντελεστών παραγωγής για τον τομέα της μεταποίησης μειώθηκε από 51,3 τον Ιανουάριο σε 48,3 το Φεβρουάριο. Παράλληλα, ο δείκτης των τιμών των εκροών αυξήθηκε από 49,3 σε 49,9, παραμένοντας κάτω από την οριακή τιμή 50 γεγονός που σηματοδοτεί υποχώρηση των τιμών. Τα στοιχεία της έρευνας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις προσδοκίες σχετικά με τις τιμές πώλησης συνολικά στη βιομηχανία μειώθηκαν κάπως το Φεβρουάριο, λόγω των χαμηλότερων προσδοκιών όσον αφορά τις τιμές πώλησης σε όλους του κλάδους.

Συνολικά, οι τιμές παραγωγού και τα στοιχεία ερευνών για τις τιμές επιβεβαιώνουν τις υποτονικές προϋπάρχουσες πιέσεις που ασκούνται στον ΕνΔΤΚ των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών και τις μειούμενες πιέσεις που ασκούνται στις τιμές των ειδών διατροφής.

### 3.3 ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Όπως δείχνουν οι πιο πρόσφατοι δείκτες του κόστους εργασίας, οι πιέσεις από την πλευρά του εγχώριου κόστους, που προέρχονται από το κόστος εργασίας, παρέμειναν υποτονικές τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2012 (βλ. Πίνακα 10 και Διάγραμμα 44). Τα στοιχεία για τις αμοιβές παρουσίασαν ενδείξεις συγκράτησης σε σύγκριση με το 2011, εν μέσω εξασθένησης της οικονομικής δραστηριότητας και μεγαλύτερης υποτονικότητας της αγοράς εργασίας.

Η παραγωγικότητα της εργασίας αυξήθηκε με πολύ χαμηλό αλλά θετικό ετήσιο ρυθμό (0,1%) το γ' τρίμηνο του 2012. Ο ρυθμός αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό επιταχύνθηκε στο 1,8% την ίδια περίοδο, από 1,6% το β' τρίμηνο, αλλά παρέμεινε κάτω από το 2,2% που καταγράφηκε κατά μέσο όρο το 2011. Αντανακλώντας επίσης μια ανοδική επίδραση του χαμηλότερου ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας, ο ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επιταχύνθηκε σε 1,6% το γ' τρίμηνο του 2012, έναντι 1,3% το β' τρίμηνο. Ο χαμηλός ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας – σε ένα πλαίσιο μετριοπαθούς οικονομικής ανάπτυξης – αναμένεται να συνεχίσει να ωθεί ανοδικά το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο άμεσο μέλλον.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των συμβατικών αποδοχών – του μόνου δείκτη του κόστους εργασίας που είναι διαθέσιμος για ολόκληρο το 2012 – παρέμεινε αμετάβλητος στο 2,2% το δ' τρίμηνο. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης το 2012 ήταν 2,1% σε ετήσια βάση, έναντι 2,0% το 2011. Το γεγονός ότι οι πραγματικοί μισθοί, που μετρούνται με βάση τη μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό, αυξήθηκαν πιο συγκρατημένα από ό,τι οι συμβατικές αποδοχές υποδηλώνει κάποια προσαρμογή του μισθολογικού κόστους εργασίας στη ζώνη του ευρώ μέσω υποχώρησης του δείκτη του κόστους εργασίας σε σύγκριση με το δείκτη των συμβατικών αποδοχών (wage drift), π.χ. λόγω μείωσης των ωρών εργασίας.

### 3.4 ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ

Αντανακλώντας την αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και τις δυσμενείς οικονομικές συνθήκες, τα επιχειρηματικά κέρδη (μετρούμενα σε όρους ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος) υποχώρησαν περαιτέρω κατά 0,9% σε ετήσια βάση το γ' τρίμηνο του 2012. Αυτή η συρρίκνωση εξηγείται από την επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ, καθώς και από τη μείωση της κερδοφορίας ανά μονάδα προϊόντος (περιθώριο κέρδους ανά μονάδα προϊόντος), που έλαβε αρνητικό πρόσημο για πρώτη φορά μετά το τελευταίο τρίμηνο του 2009 (βλ. Διάγραμμα 46). Συνολικά, μετά την ανάκαμψη από τα μέσα του 2009, το επίπεδο των κερδών παρέμεινε γενικά αμετάβλητο το 2011 και το 2012. Στο Πλαίσιο 3 γίνεται επισκόπηση του ρόλου των κερδών στη διαμόρφωση των πιέσεων στις εγχώριες τιμές στη ζώνη του ευρώ τα τελευταία έτη.

Όσον αφορά τους κυριότερους τομείς της οικονομίας, τα επιχειρηματικά κέρδη στον τομέα των υπηρεσιών της αγοράς μειώθηκαν κατά 0,2% σε ετήσια βάση το γ' τρίμηνο του 2012, έχοντας αυξηθεί κατά 0,8% το β' τρίμηνο. Στον τομέα της βιομηχανίας (εκτός κατασκευών) τα κέρδη μειώθηκαν κατά 2,5%, έχοντας ήδη σημειώσει υποχώρηση κατά 2,3% τα δύο προηγούμενα τρίμηνα. Το α' τρίμηνο του 2012 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής έγινε για πρώτη φορά αρνητικός μετά το δ' τρίμηνο του 2009 (βλ. Διάγραμμα 47). Σε τριμηνιαία βάση ο ρυθμός αύξησης των επιχειρηματικών κερδών επιταχύνθηκε ξανά και στους δύο τομείς το γ' τρίμηνο του 2012, ενώ τα τρία προηγούμενα τρίμηνα κατέγραφε αρνητικούς ρυθμούς.

#### Πλαίσιο 3

#### Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΕΓΧΩΡΙΩΝ ΠΙΕΣΕΩΝ ΕΠΙ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Ένας από τους δείκτες για την αξιολόγηση των εγχώριων πιέσεων επί των τιμών είναι ο αποπληθωριστής του ΑΕΠ, ο οποίος αντανακλά την “τιμή” του ΑΕΠ ανά μονάδα προϊόντος. Οι αυξομειώσεις του αποπληθωριστή του ΑΕΠ οφείλονται στην εξέλιξη του κόστους εργασίας, των κερδών και των καθαρών έμμεσων φόρων – όπως μετρούνται ανά μονάδα προϊόντος. Παρόλο που το βάρος της έμφασης δίδεται συνήθως στην εξέλιξη του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, η προσαρμογή των κερδών ανά μονάδα προϊόντος είναι επίσης πολύ σημαντικός παράγοντας των εγχώριων πιέσεων στις τιμές. Με αυτό το δεδομένο, το παρόν πλαίσιο εξετάζει το ρόλο που έχουν διαδραματίσει τα κέρδη ανά μονάδα προϊόντος στη διαμόρφωση των εγχώριων πιέσεων επί των τιμών στη ζώνη του ευρώ την τελευταία δεκαετία και ειδικότερα κατά τη διάρκεια της ύφεσης του 2008-09 αλλά και μετά.

#### Η συμβολή των κερδών ανά μονάδα προϊόντος στις εγχώριες πιέσεις επί των τιμών

Τα κέρδη ανά μονάδα προϊόντος, μετρούμενα με βάση το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα και το μικτό εισόδημα, συνέβαλαν κατά το 1/3 στην αύξηση του αποπληθωριστή του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ από το 1999 και εξής, σε σύγκριση με τη συμβολή του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος που ήταν ελαφρώς υψηλότερη από 50% και τη συμβολή των φόρων ανά μονάδα προϊόντος κατά 12% περίπου. Όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα Α, οι συμβολές των κερδών ανά μονάδα προϊόντος τείνουν να αντισταθμίζουν τις εξελίξεις στο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Ο αντισταθμιστικός ρόλος των κερδών ανά μονάδα προϊόντος γίνεται ιδιαίτερα αισθητός σε συνθήκες ύφεσης, όπως κατά την περίοδο του 2008-09 όταν συνέβαλαν στο μετριασμό των πιέσεων επί των τιμών καθώς η υποχώρηση της παραγωγικότητας ωθούσε προς τα άνω το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Τα κέρδη ανά μονάδα προϊόντος μειώθηκαν σημαντικά στη διάρκεια της ύφεσης του 2008-09, αλλά στη συνέχεια ανέκαμψαν θεαματικά. Ωστόσο, μέχρι το γ' τρίμηνο του 2011 είχαν επανέλθει μόλις στα προ της ύφεσης επίπεδά τους (βλ. Διάγραμμα Β). Αυτό υποδηλώνει ότι η ανάκαμψη των κερδών ανά μονάδα προϊόντος ήταν πιο συγκρατημένη από την ανάκαμψη του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και των έμμεσων φόρων κατά την ίδια περίοδο. Από πιο μακροχρόνια σκοπιά, το μέγεθος της αύξησης ήταν σε γενικές γραμμές παρόμοιο για όλες τις επιμέρους συνιστώσες, καθώς τα κέρδη ανά μονάδα προϊόντος είχαν αυξηθεί εντονότερα την περίοδο της οικονομικής ανόδου πριν από την ύφεση.

### **Ακαθάριστα και καθαρά κέρδη ανά μονάδα προϊόντος**

Ο δείκτης του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος και του μικτού εισοδήματος σε επίπεδο συνολικής οικονομίας περιλαμβάνει πολλά στοιχεία που ενδεχομένως δεν συνδέονται άμεσα με τα κέρδη υπό τη στενότερη έννοια. Τέτοια στοιχεία είναι ενδεικτικά οι καθαρές πληρωμές τόκων, οι πρόσοδοι περιουσίας και τα μερίσματα, καθώς και οι αποσβέσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων.

Η ανάλωση πάγιου κεφαλαίου, η οποία κατά μέσο όρο αποτελούσε περίπου 45% του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος κατά τη δεκαετία πριν από την ύφεση του 2008-09, συνέχισαν να αυξάνονται την περίοδο της ύφεσης, με αποτέλεσμα να επιταχυνθεί η ανάλωση πάγιου κεφαλαίου ανά μονάδα προϊόντος (βλ. Διάγραμμα Γ). Επομένως, εάν ληφθούν υπόψη τα παραπάνω, η προς τα κάτω προσαρμογή των καθαρών κερδών ανά μονάδα προϊόντος (δηλ. χωρίς την ανάλωση κεφαλαίου) κατά τη διάρκεια της ύφεσης του 2008-09 ήταν ακόμη πιο έντονη από την προσαρμογή των ακαθάριστων κερδών ανά μονάδα προϊόντος. Στη συνέχεια, τα καθαρά κέρδη ανά μονάδα προϊόντος κάλυψαν ένα μικρό μόνο μέρος των ζημιών και άρχισαν να μειώνονται και πάλι την περίοδο της οικονομικής επιβράδυνσης που εκδηλώθηκε το 2011, με αποτέλεσμα να αποκλίνουν σημαντικά – και μέχρι στιγμής αρκετά σταθερά – από τα προ της ύφεσης επίπεδα.

Συνολικά, τα κέρδη ανά μονάδα προϊόντος στη ζώνη του ευρώ χαρακτηρίστηκαν από μεγάλη ευελιξία προσαρμογής προς τα κάτω στη διάρκεια της ύφεσης του 2008-09, συγκρατώντας τις πιέσεις επί των τιμών μετά την άνοδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Αυτό γίνεται ιδιαίτερα εμφανές αν εξεταστεί το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα που υπολογίζεται χωρίς τις αναλώσεις κεφαλαίου.

## **3.5 ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ**

Όσον αφορά το μέλλον, αν και ο ρυθμός του μετρούμενου πληθωρισμού ενδέχεται να παρουσιάσει κάπως ευμετάβλητη μηνιαία εικόνα, οι υποκείμενες πιέσεις στις τιμές μάλλον θα παραμείνουν συγκρατημένες, δεδομένου του περιβάλλοντος υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ. Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό είναι πολύ σταθεροποιημένες και συμβατές με το στόχο για σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα.

Πιο αναλυτικά, οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές για τον πληθωρισμό εξακολουθούν να εξαρτώνται κατά πολύ από τις τιμές του πετρελαίου. Από τον Οκτώβριο του 2012 ο ρυθμός πληθωρισμού των τιμών της ενέργειας άρχισε να επιβραδύνεται ξανά λόγω των χαμηλότερων τιμών του αργού πετρελαίου σε όρους δολαρίου και της ενίσχυσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, καθώς και μιας μείωσης των περιθωρίων διύλισης.

Η υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού πληθωρισμού των τιμών της ενέργειας αναμένεται εντονότερη το 2013, λόγω καθοδικών επιδράσεων της βάσης σύγκρισης και βάσει της παραδοχής ότι οι τιμές του πετρελαίου, όπως αποτυπώνονται σήμερα στις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, θα εξασθενήσουν σταδιακά.

Ο ρυθμός πληθωρισμού των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής αναμένεται να μετριαστεί το 2013, αντανakλώντας τη συγκράτηση της επιτάχυνσης που παρατηρήθηκε τους τελευταίους μήνες και συνδεόταν κυρίως με τις αντίξοες καιρικές συνθήκες. Ο ρυθμός πληθωρισμού των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής ενδέχεται να επιβραδυνθεί και αυτός τους ερχόμενους μήνες, αντανakλώντας κάποια καθυστερημένη μετακύλιση αφενός της μείωσης των τιμών των βασικών ειδών διατροφής που παρατηρήθηκε το φθινόπωρο του 2012 και αφετέρου της υποχώρησης της αύξησης των διεθνών και ευρωπαϊκών τιμών των βασικών ειδών διατροφής που αποτυπώνονται στις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης.

Οι διαθέσιμοι πρόδρομοι δείκτες του πληθωρισμού των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών, όπως η εξέλιξη των τιμών παραγωγού καταναλωτικών αγαθών (χωρίς τα είδη διατροφής και τον καπνό) και των τιμών των εισαγομένων, υποδηλώνουν ότι δεν θα επέλθει σημαντική μείωση της επιτάχυνσης του ρυθμού πληθωρισμού των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών τους αμέσως επόμενους μήνες. Ειδικότερα, η καθοδική πίεση που οφείλεται στην επιβράδυνση της παραγωγής και της ζήτησης ενδέχεται να αντισταθμιστεί από την ανοδική πίεση που προέρχεται από τις αυξήσεις της έμμεσης φορολογίας.

Παρόμοια, ο ρυθμός πληθωρισμού των τιμών των υπηρεσιών προβλέπεται να παραμείνει γενικά σταθερός στα τωρινά του επίπεδα τους ερχόμενους μήνες, αντανakλώντας τον υποτονικό ρυθμό αύξησης της εγχώριας ζήτησης και τις εν πολλοίς συγκρατημένες μισθολογικές πιέσεις. Οι πρόσφατες αυξήσεις του ΦΠΑ σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ ενδέχεται να οδηγήσουν σε εκ νέου επιτάχυνση του πληθωρισμού των υπηρεσιών.

Τα πιο πρόσφατα στοιχεία για τους δείκτες του κόστους εργασίας υποδηλώνουν ότι οι πιέσεις από την πλευρά του εγχώριου κόστους ίσως αυξηθούν σταδιακά τους επόμενους μήνες, αντανakλώντας εν μέρει μια αντιστροφή των προσωρινών μέτρων μείωσης των αποδοχών που υιοθετήθηκαν το 2012. Πιο ουσιαστικά, η σταδιακή επιτάχυνση της δραστηριότητας αναμένεται να στηρίξει το ρυθμό αύξησης των μισθών στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, με σημαντικές διαφορές από χώρα σε χώρα. Ο ρυθμός αύξησης των επιχειρηματικών κερδών αναμένεται να μετριαστεί περαιτέρω το 2013, μετά την έντονη υποχώρηση που σημείωσε το 2012, απορροφώντας – αν και σε μάλλον περιορισμένο βαθμό – τη σχετικά έντονη αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος που παρατηρήθηκε το 2012. Μεσοπρόθεσμα η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και οι σταδιακά βελτιούμενες οικονομικές συνθήκες αναμένεται να στηρίξουν την ανάκαμψη των περιθωρίων κέρδους.

Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Μαρτίου 2013 ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ προβλέπεται να κυμανθεί μεταξύ 1,2% και 2,0% το 2013 και μεταξύ 0,6% και 2,0% το 2014. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου του 2012 τα διαστήματα αυτά είναι γενικά αμετάβλητα.

Οι κίνδυνοι για τις προοπτικές εξέλιξης των τιμών εξακολουθούν να θεωρούνται γενικά ισορροπημένοι μεσοπρόθεσμα, με τους ανοδικούς κινδύνους να σχετίζονται με εντονότερες του αναμενόμενου αυξήσεις των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των

έμμεσων φόρων, καθώς και υψηλότερες τιμές πετρελαίου, και τους καθοδικούς κινδύνους να προέρχονται από την υποτονικότερη οικονομική δραστηριότητα.

## 4 ΠΑΡΑΓΩΓΗ, ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

*Η επίδοση του ΑΕΠ το δ' τρίμηνο του 2012 ήταν δυσμενής, με τη δεύτερη εκτίμηση της Eurostat να δείχνει μείωση 0,6% σε τριμηνιαία βάση. Η συρρίκνωση οφειλόταν κατά κύριο λόγο στην πτώση της εγχώριας ζήτησης, αλλά αποτύπωνε επίσης και την υποτονικότητα των εξαγωγών. Όσον αφορά το 2013, σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία και δείκτες αναμένεται ότι η οικονομική δραστηριότητα θα αρχίσει να σταθεροποιείται το πρώτο εξάμηνο του έτους. Το δεύτερο εξάμηνο προσδοκάται ότι θα ξεκινήσει σταδιακά η ανάκαμψη, με την ενίσχυση της παγκόσμιας ζήτησης να συμβάλει στην αύξηση των εξαγωγών και τη διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής να στηρίζει την εσωτερική ζήτηση. Επιπλέον, η βελτίωση των χρηματοπιστωτικών αγορών από πέρυσι τον Ιούλιο και η συνεχιζόμενη εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων αναμένεται να γίνουν αισθητές στην οικονομία. Ταυτόχρονα, οι απαραίτητες προσαρμογές των ισολογισμών στο δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα, καθώς και οι συναφείς συνθήκες πιστωτικής στενότητας, θα συνεχίσουν να επιβαρύνουν την οικονομική δραστηριότητα.*

*Η αξιολόγηση αυτή αποτυπώνεται και στις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Μαρτίου του 2013 σχετικά με τη ζώνη του ευρώ, οι οποίες προβλέπουν μέση αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ σε ετήσια βάση μεταξύ -0,9% και -0,1% για το 2013 και μεταξύ 0,0% και 2,0% για το 2014. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου του 2012 τα διαστήματα έχουν αναθεωρηθεί ελαφρά προς τα κάτω. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις οικονομικές προοπτικές στη ζώνη του ευρώ συνεχίζουν να είναι καθοδικοί.*

### 4.1 ΟΙ ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ ΤΟΥ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΥ ΑΕΠ ΚΑΙ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ

Το πραγματικό ΑΕΠ συρρικνώθηκε κατά 0,6% το δ' τρίμηνο του 2012, ύστερα από τριμηνιαία μείωση κατά 0,1% το προηγούμενο τρίμηνο (βλ. Διάγραμμα 48). Η δυσμενής αυτή επίδοση του δ' τριμήνου αντανακλούσε τις αρνητικές εξελίξεις στην εγχώρια ζήτηση και, σε μικρότερο βαθμό, τις μεταβολές των αποθεμάτων, ενώ η συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου υπήρξε ουδέτερη, καθώς οι εισαγωγές και οι εξαγωγές μειώθηκαν με παρόμοιους ρυθμούς. Η μείωση του προϊόντος το δ' τρίμηνο ήταν σε γενικές γραμμές συμβατή με την εξέλιξη των βραχυπρόθεσμων δεικτών και ιδίως των στοιχείων ερευνών. Το προϊόν εκτιμάται ότι μειώθηκε κατά 0,6% στο σύνολό του 2012. Επιπλέον, η δυσμενής αυτή επίδοση του δ' τριμήνου συνεπάγεται μεταφερόμενη επιβάρυνση του μέσου ετήσιου ρυθμού ανάπτυξης για το 2013 κατά 0,5% περίπου. Πιο συγκεκριμένα, η επιβάρυνση αυτή δείχνει πόσο θα μεταβαλλόταν το ΑΕΠ το 2013, αν όλοι οι τριμηνιαίοι ρυθμοί ανάπτυξης κατά το έτος αυτό ήταν μηδενικοί.

Τα τελευταία τρίμηνα το προϊόν στη ζώνη του ευρώ επηρεάστηκε κυρίως από τη χαμηλή εγχώρια ζήτηση. Οι υποτονικές προσδοκίες των επιχειρηματιών και των καταναλωτών, τα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής και οι συνεχιζόμενες ανάγκες απομόχλευσης σε ορισμένες χώρες, σε συνδυασμό με τις υψηλές τιμές του πετρελαίου και την αυξημένη αβεβαιότητα, έχουν ασκήσει καθοδικές πιέσεις στην ιδιωτική κατανάλωση καθώς και στις επενδύσεις. Επιπλέον, η καταναλωτική δαπάνη έχει δεχθεί σοβαρό πλήγμα από τις επιπτώσεις που έχει στο συνολικό εισόδημα η πτωτική πορεία της απασχόλησης. Η συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου στην αύξηση του ΑΕΠ υπήρξε συνολικά θετική, σε μεγάλο βαθμό λόγω της χαμηλής αύξησης των εισαγωγών.

Οι πρόδρομοι δείκτες ερευνών υποδηλώνουν σταδιακή σταθεροποίηση της οικονομικής δραστηριότητας το πρώτο εξάμηνο του 2013. Το δεύτερο εξάμηνο προσδοκάται ότι θα

ξεκινήσει σταδιακά η ανάκαμψη, με την ενίσχυση της παγκόσμιας ζήτησης να συμβάλλει στην αύξηση των εξαγωγών και τη διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής να στηρίζει την εγχώρια ζήτηση.

### **ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ**

Η ιδιωτική κατανάλωση μειώθηκε κατά 0,4% το δ' τρίμηνο του 2012, συνεχίζοντας την πτωτική τάση που παρατηρήθηκε τα προηγούμενα τέσσερα τρίμηνα. Το επίπεδο της το δ' τρίμηνο αντικατοπτρίζει την απότομη μείωση στην κατανάλωση αγαθών λιανικής και τις λιγότερες αγορές αυτοκινήτων. Αντίθετα, φαίνεται ότι η κατανάλωση υπηρεσιών σημείωσε αύξηση το δ' τρίμηνο. Τα πρόσφατα στοιχεία από τους βραχυπρόθεσμους δείκτες και τις έρευνες καταδεικνύουν ότι στη ζώνη του ευρώ οι καταναλωτικές δαπάνες είναι πιθανό να παραμείνουν υποτονικές την προσεχή περίοδο.

Η συνεχής υποτονικότητα της καταναλωτικής δαπάνης την τελευταία διετία εξηγείται σε μεγάλο βαθμό από τις εξελίξεις στο πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα, το οποίο διαβρώθηκε από τον υψηλό πληθωρισμό που ήταν συνέπεια των αυξανόμενων τιμών των βασικών εμπορευμάτων και της ενέργειας. Ο αρνητικός ρυθμός μεταβολής της απασχόλησης έχει μειώσει περαιτέρω το συνολικό πραγματικό εισόδημα των νοικοκυριών. Σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία, το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα, που επί μακρά περίοδο σημειώνει αρνητικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής, υποχώρησε εκ νέου το γ' τρίμηνο του 2012. Παράλληλα, το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών έπεσε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, καθώς οι καταναλωτές πιθανώς επιδίωξαν να εξομαλύνουν διαχρονικά την κατανάλωσή τους προσαρμόζοντας την στη μείωση του πραγματικού εισοδήματός τους.

Όσον αφορά τη βραχυχρόνια δυναμική το α' τρίμηνο του 2013, σύμφωνα τόσο με αντικειμενικά όσο και με υποκειμενικά στοιχεία, οι καταναλωτικές δαπάνες παρέμειναν συνολικά υποτονικές. Τον Ιανουάριο οι λιανικές πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 1,2% σε μηνιαία βάση και διαμορφώθηκαν 0,7% πάνω από το μέσο επίπεδο του δ' τριμήνου του 2012. Επιπλέον, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για τις λιανικές πωλήσεις ανήλθε στο 45,2 κατά μέσο όρο τον Ιανουάριο και το Φεβρουάριο, δηλ. παρέμεινε αμετάβλητος σε σχέση με το δ' τρίμηνο του 2012 και κάτω από το θεωρητικό όριο μηδενικής μεταβολής 50. Στις αρχές του 2013 ο δείκτης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις επιχειρηματικές προσδοκίες στον τομέα των λιανικών πωλήσεων διαμορφώθηκε σε παρόμοιο επίπεδο με το επίπεδο που παρατηρήθηκε στο δ' τρίμηνο του 2012, παραμένοντας κάτω από το μακροχρόνιο μέσο όρο του. Επίσης, ο αριθμός των νέων αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία υποχώρησε κατά 9,6% σε μηνιαία βάση τον Ιανουάριο, ύστερα από άνοδο κατά 4,5% τον προηγούμενο μήνα. Η τελευταία αυτή μείωση στον αριθμό των νέων αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία, η οποία ήταν σχετικά μεγάλη με βάση τα ιστορικά δεδομένα, αντικατοπτρίζει, τουλάχιστον εν μέρει, τις επιδράσεις των δημοσιονομικών μέτρων στην επιλογή του χρόνου αγοράς αυτοκινήτου σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ (τα οποία, αντιστρόφως, υποστήριζαν την αγορά αυτοκινήτου στα τέλη του 2012). Οι αγορές αυτοκινήτων και άλλων ακριβών αγαθών μάλλον θα παραμείνουν υποτονικές την προσεχή περίοδο. Ο δείκτης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις αναμενόμενες σημαντικές αγορές μειώθηκε το Φεβρουάριο του 2013, φθάνοντας σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο και αποτυπώνοντας μια συνεχιζόμενη έλλειψη δυναμισμού στην κατανάλωση διαρκών καταναλωτικών αγαθών. Τέλος, η εμπιστοσύνη των καταναλωτών στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε κάπως περισσότερο το Φεβρουάριο (βλ. Διάγραμμα 49). Ωστόσο, οι πρόσφατες βελτιώσεις αντιστάθμισαν μόνο εν μέρει την υποχώρηση που σημειώθηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2012, με αποτέλεσμα το επίπεδο του δείκτη να εξακολουθεί να υπολείπεται σημαντικά του μακροχρόνιου μέσου όρου του.

## ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Η μείωση των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου που παρατηρείται από το β' τρίμηνο του 2011 επιταχύνθηκε και πάλι το τελευταίο τρίμηνο του 2012. Η επενδυτική δραστηριότητα στο σύνολο του έτους επηρεάστηκε αρνητικά από την κυκλική κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας, την έντονη αβεβαιότητα, τις περιοριστικές συνθήκες προσφοράς πιστώσεων και τις συνεχιζόμενες διαδικασίες προσαρμογής σε όλους τους τομείς. Οι επενδύσεις μειώθηκαν κατά 1,1% σε τριμηνιαία βάση το δ' τρίμηνο του 2012, έχοντας συρρικνωθεί κατά 0,8% το γ' τρίμηνο.

Η πλήρης ανάλυση των επενδύσεων κεφαλαίου για το δ' τρίμηνο δεν είναι ακόμη διαθέσιμη. Ωστόσο, στοιχεία από ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ υποδηλώνουν παρατεταμένη συρρίκνωση στις επενδύσεις εκτός των κατασκευών, οι οποίες αντιπροσωπεύουν το ήμισυ των συνολικών επενδύσεων. Και οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες για τη ζώνη του ευρώ δείχνουν ότι οι επενδύσεις εκτός των κατασκευών συρρικνώθηκαν ακολουθώντας τις γενικότερες υποτονικές εξελίξεις στην οικονομία, τις χαμηλές επιχειρηματικές προσδοκίες και τη μεγάλη αβεβαιότητα που επικρατεί. Η παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών μειώθηκε έντονα το δ' τρίμηνο, παράλληλα με την περαιτέρω μείωση του βαθμού χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού. Ο PMI για τον τομέα της μεταποίησης, αν και σημείωσε αύξηση σε τριμηνιαίους όρους, παρέμεινε σε επίπεδο αρκετά χαμηλότερο από το μακροχρόνιο μέσο όρο του. Οι επενδύσεις στις κατασκευές κατοικιών και στις λοιπές κατασκευές είναι επίσης πιθανό να έχουν μειωθεί το τελευταίο τρίμηνο του 2012, όπως υποδηλώνουν οι χαμηλοί δείκτες παραγωγής στις κατασκευές και αρνητικές προσδοκίες στον τομέα, εν μέρει λόγω της συνεχιζόμενης προσαρμογής σε ορισμένες αγορές κατοικιών της ζώνης του ευρώ. Τέλος, οι δημόσιες επενδύσεις στη ζώνη του ευρώ πιθανώς συρρικνώθηκαν το δ' τρίμηνο λόγω της συνεχιζόμενης δημοσιονομικής προσαρμογής σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

Όσον αφορά το α' τρίμηνο του 2013, οι λίγοι διαθέσιμοι πρώτοι δείκτες υποδηλώνουν γενικά περαιτέρω συρρίκνωση των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου εκτός των κατασκευών στη ζώνη του ευρώ, αν και σε μικρότερο βαθμό σε σχέση με τη μείωση που παρατηρήθηκε στο τέλος του 2012. Ο βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού αυξήθηκε ελαφρά το α' τρίμηνο. Τον Ιανουάριο και το Φεβρουάριο ο PMI για τη μεταποίηση και η συνιστώσα του για τις νέες παραγγελίες αυξήθηκαν σε σύγκριση με το τελευταίο τρίμηνο του 2012, αλλά τα τωρινά χαμηλά επίπεδά τους φαίνεται να συνάδουν με την υποτονική επενδυτική δραστηριότητα, όπως υποδηλώνουν και άλλα στοιχεία ερευνών, όπως τα στοιχεία από την έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με τις παραγγελίες. Επιπλέον, στη ζώνη του ευρώ εξακολουθούν να επικρατούν συνθήκες πιστωτικής στενότητας. Οι επενδύσεις στις κατασκευές αναμένεται να μειωθούν και αυτές ελαφρώς το α' τρίμηνο, σύμφωνα με στοιχεία από έρευνες.

Όσον αφορά το μέλλον, η μείωση των επενδύσεων εκτός των κατασκευών αναμένεται να συνεχιστεί τους αμέσως επόμενους μήνες, στο πλαίσιο της συρρίκνωσης της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας και της μεγάλης αβεβαιότητας που επικρατεί. Οι επενδύσεις στις κατασκευές αναμένεται να παραμείνουν υποτονικές σε όλη τη διάρκεια του 2013.

## ΔΗΜΟΣΙΑ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ

Η δημόσια κατανάλωση συνέχισε να μειώνεται ελαφρά το δ' τρίμηνο του 2012, μετά από αρνητικούς ρυθμούς αύξησης το β' και το γ' τρίμηνο. Η δυσμενής εξέλιξη της δημόσιας κατανάλωσης αντανακλά τις προσπάθειες δημοσιονομικής προσαρμογής σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

Όσον αφορά τις υποκείμενες τάσεις των επιμέρους συνιστωσών, τα τελευταία τρίμηνα η συμβολή της μισθολογικής δαπάνης του δημόσιου τομέα (που αντιπροσωπεύει σχεδόν το

ήμισυ της συνολικής δημόσιας κατανάλωσης) στην αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης ήταν αρνητική. Αυτό οφείλεται κυρίως στη συγκράτηση των μισθών και στη μείωση των θέσεων απασχόλησης στο δημόσιο τομέα σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Η ενδιάμεση δημόσια καταναλωτική δαπάνη (που αντιπροσωπεύει ελαφρώς λιγότερο από το 1/4 του συνόλου) μειώθηκε ως αποτέλεσμα των συνεχιζόμενων προσπαθειών δημοσιονομικής προσαρμογής, ενώ ο ρυθμός αύξησης των κοινωνικών μεταβιβάσεων σε είδος (που και αυτές αντιπροσωπεύουν σχεδόν το 1/4 της δημόσιας κατανάλωσης) παρέμεινε σε γενικές γραμμές αμετάβλητος, κάτι που αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι οι εξελίξεις στις κοινωνικές μεταβιβάσεις σε είδος συνήθως είναι ως επί το πλείστον σταθερές, δεδομένου ότι περιλαμβάνουν στοιχεία όπως οι δαπάνες υγείας.

Όσον αφορά τις μελλοντικές προοπτικές, η συμβολή της δημόσιας κατανάλωσης στην εγχώρια ζήτηση προβλέπεται ότι θα παραμείνει περιορισμένη τα προσεχή τρίμηνα, ως επακόλουθο των περαιτέρω προσπαθειών για δημοσιονομική προσαρμογή σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

#### **ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ**

Λόγω της ταχείας μείωσης του ρυθμού σύστασης των αποθεμάτων από το καλοκαίρι του 2011, σε συνδυασμό με τη σημαντική χειροτέρευση των επιχειρηματικών προσδοκιών και τη διαμόρφωση δυσμενέστερων συνθηκών χρηματοδότησης σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ, τα αποθέματα είχαν ιδιαίτερα αρνητική συμβολή ύψους -0,7 της εκατοστιαίας μονάδας στην αύξηση του ΑΕΠ το δεύτερο εξάμηνο του 2011 (βλ. Πλαίσιο 4). Μετά από μια ανάπαυλα το πρώτο εξάμηνο του 2012 (όταν ο ρυθμός διάθεσης των αποθεμάτων παρέμεινε σε γενικές γραμμές αμετάβλητος), ο ρυθμός διάθεσής τους επιταχύνθηκε και πάλι το δεύτερο εξάμηνο του έτους, αντανακλώντας την επιβράδυνση της δραστηριότητας καθώς και την αβεβαιότητα, με αποτέλεσμα αρνητικές συμβολές στην ανάπτυξη -0,3 της εκατοστιαίας μονάδας και -0,1 της εκατοστιαίας μονάδας το γ' και το δ' τρίμηνο αντίστοιχα.

Η συνεχιζόμενη και σημαντική διάθεση των αποθεμάτων που παρατηρήθηκε στο τέλος του 2012 υπό συνθήκες ήδη ισχνών επιπέδων των αποθεμάτων σε όλη την αλυσίδα της προσφοράς, περιόρισε τα περιθώρια για πιο έντονη διάθεση των αποθεμάτων τα επόμενα τρίμηνα. Οι συμβολές των αποθεμάτων στην ανάπτυξη είναι συνεπώς πιθανό να είναι σχεδόν μηδενικές (ή ελαφρώς θετικές) στο άμεσο μέλλον, με ορισμένες θετικές συμβολές στη συνέχεια, καθώς οι μεταβολές των αποθεμάτων επιστρέφουν στην κανονική τους πορεία. Η εκτίμηση αυτή φαίνεται να συμφωνεί με τα πρόσφατα στοιχεία από την έρευνα για τον Ιανουάριο και τον Φεβρουάριο του 2013, καθώς και με τα στοιχεία από την έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, που δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις αξιολογούν τα αποθέματα στο μεταποιητικό τομέα (έτοιμα προϊόντα) και στον τομέα λιανικής πώλησης ως σχετικά ισχνά σε σχέση με τους ιστορικούς μέσους όρους τους.

#### **Πλαίσιο 4**

#### **ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ ΑΠΟ ΤΟ 2008**

Τα αποθέματα αποτελούν σημαντικό παράγοντα στις διακυμάνσεις του επιχειρηματικού κύκλου. Έπαιξαν σημαντικό ρόλο κατά την έντονη ύφεση που ακολούθησε την κατάρρευση της Lehman Brothers το 2008, αλλά και κατά την ανάκαμψη που την διαδέχθηκε, και πάλι κατά την πρόσφατη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας. Το παρόν πλαίσιο επισκοπεί το ρόλο που διαδραμάτισαν κατά τις εν λόγω περιόδους και εξετάζει τις συνέπειες για την κατάσταση και τις προοπτικές της οικονομίας στις αρχές του 2013.

## Αποθέματα και επιχειρηματικός κύκλος

Χάρη στις προσαρμογές των αποθεμάτων η ομαλή παραγωγή δεν επηρεάζεται από τις διακυμάνσεις της ζήτησης, ιδίως όταν οι προσαρμογές έχουν κάποιο κόστος. Κατά συνέπεια, κρίνεται ότι η μείωση της ζήτησης συνοδεύει την αύξηση των αποθεμάτων, και αντιστρόφως. Ωστόσο, σύμφωνα με εμπειρικά μακροοικονομικά στοιχεία οι μεταβολές των αποθεμάτων χαρακτηρίζονται από υπερκυκλικότητα και εντείνουν τις φάσεις τόσο της οικονομικής ύφεσης όσο και της ανάκαμψης. Η ακούσια συσσώρευση αποθεμάτων λαμβάνει όντως χώρα στην αρχή της ύφεσης, καθώς η ζήτηση μειώνεται ταχύτερα από τις δυνατότητες προσαρμογής της παραγωγής. Ωστόσο, της συσσώρευσης έπεται η ηθελημένη διάθεση των αποθεμάτων, καθώς οι εταιρείες προσπαθούν να μειώσουν τα επίπεδά τους και να περιορίσουν αντίστοιχα την παραγωγή, γεγονός που επιδεινώνει την οικονομική ύφεση. Όταν επιβραδυνθεί ο ρυθμός διάθεσης των αποθεμάτων, τα τελευταία συμβάλλουν θετικά στην αύξηση του ΑΕΠ και στηρίζουν με τον τρόπο αυτό τη γενικότερη ανάπτυξη της οικονομίας.

Εννοιολογικά είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ δεν επηρεάζεται από τις μεταβολές των αποθεμάτων αλλά από την κλίμακα των μεταβολών αυτών προς τα άνω ή προς τα κάτω. Με άλλα λόγια η συμβολή των αποθεμάτων στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ εξαρτάται από το αν μειώνεται ή αυξάνεται ο ρυθμός της διάθεσης ή της σύστασής τους. Έτσι, η θετική συνεισφορά των αποθεμάτων στην ανάπτυξη μπορεί να οφείλεται στην ταχύτερη δημιουργία τους, αλλά και στη βραδύτερη διάθεσή τους. Συχνά ο ρυθμός διάθεσής τους μειώνεται σε περιόδους ανάκαμψης, αμέσως μετά το κατώτερο σημείο του οικονομικού κύκλου, όταν και η διάθεσή τους γίνεται συχνά με τους γοργότερους ρυθμούς.

Στην πράξη, η ανάλυση των αποθεμάτων σε μακροοικονομικό επίπεδο θέτει προκλήσεις. Υπάρχουν σημαντικά προβλήματα με τα συλλεγόμενα στοιχεία, καθώς η ιχνηλάτηση και η μέτρηση των αλλαγών στα αποθέματα είναι δυσχερής, ενώ τα τεκμηριωμένα στοιχεία σχετικά με αυτά έχουν την τάση να αναθεωρούνται. Η ανάλυση των αποθεμάτων στη ζώνη του ευρώ γίνεται κατά κύριο λόγο βάσει τριμηνιαίων στοιχείων εθνικών λογαριασμών, καθώς δεν υπάρχουν διαθέσιμα μηνιαία στοιχεία.<sup>1</sup> Τα στοιχεία εθνικών λογαριασμών συμπληρώνουν οι επιχειρηματικές δειγματοληπτικές έρευνες που δημοσιεύουν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και άλλες πηγές.<sup>2</sup>

### Ο κύκλος των αποθεμάτων κατά την ύφεση των ετών 2008-2009 και η ανάκαμψη που ακολούθησε

Ύστερα από την πτώχευση της Lehman Brothers το 2008, εν μέσω ιδιαίτερα δυσμενών συνθηκών χρηματοδότησης ενεργοποιήθηκε απότομα η διάθεση αποθεμάτων στο πλαίσιο των προοπτικών επιδείνωσης της ζήτησης. Όπως φαίνεται από το Διάγραμμα Α, το δεύτερο τρίμηνο του 2009 σημειώθηκε μείωση στα επίπεδα των αποθεμάτων στη ζώνη του ευρώ κατά 19 δισεκ. ευρώ ή 0,8% του ΑΕΠ, κάτι που αποτελεί ριζική μεταστροφή από το ρυθμό συσσώρευσής τους το πρώτο τρίμηνο του 2008 (0,7% του ΑΕΠ, δηλαδή αύξηση ύψους 17 δισεκ. ευρώ). Σύμφωνα με αποσπασματικά στοιχεία της περιόδου εκείνης επικράτησαν γενικά τάσεις συγκέντρωσης μετρητών και η αποταμίευσή τους συνέβαλε καθοριστικά στη διάθεση των αποθεμάτων. Επίσης, η εκούσια διάθεση των αποθεμάτων εισροών από επιχειρήσεις μεταποίησης καθώς και από επιχειρήσεις τόσο της λιανικής όσο και της χονδρικής συνέβαλε αρχικά στην ακούσια συσσώρευση τελειωμένων αγαθών από τις επιχειρήσεις μεταποίησης, οι οποίες δεν ήταν σε θέση να μειώσουν την παραγωγή αρκετά γρήγορα ώστε να αποφύγουν την αύξηση της αναλογίας μεταξύ των αποθεμάτων τελειωμένων αγαθών και των πωλήσεων πάνω από τα επιθυμητά επίπεδα.<sup>3</sup>

Το φαινόμενο αυτό είναι σύμφωνο με την τυπική τάση να εκδηλώνεται μια αιφνίδια αύξηση των αποθεμάτων η οποία αρχικά οδηγεί σε αλλαγές στη σύνθεσή τους και στη συνέχεια στο επίπεδο των συνολικών αποθεμάτων, όταν η όλο και μεγαλύτερη μείωση της παραγωγής καθιστά δυνατή την όλο και ταχύτερη διάθεση των αποθεμάτων.<sup>4</sup> Τελικά τα αποθέματα αντιπροσωπεύουν άνω του 1/4 της συνολικής μείωσης του πραγματικού ΑΕΠ κατά 4,7% μεταξύ του τρίτου τριμήνου του 2008 και του δεύτερου τριμήνου του 2009, κάτι που σημαίνει ότι η συνεισφορά τους ήταν σημαντικά μεγαλύτερη από τη συνεισφορά της ιδιωτικής κατανάλωσης (βλ. τον πίνακα).

Από τα μέσα του 2009 οι βελτιωμένες προσδοκίες για τη ζήτηση, οι πιο ευνοϊκές συνθήκες άντλησης κεφαλαίων και τα ίσως υπέρ το δέον ισχνά αποθέματα είχαν ως αποτέλεσμα την ταχεία υποχώρηση στους ρυθμούς διάθεσής τους, η οποία τελικά μεταστράφηκε σε συσσώρευση αποθεμάτων στις αρχές του 2010 σύμφωνα με τα στοιχεία εθνικών λογαριασμών (βλ. Διάγραμμα Α). Η επιβράδυνση του ρυθμού διάθεσης των αποθεμάτων συνέβαλε σημαντικά στην αύξηση του ΑΕΠ κατά το τρίτο τρίμηνο του 2009, γεγονός που συνέβαλε ώστε η ανάκαμψη να έρθει νωρίτερα και ταχύτερα σε σχέση με τις γενικές προβλέψεις. Επιπλέον, από το τρίτο τρίμηνο του 2009 έως το δεύτερο τρίμηνο του 2011 μεσολάβησε μια μακρά σειρά τριμήνων κατά τις οποίες οι αλλαγές στα αποθέματα συνέβαλαν ως επί το πλείστον θετικά στην αύξηση του ΑΕΠ. Η συμβολή τους αυτή ανήλθε σωρευτικά σε 1,5 εκατοστιαίες μονάδες ή στα 2/5 περίπου της αύξησης του ΑΕΠ κατά την περίοδο αυτή (όπως τεκμηριώνεται στον πίνακα).

#### **Διόρθωση των αποθεμάτων κατά τα έτη 2011-12**

Η δημιουργία αποθεμάτων που αναφέρθηκε στους εθνικούς λογαριασμούς από το τρίτο τρίμηνο του 2010 κορυφώθηκε στο δεύτερο τρίμηνο του 2011, δηλ. στο 0,9% του ΑΕΠ (σε όρους αξίας). Αυτή η ιδιαίτερα δραστήρια σύσταση αποθεμάτων ήταν πιθανώς περισσότερο απόρροια της ισχυρότερης τη στιγμή εκείνη ανάκαμψης της δραστηριότητας σε σχέση με τις προβλέψεις παρά αποτέλεσμα της βούλησης των επιχειρήσεων να χαλαρώσουν τις αυστηρές πολιτικές αποθεμάτων που εισήγαγαν μετά την πτώχευση της Lehman Brothers. Σύμφωνα με έρευνες και αποσπασματικά στοιχεία επιβεβαιώνεται όντως η αυστηρή διαχείριση των αποθεμάτων κατά μήκος της αλυσίδας προσφοράς από το 2010 έως τα μέσα του 2011, καθώς οι επιχειρήσεις διατήρησαν την επιφυλακτική στάση τους ως προς τα μετρητά.

Ωστόσο, όταν στα μέσα του 2011 οι σημαντικές ροές καθαρής ενίσχυσης των αποθεμάτων συνέπεσαν με την έντονη επιδείνωση των επιχειρηματικών προσδοκιών, οι επιχειρήσεις αναθεώρησαν μέσα σε λίγους μήνες τα επίπεδα των αποθεμάτων τους. Σύμφωνα με τα στοιχεία της επιχειρηματικής έρευνας που διενέργησε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (βλ. Διάγραμμα Γ), από την αξιολόγηση των αποθεμάτων σε σύγκριση με τα κανονικά επίπεδά τους προέκυψε ότι κυμαίνονταν κοντά στον ιστορικό μέσο όρο τους, αφότου ήταν σε ιστορικά χαμηλά για πάνω από ένα έτος. Επιπλέον, όπως και στο τέλος του 2008, στο τέλος του 2011 σύμφωνα με τις έρευνες για το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) οι μεταποιητικές επιχειρήσεις προχώρησαν σε ταχύτερη διάθεση των αποθεμάτων τους (ή συγκράτησαν τη σύσταση αποθεμάτων) τόσο εισροών όσο και λιανικής σε σχέση με τα αποθέματα έτοιμων προϊόντων.

Σύμφωνα με τα στοιχεία εθνικών λογαριασμών η νέα αυτή κατάσταση οδήγησε στην απότομη επιβράδυνση του ρυθμού σύστασης αποθεμάτων και ακόμη και στην ελαφρά διάθεσή τους κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2011.<sup>5</sup> Αυτό σημαίνει ότι η συνεισφορά τους στην ανάπτυξη, 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας, ήταν ιδιαίτερα αρνητική το δεύτερο εξάμηνο του 2011, ενώ το ΑΕΠ μειώθηκε μόνο κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας την ίδια περίοδο. Αφού ο ρυθμός διάθεσης των αποθεμάτων σταθεροποιήθηκε κατά το πρώτο εξάμηνο του 2012, επιταχύνθηκε κάπως εκ νέου κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2012. Στο

δεύτερο εξάμηνο του 2011 το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας και η συνεισφορά των αποθεμάτων στην ανάπτυξη του ΑΕΠ ήταν ελαφρά αρνητική σε -0,4 της εκατοστιαίας μονάδας.

### Κατάσταση και προοπτικές στις αρχές του 2013

Υπό το πρίσμα των σχετικά περιορισμένων αποθεμάτων γενικά στο σύνολο της αλυσίδας προσφοράς δεν φαίνεται πιθανό να εξακολουθήσει η διάθεσή τους με τον παρόντα ρυθμό. Κατά συνέπεια, στο προβλέψιμο μέλλον τα αποθέματα μπορεί να έχουν μια πιο θετική συμβολή στην ανάπτυξη, αλλά αυτό θα εξαρτηθεί και από άλλους παράγοντες, όπως είναι η μείωση του κλίματος αβεβαιότητας. Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες έρευνες για τους PMI η διάθεση των αποθεμάτων μπορεί ήδη να παρουσιάζει κάποια επιβράδυνση. Παρομοίως, όπως φαίνεται από επιχειρηματικές έρευνες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τα αποθέματα στο σύνολό τους θεωρείται ότι υπολείπονται σημαντικά του ιστορικού μέσου όρου τους τόσο στον τομέα της μεταποίησης (τελειωμένα αγαθά) όσο και στον τομέα του λιανικού εμπορίου.

- 1 Το πλεονέκτημα των στοιχείων εθνικών λογαριασμών είναι ότι, κατ' αρχήν, παρέχουν πλήρη κάλυψη. Ωστόσο, η ερμηνεία των μεταβολών των αποθεμάτων με βάση τους εθνικούς λογαριασμούς πρέπει να γίνεται με επιφύλαξη, επειδή τα αποθέματα αποτελούν τη λιγότερο αξιόπιστη κατηγορία στην ανάλυση του ΑΕΠ ως δαπάνη. Λόγω της συχνής έλλειψης στοιχείων από επίκαιρες πηγές σχετικά με τα αποθέματα σε τριμηνιαία βάση, οι αλλαγές στα αποθέματα πολλές φορές παίζουν σημαντικότατο ρόλο στη διαδικασία ισοσκελισμού των εθνικών λογαριασμών και, κατά συνέπεια, περιλαμβάνουν μια σημαντική εναπομένουσα συνιστώσα.. Επιπλέον, τα στοιχεία για τις εξελίξεις σχετικά με τα αποθέματα συχνά υπόκεινται σε σημαντικές αναθεωρήσεις. Βλ. το πλαίσιο με τίτλο «Η αξιοπιστία των εκτιμήσεων της αύξησης του ΑΕΠ και των συνιστωσών του για τη ζώνη του ευρώ», *Μηνιαίο Δελτίο Bulletin*, ΕΚΤ, Ιούνιος 2006.
- 2 Βλ. για περισσότερες λεπτομέρειες το πλαίσιο «Stockbuilding – theoretical considerations and recent developments», *Monthly Bulletin*, ECB, May 2012.
- 3 Βλ. το πλαίσιο με τίτλο «Recent developments in stock building», *Monthly Bulletin*, ECB, May 2009.
- 4 Η διάθεση αποθεμάτων που έλαβε χώρα μετά την κατάρρευση της Lehman brothers αποτέλεσε επίσης παγκόσμιο φαινόμενο. Παρατηρήθηκε στις Ηνωμένες Πολιτείες, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Κίνα και την Ιαπωνία, αλλά και σε θεματικό επίπεδο σε ορισμένες χώρες, όπως η Νότια Κορέα και η Ρωσία (στις οποίες σημειώθηκε η μεγαλύτερη προσαρμογή των αποθεμάτων το τέταρτο τρίμηνο του 2008). Αυτό συνέβαλε στην ιδιαίτερα έντονη συρρίκνωση του παγκόσμιου εμπορίου το δ' τρίμηνο του 2008 και το α' τρίμηνο του 2009.
- 5 Το γεγονός ότι η μείωση του ρυθμού διάθεσης των αποθεμάτων σύμφωνα με την έρευνα PMI από το β' εξάμηνο του 2011 είναι μικρότερη σε σχέση με τη μείωση που προκύπτει από τα στοιχεία εθνικών λογαριασμών αντανακλά την ατελή μέτρηση των αποθεμάτων και από τις δύο πηγές. Επιπλέον, οι αναθεωρήσεις των μεγεθών εθνικών λογαριασμών μπορεί ενδεχομένως να μειώσει την έλλειψη που παρατηρείται την παρούσα στιγμή.

### ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ

Εν μέσω της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ και σε παγκόσμιο επίπεδο, το εξωτερικό εμπόριο της ευρωζώνης συρρικνώθηκε το δ' τρίμηνο του 2012. Και οι εισαγωγές και οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών μειώθηκαν κατά 0,9% σε τριμηνιαία βάση (βλ. Διάγραμμα 50). Οι εξελίξεις αυτές είχαν ως αποτέλεσμα την ουδέτερη συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ. Τις εξαγωγές στη ζώνη του ευρώ υποβοήθησε η ισχυρή ζήτηση από τις οικονομίες του ΟΠΕΚ που είναι πλούσιες σε βασικά εμπορεύματα και, σε μικρότερο βαθμό, από την Ασία. Από την άλλη πλευρά, οι εξαγωγές προς τις Ηνωμένες Πολιτείες παρέμειναν υποτονικές.

Από μια πιο μακροχρόνια σκοπιά, από τα μέσα του 2010 το εξωτερικό εμπόριο στηρίζει σε μεγάλο βαθμό την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ, καθώς οι εξαγωγές αυξάνονται ταχύτερα από τις εισαγωγές. Αυτό αντανακλά πρωτίστως την αρνητική διαφορά του ρυθμού ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ έναντι των κυριότερων εμπορικών της εταίρων, καθώς και την υποτίμηση της πραγματικής σταθμισμένης

συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ στο μεγαλύτερο μέρος της περιόδου αυτής. Η τάση αυτή ήταν γενικευμένη στις κύριες κατηγορίες προϊόντων και ιδιαίτερα εμφανής στις κατηγορίες των κεφαλαιακών και των καταναλωτικών αγαθών.

Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές για το εμπόριο στη ζώνη του ευρώ εξακολουθούν να χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας, που αποτυπώνεται στους διαθέσιμους δείκτες ερευνών. Οι παραγγελίες εξαγωγών που αναφέρθηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή τον Φεβρουάριο αυξήθηκαν ελαφρώς, αλλά παρέμειναν κάτω από τον μακροχρόνιο μέσο όρο. Παράλληλα, από τις νέες παραγγελίες εξαγωγών του δείκτη PMI προέκυψαν σαφέστερες ενδείξεις βελτίωσης κατά τους πρόσφατους μήνες, υπερβαίνοντας το όριο επέκτασης/συρρίκνωσης του 50 για πρώτη φορά από τον Ιούνιο του 2011. Συνολικά, σύμφωνα με τους δείκτες αυτούς οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ παραμένουν υποτονικές. Ανεξαρτήτως αυτού, η σταδιακή ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας αναμένεται να στηρίξει τις εξαγωγές κατά τους προσεχείς μήνες. Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές για τις εισαγωγές περιορίζονται ακόμη από τον υποτονικό υποκείμενο ρυθμό ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ, παρά τις τυχόν θετικές επιπτώσεις της πρόσφατης ανατίμησης του ευρώ. Αυτό αναμένεται να έχει ως αποτέλεσμα μια μικρή θετική συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου στην αύξηση του ΑΕΠ στις αρχές του 2013.

## 4.2 ΤΟ ΠΡΟΪΟΝ ΚΑΤΑ ΤΟΜΕΑ

Αν εξεταστεί η πλευρά της παραγωγής των εθνικών λογαριασμών, η συνολική προστιθέμενη αξία εξακολούθησε να μειώνεται από το δ' τρίμηνο του 2011 και συρρικνώθηκε κατά 0,5% το δ' τρίμηνο του 2012, μετά από μειώσεις κατά 0,1% περίπου τα τρία προηγούμενα τρίμηνα. Η συρρίκνωση της προστιθέμενης αξίας το δ' τρίμηνο του 2012 ήταν γενικευμένη σε όλους τους τομείς.

Από μια πιο μακροχρόνια σκοπιά, οι εξελίξεις παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των τομέων από την περίοδο 2007-08 κατά την οποία είχαν καταγραφεί ανώτατα επίπεδα. Το δ' τρίμηνο του 2012, η προστιθέμενη αξία στον τομέα της βιομηχανίας (εκτός κατασκευών) παρέμενε περίπου 8% χαμηλότερη από το ανώτατο επίπεδό της στο τέλος του 2007, ενώ η προστιθέμενη αξία στον τομέα των κατασκευών ήταν 20% χαμηλότερη από το ανώτατο επίπεδό της. Αντίθετα, η προστιθέμενη αξία στον τομέα των υπηρεσιών ήταν ελαφρώς υψηλότερη από το ανώτατο επίπεδο στο οποίο είχε διαμορφωθεί στις αρχές του 2008.

Οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες καταδεικνύουν περαιτέρω γενικευμένη συρρίκνωση της προστιθέμενης αξίας το α' τρίμηνο του 2013, η οποία όμως αναμένεται να είναι λιγότερο έντονη από τη μείωση που καταγράφηκε το δ' τρίμηνο του 2012.

### ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΚΤΟΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ

Η προστιθέμενη αξία στον τομέα της βιομηχανίας εκτός των κατασκευών μειώθηκε με τριμηνιαίο ρυθμό 1,7% το δ' τρίμηνο του 2012, μετά από μικρή άνοδο 0,1% το προηγούμενο τρίμηνο. Η παραγωγή μειώθηκε και αυτή έντονα το δ' τρίμηνο, μετά την ελαφρά αύξησή της το προηγούμενο τρίμηνο (βλ. Διάγραμμα 51). Αυτή ήταν η μεγαλύτερη υποχώρηση που είχε σημειώσει η παραγωγή από την ύφεση του 2008-09. Η παραγωγή σε όλες τις κύριες ομάδες βιομηχανικών κλάδων σημείωσε πτώση το δ' τρίμηνο του προηγούμενου έτους.

Όσον αφορά το μέλλον, οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες υποδηλώνουν περαιτέρω υποτονικότητα της δραστηριότητας στον τομέα της βιομηχανίας το α' τρίμηνο του 2013. Παρόλο που ο δείκτης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις επιχειρηματικές προσδοκίες στη

βιομηχανία βελτιώθηκε τους δύο πρώτους μήνες του 2013, παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα 52). Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για την παραγωγή στον τομέα της μεταποίησης βελτιώθηκε επίσης στις αρχές του έτους, σε σχέση με το δ' τρίμηνο του προηγούμενου έτους, αλλά τους δύο πρώτους μήνες του 2013 παρέμεινε κάτω από το θεωρητικό όριο μηδενικής μεταβολής (50). Η έρευνα που διεξήγαγε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή τον Φεβρουάριο σχετικά με τις εκτιμήσεις για τις παραγγελίες των επιχειρήσεων και τις αναμενόμενες εξελίξεις των παραγγελιών τους επόμενους τρεις μήνες κατέγραψε ομοίως βελτίωση, όπως και η έρευνα της Markit για τις νέες παραγγελίες.

## **ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ**

Το δ' τρίμηνο του 2012, η προστιθέμενη αξία στον τομέα των κατασκευών εμφάνισε αρνητική μεταβολή για έβδομο συνεχές τρίμηνο. Κατά την περίοδο αυτή η προστιθέμενη αξία μειώθηκε κατά σχεδόν 6%. Οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες καταδεικνύουν επίμονα υποτονικές εξελίξεις στο άμεσο μέλλον, γεγονός που επιβεβαιώνει την ασθενή δυναμική του τομέα των κατασκευών. Τα μηνιαία στοιχεία για την παραγωγή στον τομέα των κατασκευών κατέγραψαν μηνιαία πτώση κατά 1,6% τον Δεκέμβριο, η οποία αποτελεί δυσμενές επίπεδο εκκίνησης για το α' τρίμηνο του 2013, λόγω της αρνητικής μεταφερόμενης επίδρασης. Στην αρχή του 2013, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για την παραγωγή στις κατασκευές και ο δείκτης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις επιχειρηματικές προσδοκίες στον τομέα των κατασκευών βελτιώθηκαν από τα χαμηλά επίπεδα στα οποία είχαν διαμορφωθεί, εξακολούθησαν όμως να σηματοδοτούν συρρίκνωση της δραστηριότητας. Παρόμοια βελτίωση παρατηρήθηκε και στους δείκτες μελλοντικών εξελίξεων, όπως οι έρευνες για τις νέες παραγγελίες και οι εκτιμήσεις για τις παραγγελίες των επιχειρήσεων.

## **ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ**

Η προστιθέμενη αξία στον τομέα των υπηρεσιών μειώθηκε κάπως σε τριμηνιαίους όρους το δ' τρίμηνο του 2012, αφού είχε παραμείνει στάσιμη τα τέσσερα προηγούμενα τρίμηνα. Από το γ' τρίμηνο του 2009 έως το δ' τρίμηνο του 2012 (δηλ. την περίοδο μετά το τέλος της ύφεσης του 2008), ο μέσος τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης της προστιθέμενης αξίας στον τομέα των υπηρεσιών ήταν σημαντικά χαμηλότερος από το ρυθμό αύξησης στον τομέα της βιομηχανίας εκτός των κατασκευών (κατά μέσο όρο ανήλθε σε 0,2% και 0,8% αντίστοιχα σε τριμηνιαία βάση). Τα πιο πρόσφατα στοιχεία υποδηλώνουν ότι η πρόσφατη υποχώρηση ήταν σχετικά πιο έντονη στον τομέα των υπηρεσιών της αγοράς, όπου η προστιθέμενη αξία συρρικνώθηκε κατά 0,3% σε τριμηνιαία βάση το δ' τρίμηνο του 2012, ενώ η προστιθέμενη αξία στον τομέα των κατ' εξοχήν μη εμπορεύσιμων υπηρεσιών (που περιλαμβάνουν τη δημόσια διοίκηση, την εκπαίδευση, την υγειονομική περίθαλψη και την κοινωνική μέριμνα) σημείωσε μικρή άνοδο σε τριμηνιαίους όρους.

Όσον αφορά το μέλλον, οι έρευνες δείχνουν συνέχιση της υποτονικότητας στη δραστηριότητα του τομέα των υπηρεσιών το α' τρίμηνο του 2013, παρόλο που αναμένεται μικρή επιβράδυνση του ρυθμού μείωσης. Ενώ ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για τη δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών παρέμεινε κάτω από το θεωρητικό όριο μηδενικής μεταβολής (50) τους δύο πρώτους μήνες του 2013, το επίπεδό του έχει βελτιωθεί από το δ' τρίμηνο του 2012. Ο δείκτης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις επιχειρηματικές προσδοκίες στον τομέα των υπηρεσιών υποδηλώνει επίσης σχετική βελτίωση της δραστηριότητας του τομέα των υπηρεσιών το α' τρίμηνο του 2013.

### 4.3 ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ έχουν επιδεινωθεί περαιτέρω τα τελευταία τρίμηνα, εξαιτίας της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας και της προϊούσας προσαρμογής της αγοράς εργασίας σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ. Οι δείκτες μελλοντικών εξελίξεων, όπως αυτοί που βασίζονται σε έρευνες, δεν σηματοδοτούν βελτίωση την προσεχή περίοδο.

Οι συνολικές πραγματικές ώρες εργασίας μειώθηκαν κατά 0,2% το γ' τρίμηνο του 2012 και έτσι συνεχίστηκε η υποχώρηση που παρατηρήθηκε τα τρία προηγούμενα τρίμηνα (βλ. Πίνακα 11). Ανά τομέα, οι πραγματικές ώρες εργασίας μειώθηκαν κατακόρυφα στους τομείς των κατασκευών και της βιομηχανίας (εκτός κατασκευών), ενώ στον τομέα των υπηρεσιών καταγράφηκε ελαφρά αύξηση των πραγματικών ωρών εργασίας.

Η απασχόληση σε όρους αριθμού εργαζομένων υποχώρησε το γ' τρίμηνο του 2012, αφού παρέμεινε σταθερή το β' τρίμηνο. Η μείωση της απασχόλησης αφορούσε κυρίως τον τομέα των κατασκευών, τις δραστηριότητες τις σχετικές με την ακίνητη περιουσία και τις χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες, ενώ μόνο στον τομέα των τεχνών και στις υπηρεσίες διασκέδασης καταγράφηκε άνοδος της απασχόλησης.

Οι έρευνες για την απασχόληση υποδηλώνουν ότι η δημιουργία θέσεων εργασίας πιθανώς επιδεινώθηκε περαιτέρω το δ' τρίμηνο του 2012 και στην αρχή του 2013, αντανakλώντας κυρίως τη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ. Συγκεκριμένα, ο σύνθετος Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) της ζώνης του ευρώ για τις προσδοκίες απασχόλησης (ο οποίος περιλαμβάνει και τη μεταποίηση και τον τομέα των υπηρεσιών) παρέμεινε κάτω από το όριο μηδενικής μεταβολής το δ' τρίμηνο του 2012, καθώς και τους δύο πρώτους μήνες του 2013. Οι έρευνες επιχειρηματικών προσδοκιών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής παρέχουν παρόμοια εικόνα (βλ. Διάγραμμα 53). Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας της εργασίας ανά απασχολούμενο, ο οποίος υποχωρεί την τελευταία διετία, επιβραδύνθηκε περαιτέρω και διαμορφώθηκε σε 0,1% το γ' τρίμηνο του 2012 (βλ. Διάγραμμα 54). Η άνοδος της παραγωγικότητας ανά πραγματική ώρα εργασίας σημείωσε και αυτή πτώση, αν και με βραδύτερο ρυθμό και από υψηλότερο επίπεδο. Ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας εκτιμάται ότι παρέμεινε υποτονικός το δ' τρίμηνο του 2012 και στην αρχή του 2013, εξαιτίας της εξασθένησης της οικονομικής δραστηριότητας.

Το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας και διαμορφώθηκε σε 11,9% τον Ιανουάριο του 2013, φθάνοντας έτσι στο υψηλότερο επίπεδο του από την έναρξη της σειράς. Το ποσοστό ανεργίας παρουσιάζεται υψηλότερο κατά 2,0 εκατοστιαίες μονάδες από τον Απρίλιο του 2011, όταν άρχισε την ανοδική του πορεία (βλ. Διάγραμμα 55). Η μη δημιουργία θέσεων εργασίας, σε συνδυασμό με τα δυσμενή στοιχεία ερευνών, καταδεικνύει περαιτέρω άνοδο της ανεργίας βραχυπρόθεσμα.

### 4.4 ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Όσον αφορά το 2013, πρόσφατα στοιχεία και δείκτες καταδεικνύουν ότι η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να αρχίσει να σταθεροποιείται τους πρώτους μήνες του έτους. Σταδιακή ανάκαμψη αναμένεται να ξεκινήσει αργότερα εντός του 2013, καθώς η ενίσχυση της παγκόσμιας ζήτησης και η στήριξη της εγχώριας ζήτησης από τη διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής θα επιδράσουν θετικά στο ρυθμό ανόδου των εξαγωγών. Επιπλέον, η βελτίωση στις χρηματοπιστωτικές αγορές από τον Ιούλιο του περασμένου έτους και η συνεχιζόμενη υλοποίηση διαρθρωτικών

μεταρρυθμίσεων προβλέπεται να επηρεάσουν την οικονομία. Παράλληλα, η αναγκαία προσαρμογή των ισολογισμών στο δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα και οι συνεπαγόμενες συνθήκες πιστωτικής στενότητας θα συνεχίσουν να επηρεάζουν δυσμενώς την οικονομική δραστηριότητα.

Η εκτίμηση αυτή αντικατοπτρίζεται και στις μακροοικονομικές προβολές Μαρτίου 2013 των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ, όπου προβλέπεται ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα κυμανθεί μεταξύ -0,9% και -0,1% το 2013 και μεταξύ 0,0% και 2,0% το 2014. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές Δεκεμβρίου 2012 των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, τα διαστήματα έχουν αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα κάτω. Η αναθεώρηση για το 2013 αντανακλά κυρίως μια πιο αρνητική μεταφερόμενη επίδραση από το αποτέλεσμα για το πραγματικό ΑΕΠ το δ' τρίμηνο του 2012, ενώ η εκτιμώμενη πορεία της ανάκαμψης παραμένει γενικώς αμετάβλητη (βλ. επίσης Πλαίσιο 5).

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προοπτικές της οικονομίας για τη ζώνη του ευρώ εξακολουθούν να είναι καθοδικοί. Συνδέονται κυρίως με το ενδεχόμενο υποτονικότερων εξαγωγών και εγχώριας ζήτησης σε σχέση με ό,τι αναμενόταν και με τη βραδεία ή ανεπαρκή υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στη ζώνη του ευρώ. Οι εν λόγω παράγοντες είναι δυνατόν να επιδράσουν ανασχετικά στη βελτίωση της εμπιστοσύνης και συνεπώς να καθυστερήσουν την ανάκαμψη.

## **Πλαίσιο 5**

### **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 22 Φεβρουαρίου 2013.<sup>1</sup> Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα διαμορφωθεί, σύμφωνα με τις προβολές, σε επίπεδα μεταξύ -0,9% και -0,1% το 2013 και μεταξύ 0,0% και 2,0% το 2014. Ο πληθωρισμός θα διαμορφωθεί, σύμφωνα με τις προβολές, μεταξύ 1,2% και 2,0% το 2013 και μεταξύ 0,6% και 2,0% το 2014.

#### **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 και τις τιμές των ενεργειακών και των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων βασίζονται στις προσδοκίες της αγοράς σύμφωνα με στοιχεία έως και τις 14 Φεβρουαρίου 2013.

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 0,3% για το 2013 και 0,5% για το 2014. Οι προσδοκίες της αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν μέσο επίπεδο 3,2% το 2013 και 3,6% το 2014. Αντανακλώντας τις εξελίξεις στα προθεσμιακά επιτόκια της αγοράς και τη σταδιακή μετακύλιση των μεταβολών των επιτοκίων της αγοράς στα επιτόκια χορηγήσεων, τόσο τα βραχυπρόθεσμα όσο και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια τραπεζικών χορηγήσεων προς τον μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ αναμένεται να φθάσουν στο κατώτατο επίπεδό τους το πρώτο εξάμηνο του 2013 και στη συνέχεια να αυξηθούν σταδιακά. Αναμένεται ότι οι

συνθήκες προσφοράς πιστώσεων θα εξακολουθήσουν να επηρεάζουν, κατά μέσο όρο, αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ το 2013 ενώ θα έχουν πιο ουδέτερη επίδραση το 2014.

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 14 Φεβρουαρίου 2013, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι αναμένεται, βάσει των υποθέσεων, να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο στα 114,1 δολάρια ΗΠΑ το 2013 και στα 106,8 δολάρια ΗΠΑ το 2014. Οι τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων σε δολάρια ΗΠΑ<sup>2</sup> εκτιμάται ότι θα αυξηθούν κατά 1,2% το 2013 και κατά 2,3% το 2014.

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 14 Φεβρουαρίου 2013. Αυτό συνεπάγεται ότι η μέση συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ ανά ευρώ θα διαμορφωθεί σε 1,35 το 2013 και το 2014 από 1,29 το 2012. Η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ αναμένεται, βάσει των υποθέσεων, να ανατιμηθεί κατά 4,2% το 2013 και κατά 0,1% το 2014.

Οι υποθέσεις για τη δημοσιονομική πολιτική βασίζονται στα μέτρα που έχουν ήδη εγκριθεί από τα εθνικά κοινοβούλια ή έχουν προσδιοριστεί με επαρκείς λεπτομέρειες από τις κυβερνήσεις και πιθανότατα θα εγκριθούν νομοθετικά. Αν και έχουν ήδη εφαρμοστεί ή αναμένεται να εφαρμοστούν εντός του 2013 σημαντικά μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης, τα οποία συμπεριλαμβάνουν τόσο φορολογικές αυξήσεις όσο και μειώσεις δαπανών, μέχρι στιγμής ελάχιστα μόνο μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης έχουν ληφθεί υπόψη στις υποθέσεις για το 2014.

### **Προβολές για το διεθνές περιβάλλον**

Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου πραγματικού ΑΕΠ (εκτός της ζώνης του ευρώ) αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να επιταχυνθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής και να σημειώσει ελαφρά άνοδο από 3,7% το 2012 σε 3,8% το 2013 και σε 4,4% το 2014. Η προσδοκία για αυτή τη σταδιακή ανάκαμψη επιβεβαιώνεται από τις έρευνες για τους Δείκτες Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) (εκτός της ζώνης του ευρώ), οι οποίοι τους τελευταίους μήνες σημείωσαν άνοδο προς τα μακροχρόνια μέσα επίπεδά τους, σηματοδοτώντας έτσι μια βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος. Επιπροσθέτως, οι συνθήκες στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές βελτιώθηκαν περαιτέρω όπως καταδεικνύουν η άνοδος των τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές, η υποχώρηση της μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η μείωση βασικών δεικτών διαφορών αποδόσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο, οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για τις κυριότερες προηγμένες οικονομίες συνεχίζουν να είναι περιορισμένες. Παρά την πρόοδο που έχει επιτευχθεί σε σχέση με την επανεξισορρόπηση του χρέους του ιδιωτικού τομέα, η δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών εξακολουθεί να είναι αυξημένη στις προηγμένες οικονομίες, ενώ η ανάγκη για αυστηρότερη δημοσιονομική πολιτική αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τις προοπτικές της ανάπτυξης τα επόμενα έτη. Ταυτόχρονα, η ανάπτυξη στις αναδυόμενες οικονομίες αναμένεται να παραμείνει ισχυρή. Ακολουθώντας σε γενικές γραμμές τις παγκόσμιες προοπτικές της ανάπτυξης, η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 3,5% το 2013 και κατά 6,3% το 2014, έπειτα από 3,2% το 2012.

## Προβολές για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ

Το πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ υποχώρησε κατά 0,6% το δ' τρίμηνο του 2012, αφού μειώθηκε κατά 0,1% το γ' τρίμηνο και κατά 0,2% το β' τρίμηνο. Η εγχώρια ζήτηση στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε σημαντικά το δ' τρίμηνο του 2012, καθώς τόσο η ιδιωτική κατανάλωση όσο και οι επενδύσεις σημείωσαν πτώση. Πτώση σημείωσαν και οι εξαγωγές, γεγονός που αντανακλά την υποτονική εξέλιξη του εμπορίου στο τέλος του 2012.

Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να σταθεροποιηθεί κατά το πρώτο εξάμηνο του 2013 και να αρχίσει να ανακάμπτει σταδιακά στη συνέχεια. Το 2013, η σταδιακή επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών – υποβοηθούμενη από την ευνοϊκότερη εξέλιξη της εξωτερικής ζήτησης, εν μέρει μόνο αντισταθμιζόμενη από τη μείωση της ανταγωνιστικότητας λόγω της ενίσχυσης του ευρώ – πιθανώς θα έχει θετική συμβολή στην ανάπτυξη. Η ανάκαμψη αναμένεται επίσης να υποβοηθηθεί από την ευνοϊκή επίδραση της διευκολυντικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής στην εγχώρια ιδιωτική ζήτηση, καθώς και από την ευνοϊκή επίδραση που ασκεί στο πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα η υποχώρηση του πληθωρισμού, η οποία οφείλεται αφενός στην ανατίμηση του ευρώ και αφετέρου στην εκτιμώμενη υποχώρηση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Ωστόσο, η υποτονικότητα της εγχώριας ζήτησης, η οποία απορρέει από το γεγονός ότι το οικονομικό κλίμα παραμένει συνολικά αρνητικό και ότι εξακολουθούν να υφίστανται ανάγκες απομόχλευσης και δημοσιονομικής εξυγίανσης σε ορισμένες χώρες, αναμένεται να συνεχιστεί και η ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης θα γίνει σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Συνολικά, η ανάκαμψη, σύμφωνα με τις προβολές, παραμένει συγκρατημένη με βάση τα ιστορικά δεδομένα, με αποτέλεσμα τη διατήρηση αρνητικού παραγωγικού κενού σε όλη τη διάρκεια του ορίζοντα προβολής. Σε ετήσια βάση, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί με ρυθμό μεταξύ -0,9% και -0,1% το 2013 και μεταξύ 0,0% και 2,0% το 2014.

Αν εξετάσουμε αναλυτικότερα τις συνιστώσες της ζήτησης, ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί εντός του 2013 και αργότερα. Αυτή την προοπτική στηρίζει η σταδιακή ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης για προϊόντα και υπηρεσίες της ζώνης του ευρώ, αν και προβλέπεται ότι θα μετριαστεί εν μέρει από τη μείωση της ανταγωνιστικότητας λόγω της ενίσχυσης του ευρώ. Οι επιχειρηματικές επενδύσεις, αφού πιθανώς μειωθούν το τελευταίο τρίμηνο του 2012, αναμένεται, βάσει των προβολών, ότι θα υποχωρήσουν περαιτέρω το πρώτο εξάμηνο του 2013, γεγονός που οφείλεται στη διατήρηση του σχετικά υποτονικού επιχειρηματικού κλίματος, στον χαμηλό βαθμό χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού, στις εύθραυστες προοπτικές της ζήτησης και στις δυσμενείς συνθήκες προσφοράς πιστώσεων σε ορισμένες χώρες. Έχοντας φθάσει σε ιστορικά εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα, ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται ότι θα αρχίσουν να ανακάμπτουν το δεύτερο εξάμηνο του 2013, υποβοηθούμενες από τη σταδιακή ενίσχυση της εγχώριας και της εξωτερικής ζήτησης και από το πολύ χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων. Οι επενδύσεις σε κατοικίες αναμένεται να υποχωρήσουν περαιτέρω τα επόμενα τρίμηνα λόγω της υποτονικής αύξησης του διαθέσιμου εισοδήματος, της εμπιστοσύνης των καταναλωτών η οποία παραμένει εύθραυστη και παρουσιάζει ελάχιστα μόνο σημεία ανάκαμψης και των περαιτέρω αναγκών για διορθώσεις στις αγορές κατοικιών σε ορισμένες χώρες. Αυτές οι δυσμενείς επιδράσεις αναμένεται ότι θα υπεραντισταθμίσουν τη σχετική ελκυστικότητα των επενδύσεων σε κατοικίες σε κάποιες άλλες χώρες, όπου οι επενδύσεις σε κατοικίες ευνοούνται από τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια των ενυπόθηκων δανείων. Οι δημόσιες επενδύσεις αναμένεται

να μειωθούν σε όλη τη διάρκεια του ορίζοντα προβολής λόγω της αναμενόμενης λήψης μέτρων δημοσιονομικής εξυγίανσης σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ.

Η ιδιωτική κατανάλωση υποχώρησε το δ' τρίμηνο του 2012. Το γεγονός αυτό αντανακλά πιθανώς την έντονη μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, η οποία αντισταθμίζεται μόνο εν μέρει από την πτώση του ποσοστού αποταμίευσης στο πλαίσιο της προσπάθειας των νοικοκυριών να εξομαλύνουν διαχρονικά την κατανάλωσή τους. Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να υποχωρήσει περαιτέρω το πρώτο εξάμηνο του 2013 και να ανακάμψει με βραδύ ρυθμό στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου, συμβαδίζοντας γενικά με την εξέλιξη του ρυθμού αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος. Το 2014, ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί λόγω της αύξησης του εισοδήματος από την εργασία, καθώς θα βελτιώνονται οι συνθήκες στις αγορές εργασίας και θα υποχωρεί η αρνητική επίδραση των μέτρων δημοσιονομικής εξυγίανσης. Ωστόσο, η άνοδος του ποσοστού αποταμίευσης – που αντανακλά τα επίμονα υψηλά ποσοστά ανεργίας και την ανάγκη να μειωθεί η δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών – αναμένεται να περιορίσει την ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2014. Η δημόσια κατανάλωση αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να μειωθεί το 2013 λόγω των προσπαθειών δημοσιονομικής εξυγίανσης και να σημειώσει μέτρια άνοδο το 2014.

Οι εισαγωγές εκτός ζώνης ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να ανακάμψουν εντός του 2013 και αργότερα έπειτα από την υποτονικότητα που παρουσίασαν πρόσφατα, αντανακλώντας τη σταδιακή ανάκαμψη της συνολικής ζήτησης. Καθώς η αύξηση των εξαγωγών υπερβαίνει την αύξηση των εισαγωγών, το εμπορικό ισοζύγιο αναμένεται ότι θα έχει θετική συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ στον χρονικό ορίζοντα προβολής, αν και σε μικρότερο βαθμό από ό,τι το 2012. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να αυξηθεί στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής χάρη στην αύξηση του πλεονάσματος του εμπορικού ισοζυγίου.

#### Πίνακας Α Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ

(μέσες ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)<sup>1)</sup>

	2012	2013	2014
ΕνΔΤΚ	2,5	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0
Πραγματικό ΑΕΠ	-0,5	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0
Ιδιωτική κατανάλωση	-1,2	-1,3 – -0,3	-0,3 – 1,5
Δημόσια κατανάλωση	0,0	-0,9 – -0,1	-0,4 – 1,2
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-4,0	-3,8 – -1,0	-0,9 – 3,5
Εξαγωγές (αγαθά και υπηρεσίες)	2,9	-1,3 – 3,5	0,8 – 7,8
Εισαγωγές (αγαθά και υπηρεσίες)	-0,7	-2,1 – 2,3	1,0 – 7,2

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 εισαγωγές και τις εξαγωγές περιλαμβάνουν και τις εμπορικές συναλλαγές μεταξύ χωρών της ζώνης του ευρώ.

#### Προβολές για τις τιμές και το κόστος

Ο συνολικός πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ), ο οποίος σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat ήταν 1,8% τον Φεβρουάριο 2013, αναμένεται να υποχωρήσει περαιτέρω στη διάρκεια του 2013, έπειτα από την προβλεπόμενη έντονη μείωση των ετήσιων ρυθμών του πληθωρισμού των τιμών της ενέργειας και, σε μικρότερο βαθμό, του πληθωρισμού των τιμών των ειδών διατροφής, από τα αυξημένα επίπεδα που

παρατηρήθηκαν το 2012. Η προβλεπόμενη πτώση του πληθωρισμού των τιμών της ενέργειας αντανακλά εν μέρει καθοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης από την αναμενόμενη σταδιακή εξασθένηση της επίδρασης προηγούμενων αυξήσεων των τιμών του πετρελαίου, καθώς και την υπόθεση ότι οι τιμές του πετρελαίου θα μειωθούν σταδιακά στον χρονικό ορίζοντα προβολής. Κατά παρόμοιο τρόπο, η προβλεπόμενη πτώση του πληθωρισμού των τιμών των ειδών διατροφής αντανακλά αφενός καθοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης, καθώς εξασθενούν σταδιακά οι επιδράσεις προηγούμενων αυξήσεων, και αφετέρου την υπόθεση ότι οι τιμές των βασικών ειδών διατροφής σε διεθνές και ευρωπαϊκό επίπεδο θα υποχωρήσουν ελαφρώς στον ορίζοντα προβολής. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να υποχωρήσει οριακά το 2013, αντανακλώντας την ανατίμηση του ευρώ και τις υποτονικές οικονομικές εξελίξεις. Αυτός ο δείκτης πληθωρισμού αναμένεται να αυξηθεί κατά τι το 2014, αντανακλώντας τη μέτρια ανάκαμψη της δραστηριότητας. Σε μέσα επίπεδα έτους, ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να υποχωρήσει από 2,5% το 2012 σε επίπεδο μεταξύ 1,2% και 2,0% το 2013 και σε ακόμη χαμηλότερο επίπεδο μεταξύ 0,6% και 2,0% το 2014.

Αναλυτικότερα, οι εξωτερικές πιέσεις στις τιμές υποχώρησαν τους τελευταίους μήνες λόγω της ανατίμησης του ευρώ. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του αποπληθωριστή των εισαγωγών αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, ότι θα μειωθεί το 2013 και θα σταθεροποιηθεί ελαφρώς το 2014, βάσει της υπόθεσης ότι θα εξαλειφθεί σταδιακά η καθοδική επίδραση της ανατίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Όσον αφορά τις εγχώριες πιέσεις στις τιμές, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό αναμένεται να παραμείνει συγκρατημένος το 2013 και το 2014 λόγω της υποτονικότητας που επικρατεί στις αγορές εργασίας. Λαμβανομένης υπόψη της αναμενόμενης πτώσης του πληθωρισμού τιμών καταναλωτή, η πραγματική μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό αναμένεται, βάσει των προβολών, να αυξηθεί σταδιακά στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής, αφού είχε μειωθεί το 2011 και το 2012. Ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να παραμείνει σχετικά αυξημένος το 2013, καθώς η αύξηση της παραγωγικότητας θα είναι σημαντικά χαμηλότερη από ό,τι η αύξηση των μισθών. Καθώς ο ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας αναμένεται να επιταχυνθεί το 2014, αντανακλώντας το γεγονός ότι η δραστηριότητα θα ανακάμπτει ταχύτερα από ό,τι η απασχόληση, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να υποχωρήσει. Ο δείκτης των περιθωρίων κέρδους, ο οποίος υπολογίζεται ως ο λόγος του αποπληθωριστή του ΑΕΠ σε βασικές τιμές προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, αναμένεται να υποχωρήσει ελαφρώς περαιτέρω το 2013, έπειτα από την εντονότερη πτώση που σημειώθηκε το 2012, αντισταθμίζοντας τη σχετικά έντονη αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Στη συνέχεια, ο βραδύτερος ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και η σταδιακή βελτίωση των οικονομικών συνθηκών αναμένεται να στηρίξουν την ανάκαμψη των περιθωρίων κέρδους. Στο πλαίσιο των σχεδίων δημοσιονομικής εξυγίανσης, η συμβολή των αυξήσεων των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των έμμεσων φόρων στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να είναι σχετικά μεγάλη το 2013 και το 2014, έστω και αν η έκταση αυτών των μέτρων εξυγίανσης είναι ελαφρώς μικρότερη από ό,τι το 2012.

### **Σύγκριση με τις προβολές εμπειρογνομόνων του Δεκεμβρίου 2012**

Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος που δημοσιεύθηκαν στο Μηνιαίο Δελτίο του Δεκεμβρίου 2012, το άνω όριο του διαστήματος για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ

το 2013 αναθεωρήθηκε προς τα κάτω. Αυτή η αναθεώρηση αντανακλά κυρίως τη δυσμενή επίδοση του πραγματικού ΑΕΠ το δ' τρίμηνο του 2012, η οποία μηχανιστικά επηρεάζει σε μεγαλύτερο βαθμό αρνητικά τον μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης για το 2013. Ωστόσο, οι εξελίξεις με βάση τους τριμηνιαίους ρυθμούς αύξησης το 2013 ουσιαστικά δεν έχουν υποστεί αναθεώρηση. Το διάστημα που αφορά τον μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ το 2014 αναθεωρήθηκε ελαφρώς προς τα κάτω. Όσον αφορά τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ), το διάστημα της προβολής για το 2013 είναι κατά τι μικρότερου εύρους. Για το 2014, το άνω όριο του διαστήματος έχει μετατοπιστεί ελαφρώς προς τα κάτω σε σχέση με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2012, γεγονός που αντανακλά κυρίως την επίδραση της ανατίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

### Πίνακας Β Σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου

(μέσες ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2013	2014
Πραγματικό ΑΕΠ – Δεκέμβριος 2012	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
Πραγματικό ΑΕΠ – Μάρτιος 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0
ΕνΔΤΚ – Δεκέμβριος 2012	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
ΕνΔΤΚ – Μάρτιος 2013	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

### 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 της ζώνης του ευρώ αναμένεται να διαμορφωθεί μεταξύ -0,3% και 0,0% το 2013, επίπεδο που βρίσκεται κοντά στο άνω όριο του αντίστοιχου διαστήματος των προβολών των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ. Για το 2014 το διάστημα των διαθέσιμων προβλέψεων διαμορφώνεται μεταξύ 1,0% και 1,4%, βρίσκεται δηλαδή εντός του αντίστοιχου διαστήματος 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 1,6% και 1,9% το 2013 και μεταξύ 1,2% και 1,8% το 2014. Και στις δύο περιπτώσεις τα προβλεπόμενα επίπεδα βρίσκονται εντός των αντίστοιχων διαστημάτων των προβολών 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)	
		2013	2014	2013	2014
ΟΟΣΑ	Νοέμ. 2012	-0,1	1,3	1,6	1,2
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Φεβρ. 2013	-0,3	1,4	1,8	1,5
ΔΝΤ	Ιαν. 2013	-0,2	1,0	1,6	1,4
Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων	Φεβρ. 2013	0,0	1,1	1,8	1,8
Προβλέψεις της Consensus Economics	Φεβρ. 2013	-0,2	1,0	1,8	1,7
Βαρόμετρο της Ζώνης του Ευρώ	Φεβρ. 2013	-0,1	1,2	1,9	1,8
Προβολές εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ	Μάρτ. 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

Πηγές: Οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Χειμώνας 2013· ΔΝΤ, World Economic Outlook Update, Ιανουάριος 2013, για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ και World Economic Outlook, Οκτώβριος 2012, για τον πληθωρισμό· ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Νοέμβριος 2012· Προβλέψεις της Consensus Economics· MJEconomics· 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 εμπειρογνόμονες 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 είναι διαθέσιμο 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 και διόρθωση για έκτακτα γεγονότα, περιγράφεται στο έγγραφο *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2009, το οποίο είναι επίσης διαθέσιμο 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 2014 και στη συνέχεια θα εξελιχθούν σύμφωνα με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα.

## 5 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

*Σύμφωνα με τις πρώτες πλήρεις οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του χειμώνα του 2013 η δημοσιονομική προσαρμογή αναμένεται να συνεχιστεί. Το δημοσιονομικό έλλειμμα στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να έχει μειωθεί στο 3,5% του ΑΕΠ το 2012 και να σημειώσει περαιτέρω πτώση το 2013 και το 2014. Συγχρόνως, προβλέπεται αύξηση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ – αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό – ο οποίος θα φθάσει το 95,2% του ΑΕΠ το 2014. Η περαιτέρω δημοσιονομική προσαρμογή παραμένει απαραίτητη προκειμένου να μειωθούν οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών και να διασφαλιστεί η εμπιστοσύνη στη λειτουργία της ΟΝΕ. Οι χώρες που υπόκεινται σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) είναι απαραίτητο να εξασφαλίσουν διόρθωση των υπερβολικών ελλειμμάτων τους σύμφωνα με τις διατάξεις του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.*

### ΟΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2012 ΚΑΙ ΤΟ 2013

Σύμφωνα με τις πρώτες πλήρεις οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του χειμώνα του 2013 η πρόοδος όσον αφορά τη μείωση των δημοσιονομικών ανισορροπιών αναμένεται να συνεχιστεί, αν και με ελαφρώς βραδύτερο ρυθμό συγκριτικά με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του φθινοπώρου του 2012. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να έχει υποχωρήσει από 4,2% του ΑΕΠ το 2011 σε 3,5% του ΑΕΠ το 2012 (βλ. Πίνακα 12 και Διάγραμμα 56). Αυτή η βελτίωση του ελλείμματος οφείλεται στον κατά 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας υψηλότερο λόγο των εσόδων της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ (46,3% του ΑΕΠ), κυρίως λόγω υψηλότερου εισοδήματος, μεγαλύτερου πλούτου και αυξημένης έμμεσης φορολογίας, ενώ ο λόγος των δαπανών προς το ΑΕΠ αυξήθηκε οριακά (βλ. Διάγραμμα 57). Ο λόγος του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να έχει σημειώσει άνοδο 5 εκατοστιαίων μονάδων και να έχει διαμορφωθεί στο 93,1% του ΑΕΠ, κυρίως λόγω μιας θετικής προσαρμογής ελλείμματος-χρέους (που αντανακλά την οικονομική στήριξη προς χώρες της ζώνης του ευρώ και την κρατική βοήθεια προς το χρηματοπιστωτικό τομέα) και λόγω μιας διεύρυνσης της διαφοράς ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίων (γνωστής και ως «φαινόμενο χιονοστιβάδας») που οφείλεται στο αντίζοο μακροοικονομικό περιβάλλον, ενώ η συμβολή του πρωτογενούς ελλείμματος, το οποίο μεγεθύνει το χρέος, προβλέπεται να είναι σχετικά περιορισμένη. Συγκριτικά με τις προβλέψεις του φθινοπώρου του 2012, η αύξηση του λόγου χρέους το 2012 είναι πιο έντονη και αντανακλά κατά κύριο λόγο το υψηλότερο πρωτογενές έλλειμμα.

Όσον αφορά το μέλλον, το δημοσιονομικό έλλειμμα αναμένεται να μειωθεί στο 2,8% του ΑΕΠ το 2013 και να σημειώσει οριακή περαιτέρω πτώση στο 2,7% του ΑΕΠ το 2014 (βλ. Πίνακα 12). Βασικοί παράγοντες της συνεχιζόμενης δημοσιονομικής προσαρμογής αναμένεται να είναι τα υψηλότερα έσοδα (έως το 2013) και οι σταδιακές περικοπές των ελαστικών δαπανών (π.χ. μισθολογικές δαπάνες, δημόσιες επενδύσεις και ενδιάμεσες αναλώσεις). Όσον αφορά τις προοπτικές για το χρέος, ο λόγος του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί καθ' όλη τη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό. Η προβλεπόμενη άνοδος του λόγου χρέους οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη συνεχιζόμενη θετική, αν και μειούμενη, επίδραση της διαφοράς ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίων, η οποία αντανακλά κατά κύριο λόγο την υποτονική ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ στον ορίζοντα των προβλέψεων, καθώς και στη μειούμενη συμβολή της προσαρμογής ελλείμματος-χρέους (θεωρώντας ότι μειώνεται η οικονομική στήριξη προς άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ), που μόνο εν μέρει αντισταθμίζονται από πρωτογενή πλεονάσματα. Συγκριτικά με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του φθινοπώρου του 2012, ο λόγος του χρέους

της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να είναι υψηλότερος το 2013 και το 2014 (κατά 0,6 και 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας, αντίστοιχα).

#### **ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΣΧΕΔΙΑ ΣΕ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ**

Σε επίπεδο επιμέρους χωρών της ζώνης του ευρώ, έχουν καταβληθεί σημαντικές προσπάθειες να μειωθούν τα μετρούμενα ελλείμματα με σκοπό τη διόρθωση των υπερβολικών ελλειμμάτων εντός των προβλεπόμενων προθεσμιών, παρά τις μεγάλες διαφορές μεταξύ των χωρών. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του χειμώνα του 2013, η Ιταλία αναμένεται να έχει διορθώσει το υπερβολικό έλλειμμα της εντός της προθεσμίας που προβλέπει η ΔΥΑ (δηλ. εντός του 2012), ενώ η Κύπρος και ίσως και το Βέλγιο είναι πιθανό να μην έχουν επιτύχει το στόχο τους για το 2012. Επιπλέον, οι προβολές της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δείχνουν ότι ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ με προθεσμίες διόρθωσης των υπερβολικών ελλειμμάτων τους εντός του 2013 ή και αργότερα, δεν θα έχουν διορθώσει τα υπερβολικά τους ελλείμματα έως τότε εάν δεν καταβάλουν επιπλέον προσπάθειες διαρθρωτικής προσαρμογής.

Ακολουθεί σύντομη επισκόπηση των πρόσφατων δημοσιονομικών εξελίξεων στις μεγαλύτερες χώρες της ζώνης του ευρώ, στις χώρες που έχουν υπαχθεί σε πρόγραμμα ΕΕ/ΔΝΤ και στην Κύπρο.

Στη Γερμανία, σύμφωνα με τα προκαταρκτικά εθνικολογιστικά στοιχεία, το ονομαστικό δημοσιονομικό πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης έφθασε τα 2,2 δισεκ. ευρώ (0,1% του ΑΕΠ) το 2012. Αυτό οφείλεται κυρίως στη μείωση του ελλείματος του δημόσιου τομέα εκτός της κοινωνικής ασφάλισης και σε μια ελαφρά αύξηση του πλεονάσματος του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης. Με βάση αυτή τη βελτίωση του αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης, η Γερμανία είναι πιθανό να έχει επιτύχει το διαρθρωτικό μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό στόχο της το 2012. Για το 2013, ο προϋπολογισμός της κεντρικής κυβέρνησης δεν προβλέπει σημαντικά νέα δημοσιονομικά μέτρα.

Στη Γαλλία, ο νόμος για τον προϋπολογισμό του 2013, ο οποίος περιέχει μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής που κατά κύριο λόγο βασίζονται σε αυξήσεις φόρων και ανέρχονται γύρω στο 1,2% του ΑΕΠ, εγκρίθηκε από το Κοινοβούλιο στις 20 Δεκεμβρίου 2012. Ωστόσο, η προτεινόμενη φορολόγηση των νοικοκυριών με υψηλά εισοδήματα (δηλ. φόρος 75% επί του ατομικού εισοδήματος) ακυρώθηκε από το Συνταγματικό Συμβούλιο. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του χειμώνα του 2013, το δημοσιονομικό έλλειμμα για το 2013 προβλέπεται να φθάσει το 3,7% του ΑΕΠ, το οποίο υποδηλώνει ότι χωρίς επιπλέον μέτρα το υπερβολικό έλλειμμα δεν θα έχει διορθωθεί έως την προθεσμία που έχει τεθεί με βάση τη ΔΥΕ (δηλ. εντός του 2013).

Όσον αφορά την Ιταλία, την 1η Μαρτίου 2013 η εθνική στατιστική αρχή (ISTAT) δημοσίευσε την πρώτη εκτίμηση για το χρέος της γενικής κυβέρνησης, 3% του ΑΕΠ το 2012. Εάν επαληθευθεί από τη Eurostat, αυτό θα οδηγήσει σε άρση της διαδικασίας υπερβολικού ελλείματος για την Ιταλία, στην οποία έχει υπαχθεί η χώρα από το 2009. Συγχρόνως, σύμφωνα με την ISTAT, ο λόγος χρέους έφθασε το 127% του ΑΕΠ το 2012. Οι εκτιμήσεις αυτές επιβεβαιώθηκαν σε γενικές γραμμές από τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του χειμώνα του 2013.

Στην Ισπανία, η κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2012 – εξαιρουμένης της επίδρασης της στήριξης του τραπεζικού τομέα – ήταν 6,7% του ΑΕΠ, έναντι 9,0% του ΑΕΠ το 2011. Η επίδοση αυτή ήταν υψηλότερη του στόχου που είχε τεθεί με την πιο πρόσφατη σύσταση στο πλαίσιο της ΔΥΕ (6,3% του ΑΕΠ), αλλά ελαφρώς χαμηλότερη από τις προσδοκίες των περισσότερων εξωτερικών παρατηρητών. Οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις που πρόκειται να γίνουν εν όψει της κεφαλαιακής

ενίσχυσης των τραπεζών από το κράτος στο πλαίσιο του προγράμματος της Ισπανίας για τον χρηματοπιστωτικό τομέα ανέρχονται σε 3,3% του ΑΕΠ, διαμορφώνοντας το συνολικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2012 σε 10,0% του ΑΕΠ. Τα φορολογικά έσοδα του 2012 στα οποία γίνεται κεντρική διαχείριση (σε ταμειακή βάση) συμφωνούσαν με τις προβλέψεις του προϋπολογισμού για το 2013.

Στην Ολλανδία, οι προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του χειμώνα του 2013 προβλέπουν μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης από 4,1% του ΑΕΠ το 2012 σε 3,6% του ΑΕΠ το 2013. Οι προβολές είναι ελαφρώς υψηλότερες από τις πρόσφατα δημοσιευμένες προβολές του ολλανδικού γραφείου ανάλυσης της οικονομικής πολιτικής (CPB). Και στις δύο περιπτώσεις περιλαμβάνεται η κρατικοποίηση της τράπεζας SNS REAAL που ανακοινώθηκε την 1η Φεβρουαρίου 2013, η οποία θα αυξήσει το έλλειμμα κατά 0,6 της εκατοστιαίας μονάδας, διαμορφώνοντάς το αρκετά πάνω από το στόχο για το 2013 με βάση τη ΔΥΕ.

Στο Βέλγιο, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης αναμένεται να υπερβεί το στόχο για το 2012 με βάση τη ΔΥΕ αν η Eurostat κρίνει ότι η ανακεφαλαιοποίηση της τράπεζας Dexia το Δεκέμβριο του 2012 θα επηρεάσει αρνητικά το έλλειμμα του 2012 (κατά 0,8% του ΑΕΠ). Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του χειμώνα του 2013, το δημοσιονομικό έλλειμμα θα φθάσει το 3% του ΑΕΠ το 2012 (και το 2013), χωρίς να συνηγορείται η προσωρινή επίδραση της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών.

Στην Ελλάδα, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση – χωρίς την επίδραση της στήριξης του χρηματοπιστωτικού τομέα – κατέγραψε πλεόνασμα 434 εκατ. ευρώ (0,2% του ΑΕΠ), ενώ το συνολικό έλλειμμα ανήλθε στα 12,5 δισεκ. ευρώ (6,4% του ΑΕΠ), μειωμένο σε σύγκριση με τα 20,5 δισεκ. ευρώ (9,9% του ΑΕΠ) που ήταν το 2011. Η βελτίωση έναντι του 2011 οφείλεται στην επίδραση των μέτρων προσαρμογής που υιοθετήθηκαν στο πλαίσιο του δεύτερου προγράμματος ΕΕ/ΔΝΤ, που υπεραναπλήρωσε τις δυσμενείς επιδράσεις της επιδεινωμένης μακροοικονομικής κατάστασης. Το ταμειακό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ήταν επίσης πολύ χαμηλότερο από τους δημοσιονομικούς στόχους του 2012, καθώς η υστέρηση των εσόδων υπερακοντίστηκε από την υστέρηση στην εκτέλεση λειτουργικών και επενδυτικών δαπανών. Η υστέρηση των δαπανών οφείλεται στη στενότητα ρευστότητας λόγω της αναβολής της δεύτερης εκταμίευσης για τα μέσα Δεκεμβρίου του 2012 και τη συσσώρευση καθυστερούμενων πληρωμών, ιδίως στον τομέα της υγείας. Ταυτόχρονα, εθνικολογιστικά στοιχεία για το γ' τρίμηνο του 2012 που δημοσίευσε η Eurostat υποδηλώνουν επιδείνωση των δημοσιονομικών συνθηκών σε σχέση με το 2011, με συσσωρευμένο πρωτογενές έλλειμμα περίπου στο 4,7% του ΑΕΠ έναντι ελλείμματος 2,8% του ΑΕΠ την ίδια περίοδο του 2011. Βέβαια, αυτή η επιδείνωση οφείλεται αποκλειστικά στη στήριξη – η οποία χαρακτηρίστηκε κεφαλαιακή μεταβίβαση – του κράτους προς το τραπεζικό σύστημα για την εξυγίανση της ΑΤΕ, εξαιρουμένης της οποίας θα είχε σημειωθεί βελτίωση της ελληνικής δημοσιονομικής θέσης. Επιπλέον, η πρόοδος όσον αφορά τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της φορολογικής διοίκησης εξακολούθησε να είναι πολύ αργή και πολλοί βασικοί δείκτες επίδοσης απείχαν πολύ από το στόχο στα τέλη Δεκεμβρίου του 2012. Όσον αφορά τη φορολογική πολιτική, ως μέρος των δεσμεύσεων που έπρεπε να επιτευχθούν προκειμένου να εκταμιευθεί η δόση του Ιανουαρίου, το ελληνικό Κοινοβούλιο ενέκρινε τροποποιήσεις της τρέχουσας νομοθεσίας ως προς τις βασικές πολιτικές για τη μεταρρύθμιση της φορολογίας εισοδήματος. Από τη μεταρρύθμιση αναμένεται να προκύψει ένας νέος, περιεκτικός φορολογικός κώδικας για το εισόδημα, ο οποίος θα ψηφιστεί από το Κοινοβούλιο μέχρι το τέλος Μαΐου του 2013. Η πρόοδος όσον αφορά τη μεταρρύθμιση της δημόσιας διοίκησης ήταν αργή και σημειώθηκαν σημαντικές καθυστερήσεις ως προς την προετοιμασία των σχεδίων στελέχωσης των υπουργείων πρώτης γραμμής, που είναι βασική συνιστώσα της στρατηγικής για τη βελτίωση της διαχείρισης του ανθρώπινου δυναμικού στο δημόσιο

τομέα. Τέλος, στο πλαίσιο των μέτρων για την εκταμίευση της δόσης του Φεβρουαρίου, το Κοινοβούλιο ενέκρινε στις 18 Φεβρουαρίου την επικαιροποίηση της Μεσοπρόθεσμης Δημοσιονομικής Στρατηγικής για το 2013-2016, η οποία λαμβάνει υπόψη την επίδραση της επαναγοράς χρέους και θεσπίζει σε ορίζοντα τριετίας ανώτατα όρια για τις δαπάνες των υπουργείων πρώτης γραμμής και του τομέα υγείας. Τα ανώτατα όρια θα είναι δεσμευτικά για τα επόμενα δύο έτη.

Στην Πορτογαλία, εξαιρουμένης της επίδρασης της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών, οι αρχές αναμένουν το έλλειμμα να είναι ελαφρώς κάτω του 5% του ΑΕΠ το 2012, σύμφωνα με το στόχο του προγράμματος ΕΕ/ΔΝΤ. Η εκτίμηση αυτή περιλαμβάνει τις εισπράξεις από την παραχώρηση ενός αεροδρομίου, η στατιστική διαχείριση της οποίας δεν έχει ακόμα αποφασιστεί. Στην περίπτωση που οι στατιστικές αρχές τη θεωρήσουν μη χρηματοπιστωτική πράξη χωρίς επίδραση στο μετρούμενο έλλειμμα, το έλλειμμα θα διαμορφωθεί κοντά στο 5,5% του ΑΕΠ.

Στην Ιρλανδία, η δημοσιονομική εξυγίανση προχωρά όπως είχε προγραμματιστεί. Το δημοσιονομικό έλλειμμα για το 2012 αναμένεται να είναι πολύ μικρότερο του στόχου, λόγω των σημαντικών εσόδων που καταγράφηκαν το Δεκέμβριο. Τα πρώτα ταμειακά στοιχεία για το 2013 επιβεβαιώνουν την τάση να σημειωθούν σημαντικά έσοδα, υποδηλώνοντας ότι και η Ιρλανδία βρίσκεται σε πορεία επίτευξης των στόχων της στο τελευταίο έτος του προγράμματος ΕΕ/ΔΝΤ. Η ρευστότητα αναχρηματοδότησης βελτιώθηκε και με την πώληση περιουσιακών στοιχείων του χρηματοπιστωτικού τομέα (της CoCos και της Irish Life) και την πρόσφατη εκκαθάριση της IBRC.

Στην Κύπρο, τα δημοσιονομικά στοιχεία σε ταμειακή βάση παρουσιάζουν ταμειακό έλλειμμα ύψους περίπου 5,0% του ΑΕΠ για το 2012. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του χειμώνα του 2013, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης αναμένεται να διαμορφωθεί στο 5,5% του ΑΕΠ το 2012, γεγονός που υποδηλώνει ότι η προθεσμία βάσει της ΔΥΕ δεν τηρήθηκε. Το Κοινοβούλιο πρόσφατα ενέκρινε ευρεία δέσμη μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής για την περίοδο 2013-2015, η οποία περιλαμβάνει περικοπές των μισθών του δημόσιου τομέα και των κοινωνικών παροχών, καθώς και αυξήσεις του ΦΠΑ και των ειδικών φόρων κατανάλωσης. Στο μεταξύ, συνεχίζονται οι διαπραγματεύσεις με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την ΕΚΤ και το ΔΝΤ όσον αφορά το μνημόνιο συνεννόησης.

## **ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ**

Οι χώρες της ζώνης του ευρώ έχουν καταβάλλει μεγάλες προσπάθειες να καλύψουν τις ανάγκες δημοσιονομικής προσαρμογής τα τελευταία χρόνια. Ωστόσο, παραμένει απαραίτητη η περαιτέρω δημοσιονομική προσαρμογή προκειμένου να μειωθούν οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών και να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στη λειτουργία της ΟΝΕ. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε πρόσφατα την Έκθεση Διατηρησιμότητας του 2012, η οποία παρέχει συνολική αξιολόγηση των προκλήσεων για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών, με βάση ένα ευρύ φάσμα δεικτών. Επισημαίνει ότι οι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι δημοσιονομικών πιέσεων φαίνεται να έχουν μετριαστεί από την τελευταία έκθεση του 2009, ενώ οι μεσομακροπρόθεσμες προκλήσεις για τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών παραμένουν σημαντικές για τις χώρες της ζώνης του ευρώ, λόγω, μεταξύ άλλων, της δημοσιονομικής επίδρασης του αυξανόμενου κόστους από τη γήρανση του πληθυσμού και των σημαντικών διαρθρωτικών προσπαθειών που απαιτούνται για να μειωθούν τα επίπεδα δημόσιου χρέους (που εξακολουθούν να αυξάνονται) ώστε να προσεγγίσουν την τιμή αναφοράς 60% του ΑΕΠ. Σε περίπτωση που δεν αντιμετωπιστούν αποφασιστικά, αυτά τα υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους είναι αναμενόμενο να αποδειχθούν επιζήμια για τις αναπτυξιακές προοπτικές των εν λόγω χωρών, όπως έχει εκτεταμένα αναλυθεί σε συναφείς μελέτες (βλ. Πλαίσιο 6).

Κατά συνέπεια, προκειμένου να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών, είναι ουσιώδες οι στρατηγικές για τη δημοσιονομική εξυγίανση στις χώρες της ζώνης του ευρώ να εξασφαλίζουν έγκαιρη διόρθωση των υπερβολικών ελλειμμάτων σύμφωνα με τις δεσμεύσεις που έχουν αναληφθεί βάσει του ενισχυμένου Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Δεν υπάρχει βιώσιμη εναλλακτική πέρα από την αυστηρή δημοσιονομική προσαρμογή. Επομένως, στις χώρες με μεγάλα κενά προσαρμογής, πρέπει να ληφθούν επειγόντως πρόσθετα διαρθρωτικά μέτρα που θα επιτρέψουν στο ονομαστικό δημοσιονομικό έλλειμμα να μειωθεί κάτω από το 3% του ΑΕΠ κατά διατηρήσιμο τρόπο. Συγχρόνως, η σύνθεση και η ποιότητα της προσαρμογής είναι σημαντικές για τη συνολική επιτυχία της και τις μακροοικονομικές της συνέπειες. Ειδικότερα, τα δημοσιονομικά μέτρα θα πρέπει να εστιάζουν κυρίως στην περικοπή των μη παραγωγικών κρατικών δαπανών (συμπεριλαμβανομένης της μεταρρύθμισης των ασφαλιστικών δικαιωμάτων). Τα φορολογικά μέτρα θα πρέπει να εστιαστούν σε μη στρεβλωτικούς φόρους προκειμένου να περιοριστούν οι επιζήμιες συνέπειες για τις ιδιωτικές επενδύσεις και την απασχόληση. Ενώ το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης προβλέπει κάποια περιθώρια για όσες χώρες υπόκεινται σε απροσδόκητες ή παρατεταμένες περιόδους χαμηλής ανάπτυξης, οποιαδήποτε έκτακτη απόφαση να δοθεί παράταση των προθεσμιών βάσει της ΔΥΑ θα πρέπει να βασίζεται σε προσεκτική αξιολόγηση και να είναι σύμφωνη με τον πρωταρχικό στόχο της επίτευξης βιώσιμων δημόσιων οικονομικών.

Αξιοσημείωτη πρόοδος σημειώθηκε πρόσφατα ως προς την ενίσχυση του πλαισίου δημοσιονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ. Συγκεκριμένα, το δημοσιονομικό σύμφωνο, ως τμήμα μιας ευρύτερης διακυβερνητικής συνθήκης, τέθηκε σε ισχύ την 1η Ιανουαρίου 2013, αφού κυρώθηκε από 12 χώρες της ζώνης του ευρώ. Έτσι, τα βασικά στοιχεία του δημοσιονομικού συμφώνου, όπως ο κανόνας ισοσκελίσης του προϋπολογισμού σε εθνικό επίπεδο με μηχανισμό αυτόματης διόρθωσης, θα πρέπει να μεταφερθούν στην εθνική νομοθεσία το αργότερο έως την 1η Ιανουαρίου 2014. Επίσης, οι χώρες της ζώνης του ευρώ έχουν σημειώσει πρόοδο όσον αφορά την εφαρμογή της πρόβλεψης της Οδηγίας για τα εθνικά δημοσιονομικά πλαίσια που αποτελεί τμήμα της εξάδας νομικών κειμένων ("six-pack") για τη δημοσιονομική μεταρρύθμιση, μολονότι χρειάζεται να γίνουν περισσότερα πριν από την προθεσμία πλήρους εφαρμογής της στο τέλος του 2013.<sup>2</sup> Επιπλέον, τα τρία διαπραγματευόμενα μέρη (δηλ. η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Προεδρία της ΕΕ και το Ευρωκοινοβούλιο) κατέληξαν εντέλει σε συμφωνία στις 20 Φεβρουαρίου 2013 όσον αφορά τη δέσμη δύο κανονισμών ("two-pack"), η οποία βασίζεται σε πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής που δημοσιεύθηκε το Νοέμβριο του 2011. Ένας από τους κανονισμούς αυτούς προβλέπει μεταξύ άλλων χρονολόγιο για τα σχέδια προϋπολογισμών, σύμφωνα με το οποίο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα μπορεί να ζητήσει αναθεώρηση των σχεδίων όταν αυτά δεν είναι σύμφωνα με τις απαιτήσεις του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, καθώς και ενισχυμένους όρους για την παρακολούθηση χωρών με υπερβολικό έλλειμμα. Όσον αφορά τον ορισμό ενός σχεδίου δράσης προς την κατεύθυνση μιας βαθύτερης οικονομικής και νομισματικής ένωσης, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 13-14 Δεκεμβρίου 2012 σημείωσε πρόοδο, ιδίως αναφορικά με τη δημιουργία τραπεζικής ένωσης. Πιο μακροπρόθεσμα, είναι σημαντικό να προωθηθεί το σχέδιο δράσης και να επιτραπεί η βαθύτερη από κοινού άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής.

<sup>2</sup> Βλ. επίσης το άρθρο με τίτλο "The importance and effectiveness of national fiscal frameworks in the EU", *Monthly Bulletin*, ECB, Frankfurt am Main, Φεβρουάριος 2013.

**ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΟΥ ΥΨΗΛΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ**

Το δημόσιο χρέος στις προηγμένες οικονομίες ως ποσοστό του ΑΕΠ έχει αυξηθεί σε επίπεδα που σπανίως έχουν παρατηρηθεί σε καιρό ειρήνης (βλ. Διάγραμμα Α). Ταυτόχρονα, έχουν ενταθεί οι ανησυχίες σχετικά με τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη σε αυτές τις οικονομίες (βλ. Διάγραμμα Β). Οι λόγοι χρέους προς ΑΕΠ έχουν εκτιναχθεί στα ύψη μετά τη χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση και αναμένεται να παραμείνουν σε αυξημένα επίπεδα μεσοπρόθεσμα. Πέραν αυτού, δεδομένων των έμμεσων (μελλοντικών) υποχρεώσεων του Δημοσίου που συνδέονται με τη γήρανση του πληθυσμού, οι αγορές ανησυχούν όλο και περισσότερο σχετικά με τη μακροπρόθεσμη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών στις προηγμένες οικονομίες. Ένας επιβαρυντικός παράγοντας που επισημάνθηκε σε πρόσφατη εμπειρική μελέτη είναι η δυσμενής επίδραση που μπορεί να έχει το υψηλό δημόσιο χρέος στη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη, ιδίως όταν ο λόγος χρέους υπερβαίνει ορισμένα όρια. Το παρόν πλαίσιο επισκοπεί τη διαρκώς εμπλουτιζόμενη βιβλιογραφία που αναλύει τις επιπτώσεις του δημόσιου χρέους στην ανάπτυξη.

Στη θεωρητική βιβλιογραφία υπάρχει διάσταση απόψεων για το αν το δημόσιο χρέος έχει αρνητικές επιπτώσεις στο επίπεδο και το ρυθμό αύξησης του κατά κεφαλήν ΑΕΠ.<sup>1</sup> Οι πρώτες μελέτες<sup>2</sup> υποστήριζαν ότι το δημόσιο χρέος θα επιβαρύνει τις μελλοντικές γενιές με τη μορφή μειωμένων εισοδηματικών ροών συνεπεία του μικρότερου αποθέματος ιδιωτικών κεφαλαίων (καθώς τα υψηλότερα επίπεδα δημόσιου χρέους θα εκτοπίζουν τις ιδιωτικές επενδύσεις). Η υπόθεση της υπερχρέωσης (debt-overhang hypothesis)<sup>3</sup> προβλέπει ότι το χρέος έχει αρνητική επίπτωση στην οικονομική ανάπτυξη, δηλ. όταν το χρέος υπερβαίνει ένα συγκεκριμένο όριο αρχίζει να επηρεάζει αρνητικά την προθυμία των επενδυτών να παρέχουν κεφάλαια. Ορισμένα υποδείγματα ενδογενούς ανάπτυξης δείχνουν ότι είναι δυνατόν το δημόσιο χρέος να επηρεάσει θετικά την ανάπτυξη: σε περίπτωση που το χρέος χρηματοδοτεί δημόσια αγαθά, ανάλογα με τον τύπο των αγαθών αυτών, ή, σε περίπτωση που χρηματοδοτεί παραγωγικές δημόσιες επενδύσεις, εφόσον δεν υπερβαίνει κάποια όρια.<sup>4</sup>

Μέχρι πρόσφατα, οι εμπειρικές έρευνες για τη σχέση μεταξύ χρέους και ανάπτυξης ήταν λιγοστές, αλλά από την έναρξη της κρίσης το θέμα αυτό προσελκύει αυξανόμενο ενδιαφέρον. Αρκετές μελέτες<sup>5</sup> διαπιστώνουν αρνητική σχέση μεταξύ του δημόσιου χρέους και της αύξησης του πραγματικού (κατά κεφαλήν) ΑΕΠ, ιδίως πάνω από ένα συγκεκριμένο επίπεδο χρέους (βλ. επίσης το Διάγραμμα Γ που παραθέτει απλά στατιστικά στοιχεία για τους ρυθμούς αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ανά τάξη μεγέθους δημόσιου χρέους σε ένα πολύ μεγάλο χρονικό ορίζοντα (1790-2009), όπως αυτά παρουσιάζονται από τους Reinhart και Rogoff, 2010).

Μεταξύ των παραπάνω εμπειρικών αναλύσεων, μελέτες που έχουν διεξαχθεί σε 12 χώρες της ζώνης του ευρώ<sup>6</sup> βρίσκουν ενδείξεις μη γραμμικής επίδρασης του αρχικού λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ στον μετέπειτα ρυθμό αύξησης του κατά κεφαλήν ΑΕΠ για την περίοδο 1970-2008. Πάνω από ένα όριο γύρω στο 90-100% του ΑΕΠ, το δημόσιο χρέος ασκεί, κατά μέσο όρο, αρνητική επίδραση στη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Για μια πιο πρόσφατη περίοδο (1990-2010), περαιτέρω σχετικές μελέτες<sup>7</sup> στις ίδιες χώρες της ζώνης του ευρώ παρέχουν ενδείξεις ότι λόγος δημόσιου χρέους περίπου μέχρι την τιμή αναφοράς της Συνθήκης του Μάαστριχτ δεν φαίνεται να έχει δυσμενείς βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις στην πραγματική αύξηση του ΑΕΠ, ενώ στην περίπτωση υψηλών λόγων χρέους/ΑΕΠ (άνω του 95%), σύμφωνα και με τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών, τα πρόσθετα επίπεδα χρέους έχουν, κατά μέσο όρο, αρνητική και στατιστικά σημαντική επίδραση στη βραχυπρόθεσμη ανάπτυξη.

Από τη σκοπιά της γενικότερης πολιτικής, αυτές οι ενδείξεις επιβεβαιώνουν τη σημασία της μείωσης του δημόσιου χρέους προκειμένου να αποκατασταθεί η διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών και παράλληλα να ενισχυθούν οι μακροπρόθεσμες προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης. Οι ενδείξεις αυτές μαρτυρούν ότι η τιμή αναφοράς για το λόγο χρέους προς το ΑΕΠ (60%) στη Συνθήκη του Μάαστριχτ έχει καθοριστεί με συνετό τρόπο. Τα κράτη-μέλη της ΕΕ θα πρέπει να επιδιώκουν μείωση του λόγου χρέους σ' αυτό το επίπεδο ή χαμηλότερο, προκειμένου να υπάρχουν επαρκή περιθώρια ασφαλείας σε περίπτωση νέων κρίσεων. Στο σημερινό οικονομικό περιβάλλον είναι απαραίτητες φιλόδοξες στρατηγικές για τη μείωση του δημόσιου χρέους. Εάν αντιθέτως οι κυβερνήσεις επιλέξουν να αναβάλουν τη δημοσιονομική προσαρμογή, κάτι τέτοιο θα υπονομεύσει τις αναπτυξιακές προοπτικές και θα επιβαρύνει περαιτέρω τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών.

1. Τα υποδείγματα εξωγενούς ανάπτυξης αποτυπώνουν τις επιδράσεις της εξέλιξης των μεταβλητών δημοσιονομικής πολιτικής μόνο στο επίπεδο και όχι στο μακροπρόθεσμο ρυθμό αύξησης του κατά κεφαλήν ΑΕΠ, ενώ τα υποδείγματα ενδογενούς ανάπτυξης προβλέπουν τις επιδράσεις στο ρυθμό αύξησης, τουλάχιστον κατά τη διάρκεια της μετάβασης προς την κατάσταση ισορροπίας (steady state).
2. Βλ. Modigliani, F., "Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt", *Economic Journal*, No 71 (284), 1961, σελ. 730-755.
3. Ο όρος υπερχρέωση (debt overhang) χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά από τον Krugman (1988) αναφορικά με το εξωτερικό χρέος, και επεκτάθηκε στο δημόσιο χρέος από τα υποδείγματα ενδογενούς ανάπτυξης. Βλ. Krugman, P. "Financing vs. Forgiving a Debt Overhang", *NBER Working Paper*, No 2486, 1988.
4. Βλ. Aizenman, J., Kletzer, K. and Pinto B., "Economic Growth with Constraints on Tax Revenues and Public Debt: Implications for Fiscal Policy and Cross-Country Differences", *NBER Working Paper*, No 12750, 2007, Aschauer, D.A., "Do States Optimize? Public Capital and Economic Growth", *Annals of Regional Science*, No 34, 2000, σελ. 343-363, και Kamps, C., "Is there a lack of public capital in the European Union?", *EIB Papers*, 10/1, 2005, σελ. 72-93.
5. Βλ. Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S., "Growth in a Time of Debt", *NBER Working Paper*, No 15639, 2010, Kumar, M. and Woo, J., "Public Debt and Growth", *IMF Working Paper*, No 10/174, 2010, και Cecchetti, S.G., Mohanty, M.S. and Zampolli, F., "The Real Effects of Debt", *BIS Working Papers*, No 352, 2011.
6. Checherita, C. and Rother P., "The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation in the euro area", *Working Paper Series*, No 1237, ECB, Frankfurt am Main, August 2010, published in the *European Economic Review*, No 56, 2012, σελ. 1392-1405.
7. Baum, A., Checherita-Westphal, C. and Rother P., "Debt and growth: new evidence for the euro area", *Working Paper Series*, No 1450, ECB, Frankfurt am Main, July 2012, δημοσιεύεται και στο *Journal of International Money and Finance*, No 32, 2013, σελ. 809-821.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

# ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΟ ΜΕΤΡΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ<sup>1</sup>

### 14 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ ΚΑΙ 4 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2010

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,00%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα.

### 4 ΜΑΡΤΙΟΥ 2010

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,00%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα. Αποφασίζει επίσης τις λεπτομέρειες σχετικά με τις δημοπρασίες και τις ρυθμίσεις που θα εφαρμοστούν στις πράξεις αναχρηματοδότησης μέχρι τις 12.10.2010, συμπεριλαμβανομένης της επαναφοράς των δημοπρασιών ανταγωνιστικού επιτοκίου στις τακτικές πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών μηνών, με ισχύ από την πράξη που θα κατανεμηθεί στις 28.4.2010.

### 8 ΑΠΡΙΛΙΟΥ ΚΑΙ 6 ΜΑΪΟΥ 2010

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,00%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα.

### 10 ΜΑΪΟΥ 2010

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να λάβει μέτρα για την αντιμετώπιση σοβαρών εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ειδικότερα, αποφασίζει να διενεργήσει παρεμβάσεις στις αγορές χρεογράφων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ (Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων) και να διεξαγάγει τις τακτικές τριμηνιαίες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης του Μαΐου και του Ιουνίου 2010 μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή.

### 10 ΙΟΥΝΙΟΥ 2010

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,00%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα. Επιπλέον, αποφασίζει ότι οι τακτικές τριμηνιαίες πράξεις πιο

<sup>1</sup> Το χρονολόγιο των μέτρων νομισματικής πολιτικής που έλαβε το Ευρωσύστημα μεταξύ 1999 και 2009 είναι διαθέσιμο στην Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ των αντίστοιχων ετών.

μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης του γ' τριμήνου του 2010 θα διεξαχθούν μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή.

## **8 ΙΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ 5 ΑΥΓΟΥΣΤΟΥ 2010**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,00%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα.

## **2 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2010**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,00%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα. Αποφασίζει επίσης τις λεπτομέρειες σχετικά με τις δημοπρασίες και τις ρυθμίσεις που θα εφαρμοστούν στις πράξεις αναχρηματοδότησης μέχρι τις 18.1.2011, ιδίως τη διεξαγωγή των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών μηνών μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή.

## **7 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ ΚΑΙ 4 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 2010**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,00%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα.

## **2 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2010**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,00%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα. Αποφασίζει επίσης τις λεπτομέρειες σχετικά με τις δημοπρασίες και τις ρυθμίσεις που θα εφαρμοστούν στις πράξεις αναχρηματοδότησης μέχρι τις 12.4.11, ιδίως τη συνέχιση των δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή.

## **13 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ ΚΑΙ 3 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2011**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,00%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα.

## **3 ΜΑΡΤΙΟΥ 2011**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,00%, 1,75% και

0,25% αντίστοιχα. Αποφασίζει επίσης τις λεπτομέρειες σχετικά με τις δημοπρασίες και τις ρυθμίσεις που θα εφαρμοστούν στις πράξεις αναχρηματοδότησης μέχρι τις 12.7.11, ιδίως τη συνέχιση των δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή.

#### **7 ΑΠΡΙΛΙΟΥ 2011**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να αυξήσει το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης κατά 25 μονάδες βάσης σε 1,25%, ξεκινώντας από την πράξη που θα διακανονιστεί στις 13.4.11. Επιπλέον, αποφασίζει να αυξήσει τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 25 μονάδες βάσης, σε 2,00% και 0,50% αντίστοιχα, με ισχύ από 13.04.11.

#### **5 ΜΑΪΟΥ 2011**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,25%, 2,00% και 0,50% αντίστοιχα.

#### **9 ΙΟΥΝΙΟΥ 2011**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,25%, 2,00% και 0,50% αντίστοιχα. Αποφασίζει επίσης τις λεπτομέρειες σχετικά με τις δημοπρασίες και τις ρυθμίσεις που θα εφαρμοστούν στις πράξεις αναχρηματοδότησης μέχρι τις 11.10.11, ιδίως τη συνέχιση των δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή.

#### **7 ΙΟΥΛΙΟΥ 2011**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να αυξήσει το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης κατά 25 μονάδες βάσης σε 1,50%, ξεκινώντας από την πράξη που θα διακανονιστεί στις 13.7.2011. Επιπλέον, αποφασίζει να αυξήσει τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 25 μονάδες βάσης, σε 2,25% και 0,75% αντίστοιχα, με ισχύ από 13.7.2011.

#### **4 ΑΥΓΟΥΣΤΟΥ 2011**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,50%, 2,25% και 0,75% αντίστοιχα. Αποφασίζει επίσης να λάβει μέτρα για την αντιμετώπιση των νέων εντάσεων σε ορισμένες χρηματοπιστωτικές αγορές. Συγκεκριμένα, αποφασίζει ότι το Ευρωσύστημα θα διενεργήσει μια συμπληρωματική πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης για την παροχή ρευστότητας με διάρκεια περίπου ενός έτους με τη μέθοδο της δημοπρασίας σταθερού επιτοκίου και πλήρη κατανομή. Αποφασίζει επίσης τις λεπτομέρειες σχετικά με τις δημοπρασίες και τις ρυθμίσεις που θα εφαρμοστούν στις πράξεις αναχρηματοδότησης μέχρι τις 17.1.2012, ιδίως τη συνέχιση των δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή.

## **8 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2011**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,50%, 2,25% και 0,75% αντίστοιχα.

## **6 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ 2011**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,50%, 2,25% και 0,75% αντίστοιχα. Αποφασίζει επίσης τις λεπτομέρειες σχετικά με τις πράξεις αναχρηματοδότησης από τον Οκτώβριο του 2011 έως τις 10.7.2012, δηλαδή ότι θα διενεργήσει δύο πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης - μία διάρκειας περίπου 12 μηνών τον Οκτώβριο του 2011 και μία διάρκειας περίπου 13 μηνών το Δεκέμβριο του 2011 - και ότι όλες οι πράξεις αναχρηματοδότησης θα συνεχίσουν να διενεργούνται με διαδικασίες σταθερού επιτοκίου και πλήρη κατανομή. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφασίζει να θέσει σε εφαρμογή ένα νέο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών το Νοέμβριο του 2011.

## **3 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 2011**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να μειώσει το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης κατά 25 μονάδες βάσης σε 1,25%, ξεκινώντας από την πράξη που θα διακανονιστεί στις 9.11.2011. Επιπλέον, αποφασίζει να μειώσει τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 25 μονάδες βάσης, σε 2,00% και 0,50% αντίστοιχα, με ισχύ από 9.11.2011.

## **8 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2011**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να μειώσει το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης κατά 25 μονάδες βάσης σε 1,00%, ξεκινώντας από την πράξη που θα διακανονιστεί στις 14.12.2011. Επιπλέον, αποφασίζει να μειώσει τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 25 μονάδες βάσης, σε 1,75% και 0,25% αντίστοιχα, με ισχύ από 14.12.2011. Αποφασίζει επίσης να υιοθετήσει περαιτέρω μη συμβατικά μέτρα, δηλαδή: α) να διενεργήσει δύο πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με διάρκεια περίπου τριών ετών, β) να αυξήσει τη διαθεσιμότητα ασφαλειών, γ) να μειώσει το συντελεστή ελάχιστων αποθεματικών σε 1% και δ) να διακόψει, προς το παρόν, τις πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας που διενεργούνται την τελευταία ημέρα κάθε περιόδου τήρησης.

## **12 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2012**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της

διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,00%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα.

## **9 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2012**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,00%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα. Αποφασίζει επίσης συγκεκριμένα εθνικά κριτήρια καταλληλότητας και μέτρα ελέγχου κινδύνων αναφορικά με την προσωρινή αποδοχή σε ορισμένες χώρες πρόσθετων δανειακών απαιτήσεων ως ασφαλειών στις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος.

## **8 ΜΑΡΤΙΟΥ, 4 ΑΠΡΙΛΙΟΥ ΚΑΙ 3 ΜΑΪΟΥ 2012**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,00%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα.

## **6 ΙΟΥΝΙΟΥ 2012**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1,00%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα. Αποφασίζει επίσης τις λεπτομέρειες για τις δημοπρασίες και τους όρους των πράξεων αναχρηματοδότησης που θα διενεργηθούν μέχρι τις 15 Ιανουαρίου 2013, ιδίως τη συνέχιση των δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή.

## **5 ΙΟΥΛΙΟΥ 2012**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να μειώσει το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης κατά 25 μονάδες βάσης σε 0,75%, με ισχύ από την πράξη που θα διακανονιστεί στις 11.7.2012. Επιπλέον, αποφασίζει να μειώσει τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 25 μονάδες βάσης, σε 1,50% και 0,00% αντίστοιχα, με ισχύ από 11.7.2012.

## **2 ΑΥΓΟΥΣΤΟΥ 2012**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 0,75%, 1,50% και 0,00% αντίστοιχα.

## **6 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2012**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της

διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 0,75%, 1,50% και 0,00% αντίστοιχα. Αποφασίζει επίσης τους όρους των Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (Outright Monetary Transactions – OMTs) στις δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ.

#### **4 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ ΚΑΙ 8 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 2012**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 0,75%, 1,50% και 0,00% αντίστοιχα.

#### **6 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2012**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 0,75%, 1,50% και 0,00% αντίστοιχα. Επίσης αποφασίζει τις λεπτομέρειες όσον αφορά τις δημοπρασίες και τους όρους των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης που θα διενεργηθούν έως τις 9 Ιουλίου 2013, ιδίως τη συνέχιση των δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή.

#### **10 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ, 7 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ ΚΑΙ 7 ΜΑΡΤΙΟΥ 2013**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 0,75%, 1,50% και 0,00% αντίστοιχα.

## **ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ TARGET (ΔΙΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΑΥΤΟΜΑΤΟ-ΠΟΙΗΜΕΝΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΤΑΧΕΙΑΣ ΜΕΤΑΦΟΡΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΕ ΣΥΝΕΧΗ ΧΡΟΝΟ)**

Το TARGET2<sup>1</sup> έχει καθοριστική σημασία για την προαγωγή της ολοκληρωμένης αγοράς χρήματος του ευρώ, η οποία αποτελεί προϋπόθεση για την αποτελεσματικότητα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, συμβάλλει στην ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών της ζώνης του ευρώ. Περισσότερες από 4.400 εμπορικές τράπεζες, καθώς και 23 εθνικές κεντρικές τράπεζες χρησιμοποιούν το TARGET2 για εντολές πληρωμής είτε για λογαριασμό τους είτε για λογαριασμό πελατών τους. Συμπεριλαμβανομένων των υποκαταστημάτων και των θυγατρικών, περισσότερες από 60.000 τράπεζες παγκοσμίως (και συνεπώς και όλοι οι πελάτες αυτών των τραπεζών) είναι προσβάσιμες μέσω του TARGET2. Το TARGET2 χρησιμοποιείται για πληρωμές μεγάλης αξίας στις οποίες ο χρόνος αποτελεί κρίσιμο στοιχείο, όπως οι πληρωμές για τη διευκόλυνση του διακανονισμού σε άλλα συστήματα διατραπεζικών μεταφορών κεφαλαίων (π.χ. το Σύστημα Διακανονισμού Αδιάλειπτης Σύνδεσης (Continuous Linked Settlement – CLS) ή το EURO1), και για το διακανονισμό συναλλαγών της αγοράς χρήματος και συναλλαγών σε συνάλλαγμα και τίτλους. Χρησιμοποιείται επίσης για πληρωμές πελατών μικρότερης αξίας. Το TARGET2 παρέχει αμετάκλητο διακανονισμό των συναλλαγών σε ημερήσια βάση και καθιστά άμεσα διαθέσιμα για άλλες πληρωμές τα κεφάλαια που πιστώνονται σε λογαριασμό του συμμετέχοντος.

### **ΡΟΕΣ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΣΤΟ TARGET2**

Το δ' τρίμηνο του 2012 διακανονίστηκαν μέσω του TARGET2 23.167.441 συναλλαγές συνολικής αξίας 139.527 δισεκ. ευρώ, δηλ. ημερησίως κατά μέσο όρο 361.991 συναλλαγές αξίας €2.180 δισεκ. ευρώ. Ο υψηλότερος αριθμός συναλλαγών μέσω του TARGET2 κατά το εν λόγω τρίμηνο σημειώθηκε στις 21 Δεκεμβρίου, όταν διεκπεραιώθηκαν 529.618 πληρωμές. Με μερίδιο αγοράς 58% από πλευράς όγκου και 91% από πλευράς αξίας, το TARGET2 διατήρησε τη δεσπόζουσα θέση του στην αγορά πληρωμών μεγάλης αξίας σε ευρώ. Το μέγεθος του μεριδίου αγοράς του TARGET2 επιβεβαιώνει το έντονο ενδιαφέρον των τραπεζών για διακανονισμό σε χρήμα κεντρικής τράπεζας, ιδιαίτερα σε περιόδους αναταραχής στην αγορά. Το μέσο ποσοστό διατραπεζικών πληρωμών ήταν 39% από πλευράς όγκου και 93% από πλευράς αξίας. Η μέση αξία μιας διακανονισθείσας διατραπεζικής πληρωμής στο σύστημα ήταν 14,4 εκατ. ευρώ, ενώ η μέση αξία μιας πληρωμής πελάτη ήταν 0,7 εκατ. ευρώ. Η αξία των πληρωμών ήταν μικρότερη από 50.000 ευρώ σε ποσοστό 69% και μεγαλύτερη από 1 εκατ. ευρώ σε ποσοστό 11%. Κατά μέσο όρο, γίνονταν 259 πληρωμές αξίας άνω του 1 δισεκ. ευρώ την ημέρα. Όλα τα ως άνω στοιχεία είναι παρόμοια με όσα καταγράφηκαν το προηγούμενο τρίμηνο.

### **ΗΜΕΡΗΣΙΑ ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΟΓΚΟΥ ΚΑΙ ΑΞΙΑΣ**

Στο διάγραμμα παρουσιάζεται η ημερήσια κατανομή της κίνησης στο TARGET2, δηλ. τα ποσοστά των ημερήσιων συναλλαγών με βάση τον όγκο και την αξία τους που διεκπεραιώθηκαν σε διαφορετικές ώρες της ημέρας, για το δ' τρίμηνο του 2012. Σε όρους όγκου, η καμπύλη κατανομής των συναλλαγών αποκλίνει σαφώς προς τα άνω από τη γραμμική κατανομή: το 71% του όγκου είχε ήδη διεκπεραιωθεί στη 1:00 μ.μ. (ώρα κεντρικής Ευρώπης) και το 99,7% μία ώρα πριν από το κλείσιμο του συστήματος. Σε όρους αξίας, η καμπύλη κατανομής των συναλλαγών προσεγγίζει πολύ τη γραμμική κατανομή μέχρι το μέσο της ημέρας, καθώς περίπου το 53% της αξίας είχε ήδη

<sup>1</sup> Το TARGET2 είναι η δεύτερη γενιά του συστήματος TARGET και τέθηκε για πρώτη φορά σε λειτουργία το 2007.

διεκπεραιωθεί στη 1:00 μ.μ. Κατόπιν κινείται κάτω από τη γραμμική κατανομή, κάτι που δείχνει ότι οι πληρωμές μεγαλύτερης αξίας διακανονίζονται προς την ώρα κλεισίματος του συστήματος TARGET2. Αυτές οι πληρωμές αντιστοιχούν ουσιαστικά στη χρήση της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, η οποία ήταν σημαντική κατά την επισκοπούμενη περίοδο.

#### **ΔΙΑΘΕΣΙΜΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΟΥ TARGET2**

Το δ' τρίμηνο του 2012 η συνολική διαθεσιμότητα του TARGET2 έφθασε το 100%. Ως έκτακτα συμβάντα στον υπολογισμό της διαθεσιμότητας του TARGET2 νοούνται εκείνα που εμποδίζουν πλήρως την επεξεργασία πληρωμών επί 10 λεπτά ή περισσότερο κατά τις εργάσιμες ημέρες του TARGET2 και μεταξύ 7.00 π.μ. και 6.45 μ.μ. Κατά μέσο όρο, το 99,96% των πληρωμών διακανονίστηκε μέσα σε λιγότερο από 5 λεπτά. Ως εκ τούτου, το σύστημα ανταποκρίθηκε πλήρως στις προσδοκίες.

## **ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΚΤ**

Η ΕΚΤ παράγει πολυάριθμες εκδόσεις που παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τις κύριες δραστηριότητές της: νομισματική πολιτική, στατιστική, συστήματα πληρωμών και διακανονισμού τίτλων, σταθερότητα και εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα, διεθνής και ευρωπαϊκή συνεργασία και νομικά θέματα. Οι εκδόσεις αυτές είναι οι εξής:

### **ΚΑΤΑΣΤΑΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ**

- Ετήσια Έκθεση
- Έκθεση για τη Σύγκλιση
- Μηνιαίο Δελτίο

### **ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ**

- Σειρά Legal Working Papers
- Σειρά Occasional Papers
- Research Bulletin
- Σειρά Working Papers

### **ΆΛΛΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ**

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα: Ιστορία, καθήκοντα και λειτουργίες
- The international role of the euro
- Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ (“Γενική Τεκμηρίωση”)
- The monetary policy of the ECB
- The payment system

Επίσης, η ΕΚΤ εκδίδει φυλλάδια και ενημερωτικό υλικό σχετικά με διάφορα θέματα, όπως τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα ευρώ, καθώς επίσης και πρακτικά σεμιναρίων και συνεδρίων.

Πλήρης κατάλογος των εκδόσεων (σε μορφή PDF) της ΕΚΤ και του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος, που υπήρξε πρόδρομος της ΕΚΤ από το 1994 έως το 1998, δημοσιεύεται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ (<http://www.ecb.europa.eu/pub/>). Οι κωδικοί των γλωσσών υποδηλώνουν τις γλώσσες στις οποίες διατίθεται η κάθε έκδοση.

Εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά, οι έντυπες εκδόσεις διατίθενται δωρεάν, εφόσον υπάρχει απόθεμα. Οι παραγγελίες θα πρέπει να απευθύνονται στο [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

## ΓΛΩΣΣΑΡΙΟ

Το παρόν γλωσσάριο εξηγεί επιλεγμένους όρους που χρησιμοποιούνται συχνά στο Μηνιαίο Δελτίο. Πληρέστερο και αναλυτικότερο γλωσσάριο βλ. στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) (gross domestic product – GDP):** η αξία του συνόλου των αγαθών και υπηρεσιών που παράγει μια οικονομία, μείον τις ενδιάμεσες αναλώσεις, συν τους καθαρούς φόρους επί των προϊόντων και τους εισαγωγικούς δασμούς. Το ΑΕΠ μπορεί να αναλυθεί σε συνιστώσες προσεγγιζόμενο ως παραγωγή (προϊόν), ως δαπάνη ή ως εισόδημα. Τα βασικά μεγέθη του ΑΕΠ από τη σκοπιά της δαπάνης είναι η τελική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών, η τελική καταναλωτική δαπάνη του δημόσιου τομέα, οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, οι μεταβολές των αποθεμάτων και οι εισαγωγές και εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (συμπεριλαμβανομένων των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ).

**Ακαθάριστο εξωτερικό χρέος (gross external debt):** το υπόλοιπο των υφιστάμενων υποχρεώσεων μιας οικονομίας (δεν περιλαμβάνονται ενδεχόμενες υποχρεώσεις) που απαιτούν την πληρωμή κεφαλαίου ή/και τόκων προς μη κατοίκους κάποια στιγμή στο μέλλον.

**Άμεσες επενδύσεις (direct investment):** διασυνοριακές επενδύσεις με σκοπό την απόκτηση συμμετοχής (στην πράξη, ποσοστού τουλάχιστον 10% των κοινών μετοχών ή των δικαιωμάτων ψήφου) σε επιχείρηση που εδρεύει σε άλλη οικονομία. Περιλαμβάνουν μετοχικό κεφάλαιο, επανεπενδυθέντα κέρδη και άλλα κεφάλαια που συνδέονται με συναλλαγές μεταξύ εταιριών. Η κατηγορία “άμεσες επενδύσεις” του ισοζυγίου πληρωμών καταγράφει τις καθарές συναλλαγές/θέσεις σε περιουσιακά στοιχεία του εξωτερικού από κατοίκους της ζώνης του ευρώ (“άμεσες επενδύσεις στο εξωτερικό”) και σε περιουσιακά στοιχεία της ζώνης του ευρώ από μη κατοίκους (“άμεσες επενδύσεις στη ζώνη του ευρώ”).

**Αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα (πλην των αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος) (investment funds – except money market funds):** χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που συγκεντρώνουν κεφάλαιο αντλώντας το από το κοινό και το επενδύουν σε περιουσιακά στοιχεία, χρηματοοικονομικά ή μη. Βλ. επίσης NXI.

**Αντιστρεπτέα συναλλαγή (reverse transaction):** συναλλαγή μέσω της οποίας η κεντρική τράπεζα αγοράζει ή πωλεί περιουσιακά στοιχεία με συμφωνία επαναγοράς ή χορηγεί πιστώσεις έναντι ασφάλειας.

**Αποκλιμάκωση του πληθωρισμού (disinflation):** διαδικασία επιβράδυνσης του πληθωρισμού που ενδέχεται να επιφέρει πρόσκαιρα αρνητικούς ρυθμούς πληθωρισμού.

**Αρνητικός πληθωρισμός (deflation):** γενικευμένη, επίμονη και αυτοενισχυόμενη πτώση ενός ευρέος φάσματος τιμών, που οφείλεται στην υποχώρηση της συνολικής ζήτησης και ενσωματώνεται στις προσδοκίες.

**Ασφάλεια ή εξασφαλίσεις (collateral):** περιουσιακά στοιχεία τα οποία δίδονται ως ενέχυρο ή με άλλο τρόπο μεταβιβάζονται ως εγγύηση αποπληρωμής δανείων, καθώς και περιουσιακά στοιχεία τα οποία πωλούνται στο πλαίσιο συμφωνιών επαναγοράς. Οι

εξασφαλίσεις που χρησιμοποιούνται στις αντιστρεπτές πράξεις του Ευρωσυστήματος πρέπει να πληρούν ορισμένα κριτήρια καταλληλότητας.

**Ασφαλιστικές εταιρίες και ταμεία συντάξεων (insurance corporations and pension funds):** επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα, με ή χωρίς αυτοτελή νομική προσωπικότητα, που ασχολούνται κυρίως με τη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση αναλαμβάνοντας μέρος των κινδύνων.

**Αυτόνομοι παράγοντες ρευστότητας (autonomous liquidity factors):** παράγοντες μεταβολής της ρευστότητας οι οποίοι κατά κανόνα δεν πηγάζουν από τη χρήση των μέσων νομισματικής πολιτικής. Τέτοιοι παράγοντες είναι π.χ. τα τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία, οι καταθέσεις του Δημοσίου στην κεντρική τράπεζα, καθώς και οι καθαρές απαιτήσεις της κεντρικής τράπεζας έναντι του εξωτερικού.

**Βασικά επιτόκια της ΕΚΤ (key ECB interest rates):** τα επιτόκια που καθορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο και αντανακλούν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Αυτά είναι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

**Βιομηχανική παραγωγή (industrial production):** η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία, σε σταθερές τιμές, που δημιουργείται από τη βιομηχανία.

**Γενική κυβέρνηση (general government):** τομέας ο οποίος, όπως ορίζεται στο ΕΣΛ 95, αποτελείται από φορείς-κατοίκους που ασχολούνται κυρίως με την παραγωγή μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών προοριζόμενων για ατομική και συλλογική κατανάλωση ή/και με την αναδιανομή του εθνικού εισοδήματος και του εθνικού πλούτου. Περιλαμβάνει την κεντρική κυβέρνηση, τις κυβερνήσεις ομόσπονδων κρατιδίων, την τοπική αυτοδιοίκηση και τους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης. Δεν περιλαμβάνει τους κρατικούς φορείς που ασκούν εμπορική δραστηριότητα, π.χ. τις δημόσιες επιχειρήσεις.

**Δανειακές ανάγκες (της γενικής κυβέρνησης) (borrowing requirement – general government):** το καθαρό νέο χρέος της γενικής κυβέρνησης.

**Δείκτης συμβατικών αποδοχών (index of negotiated wages):** δείκτης των βασικών αποδοχών (δηλ. των αποδοχών χωρίς επιδόματα ή δώρα), όπως διαμορφώνονται μέσω συλλογικών διαπραγματεύσεων σε επίπεδο ζώνης ευρώ. Καταγράφει τη συνεπαγόμενη μέση μεταβολή των μηνιαίων αποδοχών.

**Δείκτης ωριαίου κόστους εργασίας (hourly labour cost index):** δείκτης του κόστους εργασίας, ο οποίος περιλαμβάνει τις ακαθάριστες αποδοχές (σε χρήμα και είδος, καθώς και τα πάσης φύσεως επιδόματα) και άλλες συνιστώσες του κόστους εργασίας (εργοδοτικές εισφορές κοινωνικής ασφάλισης συν φόρους μισθωτών υπηρεσιών, μείον επιδοτήσεις που λαμβάνει ο εργοδότης) ανά ώρα πραγματικής εργασίας (συμπεριλαμβανομένης της υπερωριακής απασχόλησης).

**Δημοπρασία ανταγωνιστικού επιτοκίου (variable rate tender):** δημοπρασία κατά την οποία οι αντισυμβαλλόμενοι αναφέρουν στις προσφορές τους τόσο το χρηματικό ποσό με το οποίο επιθυμούν να συμμετάσχουν στη συναλλαγή με την κεντρική τράπεζα όσο και το αντίστοιχο επιτόκιο.

**Δημοπρασία σταθερού επιτοκίου (fixed rate tender):** δημοπρασία στην οποία το επιτόκιο προκαθορίζεται από την κεντρική τράπεζα και οι αντισυμβαλλόμενοι αναφέρουν

στις προσφορές τους το ποσό με το οποίο επιθυμούν να συμμετάσχουν στη συναλλαγή με το καθορισμένο αυτό επιτόκιο.

**Δημοπρασία σταθερού επιτοκίου με κατανομή ολόκληρου του ποσού (fixed rate full-allotment tender procedure):** διαδικασία δημοπρασίας κατά την οποία το επιτόκιο καθορίζεται από την κεντρική τράπεζα και οι αντισυμβαλλόμενοι αναφέρουν στις προσφορές τους το χρηματικό ποσό με το οποίο επιθυμούν να συμμετάσχουν στη συναλλαγή με το καθορισμένο αυτό επιτόκιο, γνωρίζοντας εκ των προτέρων ότι όλες οι προσφορές θα ικανοποιηθούν πλήρως.

**Διαγραφή δανείων (write-down/write-off):** λογιστική απομείωση (write-down) ή πλήρης διαγραφή (write-off) της αξίας δανείων στις λογιστικές καταστάσεις των NXI, σε περίπτωση που τα δάνεια χαρακτηρίζονται ως μη εισπράξιμα, εν μέρει ή εν όλω αντίστοιχα.

**Διεθνή διαθέσιμα (international reserves):** απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού άμεσα διαθέσιμες και υπαγόμενες στον έλεγχο των νομισματικών αρχών για την απευθείας χρηματοδότηση ή ρύθμιση του μεγέθους των ανισορροπιών στο ισοζύγιο πληρωμών μέσω παρεμβάσεων στις αγορές συναλλάγματος. Τα διεθνή διαθέσιμα της ζώνης του ευρώ αποτελούνται από απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ, χρυσό και ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα, καθώς και τις αποθεματικές θέσεις του Ευρωσυστήματος στο ΔΝΤ.

**Διεθνής επενδυτική θέση (international investment position):** η αξία και η σύνθεση των καθαρών χρηματοοικονομικών απαιτήσεων (ή των καθαρών χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων) μιας οικονομίας έναντι του υπόλοιπου κόσμου.

**Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (deposit facility):** πάγια διευκόλυνση την οποία παρέχει το Ευρωσύστημα και την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι αποδεκτοί αντισυμβαλλόμενοι για να πραγματοποιούν, με δική τους πρωτοβουλία, καταθέσεις με διάρκεια μίας ημέρας στην οικεία ΕθνΚΤ τους. Οι καταθέσεις έχουν προκαθορισμένο επιτόκιο το οποίο συνήθως οριοθετεί προς τα κάτω το επιτόκιο της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας.

**Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης (marginal lending facility):** πάγια διευκόλυνση την οποία παρέχει το Ευρωσύστημα και την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι αποδεκτοί, αντισυμβαλλόμενοι, με δική τους πρωτοβουλία, για να λαμβάνουν χρηματοδότηση από την οικεία ΕθνΚΤ τους με διάρκεια μίας ημέρας και με τη μορφή αντιστρεπτέας συναλλαγής. Το επιτόκιο των δανείων που χορηγούνται στο πλαίσιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης συνήθως οριοθετεί προς τα άνω το επιτόκιο της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μια ημέρας.

**Ελάχιστο επιτόκιο προσφορών (minimum bid rate):** το κατώτατο όριο του επιτοκίου το οποίο μπορούν να αναφέρουν στις προσφορές τους οι αντισυμβαλλόμενοι στις δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου.

**Έλλειμμα (της γενικής κυβέρνησης) (deficit – general government):** ο καθαρός δανεισμός της γενικής κυβέρνησης, δηλ. η διαφορά μεταξύ των συνολικών εσόδων και των συνολικών δαπανών της.

**Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP):** δείκτης τιμών καταναλωτή που καταρτίζεται από την Eurostat και είναι εναρμονισμένος για όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ.

**Ενισχυμένη πιστωτική στήριξη (enhanced credit support):** τα μη συμβατικά μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ/το Ευρωσύστημα στη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, με σκοπό την τόνωση των συνθηκών χρηματοδότησης και τη στήριξη των ροών πιστώσεων, πέραν όσων θα μπορούσαν να επιτευχθούν αποκλειστικά και μόνο με μειώσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

**Ενοποιημένη λογιστική κατάσταση του τομέα των NXI (consolidated balance sheet of the MFI sector):** λογιστική κατάσταση που προκύπτει από το συμψηφισμό των απαιτήσεων και υποχρεώσεων μεταξύ των NXI (π.χ. δανείων και καταθέσεων μεταξύ των NXI), όπως εμφανίζονται στη συγκεντρωτική λογιστική κατάσταση των NXI. Παρέχει στατιστικές πληροφορίες για τις απαιτήσεις και τις υποχρεώσεις του τομέα των NXI έναντι κατοίκων της ζώνης του ευρώ που δεν ανήκουν στο συγκεκριμένο τομέα (δηλ. έναντι της γενικής κυβέρνησης και άλλων κατοίκων της ζώνης του ευρώ) και έναντι μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ. Είναι η κύρια στατιστική πηγή για τον υπολογισμό των νομισματικών μεγεθών και αποτελεί τη βάση για την τακτική ανάλυση των παραγόντων μεταβολής του M3.

**Εξωτερικό εμπόριο αγαθών (external trade in goods):** εξαγωγές και εισαγωγές αγαθών με χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ, μετρούμενες σε όρους αξίας και ως δείκτες, όγκου και μοναδιαίας αξίας. Τα στοιχεία στατιστικής του εξωτερικού εμπορίου δεν είναι συγκρίσιμα με τις εξαγωγές και τις εισαγωγές όπως καταγράφονται στους εθνικούς λογαριασμούς, επειδή οι εθνικοί λογαριασμοί περιλαμβάνουν συναλλαγές τόσο εντός όσο και εκτός της ζώνης του ευρώ και εμφανίζουν τα αγαθά μαζί με τις υπηρεσίες. Επίσης δεν είναι πλήρως συγκρίσιμα με τα αγαθά όπως καταγράφονται στη στατιστική του ισοζυγίου πληρωμών. Πέραν των μεθοδολογικών προσαρμογών, η κυριότερη διαφορά έγκειται στο ότι στη στατιστική του εξωτερικού εμπορίου οι “εισαγωγές” καταγράφονται σε τιμές c.i.f., ενώ στη στατιστική του ισοζυγίου πληρωμών σε τιμές f.o.b.

**EONIA (euro overnight index average):** δείκτης του επιτοκίου που επικρατεί στη διατραπεζική αγορά του ευρώ για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας. Υπολογίζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων που εφαρμόζονται σε ανεξασφάλιστα δάνεια σε ευρώ διάρκειας μίας ημέρας, όπως ανακοινώνονται από μια ομάδα τραπεζών.

**Επενδύσεις χαρτοφυλακίου (portfolio investment):** οι καθαρές συναλλαγές ή/και θέσεις κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε τίτλους εκδοθέντες από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ (“απαιτήσεις”) και οι καθαρές συναλλαγές ή/και θέσεις μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε τίτλους εκδοθέντες από κατοίκους της ζώνης του ευρώ (“υποχρεώσεις”). Περιλαμβάνονται μετοχικοί τίτλοι και χρεόγραφα (ομόλογα, γραμμάτια και τίτλοι της αγοράς χρήματος). Οι συναλλαγές καταγράφονται με την πράγματι καταβαλλόμενη τιμή, μείον προμήθειες και συναφή έξοδα. Η απόκτηση μεριδίου κυριότητας σε επιχείρηση καταγράφεται στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου (“απαιτήσεις”) εφόσον ισοδυναμεί με ποσοστό μικρότερο του 10% των κοινών μετοχών ή των δικαιωμάτων ψήφου.

**Επιτόκια των NXI (MFI interest rates):** τα επιτόκια τα οποία εφαρμόζουν πιστωτικά ιδρύματα και άλλα NXI της ζώνης του ευρώ, εκτός των κεντρικών τραπεζών και των αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος, σε καταθέσεις και δάνεια σε ευρώ από και προς νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ.

**Εργατικό δυναμικό (labour force):** σύνολο απασχολουμένων και ανέργων.

**Έρευνα μεταξύ των εξειδικευμένων φορέων διενέργειας προβλέψεων (Survey of Professional Forecasters – SPF):** τριμηνιαία έρευνα που διεξάγει η ΕΚΤ από το 1999 με σκοπό τη συλλογή μακροοικονομικών προβλέψεων για τον πληθωρισμό, την αύξηση του

πραγματικού ΑΕΠ και την ανεργία στη ζώνη του ευρώ. Οι ερωτώμενοι είναι εμπειρογνώμονες από (χρηματοπιστωτικούς και μη) οργανισμούς που εδρεύουν στην ΕΕ.

**Έρευνα τραπεζικών χορηγήσεων (bank lending survey):** τριμηνιαία έρευνα για τις πολιτικές χορηγήσεων των τραπεζών, την οποία διεξάγει το Ευρωσύστημα από τον Ιανουάριο του 2003. Ένα προκαθορισμένο δείγμα τραπεζών της ζώνης του ευρώ καλείται να απαντήσει σε ποιοτικής φύσεως ερωτήσεις για την εξέλιξη των πιστοδοτικών κριτηρίων, των όρων χορήγησης δανείων και της ζήτησης δανείων εκ μέρους των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών.

**Έρευνες μεταξύ των Υπευθύνων Προμηθειών στη ζώνη του ευρώ (Eurozone Purchasing Managers' Surveys):** έρευνες των επιχειρηματικών συνθηκών στον τομέα της μεταποίησης και στον τομέα των υπηρεσιών που διεξάγονται σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ με σκοπό την κατάρτιση δεικτών. Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για τον Τομέα της Μεταποίησης της ζώνης του ευρώ υπολογίζεται με στάθμιση επιμέρους δεικτών για την παραγωγή, τις νέες παραγγελίες, την απασχόληση, τους χρόνους παράδοσης εκ μέρους των προμηθευτών, καθώς και τα αποθέματα αγορασθέντων προϊόντων. Η έρευνα στον τομέα των υπηρεσιών περιλαμβάνει ερωτήσεις σχετικά με την παρούσα και την προσδοκώμενη κατάσταση των εργασιών, τον όγκο των εκκρεμών εργασιών, τις εισερχόμενες νέες εργασίες, την απασχόληση και τις καταβαλλόμενες και απολαμβανόμενες τιμές. Με συνδυασμό των αποτελεσμάτων των δύο ερευνών υπολογίζεται ο Σύνθετος Δείκτης της Ζώνης του Ευρώ (Eurozone Composite Index).

**Έρευνες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (European Commission surveys):** εναρμονισμένες έρευνες για τις επιχειρηματικές προσδοκίες και την εμπιστοσύνη των καταναλωτών, που διεξάγονται για λογαριασμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σε καθένα από τα κράτη-μέλη της ΕΕ. Οι έρευνες αυτές διεξάγονται μέσω ερωτηματολογίων που απευθύνονται σε ανώτερα διοικητικά στελέχη στους τομείς της μεταποίησης, των κατασκευών, του λιανικού εμπορίου και των υπηρεσιών, καθώς και σε καταναλωτές. Από κάθε μηνιαία έρευνα, υπολογίζονται σύνθετοι δείκτες οι οποίοι συνοψίζουν τις απαντήσεις σε διάφορες ερωτήσεις (δείκτες εμπιστοσύνης).

**EURIBOR (euro interbank offered rate):** το επιτόκιο με το οποίο μια τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας (prime bank) είναι διατεθειμένη να δανείσει κεφάλαια σε ευρώ σε άλλη τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας. Το EURIBOR υπολογίζεται καθημερινά για διατραπεζικές καταθέσεις με διάφορες διάρκειες έως 12 μηνών.

**Ευρωσύστημα (Eurosystem):** το σύστημα κεντρικών τραπεζών το οποίο αποτελείται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ των κρατών-μελών της ΕΕ που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

**Ζώνη του ευρώ (euro area):** η περιοχή η οποία αποτελείται από τα κράτη-μέλη της ΕΕ που έχουν υιοθετήσει το ευρώ ως κοινό τους νόμισμα σύμφωνα με τη Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

**Ισοζύγιο εισοδημάτων (income account):** λογαριασμός του ισοζυγίου πληρωμών που καλύπτει δύο είδη συναλλαγών με μη κατοίκους: (α) αμοιβές προσωπικού που καταβάλλονται σε μη κατοίκους (π.χ. διασυνοριακούς ή εποχικούς εργαζομένους και εργαζομένους με συμβάσεις εργασίας βραχυχρόνιας διάρκειας) και (β) εισπράξεις και πληρωμές εισοδήματος από επενδύσεις σε χρηματοοικονομικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις έναντι του εξωτερικού. Οι χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις έναντι του εξωτερικού περιλαμβάνουν εισπράξεις και πληρωμές άμεσων επενδύσεων, επενδύσεων χαρτοφυλακίου και λοιπών επενδύσεων, καθώς και εισπράξεις από συναλλαγματικά διαθέσιμα.

**Ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων (capital account):** λογαριασμός του ισοζυγίου πληρωμών που καλύπτει όλες τις κεφαλαιακές μεταβιβάσεις και την κτήση/διάθεση μη παραγόμενων, μη χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων μεταξύ κατοίκων και μη κατοίκων.

**Ισοζύγιο πληρωμών (balance of payments):** στατιστική κατάσταση που απεικονίζει συνοπτικά τις οικονομικές συναλλαγές μεταξύ μιας οικονομίας και του υπόλοιπου κόσμου σε μια συγκεκριμένη περίοδο.

**Ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων (current transfers account):** ένας τεχνικός λογαριασμός του ισοζυγίου πληρωμών όπου καταγράφεται η αξία των πραγματικών ή χρηματοοικονομικών στοιχείων που μεταβιβάζονται χωρίς αντάλλαγμα. Οι τρέχουσες μεταβιβάσεις καλύπτουν όλες τις μεταβιβάσεις που δεν εμπίπτουν στην κατηγορία των “κεφαλαιακών μεταβιβάσεων”.

**Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (current account):** λογαριασμός του ισοζυγίου πληρωμών που καλύπτει όλες τις συναλλαγές που αφορούν αγαθά και υπηρεσίες, εισοδήματα και τρέχουσες μεταβιβάσεις μεταξύ κατοίκων και μη κατοίκων.

**Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών (financial account):** λογαριασμός του ισοζυγίου πληρωμών που καλύπτει τις συναλλαγές που αφορούν άμεσες επενδύσεις, επενδύσεις χαρτοφυλακίου, λοιπές επενδύσεις, χρηματοοικονομικά παράγωγα και συναλλαγματικά διαθέσιμα μεταξύ κατοίκων και μη κατοίκων.

**Ισοτιμία Αγοραστικών Δυνάμεων – ΙΑΔ (Purchasing Power Parity – PPP):** τιμή με την οποία ένα νόμισμα μετατρέπεται σε άλλο προκειμένου να εξισωθεί η αγοραστική δύναμη των δύο νομισμάτων με την εξάλειψη των διαφορών ως προς τα επίπεδα των τιμών που ισχύουν στις αντίστοιχες χώρες. Στην απλούστερη μορφή τους, οι ΙΑΔ παρουσιάζουν το λόγο των τιμών σε εθνικό νόμισμα του ίδιου αγαθού ή υπηρεσίας σε διάφορες χώρες.

**Καθαρές απαιτήσεις των NXI έναντι του εξωτερικού (MFI net external assets):** οι απαιτήσεις του τομέα των NXI της ζώνης του ευρώ έναντι του εξωτερικού (π.χ. χρυσός, τραπεζογραμμάτια και κέρματα ξένων νομισμάτων, τίτλοι εκδοθέντες από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ και δάνεια προς μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ) μείον τις υποχρεώσεις του τομέα των NXI της ζώνης του ευρώ έναντι του εξωτερικού (π.χ. καταθέσεις και συμφωνίες επαναγοράς μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών που έχουν εκδοθεί από NXI και διακρατούνται από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ).

**Καμπύλη αποδόσεων (yield curve):** γραφική αναπαράσταση της σχέσης μεταξύ του επιτοκίου ή της απόδοσης και της εναπομένουσας διάρκειας, σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή, για χρεόγραφα παρόμοιου πιστωτικού κινδύνου αλλά διαφορετικής διάρκειας. Η κλίση της καμπύλης αποδόσεων μπορεί να μετρηθεί ως η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων ή των αποδόσεων δύο επιλεγμένων διαρκειών.

**Κενές θέσεις εργασίας (job vacancies):** ο συλλογικός αυτός όρος περιλαμβάνει τις θέσεις εργασίας που είναι είτε νεοδημιουργηθείσες είτε παλαιότερες αλλά μη κατειλημμένες είτε πρόκειται σύντομα να μείνουν κενές, εφόσον, σε όλες τις περιπτώσεις, ο εργοδότης έχει προβεί πρόσφατα σε ενέργειες για την κάλυψή τους.

**Κεντρική ισοτιμία (central parity/central rate):** η συναλλαγματική ισοτιμία κάθε νομίσματος που συμμετέχει στον ΜΣΙ ΙΙ έναντι του ευρώ, γύρω από την οποία καθορίζονται τα περιθώρια διακύμανσής του εντός του ΜΣΙ ΙΙ.

**Κεφαλαιακοί λογαριασμοί (capital accounts):** τμήμα του συστήματος των εθνικών λογαριασμών (ή των λογαριασμών της ζώνης του ευρώ) που περιλαμβάνει της μεταβολές της καθαρής αξίας που οφείλονται στην καθαρή αποταμίευση, στις καθαρές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις και στην καθαρή κτήση μη χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού.

**Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (unit labour costs):** δείκτης του συνολικού κόστους εργασίας ανά μονάδα παραγόμενου προϊόντος. Για τη ζώνη του ευρώ υπολογίζεται ως ο λόγος της συνολικής μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό προς την παραγωγικότητα της εργασίας (η οποία ορίζεται ως το ΑΕΠ σε όρους όγκου ανά απασχολούμενο).

**Λόγος ελλείμματος (της γενικής κυβέρνησης) (deficit ratio – general government):** ο λόγος του ελλείμματος προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τρέχουσες τιμές της αγοράς. Είναι το αντικείμενο ενός από τα δημοσιονομικά κριτήρια με βάση τα οποία διαπιστώνεται η ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος, όπως προβλέπει το άρθρο 126(2) της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αναφέρεται και ως λόγος δημοσιονομικού ελλείμματος.

**Λόγος χρέους/ΑΕΠ (της γενικής κυβέρνησης) (debt-to-GDP ratio – general government):** ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές της αγοράς. Είναι το αντικείμενο ενός από τα δημοσιονομικά κριτήρια με βάση τα οποία διαπιστώνεται η ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος, όπως προβλέπει το άρθρο 126(2) της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

**Λοιπές επενδύσεις (other investment):** στοιχείο του ισοζυγίου πληρωμών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης που καλύπτει τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές/θέσεις έναντι μη κατοίκων σε εμπορικές πιστώσεις, καταθέσεις και δάνεια, και λοιπούς εισπρακτέους και πληρωτέους λογαριασμούς.

**M1:** στενό νομισματικό μέγεθος το οποίο αποτελείται από το νόμισμα σε κυκλοφορία συν τις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας που τηρούνται σε ΝΧΙ και στην κεντρική κυβέρνηση (π.χ. ταχυδρομεία, φορείς υπαγόμενους στο Υπουργείο Οικονομικών).

**M2:** μεσαίου εύρους νομισματικό μέγεθος το οποίο αποτελείται από το M1, τις καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών (δηλ. τις βραχυπρόθεσμες καταθέσεις ταμειυτηρίου) και τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως δύο ετών (δηλ. τις βραχυπρόθεσμες καταθέσεις προθεσμίας) που τηρούνται σε ΝΧΙ και στην κεντρική κυβέρνηση.

**M3:** ευρύ νομισματικό μέγεθος που αποτελείται από το M2 και εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα, ειδικότερα συμφωνίες επαναγοράς, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών εκδοθέντα από ΝΧΙ.

**Μεταβλητότητα (volatility):** ο βαθμός διακύμανσης μιας δεδομένης μεταβλητής.

**Μετοχικοί τίτλοι (equities):** τίτλοι που αντιπροσωπεύουν ποσοστό συμμετοχής σε μια εταιρία. Περιλαμβάνουν μετοχές που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήρια (εισηγμένες μετοχές), μη εισηγμένες μετοχές και άλλες μορφές συμμετοχής στο κεφάλαιο εταιρίας. Οι μετοχικοί τίτλοι συνήθως αποφέρουν εισόδημα με τη μορφή μερίσματος.

**Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό ή ανά ώρα εργασίας (compensation per employee/per hour worked):** το πηλίκο της συνολικής αμοιβής σε χρήμα ή σε είδος που καταβάλλεται από τους εργοδότες στους μισθωτούς (δηλ. των ακαθάριστων αποδοχών, των επιδομάτων, της αμοιβής της υπερωριακής απασχόλησης και των εργοδοτικών εισφορών κοινωνικής ασφάλισης) προς το συνολικό αριθμό των μισθωτών ή το συνολικό αριθμό των ωρών εργασίας.

**ΜΣΙ ΙΙ (μηχανισμός συναλλαγματικών ισοτιμιών ΙΙ) (ERM ΙΙ – exchange rate mechanism):** συμφωνία συναλλαγματικών ισοτιμιών η οποία αποτελεί το πλαίσιο για τη συνεργασία στον τομέα της συναλλαγματικής πολιτικής μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ και των κρατών-μελών της ΕΕ που δεν συμμετέχουν στο Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ.

**ΝΧΙ (Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα) (MFIs – Monetary Financial Institutions):** τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία συναποτελούν τον τομέα που εκδίδει χρήμα στη ζώνη του ευρώ. Περιλαμβάνουν (α) το Ευρωσύστημα, (β) τα πιστωτικά ιδρύματα (όπως ορίζονται στο δίκαιο της ΕΕ) που εδρεύουν στη ζώνη του ευρώ, (γ) λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ των οποίων η δραστηριότητα συνίσταται στο να δέχονται καταθέσεις ή/και στενά υποκατάστατα καταθέσεων από φορείς που δεν είναι ΝΧΙ και, για δικό τους λογαριασμό (τουλάχιστον από οικονομική σκοπιά), να χορηγούν πιστώσεις ή/και να επενδύουν σε τίτλους, καθώς και ιδρύματα ηλεκτρονικού χρήματος που ασχολούνται κυρίως με τη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση εκδίδοντας ηλεκτρονικό χρήμα, και (δ) αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος, δηλ. αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε βραχυπρόθεσμους τίτλους χαμηλού κινδύνου με συνήθη διάρκεια ενός έτους ή λιγότερο.

**Παραγωγικότητα της εργασίας (labour productivity):** το προϊόν που μπορεί να παραχθεί με μια δεδομένη εισροή εργασίας. Μπορεί να μετρηθεί με πολλούς τρόπους, συνήθως όμως μετρείται ως το πηλίκο του ΑΕΠ σε όρους όγκου προς τη συνολική απασχόληση ή τις συνολικές ώρες εργασίας.

**Πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις των ΝΧΙ (MFI longer-term financial liabilities):** καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια άνω των δύο ετών, καταθέσεις υπό προειδοποίηση άνω των τριών μηνών, χρεόγραφα εκδοθέντα από ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ με αρχική διάρκεια άνω των δύο ετών και κεφάλαιο και αποθεματικά του τομέα των ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ.

**Πιστώσεις των ΝΧΙ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ (MFI credit to euro area residents):** δάνεια που χορηγούνται από ΝΧΙ προς λοιπούς (εκτός ΝΧΙ) κατοίκους της ζώνης του ευρώ (στους οποίους περιλαμβάνονται η γενική κυβέρνηση και ο ιδιωτικός τομέας) και τίτλοι (μετοχές, λοιπές συμμετοχές και χρεόγραφα) που εκδίδονται από λοιπούς (εκτός ΝΧΙ) κατοίκους της ζώνης του ευρώ και διακρατούνται από ΝΧΙ.

**Πληθωρισμός (inflation):** άνοδος του γενικού επιπέδου των τιμών π.χ. του δείκτη τιμών καταναλωτή.

**Πληθωρισμός νεκρού σημείου (break-even inflation rate):** η διαφορά αποδόσεων μεταξύ ενός ονομαστικού ομολόγου και ενός τιμαριθμοποιημένου ομολόγου με την ίδια (ή παρόμοια) διάρκεια.

**Πράξη ανοικτής αγοράς (open market operation):** συναλλαγή στη χρηματοπιστωτική αγορά που διενεργείται με πρωτοβουλία της κεντρικής τράπεζας. Οι εν λόγω πράξεις περιλαμβάνουν αντιστρεπτές συναλλαγές, οριστικές συναλλαγές, καθώς και την αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας ή την έκδοση πιστοποιητικών χρέους ή

πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς μπορούν να παρέχουν ή να απορροφούν ρευστότητα.

**Πράξη απορρόφησης της ρευστότητας (liquidity-absorbing operation):** πράξη μέσω της οποίας το Ευρωσύστημα απορροφά ρευστότητα προκειμένου να μειώσει την υπερβάλλουσα ρευστότητα ή να δημιουργήσει έλλειμμα ρευστότητας. Οι πράξεις αυτού του είδους μπορούν να λάβουν τη μορφή έκδοσης πιστοποιητικών χρέους ή αποδοχής καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας.

**Πράξη κύριας αναχρηματοδότησης (main refinancing operation):** τακτική πράξη ανοικτής αγοράς που διενεργείται από το Ευρωσύστημα με τη μορφή αντιστρεπτέας συναλλαγής. Οι εν λόγω πράξεις διενεργούνται κάθε εβδομάδα μέσω τακτικών δημοπρασιών και συνήθως έχουν διάρκεια μίας εβδομάδας.

**Πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (longer-term refinancing operation - LTRO):** πράξη παροχής ρευστότητας με διάρκεια μεγαλύτερη της μίας εβδομάδας που διενεργείται από το Ευρωσύστημα με τη μορφή αντιστρεπτέων συναλλαγών. Οι τακτικές μηνιαίες πράξεις έχουν διάρκεια τριών μηνών. Κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής αναταραχής που ξεκίνησε τον Αύγουστο του 2007 διενεργήθηκαν συμπληρωματικές πράξεις χωρίς καθορισμένη περιοδικότητα και με διάρκεια από μία περίοδο τήρησης μέχρι ένα έτος.

**Προσαρμογή ελλείματος-χρέους (της γενικής κυβέρνησης) (deficit-debt adjustment – general government):** η διαφορά μεταξύ του ελλείματος της γενικής κυβέρνησης και της μεταβολής του χρέους της γενικής κυβέρνησης.

**Σταθερότητα των τιμών (price stability):** σύμφωνα με τον ορισμό του Διοικητικού Συμβουλίου, ετήσιος ρυθμός αύξησης του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ κάτω του 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει διευκρινίσει επίσης ότι στο πλαίσιο αυτού του πρωταρχικού σκοπού επιδιώκει τη διατήρηση των ρυθμών πληθωρισμού κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα.

**Σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες (ΣΣΙ) του ευρώ (ονομαστικές/πραγματικές) (effective exchange rates – EERs – of the euro – nominal/real):** σταθμικοί μέσοι όροι των διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του ευρώ έναντι των νομισμάτων σημαντικών εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ. Η ΕΚΤ δημοσιεύει δείκτες ονομαστικής ΣΣΙ του ευρώ έναντι δύο ομάδων εμπορικών εταίρων: το δείκτη ΣΣΙ-20 (ο οποίος περιλαμβάνει τα 10 κράτη-μέλη της ΕΕ που δεν ανήκουν στη ζώνη του ευρώ και τους 10 κυριότερους εμπορικούς εταίρους εκτός ΕΕ) και το δείκτη ΣΣΙ-40 (ο οποίος περιλαμβάνει 20 επιπλέον χώρες). Οι συντελεστές στάθμισης αντανακλούν το μερίδιο κάθε εμπορικού εταίρου στο εξωτερικό εμπόριο προϊόντων της μεταποίησης της ζώνης του ευρώ και λαμβάνουν υπόψη τον ανταγωνισμό σε τρίτες αγορές. Οι πραγματικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι οι ονομαστικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες αποπληρωσμένες με ένα σταθμικό μέσο όρο των σχετικών τιμών ή του σχετικού κόστους έναντι των εμπορικών εταίρων, γι' αυτό και μετρούν την ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές και το κόστος.

**Τεκμαρτή μεταβλητότητα (implied volatility):** η αναμενόμενη μεταβλητότητα (δηλ. η τυπική απόκλιση) των ρυθμών μεταβολής της τιμής ενός περιουσιακού στοιχείου (π.χ. μετοχής ή ομολόγου). Μπορεί να υπολογιστεί με βάση την τιμή του περιουσιακού στοιχείου, την ημερομηνία λήξεως και την τιμή άσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσας επ' αυτού, καθώς και με βάση ένα ποσοστό απόδοσης μηδενικού κινδύνου σύμφωνα με ένα οικονομετρικό υπόδειγμα τιμολόγησης του δικαιώματος προαίρεσας όπως το υπόδειγμα Black-Scholes.

**Τιμαριθμοποιημένα ομόλογα του Δημοσίου (inflation-indexed government bonds):** ομόλογα που εκδίδονται από τη γενική κυβέρνηση και των οποίων το τοκομερίδιο και το κεφάλαιο συνδέονται με ένα συγκεκριμένο δείκτη τιμών καταναλωτή.

**Τιμές παραγωγού στη βιομηχανία (industrial producer prices):** οι εργοστασιακές τιμές (χωρίς τα μεταφορικά) όλων των προϊόντων (πλην των εισαγόμενων) που πωλούνται από τη βιομηχανία (εκτός των κατασκευών) στις εγχώριες αγορές των χωρών της ζώνης του ευρώ.

**Τιμή αναφοράς για την αύξηση του M3 (reference value for M3 growth):** ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 μεσοπρόθεσμα που θεωρείται συμβατός με τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών.

**Τιτλοποίηση (securitisation):** συναλλαγή ή πρόγραμμα βάσει του οποίου μία απαίτηση ή ομάδα απαιτήσεων που παράγουν εισοδηματικές ροές και συχνά αποτελούνται από δάνεια (στεγαστικά, καταναλωτικά κ.λπ.), μεταβιβάζεται από τον αρχικό πιστωτή (συνήθως πιστωτικό ίδρυμα) σε μια χρηματοδοτική εταιρία ειδικού σκοπού, η οποία με τη σειρά της μετατρέπει τα εν λόγω στοιχεία ενεργητικού σε εμπορεύσιμους τίτλους εκδίδοντας χρεόγραφα. Το κεφάλαιο και οι τόκοι αυτών των χρεογράφων εξαρτώνται από τις εισοδηματικές ροές της αρχικής ομάδας απαιτήσεων.

**Υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά (reserve requirement):** το ελάχιστο ύψος αποθεματικών (υποχρεωτικών καταθέσεων) που οφείλει να τηρεί στο Ευρωσύστημα κάθε πιστωτικό ίδρυμα κατά τη διάρκεια μιας προκαθορισμένης περιόδου τήρησης. Η συμμόρφωση των πιστωτικών ιδρυμάτων με την εν λόγω υποχρέωση κρίνεται με βάση τα μέσα ημερήσια υπόλοιπα στη διάρκεια μιας περιόδου τήρησης.

**Χρεόγραφο (debt security):** τίτλος που ενσωματώνει υπόσχεση του εκδότη (οφειλέτη) ότι θα πραγματοποιήσει μία ή περισσότερες πληρωμές προς τον κομιστή (δανειστή) σε καθορισμένο μελλοντικό χρόνο. Οι τίτλοι αυτοί συνήθως έχουν συγκεκριμένο επιτόκιο (τοκομερίδιο) ή/και πωλούνται σε τιμή χαμηλότερη της ονομαστικής αξίας στην οποία εξοφλούνται κατά τη λήξη τους. Τα χρεόγραφα που εκδίδονται με αρχική διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους ταξινομούνται ως μακροπρόθεσμα.

**Χρέος (της γενικής κυβέρνησης) (debt – general government):** το συνολικό ακαθάριστο χρέος (μετρητά, καταθέσεις, δάνεια και χρεόγραφα) στην ονομαστική του αξία που παραμένει ανεξόφλητο στο τέλος του έτους και είναι ενοποιημένο μεταξύ των τομέων της γενικής κυβέρνησης.

**Χρέος (χρηματοπιστωτικοί λογαριασμοί) (debt – financial accounts):** δάνεια που λαμβάνουν τα νοικοκυριά, καθώς και δάνεια, χρεόγραφα και αποθεματικά ταμείων συντάξεων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (που προέρχονται από άμεση ανάληψη συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων εκ μέρους των εργοδοτών για λογαριασμό των υπαλλήλων τους), όπως αποτιμώνται σε τιμές της αγοράς στο τέλος της περιόδου.

**Χρηματοδοτική εταιρία ειδικού σκοπού (financial vehicle corporation – FVC):** φορέας με κύρια δραστηριότητα τη διεξαγωγή συναλλαγών τιτλοποίησης. Οι χρηματοδοτικές εταιρίες ειδικού σκοπού συνήθως εκδίδουν εμπορεύσιμους τίτλους που προσφέρονται προς πώληση στο ευρύ κοινό ή πωλούνται με ιδιωτική τοποθέτηση. Αυτοί οι τίτλοι εκδίδονται έναντι απαιτήσεων (συνήθως δανείων), τις οποίες διακρατεί η χρηματοδοτική εταιρία ειδικού σκοπού. Σε ορισμένες περιπτώσεις μια συναλλαγή τιτλοποίησης μπορεί να αφορά περισσότερες χρηματοδοτικές εταιρίες ειδικού σκοπού, εκ

των οποίων η μία διακρατεί τις τιτλοποιούμενες απαιτήσεις και μία άλλη εκδίδει τους τίτλους που καλύπτονται από αυτές τις απαιτήσεις.

**Χρηματοπιστωτικοί λογαριασμοί (financial accounts):** τμήμα του συστήματος των εθνικών λογαριασμών (ή των λογαριασμών της ζώνης του ευρώ) που αποτυπώνουν τη χρηματοοικονομική κατάσταση (αποθέματα ή λογιστικές καταστάσεις), τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές και λοιπές μεταβολές των διαφόρων θεσμικών τομέων της οικονομίας ανά είδος χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου.