



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Οικονομικό Δελτίο

Τεύχος 4 / 2017



Περιεχόμενα

Οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις	2
Συνοπτική παρουσίαση	2
1 Εξωτερικό περιβάλλον	5
2 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις	11
3 Οικονομική δραστηριότητα	18
4 Τιμές και κόστος	25
5 Χρήμα και πίστη	30
6 Δημοσιονομικές εξελίξεις	38
Πλαίσια	41
1 Η πρόσφατη εξέλιξη των παγκόσμιων κινδύνων – μία αξιολόγηση	41
2 Το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων του επιχειρηματικού τομέα της ΕΚΤ: εφαρμογή και επιδράσεις	45
3 Συνθήκες ρευστότητας και πράξεις νομισματικής πολιτικής την περίοδο 25 Ιανουαρίου – 2 Μαΐου 2017	52
4 Πρόσφατες εξελίξεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ	58
5 Χρέος και απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα στις χώρες της ζώνης του ευρώ	63
6 Ποιοι τομείς πώλησαν τους τίτλους του δημόσιου τομέα τους οποίους απέκτησε το Ευρωσύστημα;	70
7 Ειδικές ανά χώρα συστάσεις δημοσιονομικής πολιτικής στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου 2017	75
8 Το δημοσιονομικό σύμφωνο: Η αξιολόγηση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τα επόμενα βήματα	79

Οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις

Συνοπτική παρουσίαση

Κατά τη συνεδρίασή του στις 8.6.2017 για τη νομισματική πολιτική, το Διοικητικό Συμβούλιο διαπίστωσε ότι η εξαιρετικά διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής εξακολουθεί να είναι αναγκαία ώστε σταδιακά να αναπτυχθούν πιέσεις στον υποκείμενο ρυθμό πληθωρισμού οι οποίες θα στηρίζουν τον μετρούμενο πληθωρισμό μεσοπρόθεσμα. Οι πληροφορίες που έχουν καταστεί διαθέσιμες μετά την τελευταία συνεδρίαση για τη νομισματική πολιτική στα τέλη Απριλίου επιβεβαιώνουν μια ισχυρότερη δυναμική της οικονομίας της ζώνης του ευρώ, η οποία προβλέπεται να μεγεθυνθεί με κάπως ταχύτερο ρυθμό από ό,τι αναμενόταν προηγουμένως. Το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρεί ότι οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προοπτικές για την ανάπτυξη είναι πλέον σε γενικές γραμμές ισορροπημένοι. Ταυτόχρονα, η οικονομική επέκταση δεν έχει ακόμη οδηγήσει σε εντονότερη δυναμική του πληθωρισμού. Μέχρι στιγμής, οι δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού συνεχίζουν να είναι συγκρατημένοι.

Οικονομική και νομισματική αξιολόγηση κατά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου στις 8.6.2017

Τα μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ συνεχίζουν να συμβάλλουν στη διατήρηση των πολύ ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης που είναι απαραίτητες προκειμένου να διασφαλίζεται η διατηρήσιμη προσαρμογή των ρυθμών πληθωρισμού προς επίπεδα κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα. Αυτό αντικατοπτρίζεται στα επίπεδα των τραπεζικών επιτοκίων που παραμένουν πολύ χαμηλά. Ομοίως, η μετακύλιση των μέτρων νομισματικής πολιτικής που έχουν τεθεί σε εφαρμογή από τον Ιούνιο του 2014 και μετά εξακολουθεί να στηρίζει σημαντικά τις συνθήκες δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, την πρόσβαση σε χρηματοδότηση, κυρίως για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, και, κατ' επέκταση, τις ροές χρηματοδότησης σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Η ποσότητα χρήματος με την ευρεία έννοια εξακολουθεί να επεκτείνεται με σθεναρό ρυθμό, ενώ συνεχίζεται η ανάκαμψη των χορηγήσεων προς τον ιδιωτικό τομέα που παρατηρείται από την αρχή του 2014.

Η συνεχιζόμενη οικονομική επέκταση γίνεται ολοένα πιο ανθεκτική και περιλαμβάνει περισσότερους τομείς και χώρες. Το πραγματικό ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε κατά 0,6% (σε τριμηνιαία βάση) το α' τρίμηνο του 2017, έναντι 0,5% το δ' τρίμηνο του 2016. Ορισμένοι βραχυπρόθεσμοι δείκτες, όπως τα αποτελέσματα ερευνών, εξακολουθούν να δείχνουν εύρωστη δυναμική της ανάπτυξης βραχυπρόθεσμα. Η μετακύλιση των μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ έχει διευκολύνει και τη διαδικασία απομόχλευσης και αναμένεται να συνεχίσει να στηρίζει την εγχώρια ζήτηση. Ειδικότερα, η ανάκαμψη των επενδύσεων εξακολουθεί να ωφελείται από τις πολύ ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και τη βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Η άνοδος της απασχόλησης, η οποία ενισχύεται και

από τις προηγηθείσες μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας, παρέχει στήριξη στο πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα και στην ιδιωτική κατανάλωση.

Η δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ στηρίζεται περαιτέρω από τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της οικονομίας παγκοσμίως. Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου επιταχύνθηκε σημαντικά τους τελευταίους μήνες, επωφελούμενο και από την ανάκαμψη που σημειώθηκε στις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς. Ωστόσο, οι προοπτικές για την οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ εξακολουθούν να επηρεάζονται αρνητικά από τον βραδύ ρυθμό υλοποίησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, ιδίως στις αγορές προϊόντων, και από τις εναπομένουσες ανάγκες προσαρμογής των ισολογισμών σε ορισμένους τομείς, παρά τις συνεχιζόμενες βελτιώσεις.

Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ του Ιουνίου 2017, οι οποίες ολοκληρώθηκαν στα τέλη Μαΐου και εξαρτώνται από την προϋπόθεση της πλήρους εφαρμογής όλων των μέτρων νομισματικής πολιτικής που έχει λάβει η ΕΚΤ, το ετήσιο πραγματικό ΑΕΠ θα αυξηθεί κατά 1,9% το 2017, 1,8% το 2018 και 1,7% το 2019. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ του Μαρτίου 2017, οι προοπτικές για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ έχουν αναθεωρηθεί προς τα άνω στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προοπτικές για την ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ θεωρείται ότι είναι σε γενικές γραμμές ισορροπημένοι. Αφενός, η τρέχουσα θετική κυκλική δυναμική αυξάνει τις πιθανότητες για ισχυρότερη από την αναμενόμενη οικονομική ανάκαμψη. Αφετέρου, εξακολουθούν να υφίστανται καθοδικοί κίνδυνοι που σχετίζονται με παγκόσμιους, κατά κύριο λόγο, παράγοντες.

Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ ήταν 1,4% τον Μάιο, έναντι 1,9% τον Απρίλιο και 1,5% τον Μάρτιο. Όπως ήταν αναμενόμενο, η πρόσφατη μεταβλητότητα των ρυθμών πληθωρισμού οφειλόταν κυρίως στις τιμές της ενέργειας και σε πρόσκαιρες αυξήσεις των τιμών των υπηρεσιών κατά την περίοδο του Πάσχα. Μετά την πρόσφατη μείωση των τιμών του πετρελαίου, ο παγκόσμιος μετρούμενος πληθωρισμός υποχώρησε. Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, με βάση τις ισχύουσες τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου, ο μετρούμενος πληθωρισμός είναι πιθανόν να παραμείνει γύρω στα πιο πρόσφατα επίπεδα τους επρχόμενους μήνες.

Οι δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα και δεν έχουν ακόμη δώσει πειστικές ενδείξεις επιτάχυνσης, καθώς οι αχρησιμοποίητοι πόροι εξακολουθούν να επηρεάζουν δυσμενώς τη διαμόρφωση των εγχώριων τιμών και μισθών. Ο υποκείμενος πληθωρισμός αναμένεται να σημειώσει σταδιακή μόνο άνοδο μεσοπρόθεσμα, υποβοηθούμενος από τα μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, από την αναμενόμενη οικονομική επέκταση και την αντίστοιχη σταδιακή υποχώρηση του βαθμού υποαπασχόλησης των πόρων στην οικονομία.

Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ του Ιουνίου 2017 προβλέπουν ετήσιο ρυθμό

πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) 1,5% το 2017, 1,3% το 2018 και 1,6% το 2019.

Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Μαρτίου του 2017, οι προοπτικές για τον μετρούμενο πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω, αντανακλώντας κυρίως τις χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου.

Το δημοσιονομικό έλλειμμα της ζώνης του ευρώ προβλέπεται ότι θα μειωθεί περαιτέρω στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής (2017-19), κυρίως λόγω της βελτίωσης των κυκλικών συνθηκών και της μείωσης των δαπανών για τόκους. Η συνολική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο προβλέπεται να είναι ουσιαστικά ουδέτερη την περίοδο 2017-19. Ο λόγος του δημόσιου χρέους/ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ, παρότι εξακολουθεί να είναι υψηλός, θα συνεχίσει να μειώνεται. Οι χώρες με υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους θα ωφελούνταν από πρόσθετες προσπάθειες δημοσιονομικής προσαρμογής προκειμένου να θέσουν σταθερά τον λόγο δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ σε καθοδική τροχιά.

Αποφάσεις νομισματικής πολιτικής

Με βάση την τακτικά διενεργούμενη οικονομική και νομισματική ανάλυση, το Διοικητικό Συμβούλιο επιβεβαίωσε την ανάγκη για συνέχιση της εξαιρετικά διευκολυντικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής προκειμένου να διασφαλιστεί η διατηρήσιμη επάνοδος των ρυθμών πληθωρισμού σε επίπεδα κάτω αλλά πλησίον του 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να διατηρήσει αμετάβλητα τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ και αναμένει ότι θα παραμείνουν στα σημερινά επίπεδα για παρατεταμένη χρονική περίοδο και πολύ πέραν του χρονικού ορίζοντα των καθαρών αγορών περιουσιακών στοιχείων. Καθώς έχουν υποχωρήσει οι αποπληθωριστικοί κίνδυνοι και δεν είναι πιθανόν να πραγματοποιηθούν τα δυσμενή σενάρια για τις προοπτικές της σταθερότητας των τιμών, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να μη συμπεριλαμβάνει πλέον αναφορές σε περαιτέρω μειώσεις των επιτοκίων στις ενδείξεις που παρέχει σχετικά με τη μελλοντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Όσον αφορά τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο επιβεβαίωσε ότι οι καθαρές μηνιαίες αγορές περιουσιακών στοιχείων στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (APP) ύψους 60 δισεκ. ευρώ θα εξακολουθήσουν να διενεργούνται μέχρι τα τέλη Δεκεμβρίου του 2017 ή αργότερα, εφόσον χρειαστεί, και πάντως έως ότου το Διοικητικό Συμβούλιο διαπιστώσει μια διατηρήσιμη προσαρμογή της πορείας του πληθωρισμού η οποία να είναι συμβατή με την επιδίωξή του για τον πληθωρισμό. Οι καθαρές αγορές θα πραγματοποιούνται παράλληλα με την επανεπένδυση ποσών από την εξόφληση τίτλων που έχουν αποκτηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος APP κατά τη λήξη τους. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο επιβεβαίωσε ότι εάν οι προοπτικές καταστούν λιγότερο ευνοϊκές ή οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες παύσουν να υποστηρίζουν την περαιτέρω πρόοδο προς μια διατηρήσιμη προσαρμογή της πορείας του πληθωρισμού, είναι έτοιμο να αυξήσει το μέγεθος ή/και τη διάρκεια του προγράμματος APP.

Με εξαίρεση μια παροδική υποχώρηση του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ το πρώτο τρίμηνο του 2017, η άνοδος της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας διατηρήθηκε τους πρώτους μήνες του έτους. Η δυναμική του παγκόσμιου εμπορίου βελτιώθηκε σημαντικά, ωθούμενη κυρίως από την αύξηση των εμπορικών συναλλαγών από τις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς. Ο παγκόσμιος μετρούμενος πληθωρισμός σταθεροποιήθηκε τους τελευταίους μήνες, καθώς εξασθένησε η επίδραση από προηγούμενες αυξήσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Ωστόσο, οι τιμές του πετρελαίου υποχώρησαν τις τελευταίες εβδομάδες, κάτι που θα ασκήσει καθοδική επίδραση στους παγκόσμιους ρυθμούς πληθωρισμού βραχυπρόθεσμα.

Παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και εμπόριο

Με εξαίρεση μια παροδική υποχώρηση του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ το πρώτο τρίμηνο του 2017, η άνοδος της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας διατηρήθηκε στις αρχές του έτους. Στις ΗΠΑ, η αύξηση του ΑΕΠ υποχώρησε σε 0,3% σε τριμηνιαία βάση, αντανακλώντας κυρίως την ασθενέστερη καταναλωτική δαπάνη και μια μεγάλη μείωση της δαπάνης για επενδύσεις σε αποθέματα. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η αύξηση του ΑΕΠ επίσης υποχώρησε καθώς ο υψηλότερος πληθωρισμός μετά την υποτίμηση της λίρας Αγγλίας συμπίεσε τα πραγματικά εισοδήματα και τη δαπάνη των νοικοκυριών. Στην Κίνα, η υποχώρηση της αύξησης του ΑΕΠ στο 1,3% σε τριμηνιαία βάση ήταν μάλλον σε αντίθεση με τους θετικότερους βραχυπρόθεσμους δείκτες. Από την άλλη πλευρά, η αύξηση του ΑΕΠ ανέκαμψε έντονα στη Ρωσία και τη Βραζιλία, καθώς και οι δύο οικονομίες εξήλθαν από την ύφεση, ενώ στην Ινδία η αύξηση της δραστηριότητας ανέκαμψε σε ένα πλαίσιο εξασθένησης των επιδράσεων της απονομισματοποίησης.

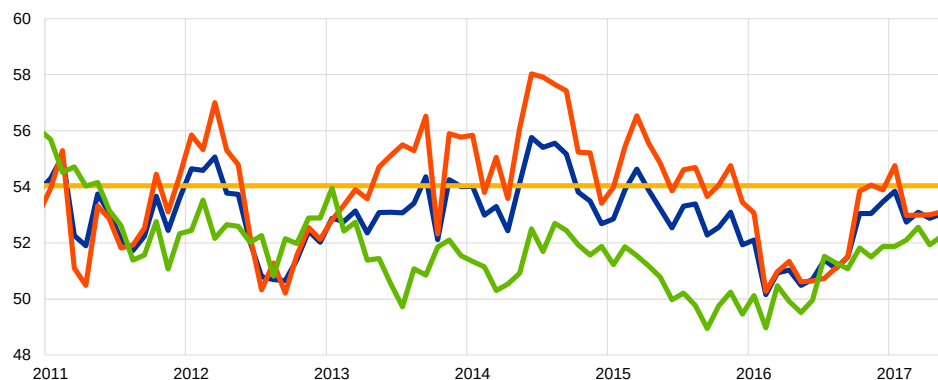
Οι δείκτες ερευνών υποδηλώνουν ότι η παγκόσμια ανάπτυξη θα ανακάμψει βραχυπρόθεσμα. Εξαιρουμένης της ζώνης του ευρώ, ο παγκόσμιος σύνθετος δείκτης PMI ήταν σε μεγάλο βαθμό αμετάβλητος τον Μάιο, παραμένοντας ελαφρώς κάτω από το μακροχρόνιο μέσο επίπεδο και σηματοδοτώντας μέτρια επέκταση της παγκόσμιας δραστηριότητας (Διάγραμμα 1). Οι έρευνες οικονομικού κλίματος καταγράφουν αισιόδοξες προσδοκίες, με τον δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών στις χώρες του ΟΟΣΑ να αυξάνεται προς τα προ της κρίσης επίπεδα και τους δείκτες εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων να βελτιώνονται.

Διάγραμμα 1

Παγκόσμιος σύνθετος δείκτης PMI για την παραγωγή

(δείκτης διάχυσης)

- παγκόσμιος δείκτης (εκτός της ζώνης του ευρώ)
- παγκόσμιος χωρίς τη ζώνη του ευρώ - μακροχρόνιος μέσος όρος
- προηγμένες οικονομίες χωρίς τη ζώνη του ευρώ
- αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς



Πηγές: Haver Analytics και υπολογισμοί των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Μάιος 2017. Ο "μακροπρόθεσμος μέσος όρος" αφορά την περίοδο από τον Ιανουάριο 1999 έως τον Μάιο 2017.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι συμβατές με τις προσδοκίες βελτίωσης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας βραχυπρόθεσμα. Ύστερα από έντονη άνοδο μετά τις αμερικανικές εκλογές, οι παγκόσμιες αγορές μετοχών και οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων υποχώρησαν τον Απρίλιο και στις αρχές Μαΐου σε ένα πλαίσιο αμφιβολίας των επενδυτών σχετικά με την ικανότητα της νέας αμερικανικής κυβέρνησης να τηρήσει τις υποσχέσεις της. Οι παγκόσμιες αγορές ωστόσο ανέκαμψαν έντονα μετά τις προεδρικές εκλογές στη Γαλλία. Συνολικά οι χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν επιδείξει ανθεκτικότητα και χαμηλή αποστροφή προς τον κίνδυνο. Οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες στις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς (ΑΟΑ) επίσης ωφελούνται από προσδοκίες για καλύτερες προοπτικές παγκόσμιας ανάπτυξης και έχουν αναζωογονηθεί οι εισροές κεφαλαίων προς τις ΑΟΑ.

Η νομισματική πολιτική στις διάφορες οικονομίες παραμένει διευκολυντική.

Ενώ άλλες μεγάλες κεντρικές τράπεζες αναμένεται να διατηρήσουν τη διευκολυντική τους κατεύθυνση, οι αγορές εξακολουθούν να περιμένουν ότι η μεταβολή της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ προς πιο περιοριστική κατεύθυνση θα είναι πολύ σταδιακή. Στην Κίνα, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες έχουν γίνει δυσμενέστερες καθώς η Λαϊκή Τράπεζα της Κίνας αύξησε τα διατραπεζικά επιτόκια σε μια προσπάθεια να περιορίσει τις ριψοκίνδυνες πιστοδοτήσεις των μικρών τραπεζών και των μη τραπεζικών ιδρυμάτων. Παρ' όλα αυτά όμως, τα επιτόκια τραπεζικών χορηγήσεων αναφοράς των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων παρέμειναν αμετάβλητα, υποδηλώνοντας ότι, μέχρι στιγμής, ο αντίκτυπος στην ευρύτερη οικονομία είναι συγκρατημένος.

Όσον αφορά την προσεχή περίοδο, μετά από ανάκαμψη στο εγγύς μέλλον, η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να επιταχυνθεί σταδιακά. Οι προοπτικές μεταξύ των προηγμένων οικονομιών συνεπάγονται συγκρατημένη επέκταση, η οποία βασίζεται στη διαρκή στήριξη από τη νομισματική και τη

δημοσιονομική πολιτική, καθώς η κυκλική ανάκαμψη συνεχίζεται και σταδιακά μειώνεται το παραγωγικό κενό. Μεταξύ των ΑΟΑ, οι προοπτικές υποστηρίζονται από την ανθεκτική ανάπτυξη στην Κίνα και την Ινδία, ενώ η δραστηριότητα αναμένεται να ενισχυθεί μεταξύ των εξαγωγέων βασικών εμπορευμάτων. Η ανάκαμψη αυτών των οικονομιών αποτελεί τη βασική κινητήρια δύναμη της προβλεπόμενης ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ τα δύο προσεχή έτη. Σε κάθε περίπτωση όμως, ο ρυθμός της παγκόσμιας ανάπτυξης θα παραμείνει κάτω από τα επίπεδα που επικρατούσαν πριν από την κρίση, κάτι που συνάδει με εκτιμήσεις που υποδηλώνουν ότι το αναπτυξιακό δυναμικό έχει υποχωρήσει στις περισσότερες από τις προηγμένες και αναδυόμενες οικονομίες τα τελευταία χρόνια.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες η δραστηριότητα αναμένεται να ενισχυθεί. Μετά από ένα ασθενές πρώτο τρίμηνο, αναμένεται ισχυρή ανάκαμψη τους υπόλοιπους μήνες του 2017, καθώς η εμπιστοσύνη των καταναλωτών και των επιχειρήσεων παραμένουν σε υψηλά επίπεδα και οι βελτιωμένες συνθήκες στην αγορά εργασίας σταδιακά τροφοδοτούν υψηλότερες μισθολογικές αυξήσεις. Η ισχυρή ανάκαμψη των επενδύσεων στον τομέα της ενέργειας αναμένεται επίσης να στηρίξει την οικονομία.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να παραμείνει σχετικά υποτονική στο άμεσο μέλλον. Αν και η υποτίμηση της λίρας Αγγλίας είναι πιθανό να στηρίξει τις εξαγωγές, η άνοδος του πληθωρισμού αναμένεται να επηρεάσει δυσμενώς τα εισοδήματα των νοικοκυριών και την ιδιωτική κατανάλωση. Η αυξημένη αβεβαιότητα σχετικά με τις μελλοντικές εμπορικές συμφωνίες του Ηνωμένου Βασιλείου επίσης αναμένεται να επηρεάσει δυσμενώς τις επενδύσεις.

Στην Ιαπωνία οι διευκολυντικές πολιτικές αναμένεται να εξακολουθήσουν να στηρίζουν την επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας. Η διευκολυντική νομισματική πολιτική, οι πιο χαλαρές χρηματοπιστωτικές συνθήκες και το πρόγραμμα δημοσιονομικής τόνωσης θα στηρίξουν την εγχώρια ζήτηση, ενώ οι εξαγωγές αναμένεται να ανακάμψουν σταδιακά καθώς βελτιώνεται η εξωτερική ζήτηση. Ωστόσο, παρά την εύρωστη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης, οι μισθολογικές αυξήσεις έχουν παραμείνει σε μέτρια επίπεδα, επιδρώντας καθοδικά στην ιδιωτική κατανάλωση.

Στην Κίνα η δραστηριότητα αναμένεται να εξακολουθήσει να επεκτείνεται με εύρωστο ρυθμό, υποβοηθούμενη από την ανθεκτική κατανάλωση και την ακμάζουσα αγορά κατοικιών. Η μεγαλύτερη όμως έμφαση στη συγκράτηση των κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα έχει οδηγήσει σε αυστηρότερες συνθήκες χρηματοδότησης από τα τέλη του 2016. Μεσοπρόθεσμα η ανάπτυξη αναμένεται να παραμείνει σε σταδιακή καθοδική πορεία, συμβαδίζοντας έτσι με την επιθυμία των αρχών για εξισορρόπηση της οικονομίας.

Οι χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης αναμένεται να επωφεληθούν από την ισχυρή κατανάλωση και τις επενδύσεις, οι οποίες δέχονται στήριξη από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ. Αν και ο πληθωρισμός αναμένεται να αυξηθεί σταδιακά, αντανακλώντας την εξασθένηση της επίδρασης των μειώσεων των τιμών της ενέργειας, το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα αναμένεται επίσης να ενισχυθεί

καθώς δημιουργείται στενότητα στην αγορά εργασίας και αυξάνονται οι μισθολογικές πιέσεις.

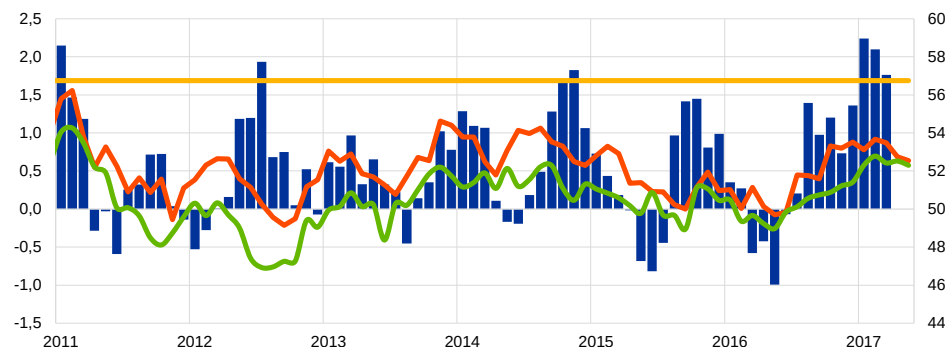
Οι μεγάλοι εξαγωγείς βασικών εμπορευμάτων αναμένεται να εξακολουθήσουν να ανακάμπτουν ύστερα από βαθιά ύφεση. Στη Ρωσία, η ανάκαμψη των τιμών του πετρελαίου από το προηγούμενο έτος, σε συνδυασμό με την πιο διευκολυντική νομισματική πολιτική, αναμένεται να στηρίξει την ανάπτυξη, αν και η εγχώρια ζήτηση παραμένει εύθραυστη μέσα σε ένα περιβάλλον υψηλής αβεβαιότητας, χαμηλών πραγματικών μισθών και μειωμένης εμπιστοσύνης. Η σταθεροποίηση της εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων, η βελτίωση των όρων εμπορίου και η χαλάρωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών αναμένεται να ωφεληθούν τη δραστηριότητα στη Βραζιλία. Ταυτόχρονα, οι επανεμφανιζόμενες πολιτικές αβεβαιότητες και οι ανάγκες δημοσιονομικής προσαρμογής συνεχίζουν να επηρεάζουν δυσμενώς τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές.

Η δυναμική του παγκόσμιου εμπορίου βελτιώθηκε αισθητά στα τέλη του προηγούμενου έτους και τις αρχές του 2017. Ο όγκος των παγκόσμιων εισαγωγών αγαθών αυξήθηκε κατά 1,8% σε τριμηνιαία βάση το α' τρίμηνο του 2017 (Διάγραμμα 2). Η ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 2016 και τις αρχές του 2017 ωθήθηκε κυρίως από τη βελτίωση στις ΑΟΑ, καθώς οι εμπορικές συναλλαγές των αναδυόμενων οικονομιών της Ασίας ωφελήθηκαν από τις κινεζικές επενδύσεις μετά από την υιοθέτηση μέτρων τόνωσης. Οι προπορευόμενοι δείκτες υποδηλώνουν διατήρηση των εύρωστων εμπορικών προοπτικών το προσεχές διάστημα, με τον παγκόσμιο PMI για τις νέες παραγγελίες εξαγωγών να ανέρχεται σε 52,3 τον Μάιο. Πιο μακροπρόθεσμα, ενώ οι προοπτικές υπόκεινται σε ορισμένες αβεβαιότητες που οφείλονται στις εξαγγελίες της νέας αμερικανικής κυβέρνησης για την εμπορική της πολιτική, το παγκόσμιο εμπόριο αναμένεται να επεκταθεί συμβαδίζοντας σε γενικές γραμμές με την παγκόσμια δραστηριότητα.

Διάγραμμα 2

Παγκόσμιο εμπόριο αγαθών

(αριστερή κλίμακα: ποσοστιαίες μεταβολές έναντι των προηγούμενων τριών μηνών, δεξιά κλίμακα: δείκτης διάχυσης)
■ παγκόσμιο εμπόριο (αριστερή κλίμακα)
■ παγκόσμιο εμπόριο, μέσος όρος 1991-2007 (αριστερή κλίμακα)
— παγκόσμιος PMI μεταποίησης, χωρίς τη ζώνη του ευρώ (δεξιά κλίμακα)
— παγκόσμιος PMI, νέες παραγγελίες εξαγωγών (δεξιά κλίμακα)



Πηγές: Markit, CPB και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Μάιος 2017 (PMI) και Μάρτιος 2017 (εμπόριο).

Συνολικά, η παγκόσμια ανάπτυξη προβλέπεται να αυξηθεί σταδιακά την περίοδο 2017-19.

Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Ιουνίου 2017, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου πραγματικού ΑΕΠ (εκτός της ζώνης του ευρώ) προβλέπεται να επιταχυνθεί από 3,2% το 2016 σε 3,5% το 2017 και 3,8% το 2018-19. Ο ρυθμός αύξησης της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να ενισχυθεί από 1,3% το 2016 σε 3,7% το 2017, 3,4% το 2018 και 3,5% το 2019. Σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου 2017, η αύξηση του ΑΕΠ δεν έχει αναθεωρηθεί ουσιωδώς, ενώ η αύξηση της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ έχει αναθεωρηθεί προς τα άνω για το 2017, αντανakλώντας ισχυρότερα στοιχεία εισαγωγών περί την αλλαγή του έτους.

Το βασικό σενάριο των προβολών για την παγκόσμια δραστηριότητα εξακολουθεί να περιβάλλεται από υψηλή αβεβαιότητα και το ισοζύγιο των κινδύνων είναι κυρίως καθοδικό.

Μεταξύ των ανοδικών κινδύνων, υπάρχει η πιθανότητα να μεταφραστεί η βελτίωση της εμπιστοσύνης - όπως καταγράφεται στις έρευνες και τις χρηματοπιστωτικές αγορές - σε ταχύτερη από ό,τι αναμένεται αναζωογόνηση της δραστηριότητας και του εμπορίου βραχυπρόθεσμα. Οι βασικοί καθοδικοί κίνδυνοι περιλαμβάνουν μια πιθανή άνοδο του εμπορικού προστατευτισμού, τυχόν άτακτη αυστηροποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς, που θα μπορούσε να επηρεάσει κυρίως τις ευπαθείς ΑΟΑ, πιθανές εμπλοκές συνδεδεμένες με τη διαδικασία μεταρρυθμίσεων και φιλελευθεροποίησης στην Κίνα, πιθανή μεταβλητότητα λόγω πολιτικής και γεωπολιτικής αβεβαιότητας, συμπεριλαμβανομένης της αβεβαιότητας που συνδέεται με τις διαπραγματεύσεις σχετικά με τις μελλοντικές σχέσεις μεταξύ Ηνωμένου Βασιλείου και Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στο Πλαίσιο 1 εξετάζεται η εξέλιξη των παγκόσμιων κινδύνων κατά το προηγούμενο έτος.

Εξελίξεις στις τιμές διεθνώς

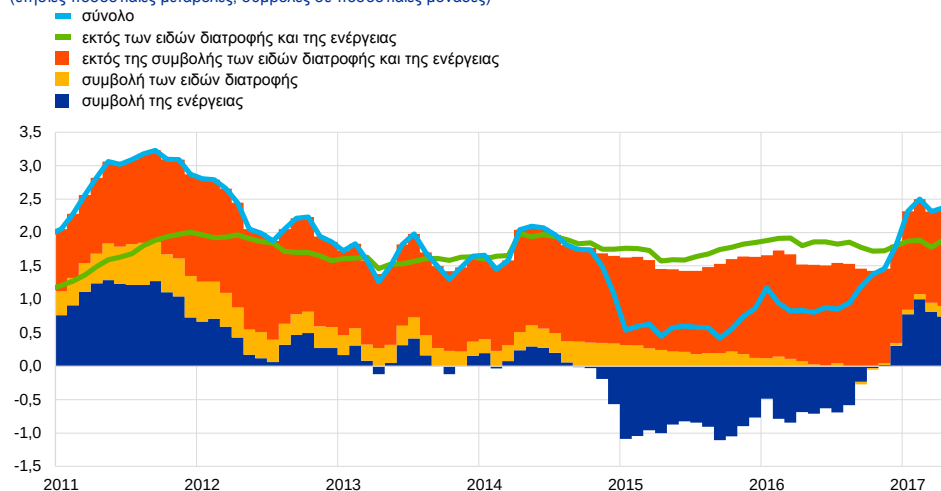
Ο παγκόσμιος πληθωρισμός τιμών καταναλωτή έχει σταθεροποιηθεί καθώς η επίδραση των προηγούμενων αυξήσεων των τιμών των εμπορευμάτων αρχίζει να εξασθενεί.

Ο ετήσιος πληθωρισμός τιμών καταναλωτή στις χώρες του ΟΟΣΑ ανήλθε σε 2,4% τον Απρίλιο, από 2,3% τον Μάρτιο. Εκτός ειδών διατροφής και ενέργειας, ο ετήσιος πληθωρισμός στις χώρες του ΟΟΣΑ αυξήθηκε ελαφρά σε 1,9% τον Απρίλιο (βλ. Διάγραμμα 3).

Διάγραμμα 3

Πληθωρισμός τιμών καταναλωτή στις χώρες του ΟΟΣΑ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΟΟΣΑ.

Σημείωση: Τελευταία παρατήρηση: Απρίλιος 2017.

Πρόσφατα υποχώρησαν οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων. Από τις αρχές Μαρτίου οι τιμές του αργού πετρελαίου τύπου Brent κυμάνθηκαν μεταξύ 48 και 56 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι. Οι διακυμάνσεις της τιμής αντανακλούν την ανησυχία των αγορών σχετικά με την πιθανή επιτυχία της στρατηγικής του ΟΠΕΚ για περιορισμό της παραγωγής, τη στιγμή που εξακολουθούν να υπάρχουν υψηλά αποθέματα και η παραγωγή σχιστολιθικού πετρελαίου στις ΗΠΑ βαίνει αυξανόμενη. Η παράταση της περικοπής της παραγωγής για εννέα μήνες, όπως συμφωνήθηκε από τις χώρες του ΟΠΕΚ και 11 χώρες εκτός ΟΠΕΚ στις 25 Μαΐου 2017, ήταν γενικώς αναμενόμενη από τις αγορές και στη διαμόρφωση των τιμών πριν από τη συνάντηση. Οι ελπίδες ορισμένων χωρών που μετείχαν στη σύνοδο για την επίτευξη συμφωνίας για μεγαλύτερη ή πιο παρατεταμένη περικοπή δεν επαληθεύθηκαν, κάτι που οδήγησε σε εκ νέου υποχώρηση της τιμής μετά τη συνάντηση κατά περίπου 6% σε όρους δολαρίου ΗΠΑ. Όσον αφορά το μέλλον, η καμπύλη των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης σηματοδοτεί γενικώς αμετάβλητες τιμές πετρελαίου την επόμενη τριετία. Οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων εκτός πετρελαίου έχουν υποχωρήσει κατά σχεδόν 8% από τις αρχές Μαρτίου.

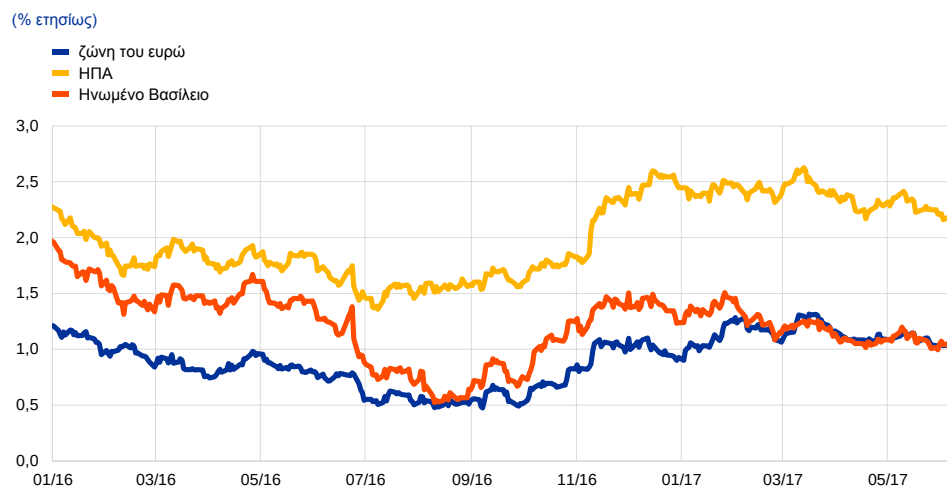
Όσον αφορά την προσεχή περίοδο, μετά από επιβράδυνση στο εγγύς μέλλον, ο παγκόσμιος πληθωρισμός αναμένεται να αυξηθεί με βραδείς ρυθμούς. Η πρόσφατη υποχώρηση των τιμών του πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων αναμένεται να μειώσουν τις πληθωριστικές πιέσεις βραχυπρόθεσμα. Αργότερα, το βραδέως μειούμενο αχρησιμοποίητο παραγωγικό δυναμικό σε παγκόσμιο επίπεδο αναμένεται να στηρίξει τον υποκείμενο πληθωρισμό, ενώ επί του παρόντος, σύμφωνα με την καμπύλη των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί πετρελαίου, οι τιμές του πετρελαίου θα είναι πολύ σταθερές στον χρονικό ορίζοντα των προβολών, υποδηλώνοντας πολύ περιορισμένη συμβολή των τιμών της ενέργειας στον πληθωρισμό.

Από τη συνεδρίαση νομισματικής πολιτικής του Διοικητικού Συμβουλίου τον Μάρτιο και έπειτα, οι αποδόσεις κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ υποχώρησαν ελαφρώς, επιδεικνύοντας κάποια μεταβλητότητα κατά τη διάρκεια της περιόδου. Οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων υποχώρησαν οριακά και παραμένουν χαμηλότερες από τα επίπεδα που είχαν καταγραφεί στις αρχές Μαρτίου του 2016, όταν ανακοινώθηκε το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων του επιχειρηματικού τομέα (CSPP). Στη ζώνη του ευρώ οι τιμές των μετοχών του ευρέος χρηματιστηριακού δείκτη αυξήθηκαν περισσότερο από ό,τι στις άλλες μεγάλες οικονομικές περιοχές. Η αξία του ευρώ ανατιμήθηκε σε όρους σταθμισμένης ισοτιμίας με βάση το εξωτερικό εμπόριο.

Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ υποχώρησαν ελαφρώς συνολικά από τις αρχές Μαρτίου. Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, από τις 9 Μαρτίου μέχρι τις 7 Ιουνίου 2017, τα επιτόκια δέκα ετών για συμφωνίες ανταλλαγής επί του δείκτη μίας ημέρας (OIS) υποχώρησαν κατά 10 περίπου μονάδες βάσης και διαμορφώθηκαν σε 0,55%, ενώ η σταθμισμένη ως προς το ΑΕΠ απόδοση των δεκαετών κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ μειώθηκε κατά 25 περίπου μονάδες βάσης και διαμορφώθηκε σε τιμή ελαφρώς άνω του 1% (βλ. Διάγραμμα 4). Αυτή η υποχώρηση σήμανε το τέλος της περιόδου αύξησης των ονομαστικών αποδόσεων που υπήρξε συνεχής, αν και με κάποιες διακυμάνσεις, από τις αρχές Οκτωβρίου 2016. Στις ΗΠΑ, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων υποχώρησαν περισσότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, κατά 45 περίπου μονάδες βάσης, ξεκινώντας όμως από υψηλότερο επίπεδο, και διαμορφώθηκαν σε 2,2%. Η ελαφρά υποχώρηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ από τις αρχές Μαρτίου σημειώθηκε εν μέσω ορισμένων επεισοδίων μεταβλητότητας που προκλήθηκαν από διάφορους παράγοντες. Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ αρχικά αυξήθηκαν, στον απόηχο της συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου τον Μάρτιο, αλλά προς το τέλος Μαρτίου υποχώρησαν, εν μέρει λόγω των εκτιμήσεων της αγοράς για αύξηση της πολιτικής αβεβαιότητας εν όψει του πρώτου γύρου των γαλλικών προεδρικών εκλογών. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια του Απριλίου οι αποδόσεις άρχισαν να αυξάνονται εκ νέου, καθώς υποχώρησε η πολιτική αβεβαιότητα και δημοσιοποιήθηκαν θετικά στοιχεία για την οικονομία της ζώνης του ευρώ. Στο υπόλοιπο διάστημα της εξεταζόμενης περιόδου, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ κατέγραψαν ελαφρές μειώσεις, καθώς μετριάστηκαν κάπως οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό παγκοσμίως και σημειώθηκαν και άλλες αρνητικές οικονομικές εξελίξεις στο εξωτερικό της ζώνης του ευρώ.

Διάγραμμα 4

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



Πηγές: Bloomberg και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Για τη ζώνη του ευρώ αναφέρεται ο σταθμισμένος ως προς το ΑΕΠ μέσος όρος των αποδόσεων των 10ετών κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Πιο πρόσφατη παρατήρηση: 7.6.2017.

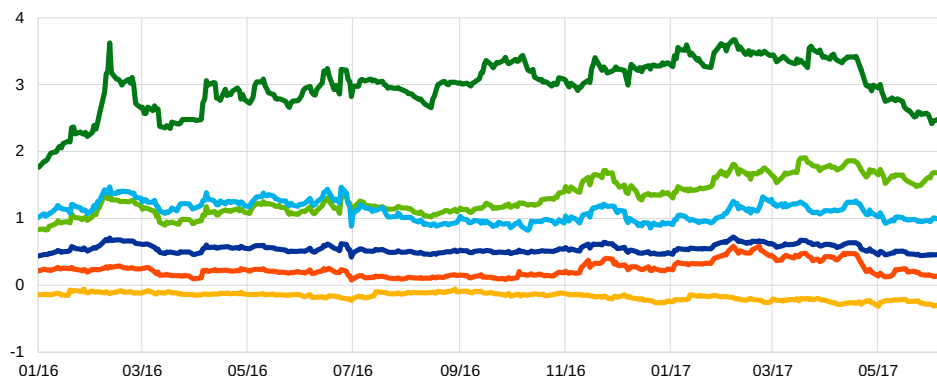
Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων υποχώρησαν αισθητά σε ορισμένες χώρες, κυρίως λόγω της υποχώρησης της πολιτικής αβεβαιότητας από το τέλος Απριλίου και της βελτίωσης των οικονομικών προοπτικών. Σε επίπεδο χωρών, οι μειώσεις των αποδόσεων κυμάνθηκαν από μερικές μονάδες βάσης μέχρι περίπου 120 μονάδες βάσης στην Ελλάδα και την Πορτογαλία. Οι διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων έναντι του επιτοκίου των συμφωνιών ανταλλαγής επί του δείκτη μίας ημέρας (OIS) επίσης μειώθηκαν συνολικά, κυρίως από το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Απριλίου και μετά (βλ. Διάγραμμα 5).

Διάγραμμα 5

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

(% ετησίως)

■ ζώνη του ευρώ
■ Γερμανία
■ Γαλλία
■ Ιταλία
■ Ισπανία
■ Πορτογαλία



Πηγές: Thomson Reuters και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Για τον υπολογισμό της διαφοράς αποδόσεων αφαιρείται το επιτόκιο OIS από την απόδοση του κρατικού ομολόγου. Για τη ζώνη του ευρώ αναφέρεται ο σταθμισμένος ως προς το ΑΕΠ μέσος όρος των αποδόσεων των 10ετών κρατικών ομολόγων. Πιο πρόσφατη παρατήρηση: 7.6.2017.

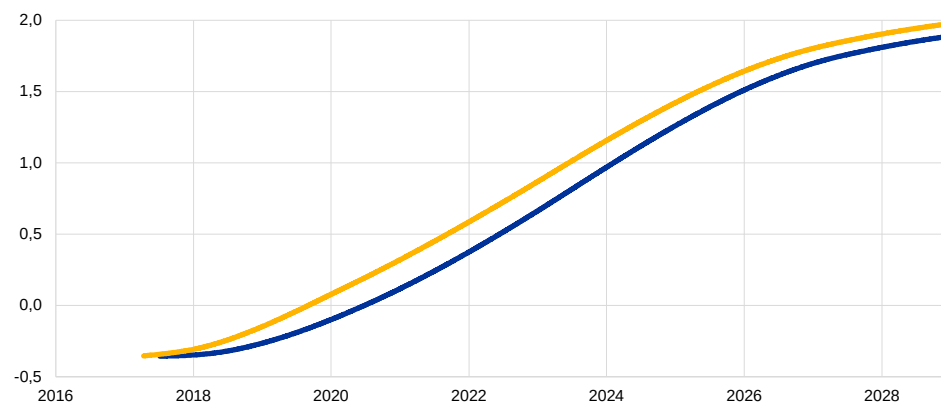
Η καμπύλη των προθεσμιακών επιτοκίων EONIA (του μέσου δείκτη των επιτοκίων ευρώ για τοποθετήσεις μίας ημέρας) μετατοπίστηκε προς τα κάτω περισσότερο από 10 μονάδες βάσης χαμηλότερα για όλες τις διάρκειες σε σχέση με τις αρχές Μαρτίου (βλ. Διάγραμμα 6). Η αρχική ανοδική μετατόπιση της καμπύλης μέχρι περίπου τα μέσα Μαρτίου αντιστράφηκε στη συνέχεια και η πτώση υπερκάλυψε την αρχική άνοδο. Συνολικά, η καμπύλη των προθεσμιακών επιτοκίων EONIA μετατοπίστηκε προς τα κάτω με μέση μείωση τις 13 μονάδες βάσης, ενώ για τις διάρκειες μεταξύ τριών και πέντε ετών περίπου η μείωση ήταν περί τις 20 μονάδες βάσης. Αντίθετα, τα προθεσμιακά επιτόκια υποχώρησαν μάλλον οριακά για τις τοποθετήσεις διάρκειας μέχρι δύο ετών. Η διαμόρφωση της καμπύλης στις 7 Ιουνίου υποδηλώνει ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά εξακολουθούν να προσδοκούν παρατεταμένη διατήρηση των επιτοκίων EONIA σε αρνητικά επίπεδα μέχρι περίπου τα μέσα του 2020, χωρίς περαιτέρω μειώσεις του επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

Διάγραμμα 6

Προθεσμιακά επιτόκια EONIA

(% ετησίως)

■ 7 Ιουνίου 2017
■ 9 Μαρτίου 2017



Πηγές: Thomson Reuters και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Ο δείκτης EONIA κυμάνθηκε γύρω στις -35 μονάδες βάσης κατά την

εξεταζόμενη περίοδο. Έφθασε στο ιστορικώς χαμηλό επίπεδο των -37,3 μονάδων βάσης στις 5 Ιουνίου με χαμηλό όγκο συναλλαγών λόγω επίσημης αργίας σε αρκετές χώρες. Η πλεονάζουσα ρευστότητα αυξήθηκε κατά 305 δισεκ. ευρώ και πλέον, φθάνοντας τα 1.670 δισεκ. ευρώ. Η αύξηση αυτή οφείλεται τόσο στην τελική στοχευμένη πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-II) όσο και στις αγορές στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων. Οι συνθήκες ρευστότητας εξετάζονται διεξοδικότερα στο Πλαίσιο 3.

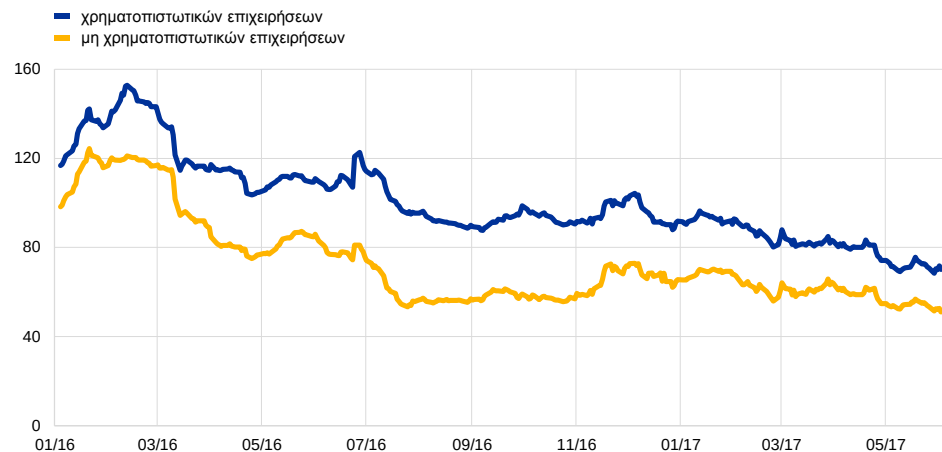
Οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα υποχώρησαν οριακά κατά την εξεταζόμενη περίοδο (βλ. Διάγραμμα 7).

Στις 7 Ιουνίου οι διαφορές αποδόσεων των ομολόγων επενδυτικής βαθμίδας που έχουν εκδοθεί από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (στις πιστοληπτικές διαβαθμίσεις AA, A και BBB) ήταν κατά μέσο όρο 9 μονάδες βάσης χαμηλότερες σε σχέση με τις αρχές Μαρτίου και περίπου 30 μονάδες βάσης χαμηλότερες σε σχέση με τα επίπεδα που είχαν καταγράψει τον Μάρτιο 2016, όταν το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε την έναρξη του προγράμματος αγοράς ομολόγων του επιχειρηματικού τομέα (CSPP). Οι διαφορές αποδόσεων των χρεογράφων μη επενδυτικής βαθμίδας του μη χρηματοπιστωτικού και του χρηματοπιστωτικού τομέα (που δεν είναι αποδεκτά για αγορές στο πλαίσιο του ανωτέρω προγράμματος) επίσης υποχώρησαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο, κατά 26 και 5 μονάδες βάσης αντίστοιχα.

Διάγραμμα 7

Διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ

(μονάδες βάσης)



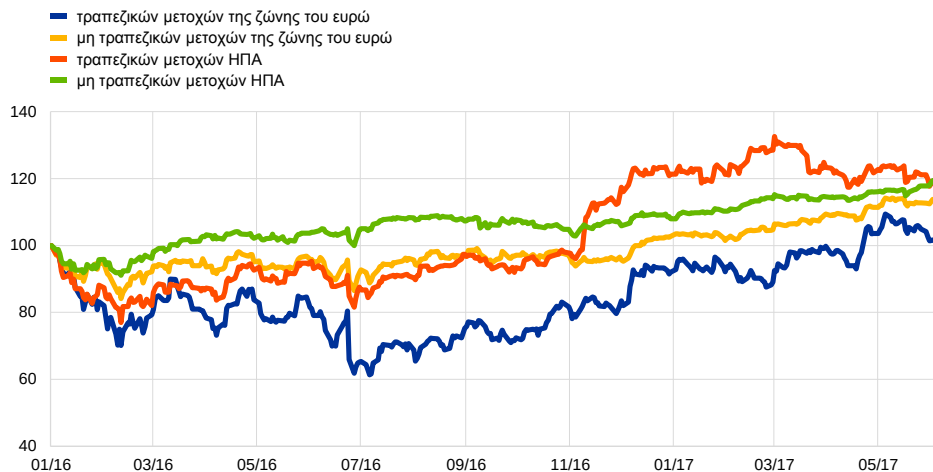
Πηγές: Δείκτες iBoxx και υπολογισμοί της ΕΚΤ.
Σημείωση: Πιο πρόσφατη παρατήρηση: 7.6.2017.

Οι τιμές των μετοχών της ζώνης του ευρώ έχουν αυξηθεί σε σχέση με τις αρχές Μαρτίου (βλ. Διάγραμμα 8), συνεχίζοντας την τάση που παρατηρείται από τα μέσα του 2016. Στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου οι τιμές των μετοχών των ΜΧΕ της ζώνης του ευρώ ήταν περίπου 7,5% υψηλότερες σε σχέση με την αρχή της περιόδου, ενώ οι τιμές των μετοχών των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων αυξήθηκαν κατά 5,5%. Μετά τις πρόσφατες θετικές εξελίξεις στις χρηματιστηριακές αγορές της ζώνης του ευρώ, οι τιμές των τραπεζικών μετοχών είναι πλέον περίπου 65% υψηλότερες συνολικά σε σχέση με τα χαμηλότερα επίπεδα που είχαν καταγραφεί στον απόηχο του βρετανικού δημοψηφίσματος για την παραμονή στην ΕΕ τον Ιούνιο του 2016 (βλ. Διάγραμμα 8). Όπως συνέβη και με τα ομόλογα, η πολιτική αβεβαιότητα επηρέασε και τις εξελίξεις στις αγορές μετοχών, οι οποίες ως επί το πλείστον δεν σημείωσαν αξιόλογη μεταβολή εν αναμονή του αποτελέσματος του πρώτου γύρου των γαλλικών προεδρικών εκλογών, αλλά στη συνέχεια αυξήθηκαν σημαντικά. Σε σχέση με τις αρχές Μαρτίου οι τιμές των μετοχών των ΜΧΕ στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιαπωνία επίσης αυξήθηκαν, αλλά σε μικρότερο βαθμό από ό,τι στη ζώνη του ευρώ. Οι τιμές των μετοχών των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στις τρεις αυτές χώρες είχαν ακόμη χαμηλότερες επιδόσεις από τις μετοχές των ΜΧΕ έναντι της ζώνης του ευρώ. Οι προσδοκίες της αγοράς για τη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών αυξήθηκαν σημαντικά εν όψει των γαλλικών προεδρικών εκλογών φθάνοντας το 23% περίπου, ωστόσο στη συνέχεια υποχώρησαν σε ελαφρώς χαμηλότερα επίπεδα από αυτά των αρχών Μαρτίου, δηλ. περίπου 13%. Στις ΗΠΑ οι προσδοκίες για τη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών υποχώρησαν συνολικά κάτω του 9%.

Διάγραμμα 8

Δείκτες τιμών μετοχών στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ

1 Ιανουαρίου 2016 = 100)



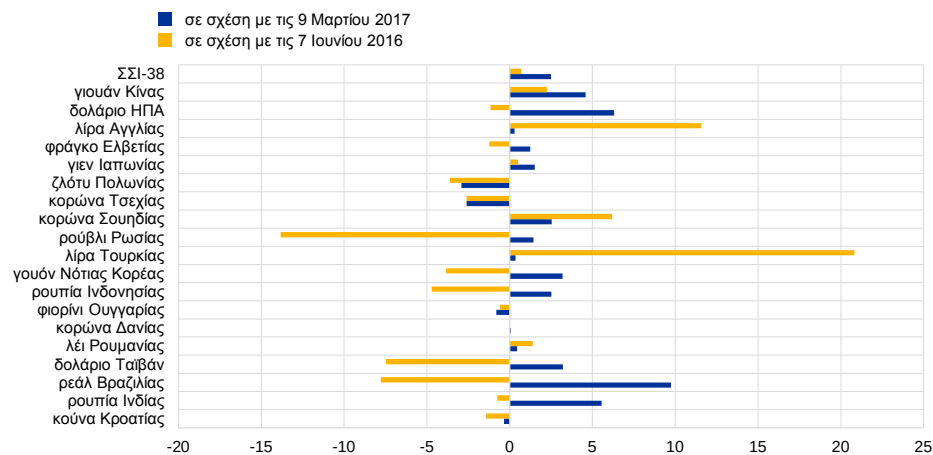
Πηγές: Thomson Reuters, δείκτες iBoxx και υπολογισμοί της ΕΚΤ.
Σημείωση: Πιο πρόσφατη παρατήρηση: 7 Ιουνίου 2017.

Στις αγορές συναλλάγματος το ευρώ ανατιμήθηκε κατά 2,5% σε όρους σταθμισμένης ισοτιμίας από τις αρχές Μαρτίου (βλ. Διάγραμμα 9). Ειδικότερα, το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι των περισσότερων άλλων σημαντικών νομισμάτων, αντανakλώντας μη αναμενόμενες θετικές εξελίξεις για την οικονομία της ζώνης του ευρώ. Σε διμερείς όρους, από τις 9 Μαρτίου το ευρώ ενισχύθηκε κατά 6,3% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, κατά 4,6% έναντι του γιουάν Κίνας, κατά 1,5% έναντι του γιεν Ιαπωνίας και κατά 1,3% έναντι του φράγκου Ελβετίας. Το ευρώ ανατιμήθηκε επίσης έναντι των νομισμάτων των περισσότερων αναδυόμενων οικονομιών, καθώς και έναντι των νομισμάτων των εκτός της ζώνης του ευρώ κρατών-μελών της ΕΕ, με εξαίρεση τα νομίσματα ορισμένων κρατών-μελών της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης, όπως η κορώνα Τσεχίας, το ζλότυ Πολωνίας και το φιορίνι Ουγγαρίας, έναντι των οποίων υποτιμήθηκε.

Διάγραμμα 9

Μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι επιλεγμένων νομισμάτων

(ποσοστά %)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Η ονομαστική ΣΣΙ-38 είναι η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι των νομισμάτων των 38 σημαντικότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ. Όλες οι μεταβολές υπολογίζονται με βάση τις συναλλαγματικές ισοτιμίες στις 7.6.2017.

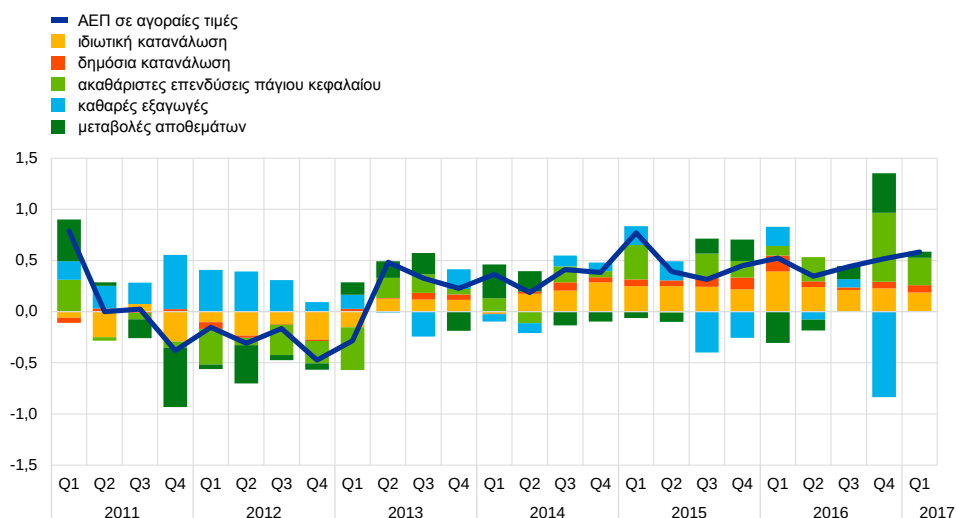
Η συνεχιζόμενη οικονομική επέκταση γίνεται ολοένα πιο ανθεκτική και επεκτείνεται σε όλους τους τομείς και τις χώρες. Η ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ στηρίζεται πρωτίστως από την εγχώρια ζήτηση, ωστόσο οι προοπτικές για την ανάπτυξη όλο και περισσότερο δέχονται ευνοϊκές επιδράσεις από το εξωτερικό περιβάλλον. Ορισμένοι βραχυπρόθεσμοι δείκτες, όπως τα αποτελέσματα ερευνών, επιβεβαιώνουν την εύρωστη δυναμική ανάπτυξης βραχυπρόθεσμα. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Μαρτίου 2017, οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Ιουνίου 2017 αναθεωρήθηκαν προς τα άνω και προβλέπουν αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ κατά 1,9% το 2017, 1,8% το 2018 και 1,7% το 2019.

Η οικονομική επέκταση της ζώνης του ευρώ απέκτησε θετική δυναμική, υποστηριζόμενη πρωτίστως από την εγχώρια ζήτηση. Το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,6% σε τριμηνιαία βάση το α' τρίμηνο του 2017, αφού είχε σημειώσει άνοδο κατά 0,5% το προηγούμενο τρίμηνο (βλ. Διάγραμμα 10). Η οικονομία της ζώνης του ευρώ αυξάνεται ήδη για τέσσερα συνεχή έτη και η μεγέθυνση γίνεται ολοένα ανθεκτικότερη, καθώς επεκτείνεται σε περισσότερους τομείς και περισσότερες χώρες. Η εγχώρια ζήτηση παρέμεινε ο κυριότερος παράγοντας που συνέβαλε στην ανάπτυξη το α' τρίμηνο του 2017, ενώ θετική συμβολή είχαν και οι μεταβολές των αποθεμάτων. Ωστόσο, η συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου ήταν ουδέτερη. Από την πλευρά της παραγωγής, η οικονομική δραστηριότητα στηρίχθηκε κυρίως από την εύρωστη άνοδο που κατέγραψαν οι τομείς των κατασκευών και των υπηρεσιών, ενώ η προστιθέμενη αξία στη βιομηχανία (εκτός των κατασκευών) αυξήθηκε με βραδύτερο ρυθμό.

Διάγραμμα 10

Πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ και συνιστώσες αυτού

(τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές και τριμηνιαίες συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Eurostat.

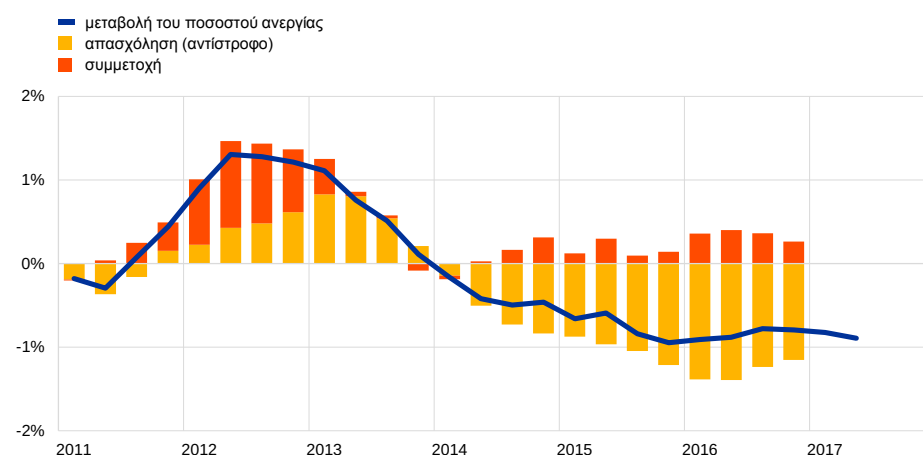
Σημειώσεις: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: α' τρίμηνο 2017. Οι μεγάλες διακυμάνσεις που παρατηρούνται στις ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου και τις καθαρές εξαγωγές το 6ο τρίμηνο του 2016 αντικατοπτρίζουν σε μεγάλο βαθμό γη μια συναλλαγή περιουσιακών στοιχείων από μικρό αριθμό μεγάλων οικονομικών φορέων στην Ιρλανδία.

Η ανάκαμψη είναι ιδιαίτερα εμφανής στις αγορές εργασίας της ζώνης του ευρώ, παρόλο που εξακολουθεί να παρατηρείται σημαντικός βαθμός υποχρησιμοποίησης του εργατικού δυναμικού. Η αύξηση της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ συνεχίστηκε το 8^ο τρίμηνο του 2016 και, ως εκ τούτου, η απασχόληση ήταν 1,2% υψηλότερη από το επίπεδο που κατέγραφε ένα έτος νωρίτερα. Τα στοιχεία ερευνών που είναι διαθέσιμα έως και τον Μάιο δείχνουν περαιτέρω βελτίωση στις συνθήκες της αγοράς εργασίας. Η ανεργία στη ζώνη του ευρώ συνέχισε να μειώνεται το 2017, αφού είχε κορυφωθεί στην αρχή του 2013. Τον Απρίλιο το ποσοστό ανεργίας διαμορφώθηκε σε 9,3%, δηλ. το χαμηλότερο από τον Μάρτιο του 2009. Η ευρεία τάση μείωσης των ποσοστών ανεργίας συνεχίστηκε, παρά τις συνεχείς αυξήσεις της συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα 11), ειδικότερα χάρη στην αυξανόμενη συμμετοχή των εργαζομένων μεγαλύτερης ηλικίας. Επίσης, οι ευρύτεροι δείκτες ανεργίας υποδηλώνουν ότι ο βαθμός υποχρησιμοποίησης του εργατικού δυναμικού στις αγορές εργασίας παραμένει σε υψηλά επίπεδα, παρόλο που το κενό μεταξύ μετρούμενου ποσοστού ανεργίας και των ευρύτερων δεικτών ανεργίας περιορίζεται τελευταία, λόγω της συγκρατημένης μείωσης τόσο των αποθαρρυσμένων όσο και των υποαπασχολούμενων εργαζομένων.¹

Διάγραμμα 11

Ανάλυση της μείωσης της ανεργίας στη ζώνη του ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές του ποσοστού ανεργίας της ζώνης του ευρώ και συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: 8^ο τρίμηνο 2016 για την απασχόληση και για το ποσοστό συμμετοχής, Απρίλιος 2017 για το ποσοστό ανεργίας.

Οι βελτιώσεις στις αγορές εργασίας της ζώνης του ευρώ ενίσχυσαν το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και διευκόλυναν την καταναλωτική δαπάνη. Η σταθερή αύξηση του εισοδήματος από εργασία, που αποτελεί τον σημαντικότερο παράγοντα ενίσχυσης του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, σε συνδυασμό με το σταθερό σε γενικές γραμμές ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών, συνέχισε να επηρεάζει ευνοϊκά την ιδιωτική κατανάλωση. Η βελτίωση των συνθηκών τραπεζικής χρηματοδότησης, ενισχυμένη

¹ Βλ. το πλαίσιο με τίτλο "Assessing labour market slack", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2017.

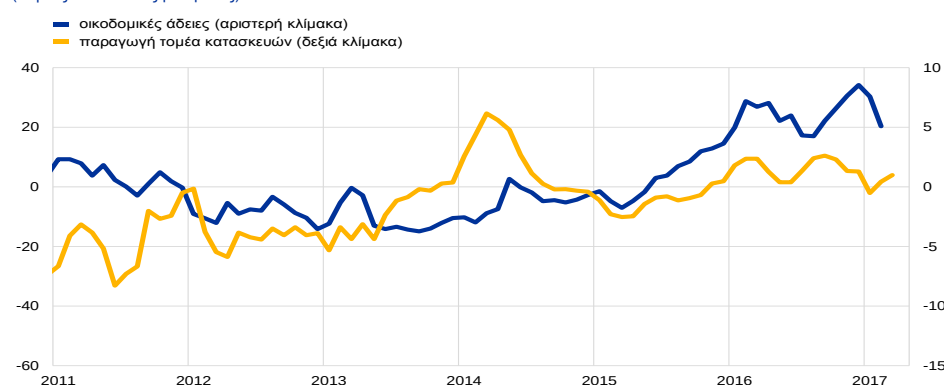
από τα μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, επίσης συνέχισε να στηρίζει τις δαπάνες των νοικοκυριών. Ενώ τα χαμηλά επιτόκια επηρεάζουν τόσο τα έσοδα από τόκους όσο και τις πληρωμές για τόκους των νοικοκυριών, τείνουν να οδηγούν σε αναδιανομή πόρων από τους καθαρούς αποταμιευτές προς τους καθαρούς δανειολήπτες. Δεδομένου ότι οι καθαροί αποταμιευτές συνήθως τείνουν να έχουν μεγαλύτερη οριακή ροπή προς κατανάλωση, η αναδιανομή αυτή θα πρέπει να στηρίξει περαιτέρω τη συνολική ιδιωτική κατανάλωση. Η εμπιστοσύνη των καταναλωτών, η οποία αυξήθηκε και πάλι τον Μάιο για τρίτο συνεχόμενο μήνα, παραμένει σαφώς πάνω από τον μακροχρόνιο μέσο όρο της, σηματοδοτώντας την ισχυρή δυναμική της καταναλωτικής δαπάνης βραχυπρόθεσμα. Επιπλέον, η άνοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης των νοικοκυριών, που αντικατοπτρίζει την εξέλιξη τόσο του χρηματοοικονομικού όσο και του οικιστικού πλούτου, θα πρέπει επίσης να στηρίξει την ιδιωτική κατανάλωση.

Η ανάκαμψη των αγορών κατοικιών της ζώνης του ευρώ υποστηρίζει ολόένα περισσότερο τη δυναμική της ανάπτυξης. Παρόλο που η ανάκαμψη των αγορών κατοικιών της ζώνης του ευρώ ήταν βραδύτερη και ασθενέστερη από ό,τι η ανάκαμψη της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας της ζώνης του ευρώ, πρόσφατα άρχισε να επιταχύνεται. Η εν λόγω ανάκαμψη, αν και από πολύ χαμηλά επίπεδα σε μερικές χώρες, υποστηρίχθηκε από την έντονη άνοδο του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, τους ευνοϊκούς όρους χρηματοδότησης και την αυξημένη προτίμηση για επενδύσεις σε κατοικίες, στο πλαίσιο των χαμηλών αποδόσεων των τοκοφόρων τοποθετήσεων. Επιπλέον, φαίνεται πως έχουν λάβει τέλος οι διαδικασίες προσαρμογής των αγορών κατοικιών σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ, έτσι παρατηρείται έντονη άνοδος της εμπιστοσύνης στον τομέα των κατασκευών. Ο αυξανόμενος αριθμός οικοδομικών αδειών (βλ. Διάγραμμα 12), η αυξανόμενη ζήτηση δανείων για αγορά κατοικίας και η βελτίωση των όρων χορήγησης τραπεζικών πιστώσεων θα συνεχίσουν να στηρίζουν τη σταθερά ανοδική τάση των επενδύσεων στον τομέα των κατασκευών, η οποία έχει ευρεία βάση στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Διάγραμμα 12

Οικοδομικές άδειες και παραγωγή τομέα κατασκευών

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Οι υπολογισμοί βασίζονται στους κινητούς μέσους όρους τριών μηνών. Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Φεβρουάριος 2017 για τις οικοδομικές άδειες και Μάρτιος 2017 για την παραγωγή στον τομέα των κατασκευών.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις συνεχίζουν να ανακάμπτουν σταδιακά.

Η βιομηχανική παραγωγή στον τομέα των κεφαλαιακών αγαθών που χαρακτηρίζεται από υψηλή ένταση επενδύσεων αυξήθηκε συγκρατημένα κατά 0,3% το α' τρίμηνο του 2017. Παράλληλα, τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα για τις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ υποδηλώνουν έντονη άνοδο των επενδύσεων εκτός των κατασκευών. Επίσης, το επιχειρηματικό κλίμα στον εν λόγω τομέα ενισχύθηκε περαιτέρω λόγω των πολύ ευνοϊκών προσδοκιών για την παραγωγή, της αύξησης των παραγγελιών και της αντιστροφής των προσδοκιών για τις τιμές πώλησης, ενώ η χρησιμοποίηση του παραγωγικού δυναμικού σημείωσε περαιτέρω άνοδο και διαμορφώθηκε πάνω από τα μέσα προ της κρίσης επίπεδα. Σύμφωνα με την πιο πρόσφατη εξαμηνιαία έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις επενδύσεις στη βιομηχανία, οι προοπτικές για τις επενδύσεις το 2017 στη ζώνη του ευρώ βελτιώθηκαν.

Όσον αφορά το επόμενο διάστημα, η ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων αναμένεται να συνεχιστεί.

Θα στηριχθεί από αρκετούς παράγοντες όπως η συνέχιση των πολύ ευνοϊκών όρων χρηματοδότησης, η πολύ διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, η ανάγκη εκσυγχρονισμού του κεφαλαιακού αποθέματος μετά από αρκετά χρόνια υποτονικών επενδύσεων, ο άνω του μέσου όρου βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού και τα υψηλά περιθώρια κέρδους στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα. Επιπλέον, η έντονη ανάκαμψη των τιμών των μετοχών τα τελευταία χρόνια και η συγκρατημένη αύξηση της χρηματοδότησης μέσω ανάληψης χρέους μείωσαν τον δείκτη μόχλευσης (δείκτης χρέους προς σύνολο ενεργητικού) σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα (βλ. πλαίσιο με τίτλο “Χρέος και απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα στις χώρες της ζώνης του ευρώ” στο παρόν τεύχος του Οικονομικού Δελτίου για επισκόπηση της εξέλιξης της απομόχλευσης στον ιδιωτικό τομέα συνολικά). Εντούτοις, ορισμένοι παράγοντες αναμένεται να συνεχίσουν να επηρεάζουν δυσμενώς τις προοπτικές των επιχειρηματικών επενδύσεων, μεταξύ των οποίων οι προσδοκίες για ασθενέστερο μακροπρόθεσμο αναπτυξιακό δυναμικό σε σύγκριση με τα επίπεδα του παρελθόντος, οι δυσκαμψίες στις αγορές προϊόντων και η συνεχιζόμενη προσαρμογή στις μεταβολές του κανονιστικού περιβάλλοντος. Η χαμηλή κερδοφορία των τραπεζών και το ακόμη υψηλό επίπεδο μη εξυπηρετούμενων δανείων στους ισολογισμούς των τραπεζών σε αρκετές χώρες εξακολουθούν να επηρεάζουν δυσμενώς τη δυνατότητα των τραπεζών να επιτελέσουν τον διαμεσολαβητικό τους ρόλο και, κατ' επέκταση, τη χρηματοδότηση επενδύσεων των επιχειρήσεων βραχυπρόθεσμα.

Η βελτίωση του εξωτερικού περιβάλλοντος προκάλεσε ανάκαμψη της δυναμικής των εξαγωγών στη ζώνη του ευρώ.

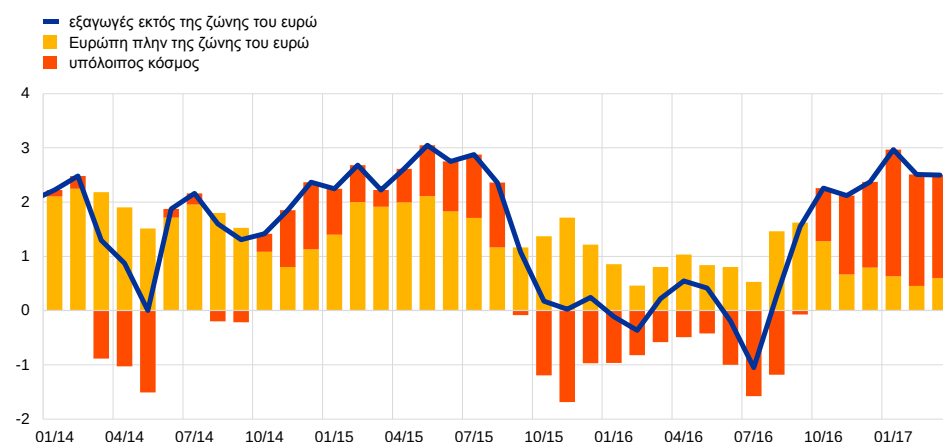
Τα μηνιαία στοιχεία για τις εμπορικές συναλλαγές έως τον Μάρτιο του 2017 υποδηλώνουν διαρκή αύξηση των εξαγωγών αγαθών εκτός της ζώνης του ευρώ, μετά από μάλλον έντονη άνοδο το δ' τρίμηνο του 2016. Αυτό αποτελεί θετική ένδειξη για τις γενικές προοπτικές ανάπτυξης, καθώς η αύξηση των εξαγωγών ολοένα περισσότερο στηρίζεται από την ισχυρή ζήτηση τόσο από την Ευρώπη όσο και από τον υπόλοιπο κόσμο. Συγκεκριμένα, οι εξαγωγές προς την Κίνα, τις ΗΠΑ και τη Ρωσία αυξήθηκαν έντονα τους τρεις τελευταίους μήνες. Η εξέλιξη αυτή έρχεται σε έντονη αντίθεση με την εμπειρία των τριών τελευταίων ετών, κατά τα οποία οι εξαγωγές στηρίχθηκαν κυρίως

από τις εμπορικές συναλλαγές εντός της Ευρώπης (Διάγραμμα 13) και αντικατοπτρίζει τη διευρυνόμενη βάση της παγκόσμιας ανάκαμψης του εμπορίου. Οι έρευνες αλλά και οι νέες παραγγελίες εξαγωγών που αφορούν το β' τρίμηνο του 2017 δείχνουν ότι η δυναμική των εξαγωγών θα διατηρηθεί το προσεχές διάστημα. Πιο μακροπρόθεσμα, οι εξαγωγές αναμένεται να αυξηθούν ακολουθώντας τη σταδιακή ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου. Ωστόσο, οι κίνδυνοι για το εμπόριο παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, πρωτίστως σε σχέση με την άνοδο του προστατευτισμού, που μπορεί να εμποδίσει την παγκόσμια ανάπτυξη.

Διάγραμμα 13

Εξαγωγές αγαθών εκτός της ζώνης του ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές των τριμηνιαίων κινητών μέσων όρων και συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Eurostat.

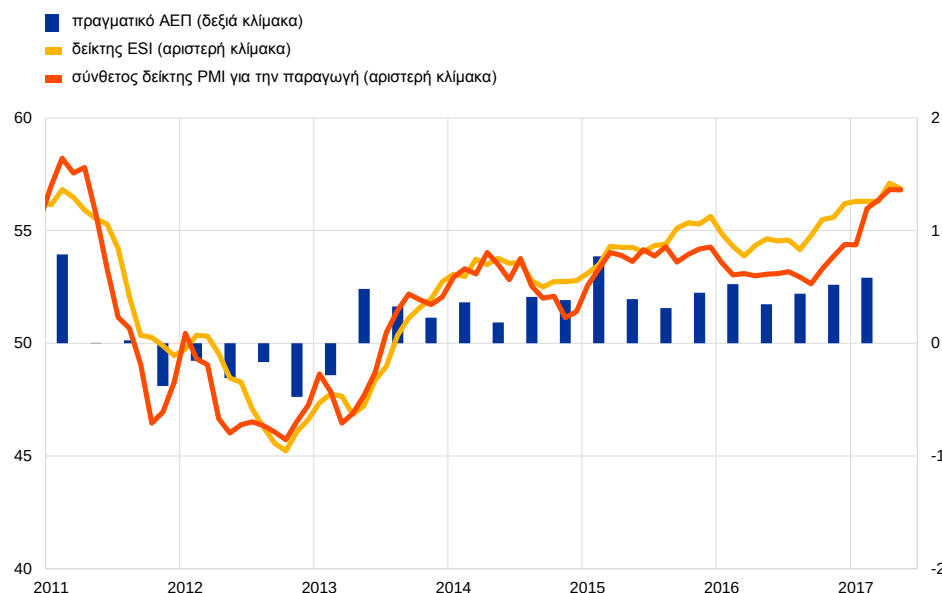
Σημείωση: Στοιχεία βάσει όγκου. Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Μάρτιος 2017.

Γενικά, τα εισερχόμενα στοιχεία δείχνουν σταθερά θετική ανάπτυξη το β' τρίμηνο του 2017. Ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (ESI) και ο σύνθετος Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για την παραγωγή παρουσίασαν γενικευμένη βελτίωση τους τέσσερις πρώτους μήνες του έτους. Τον Μάιο και οι δύο δείκτες έφθασαν ή πλησίασαν το ανώτατο επίπεδο που είχαν καταγράψει μετά την κρίση, αν και υποχώρησαν κάπως σε σύγκριση με τον Απρίλιο. Η άνοδος των δεικτών τους δύο πρώτους μήνες του β' τριμήνου του 2017 αντικατοπτρίζει κυρίως τις βελτιωμένες προσδοκίες για τα επίπεδα της παραγωγής και των παραγγελιών στο μέλλον, καθώς και οι δύο δείκτες διαμορφώνονται επί του παρόντος σε επίπεδα υψηλότερα από τους μακροχρόνιους μέσους όρους τους (βλ. Διάγραμμα 14).

Διάγραμμα 14

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

(ποσοστιαίες μεταβολές σε τριμηνιαία βάση, κανονικοποιημένη διαφορά θετικών-αρνητικών απαντήσεων και δείκτες διάχυσης)



Πηγές: Markit, Ευρωπαϊκή Επιτροπή και Eurostat.

Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: α' τρίμηνο του 2017 για το πραγματικό ΑΕΠ και Μάιος 2017 για ESI και PMI αντίστοιχα.

Η τρέχουσα οικονομική επέκταση στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να συνεχιστεί, υποστηριζόμενη από την επίδραση των μέτρων νομισματικής πολιτικής, η οποία μεταδίδεται στην πραγματική οικονομία. Η εγχώρια ζήτηση αναμένεται να ενισχυθεί από μια σειρά ευνοϊκών παραγόντων. Οι πολύ ευνοϊκοί όροι χρηματοδότησης και τα χαμηλά επιτόκια συνεχίζουν να προωθούν την ανάκαμψη των επενδύσεων εν μέσω αύξησης των κερδών και μείωσης της ανάγκης απομόχλευσης. Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης θα ωφεληθεί από την περαιτέρω βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας, εν μέρει λόγω των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας που προηγήθηκαν. Οι ευνοϊκές επιδράσεις της κυκλικής ανάκαμψης εκτός της ζώνης του ευρώ, οι οποίες αναμένεται να ενισχυθούν, θα στηρίξουν τις εξαγωγές. Ωστόσο, η οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να επηρεαστεί αρνητικά από τον βραδύ ρυθμό υλοποίησης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και τις εναπομένουσες προσαρμογές των ισολογισμών σε ορισμένους τομείς, παρά τις συνεχιζόμενες βελτιώσεις.

Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ του Ιουνίου 2017 προβλέπουν αύξηση του ετήσιου πραγματικού ΑΕΠ κατά 1,9% το 2017, 1,8% το 2018 και 1,7% το 2019 (βλ.

Διάγραμμα 15). Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Μαρτίου 2017, οι προοπτικές για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ έχουν αναθεωρηθεί προς τα άνω. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν αυτές τις προοπτικές ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ είναι σε γενικές γραμμές ισορροπημένοι. Αφενός, η σημερινή θετική κυκλική δυναμική αυξάνει τις πιθανότητες εντονότερης από ό,τι αναμένεται οικονομικής ανάκαμψης. Αφετέρου, εξακολουθούν να υφίστανται καθοδικοί κίνδυνοι που σχετίζονται κυρίως με παγκόσμιους

παράγοντες (βλ. πλαίσιο με τίτλο “Η πρόσφατη εξέλιξη των παγκόσμιων κινδύνων – μια αξιολόγηση” στο παρόν τεύχος του Οικονομικού Δελτίου).

Διάγραμμα 15

Πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ (συμπεριλαμβανομένων των προβολών)

(τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Eurostat και άρθρο με τίτλο “Ιούνιος 2017 – Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομένων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ”, που δημοσιεύθηκε στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ στις 8 Ιουνίου 2017.
Σημειώσεις: Τα διαστήματα που παρουσιάζονται γύρω από τις κεντρικές προβολές βασίζονται στις διαφορές μεταξύ των πραγματοποιήσεων και των προηγούμενων προβολών που είχαν καταρτιστεί επί σειρά ετών. Το εύρος κάθε διαστήματος είναι διπλάσιο από τον μέσο όρο της διαφοράς, σε απόλυτες τιμές. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των διαστημάτων, βάσει της οποίας γίνεται και η διόρθωση για έκτακτα γεγονότα, περιγράφεται στο κείμενο “New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges”, ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2009, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

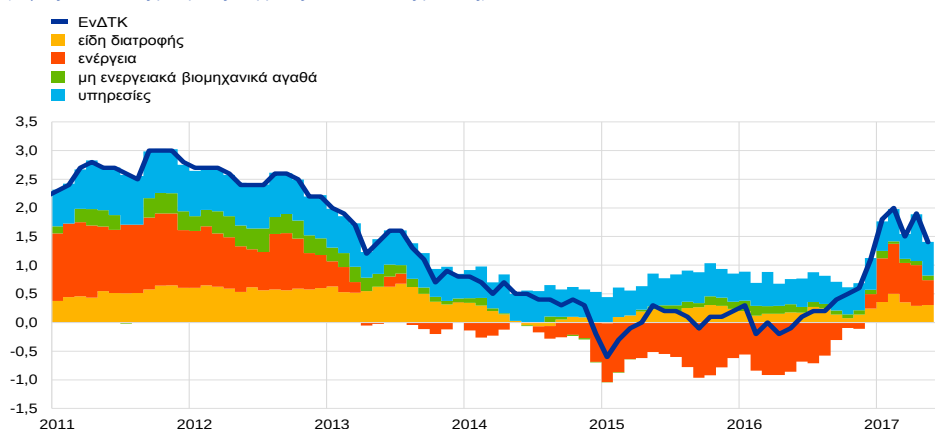
Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη ζώνη του ευρώ τον Μάιο του 2017 ήταν 1,4%, μειωμένος έναντι 1,9% τον Απρίλιο. Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, με βάση τις ισχύουσες τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου, ο μετρούμενος πληθωρισμός είναι πιθανόν να κυμανθεί γύρω στα πιο πρόσφατα επίπεδα τους ερχόμενους μήνες. Παρά την πρόσφατη μεταβλητότητα, ο υποκείμενος πληθωρισμός δεν έχει δείξει ακόμη πειστικές ενδείξεις ανάκαμψης και αναμένεται να αυξηθεί μόνον σταδιακά μεσοπρόθεσμα. Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ του Ιουνίου 2017 προβλέπουν ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ 1,5% το 2017, 1,3% το 2018 και 1,6% το 2019.

Ο μετρούμενος πληθωρισμός υποχώρησε τον Μάιο. Λόγω των πρόσφατων εξελίξεων των τιμών του πετρελαίου και της χρονικής περιόδου του Πάσχα, ο μετρούμενος πληθωρισμός παρουσίασε αρκετές διακυμάνσεις τους τελευταίους μήνες. Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, υποχώρησε σε 1,4% τον Μάιο του 2017, από 1,9% τον Απρίλιο και 1,5% τον Μάρτιο. Η υποχώρηση τον Μάιο ήταν αναμενόμενη για δύο βασικούς λόγους. Πρώτον, ο πληθωρισμός των τιμών των υπηρεσιών μειώθηκε κατακόρυφα, εξαλείφοντας την έντονη ανάκαμψη που καταγράφηκε τον Απρίλιο, εξαιτίας της επίδρασης που είχε στην ετήσια μεταβολή η διαφορετική χρονική περίοδος του Πάσχα το 2017 σε σύγκριση με το 2016. Δεύτερον, ο πληθωρισμός των τιμών της ενέργειας υποχώρησε λόγω της καθοδικής επίδρασης της βάσης σύγκρισης που συνδέεται με την κατακόρυφη αύξηση των τιμών της ενέργειας ένα έτος νωρίτερα και της πρόσθετης καθοδικής πίεσης που προήλθε από την πτώση των τιμών του πετρελαίου τους τελευταίους μήνες.

Διάγραμμα 16

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Μάιος 2017 (προκαταρκτικές εκτιμήσεις).

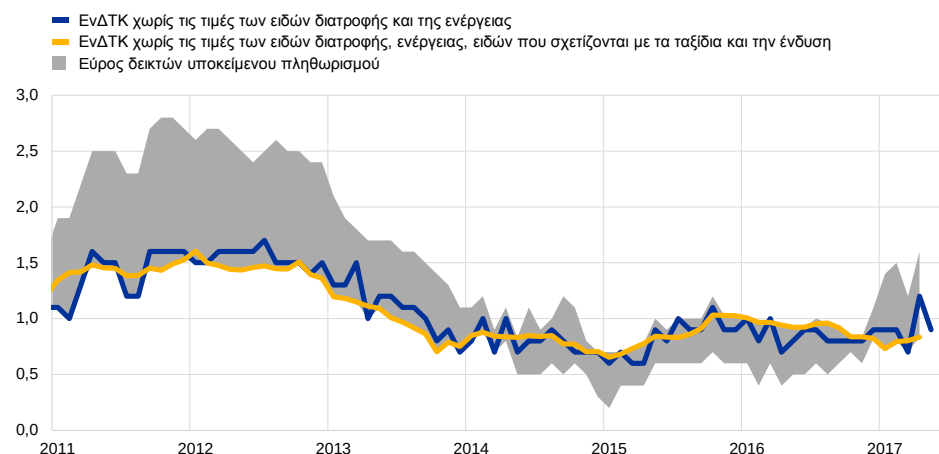
Ο υποκείμενος πληθωρισμός δεν έχει δείξει ακόμη ισχυρές ενδείξεις ανοδικής προσαρμογής.

Ορισμένοι δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού έχουν παρουσιάσει στρεβλώσεις τους τελευταίους μήνες, εξαιτίας παροδικών παραγόντων όπως η χρονική περίοδος του Πάσχα και η επίδραση των πρόσφατων διακυμάνσεων των τιμών του πετρελαίου στις συνιστώσες των ταξιδιωτικών υπηρεσιών (ιδίως στα πακέτα διακοπών). Στο πλαίσιο αυτό, η προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat για τον Μάιο υποδηλώνει ότι ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ εκτός των ειδών διατροφής και της ενέργειας διαμορφώθηκε στο 0,9%, από 1,2% τον Απρίλιο και 0,7% τον Μάρτιο, ενώ ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές ειδών διατροφής, ενέργειας, ταξιδιωτικών υπηρεσιών και ένδυσης παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερός μέχρι την χρονική στιγμή που υποβλήθηκαν τα πιο πρόσφατα στοιχεία των Απριλίου. Το συνεχιζόμενο υποτονικό επίπεδο του υποκείμενου πληθωρισμού ενδεχομένως αντανάκλα, εν μέρει, τις έμμεσες καθοδικές επιδράσεις, που εκδηλώθηκαν με χρονική υστέρηση, από τις παρελθούσες χαμηλές τιμές του πετρελαίου αλλά, σε βαθύτερη ανάλυση, και τις συνεχιζόμενες ασθενείς πιέσεις από την πλευρά του εγχώριου κόστους. Δεδομένου ότι ο υποκείμενος πληθωρισμός συνδέεται πιο στενά με τις μεσοπρόθεσμες τάσεις του πληθωρισμού, είναι σημαντικό να υπάρξουν πειστικές ενδείξεις ανοδικής προσαρμογής προκειμένου η προσαρμογή του μετρούμενου πληθωρισμού να είναι διαρκής.

Διάγραμμα 17

Δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

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

Υπήρξε συσσώρευση προϋπαρχουσών πιέσεων στα πρώτα στάδια της αλυσίδας παραγωγής και τιμολόγησης.

Η μετακύλιση της έντονης ανάκαμψης στις τιμές παραγωγού ενδιάμεσων αγαθών στις τιμές παραγωγού καταναλωτικών αγαθών εκτός των ειδών διατροφής εξακολουθεί να είναι υποτονική (β. Διάγραμμα 18). Αντανακλώντας την έντονη ανάκαμψη σε παγκόσμιο επίπεδο του πληθωρισμού τιμών παραγωγού εκτός της ενέργειας η οποία ξεκίνησε στα μέσα του 2016, ο ετήσιος πληθωρισμός στις τιμές παραγωγού ενδιάμεσων αγαθών στη ζώνη του

ευρώ συνεχίζει να ενισχύεται, αφού διαμορφώθηκε σε 4% τον Απρίλιο του 2017, αύξηση από το πρόσφατο χαμηλό του -2,9% τον Απρίλιο του 2016. Με βάση τις ιστορικές κανονικότητες, μια διαρκής βελτίωση των τιμών παραγωγού ενδιάμεσων αγαθών θα μπορούσε ήδη να υποδηλώνει κάποια ανάκαμψη στον πληθωρισμό² των τιμών καταναλωτικών αγαθών εκτός των ειδών διατροφής. Ωστόσο, παρά την αύξηση στις τιμές παραγωγού ενδιάμεσων αγαθών αλλά και την περαιτέρω αύξηση των τιμών εισαγόμενων καταναλωτικών αγαθών εκτός των ειδών διατροφής από 0,1% τον Ιανουάριο σε 1,1% τον Απρίλιο, ο ετήσιος πληθωρισμός των τιμών των εισαγόμενων για καταναλωτικά αγαθά εκτός των ειδών διατροφής παραμένει υποτονικός και διαμορφώθηκε σε 0,3% τον Μάρτιο και τον Απρίλιο του 2017. Ένας πιθανός λόγος για τον ασθενή πληθωρισμό στον Δείκτη Τιμών Παραγωγού (ΔΤΠ) παρά τις αυξανόμενες πιέσεις επί των τιμών στα πρώτα στάδια της αλυσίδας παραγωγής και τιμολόγησης είναι η συμπίεση των περιθωρίων κέρδους.

Διάγραμμα 18

Παγκόσμιες, ενδιάμεσες και εγχώριες τιμές παραγωγού

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



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

Οι μισθολογικές αυξήσεις στη ζώνη του ευρώ παραμένουν χαμηλές. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό καθώς και ο ρυθμός αύξησης της αποζημίωσης ανά πραγματική ώρα εργασίας αυξήθηκαν ελαφρώς προς το τέλος του 2016. Οι πιο πρόσφατες πληροφορίες σχετικά με τον ετήσιο ρυθμό αύξησης των συμβατικών αποδοχών στη ζώνη του ευρώ (1.4% το πρώτο τρίμηνο του 2017, ελαφρώς χαμηλότερος από 1,5% το τέταρτο τρίμηνο του 2016) δεν δείχνει να υπήρξε πρόσθετη ανοδική πίεση στην αρχή του 2017. Στο σύνολό τους οι αυξήσεις των μισθών παραμένουν χαμηλές συγκριτικά με τους ιστορικούς μέσους όρους. Αυτό ενδεχομένως οφείλεται στην υπερπροσφορά στην αγορά εργασίας, η οποία εξακολουθεί να είναι σημαντική σύμφωνα με τους ευρύτερους δείκτες υποχρησιμοποίησης του εργατικού δυναμικού,³ καθώς και στον χαμηλό πληθωρισμό,

² Βλ. επίσης την ανταλλαγή απόψεων στο πλαίσιο με τίτλο "What can recent developments in producer prices tell us about pipeline pressures?", *Economic Bulletin, Issue 3, ECB, 2017*.

³ Βλ. το άρθρο με τίτλο "Assessing labour market slack", *Economic Bulletin, Issue 3, ECB, 2017*.

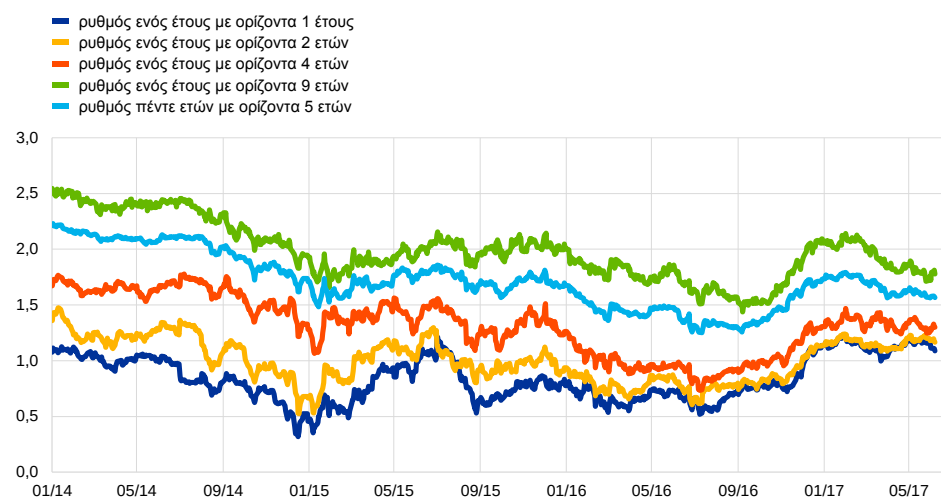
την υποτονική αύξηση της παραγωγικότητας και τις συνεχιζόμενες επιπτώσεις των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας που εφαρμόστηκαν σε ορισμένες χώρες κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Οι πιο μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό που βασίζονται σε δείκτες της αγοράς υποχώρησαν ελαφρώς, ενώ οι δείκτες που βασίζονται σε στοιχεία ερευνών παρέμειναν σταθεροί. Οι δείκτες πληθωρισμού που βασίζονται σε δείκτες της αγοράς μειώθηκαν σε όλες τις διάρκειες (βλ. Διάγραμμα 19). Ο ρυθμός πληθωρισμού μετά από πέντε έτη για ορίζοντα πέντε ετών διαμορφώθηκε σε 1,57%, λίγο χαμηλότερα από το επίπεδο που παρατηρήθηκε στο τέλος Απριλίου 2017. Αντιθέτως, οι δείκτες πιο μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ που βασίζονται σε στοιχεία ερευνών, όπως στην έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των εξειδικευμένων φορέων διενέργειας προβλέψεων (Survey of Professional Forecasters) για το δεύτερο τρίμηνο του 2017, παρέμειναν αμετάβλητοι στο 1,8%.

Διάγραμμα 19

Προσδοκίες για τον πληθωρισμό που βασίζονται σε δείκτες των αγορών

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Thomson Reuters και υπολογισμοί της ΕΚΤ.
Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: 7 Ιουνίου 2017.

Όσον αφορά το μέλλον, η αύξηση του πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να είναι κάπως χαμηλότερη από ό,τι αναμενόταν προηγουμένως. Με βάση τα στοιχεία που ήταν διαθέσιμα στα μέσα Μαΐου, οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ του Ιουνίου 2017 προβλέπουν ότι ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ θα αυξηθεί από 0,2% το 2016 σε 1,5% το 2017, 1,3% το 2018 και 1,6% το 2019 (βλ. Διάγραμμα 20).⁴ Η πορεία του μετρούμενου πληθωρισμού σε σχήμα V κατά τη διάρκεια του ορίζοντα προβολής προκύπτει κυρίως από την έντονη θετική συμβολή του πληθωρισμού της ενέργειας βάσει του ΕνΔΤΚ το 2017, ο οποίος μειώνεται σημαντικά το 2018. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των

⁴ Βλ. το άρθρο με τίτλο "Ιούνιος 2017 - Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ", που δημοσιεύθηκε στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ στις 8 Ιουνίου 2017.

εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Μαρτίου του 2017, οι προοπτικές για τον μετρούμενο πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά 0,3 της ποσοστιαίας μονάδας το 2017 και το 2018 και κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας το 2019. Αυτή η αναθεώρηση προς τα κάτω αντανακλά κυρίως τις χαμηλότερες τιμές πετρελαίου.

Διάγραμμα 20

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Eurostat και άρθρο με τίτλο "Ιούνιος 2017 – Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ", που δημοσιεύθηκε στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ στις 8 Ιουνίου 2017.

Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναμένεται να αυξηθεί σταδιακά μεσοπρόθεσμα.

Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναμένεται να αυξηθεί από 0,9% το 2016 σε 1,1% το 2017 και σε 1,4 % και 1,7% το 2018 και το 2019 αντίστοιχα. Ένας από τους κύριους παράγοντες που συντελούν σε αυτήν τη σταδιακή επιτάχυνση είναι η αναμενόμενη αύξηση των μισθών και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος καθώς η ανάκαμψη προχωρεί και παγιώνεται. Η μείωση της υπερπροσφοράς στην αγορά εργασίας και η σταδιακή εξασθένηση παραγόντων που συνδέονται με την κρίση και έχουν συγκρατήσει την αύξηση των μισθών τα τελευταία έτη αναμένεται να οδηγήσουν σε ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό και, δεδομένης της αναμενόμενης βάσει των προβολών μετριότερης ανάκαμψης της παραγωγικότητας, του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Η ανάκαμψη στις τιμές του πετρελαίου από τις αρχές του 2016 αναμένεται και αυτή να εντείνει ελαφρώς και εμμέσως τις ανοδικές πιέσεις στο κόστος μέσω του υψηλότερου κόστους παραγωγής και των συνεπειών του στους ονομαστικούς μισθούς.

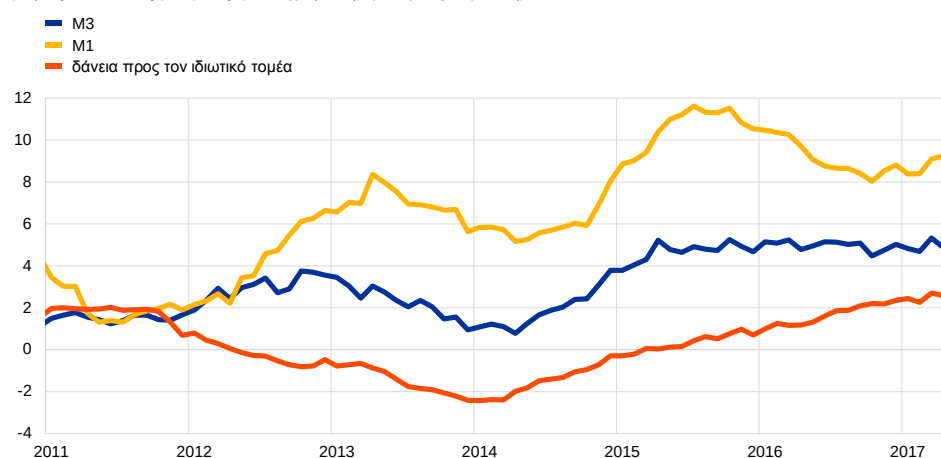
Η ποσότητα χρήματος με την ευρεία έννοια εξακολουθεί να αυξάνεται με σθεναρό ρυθμό, ενώ συνεχίζεται η ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα που παρατηρείται από την αρχή του 2014. Η ετήσια ροή συνολικής εξωτερικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εκτιμάται ότι ενισχύθηκε περαιτέρω το α' τρίμηνο του 2017.

Η αύξηση της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια παρέμεινε σθεναρή το α' τρίμηνο του 2017 και τον Απρίλιο, διατηρώντας τον ρυθμό που εμφανίζει από τα μέσα του 2015. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 διαμορφώθηκε σε 4,9% τον Απρίλιο (βλ. Διάγραμμα 21). Το χαμηλό κόστος ευκαιρίας διακράτησης των πιο ρευστών χρηματοδοτικών μέσων σε ένα περιβάλλον πολύ χαμηλών επιτοκίων και η επίδραση των μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ συνέχισαν να στηρίζουν την αύξηση της ποσότητας χρήματος. Όπως και τους προηγούμενους μήνες, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 στηρίχθηκε κυρίως από τις πιο ρευστές συνιστώσες του, καθώς ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M1 ανήλθε σε 9,2% τον Απρίλιο (από 8,8% τον Δεκέμβριο του 2016).

Διάγραμμα 21

M3, M1 και δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, με εποχική και ημερολογιακή διόρθωση)



Πηγή: ΕΚΤ.

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

Οι καταθέσεις μίας ημέρας συνέχισαν να αποτελούν την κυριότερη συνιστώσα ανόδου του M3. Συγκεκριμένα, οι ετήσιοι ρυθμοί αύξησης των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας που τηρούν τα νοικοκυριά και οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) παρέμειναν ενισχυμένοι το α' τρίμηνο του 2017 και τον Απρίλιο του 2017, φθάνοντας το 11,4% και 10,6% αντίστοιχα. Ο ευμετάβλητος ετήσιος ρυθμός ανόδου των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας που τηρούν οι λοιποί (πλην των ΝΧΙ) φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης επιταχύνθηκε τον Μάρτιο και τον Απρίλιο. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του νομίσματος σε κυκλοφορία επιταχύνθηκε ελαφρώς, χωρίς ενδείξεις ότι υπάρχει γενική τάση υποκατάστασης των καταθέσεων με μετρητά από τον τομέα διακράτησης χρήματος σε περιβάλλον πολύ

χαμηλών ή αρνητικών επιτοκίων. Οι βραχυπρόθεσμες καταθέσεις εκτός των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας (δηλ. M2 μείον M1) συνέχισαν να ασκούν αρνητική επίδραση στο M3 το α' τρίμηνο και τον Απρίλιο. Ο ρυθμός αύξησης των εμπορεύσιμων χρηματοδοτικών μέσων (δηλ. M3 μείον M2), που αποτελούν μια μικρή συνιστώσα του M3, ενισχύθηκε το α' τρίμηνο του 2017, υποστηριζόμενος κυρίως από την εύρωστη αύξηση των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος, αλλά μετριάστηκε κάπως τον Απρίλιο.

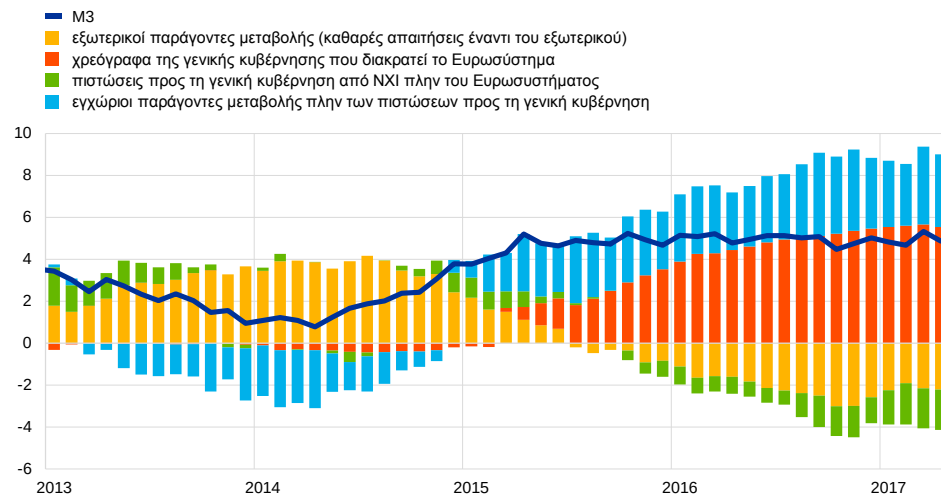
Οι εγχώριες πηγές δημιουργίας χρήματος ήταν και πάλι ο κύριος παράγοντας ανόδου της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια (βλ. Διάγραμμα 22).

Μεταξύ των παραγόντων μεταβολής του M3, οι αγορές χρεογράφων της γενικής κυβέρνησης από το Ευρωσύστημα (βλ. κόκκινο τμήμα στις ράβδους του Διαγράμματος 22), κυρίως στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP) που εφαρμόζει η ΕΚΤ, συνέβαλαν θετικά στην άνοδο του M3. Επιπλέον, ο ρυθμός αύξησης του M3 συνέχισε να υποστηρίζεται από εγχώριους παράγοντες μεταβολής εκτός της χρηματοδότησης προς τη γενική κυβέρνηση (βλ. μπλε τμήμα στις ράβδους του Διαγράμματος 22). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα, σε συνδυασμό με την επίμονη μείωση των πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των NXI. Οι εν λόγω πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις (εκτός κεφαλαίου και αποθεματικών), ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των οποίων παραμένει αρνητικός από το β' τρίμηνο του 2012, μειώθηκαν περαιτέρω το α' τρίμηνο του 2017 και τον Απρίλιο. Ο αρνητικός ετήσιος ρυθμός μεταβολής τους οφείλεται εν μέρει στην επίδραση των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-II) της ΕΚΤ, οι οποίες λειτουργούν ως υποκατάστατο της πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης των τραπεζών από την αγορά και μειώνουν την ελκυστικότητα των μακροπρόθεσμων καταθέσεων και των τραπεζικών ομολογιών για τους επενδυτές. Παράλληλα, οι πωλήσεις κρατικών ομολόγων από NXI της ζώνης του ευρώ πλην του Ευρωσυστήματος συνέβαλαν στον αρνητικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής της χρηματοδότησης προς τη γενική κυβέρνηση από τα NXI πλην του Ευρωσυστήματος και επέδρασαν ανασχετικά στην άνοδο του M3 (βλ. πράσινο τμήμα στις ράβδους του Διαγράμματος 22).

Διάγραμμα 22

M3 και παράγοντες μεταβολής του

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



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Τελευταία παρατήρηση: Απρίλιος 2017.

Οι καθαρές απαιτήσεις των NXI έναντι του εξωτερικού συνέχισαν να ασκούν καθοδικές πιέσεις στην ετήσια αύξηση του M3. Κατέγραψαν μικρή αρνητική μηνιαία εκροή το α' τρίμηνο του 2017 και τον Απρίλιο, η οποία ενίσχυσε κάπως την καθοδική πίεση που άσκησαν στον ετήσιο ρυθμό αύξησης του M3 (βλ. κίτρινο τμήμα στις ράβδους του Διαγράμματος 22).

Η εξέλιξη αυτή αντανακλά συνεχιζόμενες εκροές κεφαλαίων από τη ζώνη του ευρώ. Οι πωλήσεις κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο του PSPP από μη κατοίκους φαίνεται ότι αποτελούν παράγοντα που συνετέλεσε στην τάση αυτή (βλ. και το πλαίσιο με τίτλο "Ποιοί τομείς πώλησαν τους τίτλους του δημόσιου τομέα τους οποίους απέκτησε το Ευρωσύστημα;".

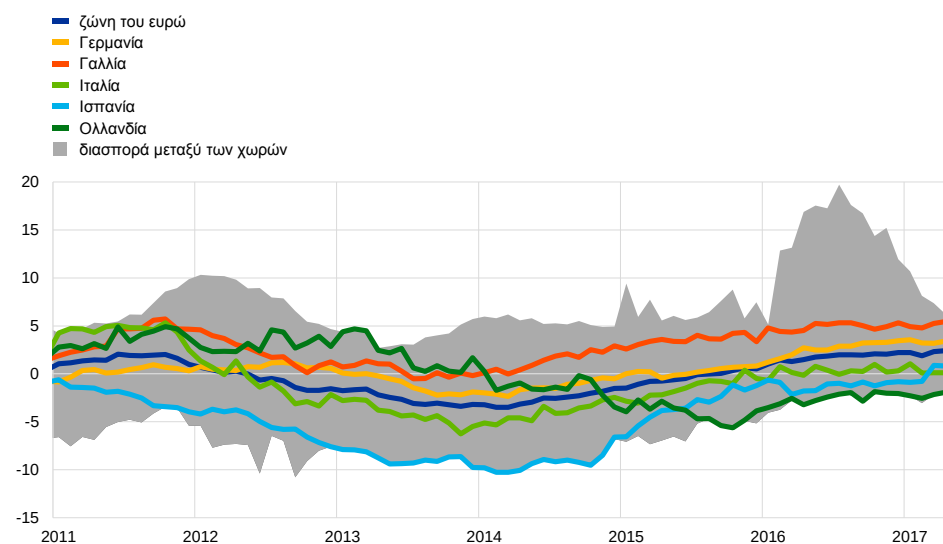
Συνεχίζεται η ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα που παρατηρείται από την αρχή του 2014. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των NXI προς τον ιδιωτικό τομέα (διορθωμένος ως προς τις πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων και ως προς τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθεσίμων σε επίπεδο ομίλου – notional cash pooling) επιταχύνθηκε το α' τρίμηνο του 2017 και τον Απρίλιο (βλ. Διάγραμμα 21). Στους επιμέρους τομείς, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς ΜΧΕ επιταχύνθηκε περαιτέρω και διαμορφώθηκε σε 2,4% τον Απρίλιο (βλ. Διάγραμμα 23). Συνολικά, ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς ΜΧΕ ανέκαμψε σημαντικά από το κατώτατο σημείο στο οποίο είχε διαμορφωθεί το α' τρίμηνο του 2014. Αυτή η εξέλιξη ήταν γενικευμένη στις μεγαλύτερες χώρες, αν και οι ρυθμοί μεταβολής των δανείων παραμένουν ακόμη αρνητικοί σε ορισμένες οικονομίες. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των προς τα νοικοκυριά επιταχύνθηκε το α' τρίμηνο του 2017 και παρέμεινε σταθερός τον Απρίλιο στο 2,4% (βλ. Διάγραμμα 24). Η σημαντική μείωση των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων στη ζώνη του ευρώ μετά το καλοκαίρι του 2014 (που αποδίδεται κυρίως στα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ) και η συνολική βελτίωση τόσο της προσφοράς όσο και της ζήτησης τραπεζικών δανείων στήριξαν αυτές τις εξελίξεις. Επίσης, οι τράπεζες σημείωσαν πρόοδο στην εξυγίανση

των ισολογισμών τους, παρότι το επίπεδο των μη εξυπηρετούμενων δανείων παραμένει υψηλό σε ορισμένες χώρες και ίσως λειτουργεί ανασχετικά στη χορήγηση τραπεζικών δανείων.

Διάγραμμα 23

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



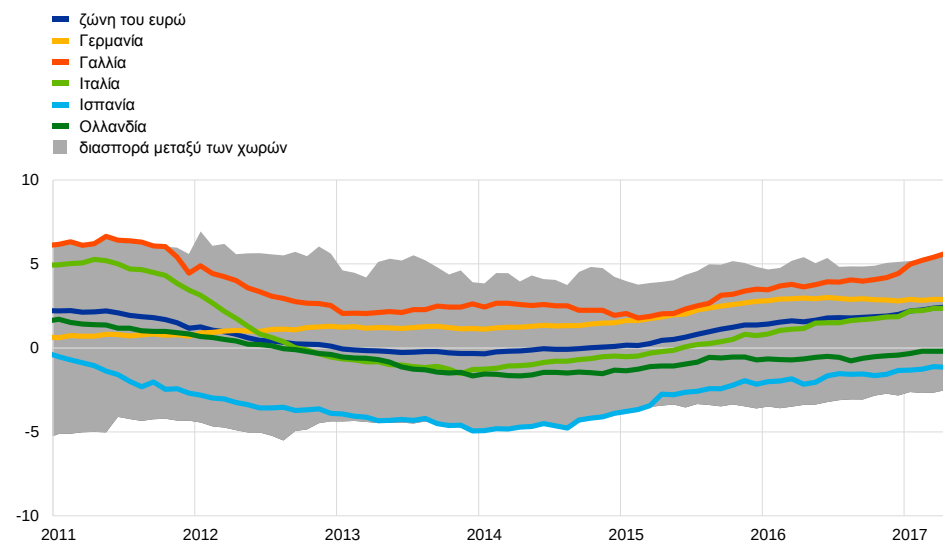
Πηγή: ΕΚΤ.

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

Διάγραμμα 24

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΚΤ.

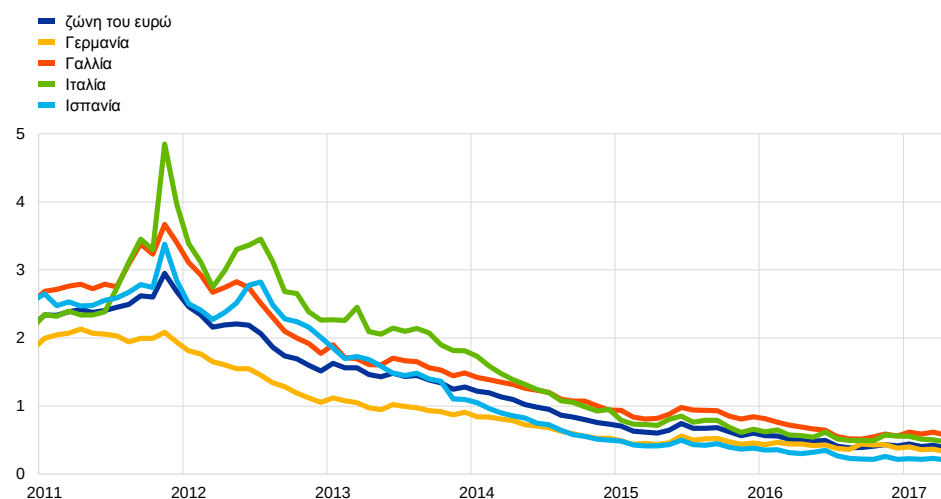
Σημειώσεις: Διορθωμένα ως προς τις πωλήσεις και τιλοποιήσεις δανείων και ως προς τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθεσίμων σε επίπεδο ομίλου (notional cash pooling). Η διασπορά μεταξύ των χωρών υπολογίζεται ως το εύρος μεταξύ ενός ελαχίστου/μεγίστου για ένα σταθερό δείγμα 12 χωρών της ζώνης του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

Οι συνθήκες χρηματοδότησης των τραπεζών παρέμειναν ευνοϊκές. Το σύνθετο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών με ανάληψη χρέους μειώθηκε ελαφρώς το α' τρίμηνο του 2017 και τον Απρίλιο (βλ. Διάγραμμα 25). Η μείωση αυτή οφείλεται στην υποχώρηση των αποδόσεων των τραπεζικών ομολόγων, ενώ το κόστος των καταθέσεων παρέμεινε σταθερό. Το σύνθετο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών με ανάληψη χρέους εξακολουθεί να βρίσκεται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Η διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, η καθαρή εξόφληση πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των ΝΧΙ, η ενίσχυση των ισολογισμών των τραπεζών και η ελάττωση του κατακερματισμού των χρηματοπιστωτικών αγορών συνέβαλαν σε αυτές τις ευνοϊκές συνθήκες.

Διάγραμμα 25

Σύνθετος δείκτης κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών με ανάληψη χρέους

(σύνθετο κόστος καταθέσεων και έκδοσης μη καλυμμένων ομολογίων, ποσοστά % ετησίως)



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

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

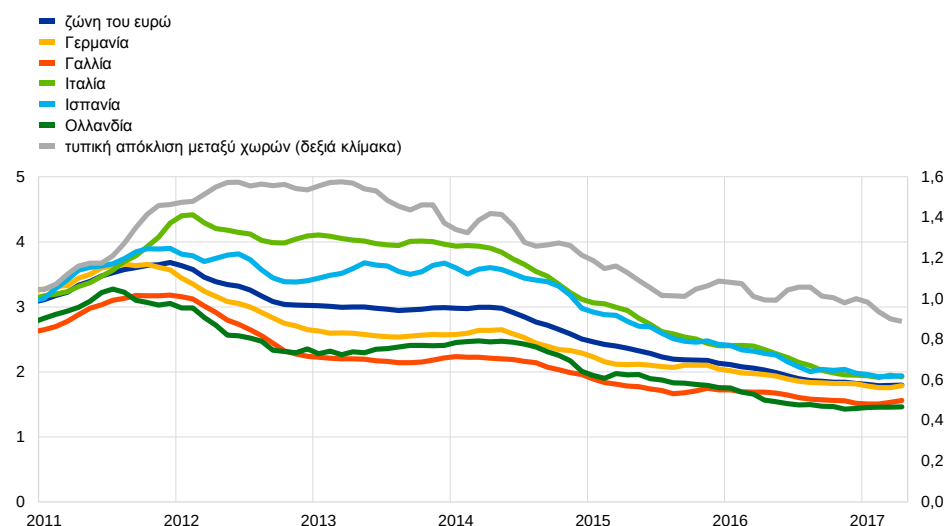
Τα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων για τις ΜΧΕ και τα νοικοκυριά αυξήθηκαν κάπως αλλά παρέμειναν σε πολύ χαμηλά επίπεδα το α' τρίμηνο του 2017 και τον Απρίλιο (βλ. Διαγράμματα 26 και 27). Η μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων, η οποία ξεκίνησε στις αρχές του 2014, περιορίστηκε στην αρχή του 2017 και τα επιτόκια παραμένουν έκτοτε πλησίον των ιστορικών χαμηλών επιπέδων τους. Το σύνθετο τραπεζικό επιτόκιο χορηγήσεων για δάνεια προς ΜΧΕ αυξήθηκε ελαφρώς το α' τρίμηνο του 2017 και παρέμεινε ουσιαστικά σταθερό τον Απρίλιο. Παράλληλα, το σύνθετο τραπεζικό επιτόκιο χορηγήσεων για στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά αυξήθηκε κάπως. Μετά την ανακοίνωση των μέτρων της ΕΚΤ για τη χαλάρωση των πιστωτικών συνθηκών τον Ιούνιο του 2014, οι σύνθετοι δείκτες τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων για δάνεια προς ΜΧΕ και νοικοκυριά μειώθηκαν πολύ περισσότερο από ό,τι τα επιτόκια αναφοράς της αγοράς, σηματοδοτώντας βελτίωση της μετάδοσης των μέτρων νομισματικής πολιτικής στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων. Η μείωση του σύνθετου δείκτη του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών συνέβαλε στην υποχώρηση των σύνθετων δεικτών τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων. Μεταξύ Μαΐου 2014 και Απριλίου 2017 οι σύνθετοι δείκτες τραπεζικών επιτοκίων

χορηγήσεων για δάνεια προς ΜΧΕ και προς νοικοκυριά σημείωσαν πτώση κατά περίπου 112 και 104 μονάδες βάσης, αντίστοιχα. Η μείωση των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων ήταν ιδιαίτερα έντονη στις ευάλωτες χώρες, συμβάλλοντας έτσι στον μετριασμό παλαιότερων ασυμμετριών ως προς τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στις επιμέρους χώρες. Την ίδια περίοδο, η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων των πολύ μικρών δανείων (έως 0,25 εκατ. ευρώ) και των επιτοκίων των μεγάλων δανείων (άνω του 1 εκατ. ευρώ) στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε σημαντικά και μειώθηκε σε νέα ιστορικά χαμηλά επίπεδα τον Απρίλιο του 2017. Αυτό δείχνει ότι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις ωφελούνται γενικώς περισσότερο από τη μείωση των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων από ό,τι οι μεγάλες επιχειρήσεις.

Διάγραμμα 26

Σύνθετα επιτόκια δανείων προς ΜΧΕ

(% ετησίως, κινητοί μέσοι όροι τριών μηνών)



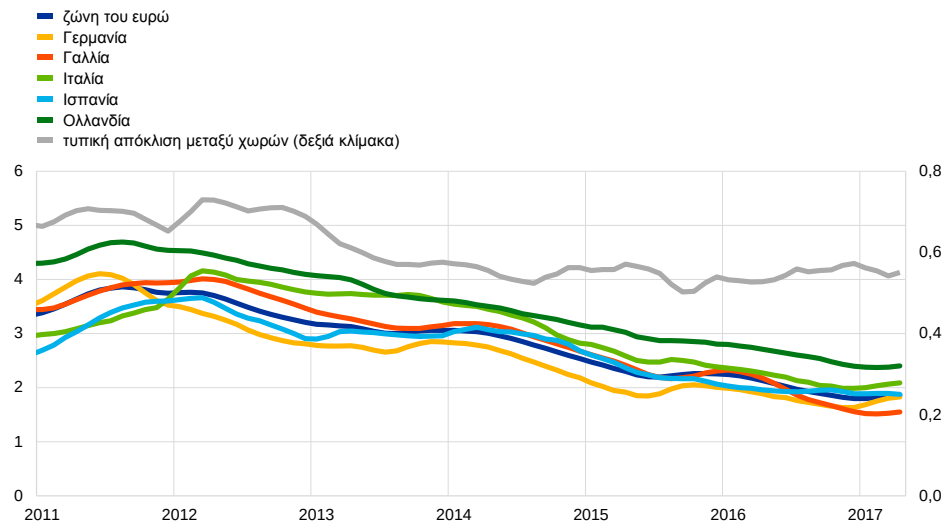
Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Ο δείκτης συνολικού κόστους τραπεζικού δανεισμού συνοψίζει τα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια και υπολογίζεται με βάση έναν κινητό μέσο όρο 24 μηνών του όγκου νέων δανείων. Η τυπική απόκλιση μεταξύ χωρών υπολογίζεται για ένα σταθερό δείγμα 12 χωρών της ζώνης του ευρώ. Τελευταία παρατήρηση: Απρίλιος 2017.

Διάγραμμα 27

Σύνθετα επιτόκια δανείων για αγορά κατοικίας

(ποσοστά % ετησίως, κινητοί μέσοι όροι 3 μηνών)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Ο δείκτης συνολικού κόστους τραπεζικού δανεισμού συνοψίζει τα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια και υπολογίζεται με βάση έναν κινητό μέσο όρο 24 μηνών του όγκου νέων δανείων. Η τυπική απόκλιση μεταξύ χωρών υπολογίζεται για ένα σταθερό δείγμα 12 χωρών της ζώνης του ευρώ. Τελευταία παρατήρηση: Απρίλιος 2017.

Η ετήσια ροή συνολικής εξωτερικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι ενισχύθηκε περαιτέρω το α' τρίμηνο του 2017. Αυτή η αύξηση αντανακλά συνεχιζόμενες βελτιώσεις στη δυναμική των τραπεζικών χορηγήσεων και εύρωστη δραστηριότητα έκδοσης χρεογράφων. Η εξωτερική χρηματοδότηση των ΜΧΕ διαμορφώνεται πλέον στο επίπεδο όπου βρισκόταν στην αρχή του 2005 (αμέσως πριν από την έναρξη της περιόδου της υπερβολικής πιστωτικής επέκτασης). Αν και τα στοιχεία των τομεακών λογαριασμών δείχνουν ότι η καθαρή έκδοση εισηγμένων μετοχών από ΜΧΕ αυξήθηκε σημαντικά το δ' τρίμηνο του 2016, αυτό οφειλόταν στην ολοκλήρωση μίας μεγάλης συγχώνευσης. Χωρίς αυτή τη συγχώνευση, η καθαρή έκδοση μετοχών θα ήταν αρνητική στη διάρκεια του τριμήνου λόγω του σημαντικού όγκου επαναγοράς μετοχών. Τα δάνεια από φορείς πλην των ΝΧΙ προς ΜΧΕ κατέγραψαν επίσης για δεύτερη συνεχή φορά σημαντική τριμηνιαία καθαρή εξόφληση το δ' τρίμηνο του 2016, αντανακλώντας την παύση δραστηριότητας ενός μεγάλου φορέα ειδικού σκοπού και συνεχιζόμενες αποπληρωμές χρεογράφων άλλων εκδοτών. Συνολικά, την ανάκαμψη που παρατηρείται στην εξωτερική χρηματοδότηση των ΜΧΕ από τις αρχές του 2014 στήριξαν η ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, περαιτέρω μειώσεις του κόστους δανειακής χρηματοδότησης, η χαλάρωση των όρων χορήγησης τραπεζικών πιστώσεων και οι αυξημένες συγχωνεύσεις και εξαγορές. Ταυτόχρονα, τα πρωτοφανή (και αυξανόμενα) υψηλά ταμειακά διαθέσιμα των ΜΧΕ περιόρισαν την ανάγκη εξωτερικής χρηματοδότησης.

Η καθαρή έκδοση χρεογράφων από ΜΧΕ μετριάστηκε τον Απρίλιο και τον Μάιο του 2017, αφού είχε παραμείνει εύρωστη τον Μάρτιο. Η εκδοτική δραστηριότητα συνέχισε να στηρίζεται, μεταξύ άλλων, από τις αγορές επιχειρηματικών ομολόγων που πραγματοποιεί η ΕΚΤ. Συγκρατημένη ήταν η καθαρή έκδοση εισηγμένων μετοχών από ΜΧΕ τους πρώτους μήνες του 2017.

Το κόστος χρηματοδότησης των ΜΧΕ παραμένει πολύ ευνοϊκό. Το συνολικό ονομαστικό κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης των ΜΧΕ εκτιμάται ότι αυξήθηκε κάπως, κατά μέσο όρο, το τελευταίο δίμηνο και τον Μάιο του 2017 διαμορφώθηκε 15 μονάδες βάσης άνω του ιστορικώς χαμηλού επιπέδου που είχε καταγραφεί τον Ιούλιο του 2016. Αυτή η πρόσφατη αύξηση του συνολικού κόστους χρηματοδότησης αποδίδεται στη μέτρια άνοδο του κόστους χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης μετοχών λόγω υψηλότερων ασφαλιστρών κινδύνου. Αντίθετα, το κόστος χρηματοδότησης με ανάληψη χρέους παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο, στα ιστορικώς χαμηλά επίπεδα που είχαν καταγραφεί τον Αύγουστο του 2016.

Σύμφωνα με την πρόσφατη έρευνα για την πρόσβαση των επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση (SAFE) που διεξάγεται στη ζώνη του ευρώ (Οκτώβριος 2016–Μάρτιος 2017), οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις συνέχισαν να αναφέρουν περαιτέρω βελτιώσεις στη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης. Για πρώτη φορά από την έναρξη της έρευνας, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις ανέφεραν ότι οι γενικές οικονομικές προοπτικές συμβάλλουν στη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης. Ανέφεραν εκ νέου ότι η πρόσβαση στη χρηματοδότηση αποτελεί το λιγότερο σημαντικό πρόβλημά τους, αν και παραμένουν μεγάλες διαφορές μεταξύ των χωρών. Συνολικά, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ ανέφεραν βελτιώσεις στον κύκλο εργασιών και στην κατάσταση του χρέους τους, σε συνδυασμό με σταθερά κέρδη και αυξανόμενο κόστος εργασίας και λοιπές κατηγορίες κόστους.

Το δημοσιονομικό έλλειμμα της ζώνης του ευρώ προβλέπεται ότι θα μειωθεί περαιτέρω στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής (2017-19) κυρίως λόγω της βελτίωσης των κυκλικών συνθηκών και της μείωσης των δαπανών για τόκους. Η συνολική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής για τη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να είναι ουσιαστικά ουδέτερη την περίοδο 2017-19. Ο λόγος του δημόσιου χρέους/ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ, παρότι εξακολουθεί να είναι υψηλός, θα συνεχίσει να μειώνεται. Ωστόσο, οι χώρες με υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους θα ωφελούνταν από πρόσθετες προσπάθειες δημοσιονομικής προσαρμογής προκειμένου να θέσουν σταθερά τον λόγο δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ σε καθοδική τροχιά.

Το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει περαιτέρω στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές⁵ των

εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Ιουνίου 2017, προβλέπεται πτώση του λόγου του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης της ζώνης του ευρώ, από 1,5% του ΑΕΠ το 2016 σε 1,0% του ΑΕΠ το 2019 (βλ. τον πίνακα). Η βελτίωση των δημοσιονομικών προοπτικών, οι οποίες παραμένουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητες σε σχέση με τις προβολές του Μαρτίου του 2017 υποστηρίζεται κυρίως από τις ευνοϊκές κυκλικές συνθήκες και τις μειούμενες δαπάνες για τόκους, ενώ τα διαρθρωτικά μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται να είναι περιορισμένα. Για σημαντική πλειοψηφία των χωρών της ζώνης του ευρώ οι προβλέψεις είναι λιγότερο αισιόδοξες από εκείνες που περιγράφονται στις αντίστοιχες επικαιροποιήσεις του προγράμματος σταθερότητας του 2017, ιδίως όσον αφορά την περίοδο προς το τέλος του ορίζοντα προβολής. Ένας λόγος για αυτή τη διαφορά είναι ότι οι επικαιροποιήσεις των προγραμμάτων σταθερότητας περιλαμβάνουν δημοσιονομικά μέτρα τα οποία είτε δεν έχουν ακόμη νομοθετηθεί είτε δεν έχουν προσδιοριστεί επαρκώς ώστε να ληφθούν υπόψη στις προβλέψεις.

⁵ Βλ. τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Ιουνίου 2017.

Πίνακας

Δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ

(ποσοστά του ΑΕΠ)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
α. Συνολικά έσοδα	46,7	46,4	46,3	46,1	45,9	45,9
β. Συνολικές δαπάνες	49,3	48,5	47,8	47,5	47,1	46,8
ΕΚ ΤΩΝ ΟΠΟΙΩΝ:						
γ. Δαπάνες για τόκους	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,9
δ. Πρωτογενείς δαπάνες (β - γ)	46,6	46,1	45,6	45,4	45,2	45,0
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (α - β)	-2,6	-2,1	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα (α - δ)	0,1	0,3	0,7	0,7	0,7	0,9
Κυκλικά προσαρμοσμένο δημοσιονομικό αποτέλεσμα	-1,9	-1,7	-1,5	-1,4	-1,4	-1,2
Διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6
Ακαθάριστο χρέος	92,0	90,3	89,2	87,9	86,4	84,7
Υπόμνηση: πραγματικό ΑΕΠ (ποσοστιαίες μεταβολές)	1,2	1,9	1,7	1,9	1,8	1,7

Πηγές: Eurostat, ΕΚΤ και μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Ιουνίου 2017.

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

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να είναι σε γενικές γραμμές ουδέτερη την περίοδο 2017-19.⁶ Οι σταθερές προοπτικές για το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα παραμένουν σχεδόν αμετάβλητες από τις προβολές του Μαρτίου του 2017. Στην πλευρά των εσόδων, οι μικρές μειώσεις της άμεσης φορολογίας σε ορισμένες χώρες αντισταθμίζονται από άλλους παράγοντες εσόδων (που αντανakλούν κυρίως τη μεταβολή στη στατιστική καταγραφή των εσόδων από άδειες κινητής τηλεφωνίας UMTS). Στην πλευρά των δαπανών, οι δημόσιες επενδύσεις και οι κοινωνικές παροχές προβλέπεται να αυξηθούν με ρυθμό ελαφρώς υψηλότερο από την τάση του ονομαστικού ΑΕΠ.

Το δημόσιο χρέος της ζώνης του ευρώ αναμένεται να συνεχίσει να μειώνεται από το σημερινό υψηλό επίπεδό του. Ο λόγος χρέους/ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ, ο οποίος κορυφώθηκε το 2014, αναμένεται ότι θα μειωθεί από 89,2% το 2016 σε 84,7% έως το τέλος του 2019. Η προβλεπόμενη μείωση του δημόσιου χρέους υποστηρίζεται κυρίως από τις ευνοϊκές εξελίξεις στη διαφορά επιτοκίου-ρυθμού ανάπτυξης, εν όψει των θετικών μακροοικονομικών προοπτικών και των χαμηλών επιτοκίων. Τα αναμενόμενα πρωτογενή πλεονάσματα θα συμβάλλουν στη μείωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ, ενώ οι προσαρμογές ελλείμματος-χρέους αναμένεται να έχουν μικρή αυξητική συμβολή στο χρέος. Συγκριτικά με τις προβολές του Μαρτίου

⁶ Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αντανakλά τη φορά και το μέγεθος της επίδρασης στην οικονομία από τις δημοσιονομικές πολιτικές, πέραν της αυτόματης αντίδρασης των δημόσιων οικονομικών στον οικονομικό κύκλο. Μετρείται ως η μεταβολή του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος, δηλ. του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος χωρίς να συνυπολογίζονται προσωρινά μέτρα, όπως η κρατική στήριξη προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με την έννοια της κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ, βλ. το άρθρο με τίτλο "The euro area fiscal stance", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, Ιούνιος 2016.

2017, ο συνολικός λόγος χρέους προς το ΑΕΠ για τη ζώνη του ευρώ αναμένεται ότι θα παραμείνει σε γενικές γραμμές αμετάβλητος, με εξαίρεση τις οριακά καλύτερες προοπτικές στο τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής. Στην πλειοψηφία των χωρών της ζώνης του ευρώ ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα μειωθεί, ενώ σε ορισμένες χώρες αναμένεται να αυξηθεί.

Οι χώρες οφείλουν να συνεχίσουν τις δημοσιονομικές τους προσπάθειες σε πλήρη συμμόρφωση με το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Ειδικότερα για τις χώρες με υψηλό χρέος, απαιτούνται περαιτέρω προσπάθειες προσαρμογής προκειμένου ο λόγος δημόσιου χρέους/ΑΕΠ να τεθεί σταθερά σε καθοδική τροχιά, καθώς τα υψηλά επίπεδα χρέους τις καθιστούν ιδιαίτερα ευάλωτες σε περίπτωση τυχόν νέας αστάθειας στις χρηματοπιστωτικές αγορές ή απότομης ανάκαμψης των επιτοκίων. Στις 16 Μαΐου 2017 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε τις προτάσεις της για τις ετήσιες ειδικές ανά χώρα συστάσεις, σύμφωνα με τις οποίες ορίζονται οι κατευθυντήριες γραμμές για τις οικονομικές και δημοσιονομικές πολιτικές των χωρών της ΕΕ και τις οποίες αναμένεται να υιοθετήσει το Συμβούλιο. Για μια αξιολόγηση των ανά χώρα δημοσιονομικών συστάσεων βλ. το πλαίσιο με τίτλο "Ειδικές ανά χώρα συστάσεις δημοσιονομικής πολιτικής στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου 2017", στο παρόν τεύχος του Οικονομικού Δελτίου.

Απαιτείται περαιτέρω πρόοδος όσον αφορά το πλαίσιο δημοσιονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ Ειδικότερα, το δημοσιονομικό σύμφωνο, εφόσον ενσωματωθεί πλήρως στο εθνικό δίκαιο και εφαρμοστεί, αναμένεται να ενισχύσει τη δημοσιονομική πειθαρχία και να αυξήσει την εθνική οικειοποίηση του πλαισίου δημοσιονομικής διακυβέρνησης σε εθνικό επίπεδο. Ωστόσο, όπως υποστηρίζεται στο πλαίσιο με τίτλο "Το δημοσιονομικό σύμφωνο: η αξιολόγηση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τα επόμενα βήματα", φαίνεται ότι σε ορισμένες χώρες το δημοσιονομικό σύμφωνο ενσωματώθηκε εν μέρει μόνο στην εθνική νομοθεσία. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει συμβάλει στον διάλογο σχετικά με το μέλλον της Ευρώπης, δημοσιεύοντας στις 31 Μαΐου 2017 το "Εγγραφο προβληματισμού σχετικά με την εμβάθυνση της οικονομικής και νομισματικής ένωσης", το οποίο περιλαμβάνει μεταξύ άλλων προτάσεις για την επίτευξη προόδου προς μία δημοσιονομική ένωση.⁷

⁷ Βλ. "Εγγραφο προβληματισμού σχετικά με την εμβάθυνση της οικονομικής και νομισματικής ένωσης", που δημοσιεύθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις 31 Μαΐου 2017.

Πλαίσια

1 Η πρόσφατη εξέλιξη των παγκόσμιων κινδύνων – μία αξιολόγηση

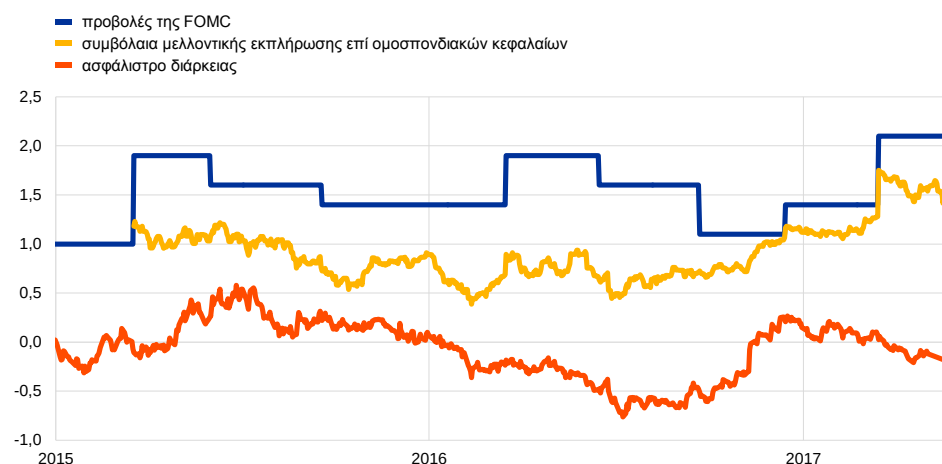
Το παρόν πλαίσιο παρουσιάζει μια ποιοτική αξιολόγηση της εξέλιξης βασικών παγκόσμιων κινδύνων από τις αρχές του 2016.

Οι κίνδυνοι αιφνίδιας μεταβολής των χρηματοπιστωτικών συνθηκών φαίνεται ότι έχουν περιοριστεί, χωρίς ωστόσο να έχουν εξαλειφθεί. Μετά το επεισόδιο του 2013 που έγινε γνωστό ως “taper tantrum”, όταν οι αγορές αντέδρασαν έντονα στην απότομη μεταβολή των προσδοκιών για τη νομισματική πολιτική των ΗΠΑ, οι κίνδυνοι αυτοί φαίνεται να έχουν κάπως μετριαστεί χάρη στον συνδυασμό προσεκτικής επικοινωνιακής πολιτικής και πολύ σταδιακής μεταβολής της νομισματικής πολιτικής προς πιο περιοριστική κατεύθυνση από το Ομοσπονδιακό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ. Ειδικότερα, το χάσμα μεταξύ των προσδοκιών της αγοράς και των προβολών της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς (FOMC) όσον αφορά τα επιτόκια έχει περιοριστεί (βλ. Διάγραμμα Α), γεγονός που υποδηλώνει ότι οι πιθανότητες εκπλήξεων από πλευράς νομισματικής πολιτικής έχουν μειωθεί. Ωστόσο, εξακολουθεί να υπάρχει αβεβαιότητα σχετικά με τον κύκλο αυστηροποίησης νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ και, παρά τη συγκρατημένη ανάκαμψη του ασφαλίστρου διάρκειας από τα μέσα του 2016, τα πιο μακροπρόθεσμα επιτόκια παραμένουν πολύ χαμηλά.

Διάγραμμα Α

Επιτόκια αμερικανικών ομοσπονδιακών κεφαλαίων σε σύγκριση με τις προβολές της FOMC

(προβολές για το τέλος του επόμενου ημερολογιακού έτους, ποσοστά %)



Πηγή: Υπολογισμοί των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ με βάση στοιχεία του Bloomberg και του Συμβουλίου Διοικήτων του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών.
Σημειώσεις: Τελευταία παρατήρηση: 23.5.2017 για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί ομοσπονδιακών κεφαλαίων και 15.3.2017 για τις προβολές της FOMC. Το ασφάλιστρο διάρκειας είναι εκτίμηση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης με βάση τις αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ.

Παράλληλα, ορισμένες μεγάλες αναδυόμενες οικονομίες φαίνεται ότι είναι πλέον σε θέση περισσότερο από ό,τι πριν από μερικά χρόνια να αντιμετωπίσουν δυσχερέστερες συνθήκες εξωτερικής χρηματοδότησης. Τα τελευταία χρόνια οι ευπάθειες και οι εξωτερικές ανισορροπίες στις αναδυόμενες οικονομίες έχουν υποχωρήσει, καθώς παρατηρείται αύξηση των πραγματικών επιτοκίων, μείωση του πληθωρισμού, επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης και περιορισμός των ανισορροπιών του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Τα στοιχεία αυτά τις καθιστούν ανθεκτικότερες σε τυχόν αιφνίδιες δυσμενείς μεταβολές της εξωτερικής χρηματοδότησης. Παρ' όλα αυτά, ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες – ιδίως όσες έχουν υψηλό εξωτερικό χρέος – παραμένουν εκτεθειμένες στο ενδεχόμενο απότομης αυστηροποίησης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών παγκοσμίως. Συνεπώς, μια απότομη μεταστροφή του κλίματος στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές με δυσμενή επίδραση στην παγκόσμια δραστηριότητα, ιδίως δε στη δραστηριότητα στις αναδυόμενες οικονομίες, εξακολουθεί να αποτελεί κίνδυνο για τις παγκόσμιες προοπτικές.

Η πολιτική στήριξης της ανάπτυξης μετρίασε τις ανησυχίες σχετικά με τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές της Κίνας. Από τα μέσα του 2015 επικράτησαν έντονες ανησυχίες για τις προοπτικές της Κίνας εν μέσω φόβων για τη σημαντική επιβράδυνση της δραστηριότητας, τις εκροές κεφαλαίων και την υποτίμηση του γιουάν, ανησυχίες οι οποίες επιτάχθηκαν από την αυξανόμενη αβεβαιότητα ως προς την πολιτική που θα ακολουθηθεί. Οι ανησυχίες αυτές υποχώρησαν χάρη στη δυναμική αντιμετώπισή τους με μέτρα πολιτικής όπως σημαντική δημοσιονομική στήριξη, δαπάνες για υποδομές, χαλαρότερες χρηματοπιστωτικές συνθήκες και αυστηρότεροι έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων. Αυτή η αντίδραση πολιτικής, υπογραμμίζοντας την αποφασιστικότητα των αρχών να διατηρηθεί η ανάπτυξη σε επίπεδα κοντά στους στόχους, συνέβαλε ενδεχομένως στη διάλυση των ανησυχιών σχετικά με τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές. Ταυτόχρονα όμως είχε σημαντικό κόστος, όπως η περαιτέρω αύξηση της δανειακής επιβάρυνσης και η επιδείνωση της αναποτελεσματικής κατανομής των πόρων (καθότι η δημοσιονομική στήριξη επικεντρώθηκε και πάλι στον κρατικό τομέα). Η επιβολή αυστηρότερων περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων συνέβαλε επίσης στην κατακόρυφη άνοδο της δραστηριότητας στην αγορά κατοικιών, καθώς διοχετεύθηκαν κεφάλαια σε εγχώρια περιουσιακά στοιχεία.

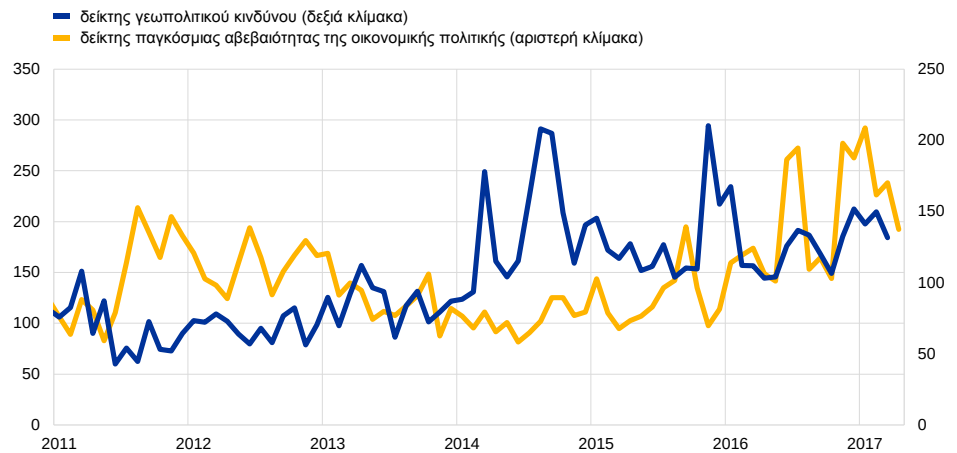
Η αβεβαιότητα πολιτικής έχει αυξηθεί παγκοσμίως, με ανησυχίες για πιο εσωστρεφείς πολιτικές, ενώ οι γεωπολιτικές εντάσεις παραμένουν αυξημένες. Οι γεωπολιτικές εντάσεις αποτελούν βασικό καθοδικό κίνδυνο για την ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια, παρόλο που το μέγεθος και ο τύπος εκδήλωσής τους ποικίλλουν διαχρονικά, από τη σύρραξη στη Μέση Ανατολή και τις εντάσεις με τη Βόρειο Κορέα και στη Θάλασσα της Νότιας Κίνας, μέχρι τις πολιτικές εντάσεις μεταξύ Τουρκίας και ΕΕ και τις συνέπειές τους για τις προσφυγικές ροές προς την ΕΕ. Ορισμένοι από αυτούς τους κινδύνους έχουν πιο τοπικό ή περιφερειακό χαρακτήρα, ενώ άλλοι έχουν πιο παγκόσμια διάσταση, οι δε πιθανότητες υλοποίησης και οι συνέπειές τους είναι δύσκολο να εκτιμηθούν. Ένας δείκτης γεωπολιτικών εντάσεων, ο οποίος αποτυπώνει πολεμικές συγκρούσεις, πολιτικές εντάσεις και τρομοκρατικές επιθέσεις, από τις

αρχές του 2016 μέχρι τις αρχές του 2017 καταγράφει περίπου σταθερό επίπεδο.⁸ Επιπλέον, μετά τις αμερικανικές εκλογές έχουν αυξηθεί οι πιέσεις για πιο εσωστρεφείς πολιτικές. Εν γένει, η παγκόσμια αβεβαιότητα πολιτικής παρουσιάζει ανοδικές τάσεις τα τελευταία χρόνια (βλ. Διάγραμμα Β).

Διάγραμμα Β

Παγκόσμια αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής και δείκτες γεωπολιτικής έντασης

(δείκτες)



Πηγές: Haver, Συμβούλιο Διοικητών του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και υπολογισμοί εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Ο δείκτης παγκόσμιας αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής αποτελεί σταθμισμένο ως προς το ΑΕΠ μέσο όρο για 17 χώρες. Ο δείκτης γεωπολιτικού κινδύνου μετρά τη συχνότητα πολέμων, γεωπολιτικών εντάσεων και τρομοκρατικών επιθέσεων.

Τελευταία παρατήρηση: Μάρτιος 2017 για τον γεωπολιτικό κίνδυνο και Απρίλιος 2017 για την παγκόσμια αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής.

Οι μεσοπρόθεσμοι κίνδυνοι δυσμενών επιπτώσεων από το Brexit

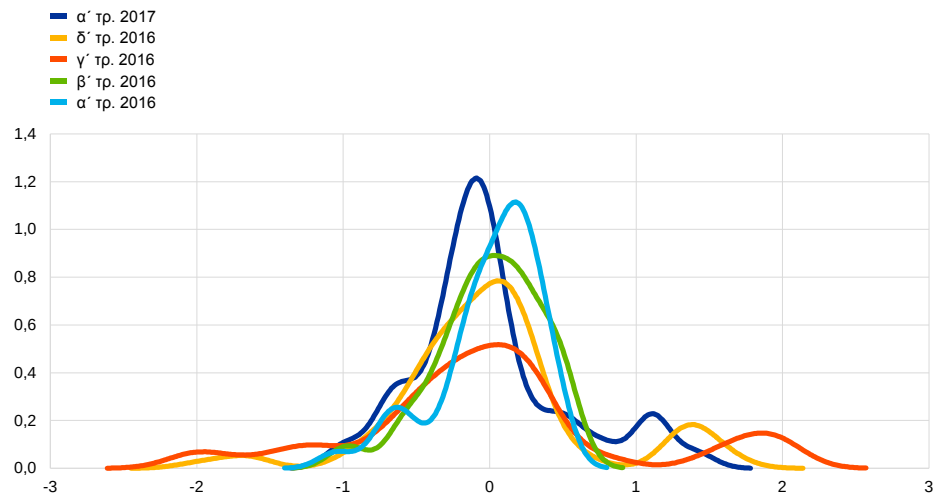
εξακολουθούν να υφίστανται. Οι άμεσες επιδράσεις του βρετανικού δημοψηφίσματος για την παραμονή στην ΕΕ ήταν πιο ήπιες από ό,τι αναμενόταν. Η δραστηριότητα στο Ηνωμένο Βασίλειο ήταν σχετικά εύρωστη το 2016, αν και μετριασθηκε στις αρχές του τρέχοντος έτους, καθώς ο πληθωρισμός αυξήθηκε μετά την υποτίμηση της λίρας Αγγλίας. Η διασπορά των προβλέψεων της Consensus Economics έχει μειωθεί (βλ. Διάγραμμα Γ), αν και το εύρος της παραμένει μεγαλύτερο σε σχέση με την προ του δημοψηφίσματος περίοδο. Ωστόσο, οι μεσοπρόθεσμοι κίνδυνοι παραμένουν, ιδίως σε σχέση με το αποτέλεσμα των διαπραγματεύσεων για τους όρους αποχώρησης από την ΕΕ και τις μελλοντικές εμπορικές συναλλαγές.

⁸ Caldara, Dario and Iacoviello, Matteo, "Measuring Geopolitical Risk", Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016.

Διάγραμμα Γ

Διασπορά προβλέψεων για την ανάπτυξη στο Ηνωμένο Βασίλειο

(πυκνότητες πυρήνα ανάπτυξης μετά από αφαίρεση του μέσου σε ορίζοντα ενός έτους)



Πηγές: Consensus Economics και υπολογισμοί των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.

Συμπερασματικά, η ανάλυση δείχνει ότι οι υφιστάμενοι καθοδικοί κίνδυνοι για την παγκόσμια ανάπτυξη ελαττώθηκαν μεν το προηγούμενο έτος, αλλά δεν εξαλείφθηκαν. Επιπλέον, έχουν ανακύψει νέοι κίνδυνοι. Από τη μια πλευρά, η προσεκτική επικοινωνιακή πολιτική του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, σε συνδυασμό με την πολύ σταδιακή μεταβολή της νομισματικής πολιτικής προς πιο περιοριστική κατεύθυνση και η υποχώρηση των ευπαθειών σε μεγάλες αναδυόμενες οικονομίες φαίνεται ότι έχουν μετριάσει τον κίνδυνο άτακτης αυστηροποίησης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών παγκοσμίως. Από την άλλη πλευρά, αν και οι ενέργειες πολιτικής που χρησιμοποιήθηκαν για να στηρίξουν τη δραστηριότητα βοήθησαν να μετριαστούν οι ανησυχίες σχετικά με τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές της Κίνας, οι μεσοπρόθεσμες ευπάθειες παραμένουν αυξημένες λόγω της περαιτέρω αύξησης της μόχλευσης. Επιπλέον, οι γεωπολιτικές εντάσεις παραμένουν ισχυρές. Παράλληλα, έχουν ανακύψει νέες πηγές κινδύνου – ειδικότερα, υπάρχει σημαντική αβεβαιότητα πολιτικής σχετικά με τις προθέσεις της νέας αμερικανικής κυβέρνησης στους τομείς της δημοσιονομικής και, κυρίως, της εμπορικής πολιτικής, καθώς η δεύτερη θα μπορούσε να έχει σημαντικές αρνητικές συνέπειες για την παγκόσμια οικονομία. Επιπροσθέτως, η αναμενόμενη σταδιακή ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας βασίζεται σε μια σειρά σημαντικών παραδοχών σχετικά με την πολιτική που θα εφαρμοστεί και συναρτάται σε μεγάλο βαθμό με τη συνέχιση της στήριξης από πλευράς νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής. Επομένως, ενώ ορισμένοι κίνδυνοι φαίνεται να έχουν περιοριστεί, μεταξύ των συνολικών κινδύνων για τις παγκόσμιες προοπτικές εξακολουθούν να επικρατούν καθοδικοί κίνδυνοι.

Το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων του επιχειρηματικού τομέα της ΕΚΤ: εφαρμογή και επιδράσεις

Στις 8.6.2017 συμπληρώθηκε ένα έτος από την έναρξη του προγράμματος αγοράς ομολόγων του επιχειρηματικού τομέα (Corporate Sector Purchase Programme–CSPP).⁹ Το CSPP αποτελεί τμήμα του διευρυμένου προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (Asset Purchase Programme–APP) του Ευρωσυστήματος και θεσπίστηκε προκειμένου να ενισχύσει τη μετάδοση των επιδράσεων των αγορών περιουσιακών στοιχείων του Ευρωσυστήματος στις συνθήκες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας.

Το φάσμα των αποδεκτών ομολόγων του CSPP είναι σκόπιμα ευρύ και η σύνθεσή του έχει σχεδιαστεί με γνώμονα παραμέτρους της νομισματικής πολιτικής και της διαχείρισης κινδύνων. Κατά την επιδίωξη του σκοπού της σταθερότητας των τιμών, το Ευρωσύστημα οφείλει να ενεργεί σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοιχτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό, που ευνοεί την αποτελεσματική κατανομή των πόρων. Συνεπώς, στόχος της ΕΚΤ είναι η εφαρμογή του APP να έχει ουδέτερη επίδραση στην αγορά και, ως εκ τούτου, το ύψος των αγορών που πραγματοποιούνται στο πλαίσιο του CSPP υπόκειται σε ένα όριο που αντανakλά αναλογικά την αγοραία αξία των αποδεκτών ομολόγων.¹⁰

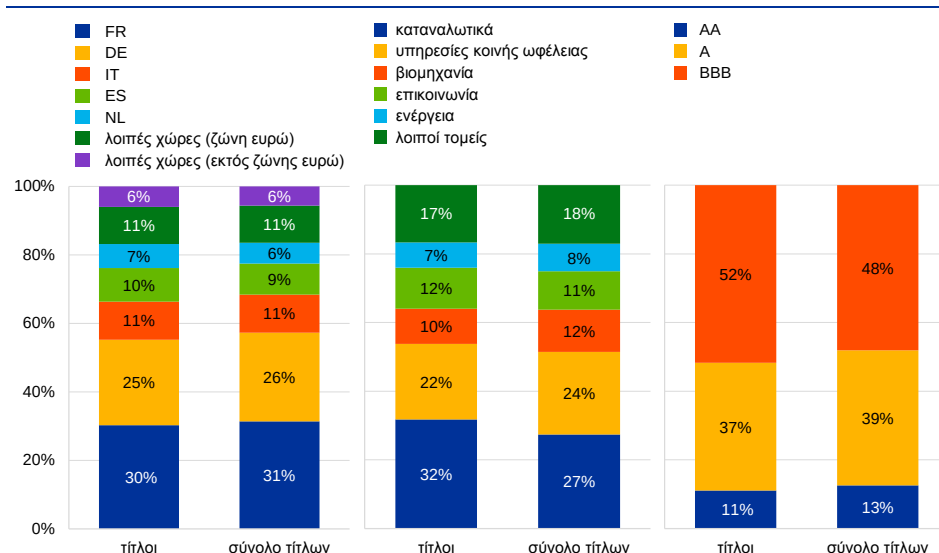
Η σύνθεση των τίτλων που διακρατούνται στο πλαίσιο του CSPP συμπίπτει εν πολλοίς το σύνολο των αποδεκτών ομολόγων του CSPP. Η αξία των διακρατούμενων τίτλων που έχουν αποκτηθεί μέσω του CSPP ήταν 92 δισεκ. ευρώ στις 7.6.2017 και αντιστοιχούσε περίπου στο 11% του συνόλου των αποδεκτών ομολόγων του CSPP. Η σύνθεση είναι επαρκώς διαφοροποιημένη και περιλαμβάνει περίπου 950 τίτλους που έχουν εκδοθεί από περίπου 200 ομάδες εκδοτών. Η σύνθεση των τίτλων του CSPP κατά χώρα (με βάση τον κίνδυνο) είναι παρόμοια όπως και για το σύνολο των αποδεκτών ομολόγων του CSPP (βλ. Διάγραμμα Α). Δεν υπάρχουν μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ των διακρατούμενων τίτλων του CSPP και των αντίστοιχων μεριδίων τους στο σύνολο των αποδεκτών ομολόγων του CSPP όσον αφορά τους τομείς οικονομικής δραστηριότητας ή τις κατηγορίες πιστοληπτικής διαβάθμισης. Το 12% των διακρατούμενων τίτλων του CSPP αγοράστηκαν με αρνητικές αποδόσεις, αλλά υψηλότερες από το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

⁹ Μια αρχική ανάλυση της επίδρασης του CSPP βλ. στο πλαίσιο με τίτλο “The corporate bond market and the ECB’s corporate sector purchase programme”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, Αύγουστος 2016.

¹⁰ Η ΕΚΤ αγοράζει τίτλους που εξέδωσαν μη τραπεζικές επιχειρήσεις με έδρα στη ζώνη του ευρώ, τόσο στην πρωτογενή όσο και στη δευτερογενή αγορά. Για να είναι αποδεκτοί προς αγορά, οι τίτλοι πρέπει να είναι αποδεκτοί ως ασφάλεια για πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος. Περισσότερες λεπτομέρειες για το σχεδιασμό του προγράμματος και τα κριτήρια βλ. στην Απόφαση (ΕΕ) 2016/948 της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 1ης Ιουνίου 2016 σχετικά με την εφαρμογή του προγράμματος αγοράς ομολόγων του επιχειρηματικού τομέα (ΕΚΤ/2016/16) (ΕΕ L 157, 15.6.2016, σελ. 28).

Διάγραμμα Α

Ταξινόμηση των τίτλων του CSPP και του συνόλου των αποδεκτών ομολόγων του CSPP κατά χώρα, τομέα και πιστοληπτική διαβάθμιση



Πηγές: EKT, Bloomberg.

Σημειώσεις: Χρησιμοποιείται η ταξινόμηση κατά χώρα, η τομεακή ταξινόμηση και με βάση την πρώτη καλύτερη (first-best) πιστοληπτική διαβάθμιση (ευρείες κατηγορίες) του Bloomberg. Η κατανομή γίνεται σύμφωνα με την ονομαστική αξία των τίτλων.

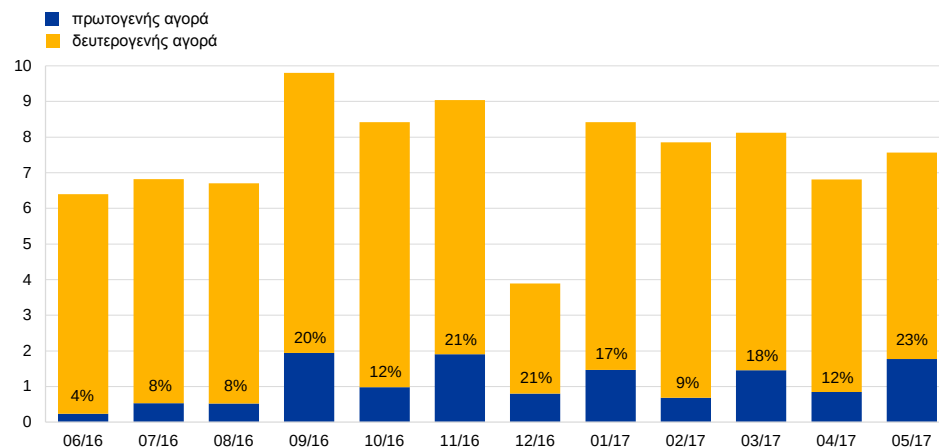
Για να διασφαλίζεται η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής, να διατηρούνται παράλληλα ίσοι όροι ανταγωνισμού για όλους τους συμμετέχοντες στις αγορές και να αποτρέπονται οι ανεπιθύμητες στρεβλώσεις στην αγορά, δεν υπάρχει θετική ή αρνητική διάκριση στο σύνολο των αποδεκτών ομολόγων του CSPP με βάση περιβαλλοντικά ή κοινωνικά κριτήρια. Αν και η EKT συμμερίζεται την άποψη ότι η ευαισθητοποίηση για περιβαλλοντικά ζητήματα, σε συνδυασμό με μια ηθική και κοινωνικά υπεύθυνη συμπεριφορά, είναι σημαντική για την κοινωνία, εναπόκειται κατ' αρχήν στους φορείς λήψης πολιτικών αποφάσεων να συμφωνήσουν, να προσδιορίσουν και να προωθήσουν κατάλληλες πολιτικές και μέτρα. Δεν είναι όμως δυνατόν να ενσωματωθούν αυτά τα μέτρα σε μεγάλης κλίμακας πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων που διενεργείται ως προσωρινό μέτρο νομισματικής πολιτικής για σχετικά σύντομη χρονική περίοδο. Αυτό θα περιορίζε την αποτελεσματικότητα του APP όσον αφορά τη συμβολή του στην εκπλήρωση της αποστολής της EKT για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Αξίζει να σημειωθεί ότι αρκετά περιουσιακά στοιχεία που ταξινομούνται ως "πράσινα ομόλογα" είναι αποδεκτά στο CSPP και έχουν αγοραστεί από το Ευρωσύστημα. Το διακρατούμενο ύψος αυτών των ομολόγων συμβαδίζει σε γενικές γραμμές με τη στάθμισή τους στο όριο αναφοράς.

Ο ρυθμός της αγοραστικής δραστηριότητας στο πλαίσιο του CSPP εξαρτάται από τις συνθήκες που επικρατούν στις αγορές. Οι μηνιαίες καθαρές αγορές κατά την περίοδο από τον Ιούνιο του 2016 έως και τον Μάρτιο του 2017 κυμάνθηκαν από σχεδόν 4 δισεκ. ευρώ έως σχεδόν 10 δισεκ. ευρώ (βλ. Διάγραμμα Β). Η αγοραστική δραστηριότητα ήταν ιδιαίτερα χαμηλή γύρω στο τέλος του έτους, περίοδο που χαρακτηρίζεται συνήθως από αμελητέα έκδοση ομολόγων και χαμηλή ρευστότητα στη δευτερογενή αγορά.

Διάγραμμα Β

Μηνιαίες καθαρές αγορές του CSPP ανάλογα με το είδος της αγοράς

(δισεκ. ευρώ)



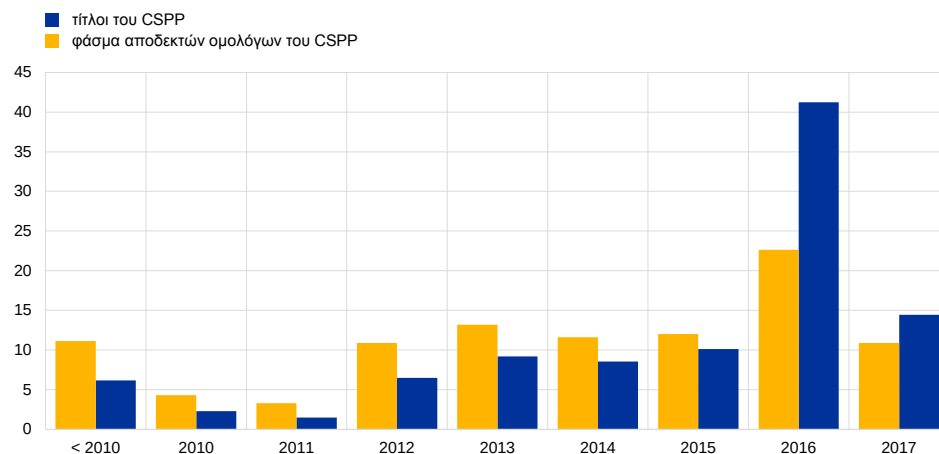
Πηγές: EKT, Bloomberg.
Σημείωση: Η κατανομή βασίζεται στις λογιστικές αξίες.

Οι αγορές μέσω του CSPP πραγματοποιούνται τόσο στην πρωτογενή όσο και στη δευτερογενή αγορά. Από την έναρξη του CSPP, το 15% των τίτλων αγοράστηκαν στην πρωτογενή αγορά. Λόγω αυτών των αγορών στην πρωτογενή αγορά και της βελτιωμένης ρευστότητας των νεοεκδοθέντων ομολόγων, οι διακρατούμενοι τίτλοι του CSPP αποτελούνται κυρίως από ομόλογα που εκδόθηκαν πιο πρόσφατα. Περισσότερο από το ήμισυ του χαρτοφυλακίου αφορά ομόλογα που εκδόθηκαν το 2016 και το 2017 (βλ. Διάγραμμα Γ). Η επενδυτική ζήτηση για εκδόσεις εταιρικών ομολόγων που είναι αποδεκτά στο CSPP ήταν κατά μέσο όρο τριπλάσια από το ύψος της έκδοσης. Οι επενδυτές αντιμετωπίζουν γενικώς το Ευρωσύστημα όπως τους περισσότερους άλλους επενδυτές όσον αφορά την τελική κατανομή των χαρτοφυλακίων τους.

Διάγραμμα Γ

Τίτλοι του CSPP κατά έτος έκδοσης

(ποσοστά %)



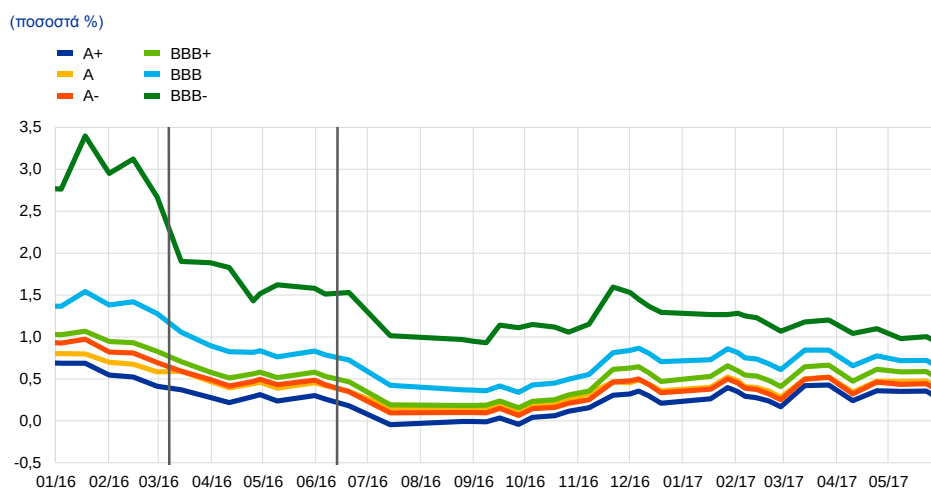
Πηγές: EKT, Bloomberg.

Σημείωση: Η κατανομή βασίζεται στην ονομαστική αξία των τίτλων. Τα στοιχεία για το 2017 καλύπτουν αγορές ομολόγων που διακανονίστηκαν από 1.1.2017 έως 7.6.2017.

Η αγορά εταιρικών ομολόγων παρουσίασε θετικές εξελίξεις μετά την ανακοίνωση του CSPP τον Μάρτιο του 2016. Η ανακοίνωση άσκησε μετρήσιμη επίδραση την περίοδο αυτή στις τιμές της δευτερογενούς αγοράς εταιρικών ομολόγων.¹¹ Οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ εξακολούθησαν να υποχωρούν την περίοδο μετά την ανακοίνωση έως το φθινόπωρο του 2016 (βλ. Διάγραμμα Δ), οπότε αυξήθηκαν εκ νέου λόγω της διευρυμένης προσφοράς νέων ομολόγων και της ανόδου των ασφαλιστρών κινδύνου παγκοσμίως. Από τις αρχές του 2017, οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ υποχωρούν συνολικά εν μέσω σχετικά χαμηλής μεταβλητότητας. Οι συνθήκες ρευστότητας στην αγορά παραμένουν γενικά ευνοϊκές για τις αγορές ομολόγων του CSPP εκ μέρους του Ευρωσυστήματος.

Διάγραμμα Δ

Πενταετείς αποδόσεις αποδεκτών ομολόγων του CSPP κατά κατηγορία πιστοληπτικής διαβάθμισης



Πηγές: EKT, Bloomberg.

Σημειώσεις: Χρησιμοποιούνται στοιχεία με συχνότητα ανά 2 εβδομάδες. Οι κάθετες γραμμές σηματοδοτούν την ανακοίνωση του CSPP στις 10.3.2016 και την έναρξη των αγορών του CSPP στις 8.6.2016. Οι 5ετείς αποδόσεις σταθερής διάρκειας βασίζονται σε εκτιμώμενες καμπύλες αποδόσεων για χαρτοφυλάκια αποδεκτών ομολόγων του CSPP με την πρώτη καλύτερη πιστοληπτική διαβάθμιση.

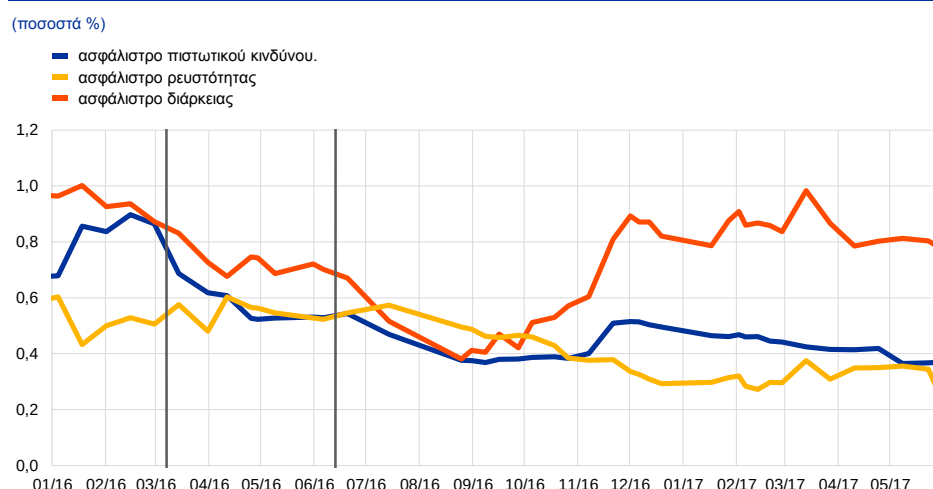
Τα ασφαλιστρα κινδύνου στην αγορά αποδεκτών ομολόγων του CSPP παραμένουν συγκρατημένα και επέδειξαν ανθεκτικότητα στις διαταραχές. Το ασφαλιστρο πιστωτικού κινδύνου υποχωρεί σχεδόν συνεχώς μετά την ανακοίνωση του CSPP (βλ. Διάγραμμα Ε). Σύμφωνα με στοιχεία που προέρχονται από τους συμμετέχοντες στις αγορές, αυτό αντανάκλα (μεταξύ άλλων) την προτίμηση των επενδυτών για ομόλογα που εκδίδονται από επιχειρήσεις χαμηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης. Οι συμμετέχοντες στις αγορές σημειώνουν επίσης ότι, ως συνέπεια του CSPP, οι επενδυτές ανακατανέμουν τα χαρτοφυλάκια τους προς όφελος μη αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων μεγαλύτερου κινδύνου ή προκειμένου να προσαρμόσουν τη γεωγραφική κατανομή σε τίτλους εκτός της ζώνης

¹¹ Αρχική ανάλυση της επίδρασης του CSPP βλ. στο πλαίσιο με τίτλο "The corporate bond market and the ECB's corporate sector purchase programme", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, Αύγουστος 2016.

του ευρώ. Το ασφάλιστρο διάρκειας μειώθηκε επίσης κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2016 και στη συνέχεια αυξήθηκε το δ' τρίμηνο του ίδιου έτους. Σύμφωνα με τους συμμετέχοντες στις αγορές, ορισμένοι επενδυτές επιδεικνύουν μικρότερη προθυμία ανάληψης κινδύνου διάρκειας στην αγορά εταιρικών ομολόγων, εν αναμονή πιθανής αύξησης των επιτοκίων παγκοσμίως. Το ασφάλιστρο ρευστότητας βρίσκεται σε ελαφρώς καθοδική πορεία μετά την έναρξη του CSPP. Πρόκειται για θετική ένδειξη καλής λειτουργίας της αγοράς.¹²

Διάγραμμα Ε

Τιμολόγηση διαφορών ασφαλίσεων πιστωτικού κινδύνου, ρευστότητας και διάρκειας στην αγορά ομολόγων του CSPP



Πηγές: EKT, Bloomberg.

Σημειώσεις: Χρησιμοποιούνται στοιχεία με συχνότητα ανά 2 εβδομάδες. Οι κάθετες γραμμές σηματοδοτούν την ανακοίνωση του CSPP στις 10.3.2016 και την έναρξη των αγορών του CSPP στις 8.6.2016. Το πιστωτικό ασφάλιστρο προσεγγίζεται από τη διαφορά αποδόσεων μεταξύ 5ετών αποδεκτών εταιρικών ομολόγων CSPP με πιστοληπτική διαβάθμιση μεταξύ A και BBB. Το ασφάλιστρο διάρκειας προσεγγίζεται από τη μέση κλίση (7ετή μείον 2ετή) των καμπυλών αποδόσεων των χαρτοφυλακίων αποδεκτών εταιρικών ομολόγων του CSPP με πιστοληπτική διαβάθμιση A-, A και A+. Το ασφάλιστρο ρευστότητας προσεγγίζεται από τη διαφορά μεταξύ των εκτιμώμενων 5ετών αποδόσεων δύο χαρτοφυλακίων αποδεκτών εταιρικών ομολόγων CSPP με διαβάθμιση BBB+: το ένα περιλαμβάνει ομόλογα με υπόλοιπα κάτω των 300 εκατ. ευρώ και το άλλο ομόλογα με υπόλοιπα άνω των 500 εκατ. ευρώ (τα τελευταία θεωρούνται ομόλογα αναφοράς στην αγορά εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ).

Οι συνθήκες χρηματοδότησης των επιχειρήσεων βελτιώθηκαν. Οι

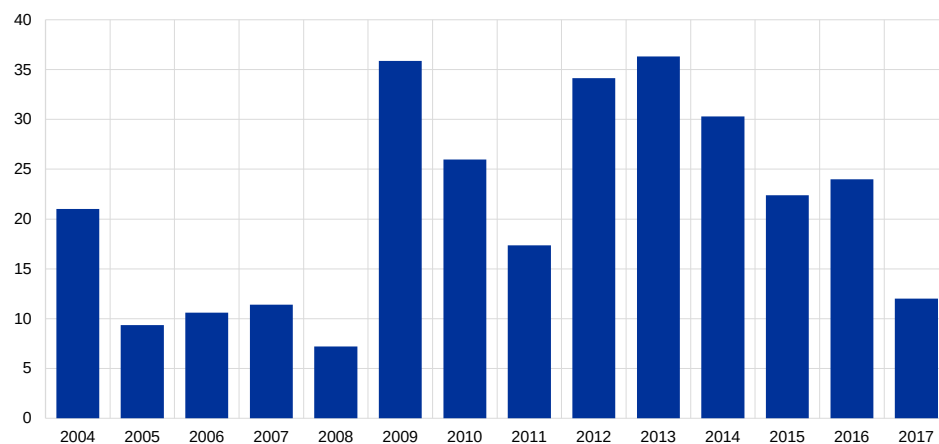
συμμετέχοντες στις αγορές αναφέρουν ότι το CSPP αποτέλεσε παράγοντα στήριξης της δυνατότητας των επιχειρήσεων να εκδίδουν ομόλογα και συνετέλεσε στην αύξηση του βάθους της αγοράς εταιρικών ομολόγων. Ωστόσο, το CSPP δεν φαίνεται να προκάλεσε απευθείας αύξηση της εκδοτικής δραστηριότητας από νέους ή μη τακτικούς εκδότες στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα ΣΤ).

¹² Αυτή η συμπίεση σημειώθηκε παρά το γεγονός ότι οι αγορές του CSPP έκλιναν προς ομόλογα με μεγαλύτερα υπόλοιπα - που είναι συνήθως ρευστότερα από ό,τι τα ομόλογα με μικρότερα υπόλοιπα - και συνεπώς προσφέρονται συχνότερα προς το Ευρωσύστημα.

Διάγραμμα ΣΤ

Έκδοση ομολόγων από μη τακτικούς εκδότες μη χρηματοπιστωτικών εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ

(δισεκ. ευρώ)



Πηγή: Dealogic.

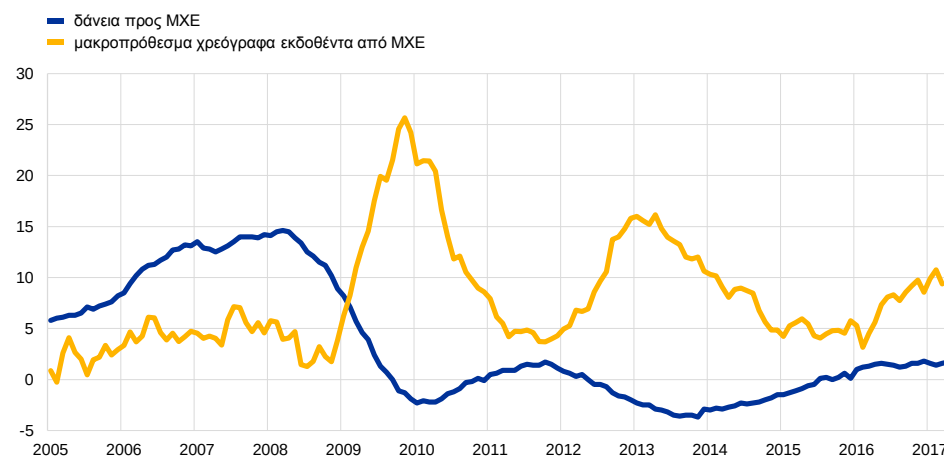
Σημειώσεις: Οι μη τακτικοί εκδότες μη χρηματοπιστωτικών εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ ορίζονται ως επιχειρήσεις που δεν εξέδωσαν ομόλογα κατά τα πέντε τελευταία ημερολογιακά έτη. Τα στοιχεία για το 2017 καλύπτουν την περίοδο από 1.1.2017 έως 7.6.2017. Τα στοιχεία περιλαμβάνουν όλες τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ, με και χωρίς πιστοληπτική διαβάθμιση, που εκδίδουν τίτλους σε ευρώ.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της έκδοσης εταιρικών ομολόγων επιταχύνεται γενικώς από την άνοιξη του 2016 και έφθασε γύρω στο 10% τους πρώτους μήνες του 2017. Η έκδοση ομολόγων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε ιδιαίτερα την περίοδο από το 2009 έως το 2010 και το 2013, οπότε υποκατέστησε τις τραπεζικές χορηγήσεις στο πλαίσιο της μειωμένης παροχής πιστώσεων από τράπεζες προς ΜΧΕ. Αντίθετα, η πρόσφατη άνοδος της εκδοτικής δραστηριότητας έλαβε χώρα εν μέσω αύξησης των τραπεζικών χορηγήσεων και, συνεπώς, έδρασε συμπληρωματικά προς τις τραπεζικές χορηγήσεις για τη στήριξη της χρηματοδότησης του επιχειρηματικού τομέα (βλ. Διάγραμμα Ζ).

Διάγραμμα Ζ

Μεταβολές των πηγών χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Τα στοιχεία περιλαμβάνουν έκδοση χρεογράφων και δάνεια σε ευρώ προς όλες τις ΜΧΕ της ζώνης του ευρώ που καλύπτονται από στατιστικά στοιχεία τίτλων της ΕΚΤ και στατιστικά στοιχεία από ΝΧΙ (νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα). Η πιο πρόσφατη παρατήρηση για τα στατιστικά στοιχεία τίτλων της ΕΚΤ αφορά τον Μάρτιο του 2017 και η πιο πρόσφατη παρατήρηση για τα στατιστικά στοιχεία από ΝΧΙ αφορά τον Απρίλιο του 2017.

Το CSPP ωφέλησε επίσης επιχειρήσεις που δεν βασίζονται στις αγορές κεφαλαίων για τη χρηματοδότησή τους.

Αυτό ισχύει ιδίως στην περίπτωση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, καθώς οι ευνοϊκές συνθήκες στις αγορές ομολόγων οδήγησαν σε θετικές έμμεσες επιδράσεις που στήριξαν τις τραπεζικές χορηγήσεις μέσω διάφορων διαύλων. Για παράδειγμα, όταν οι μεγάλες επιχειρήσεις χρηματοδοτούνται όλο και περισσότερο μέσω της έκδοσης ομολόγων (και όχι με τραπεζικό δανεισμό), αυτό αποδεδειγμένα ωφελεί τους ισολογισμούς των τραπεζών για χορηγήσεις προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Τα αποτελέσματα της Έρευνας για την Πρόσβαση των Επιχειρήσεων σε Χρηματοδότηση που διεξάγεται στη ζώνη του ευρώ (Οκτώβριος 2016-Μάρτιος 2017) επιβεβαιώνουν ότι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις εξακολούθησαν να ωφελούνται από την αυξημένη διαθεσιμότητα τραπεζικών χορηγήσεων με χαμηλότερα επιτόκια από ό,τι είχαν δηλώσει στην προηγούμενη έρευνα.

Συνθήκες ρευστότητας και πράξεις νομισματικής πολιτικής την περίοδο 25 Ιανουαρίου – 2 Μαΐου 2017

Το παρόν πλαίσιο περιγράφει τις πράξεις νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ κατά την πρώτη και δεύτερη περίοδο τήρησης ελάχιστων αποθεματικών του 2017, οι οποίες διήρκεσαν από τις 25 Ιανουαρίου έως τις 14 Μαρτίου 2017 και από τις 15 Μαρτίου έως τις 2 Μαΐου αντίστοιχα. Κατά τη διάρκεια αυτών των περιόδων, τα επιτόκια των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (MRO), της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων παρέμειναν αμετάβλητα στο 0,00%, 0,25% και -0,40% αντίστοιχα.

Στις 29 Μαρτίου η τέταρτη στοχευμένη πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO) στη δεύτερη σειρά των TLTRO (TLTRO-II) διακανονίστηκε και παρείχε 233,4 δισεκ. ευρώ σε 474 συμμετέχοντες. Το επίπεδο συμμετοχής ήταν σημαντικά ανώτερο από τις προσδοκίες της αγοράς και συνδεόταν κυρίως με την ελκυστική τιμολόγηση και το γεγονός ότι η πράξη αυτή ήταν η τελευταία της σειράς. Η ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω της πράξης αντισταθμίστηκε ελαφρά μόνον από τις οικειοθελείς αποπληρωμές που αφορούσαν την πρώτη και τη δεύτερη πράξη της πρώτης σειράς των TLTRO (TLTRO-I), και οι οποίες απορρόφησαν 16,7 δισεκ. ευρώ. Η καθαρή χορήγηση ρευστότητας ύψους 216,7 δισεκ. ευρώ κατέληξε στο να αυξηθεί το συνολικό υπόλοιπο και για τα δύο προγράμματα TLTRO και να διαμορφωθεί σε 761,7 δισεκ. ευρώ στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου. Ο διακανονισμός της τέταρτης πράξης TLTRO-II συνέπεσε με μείωση του μέσου ποσού κατανομής μέσω των MRO συγκριτικά με την έβδομη και την όγδοη περίοδο τήρησης του 2016, το οποίο μειώθηκε κατά 10,5 δισεκ. ευρώ σε 23,8 δισεκ. ευρώ.

Επιπλέον, το Ευρωσύστημα συνέχισε να αγοράζει τίτλους του δημόσιου τομέα, καλυμμένες ομολογίες, προϊόντα τιτλοποίησης και τίτλους του επιχειρηματικού τομέα στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (APP), με στόχο μηνιαίες αγορές που θα ανέρχονται κατά μέσο όρο σε 80 δισεκ. ευρώ μέχρι τον Μάρτιο του 2017 και μειωμένο στόχο 60 δισεκ. ευρώ μηνιαίως από τον Απρίλιο του 2017.

Ανάγκες ρευστότητας

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, οι μέσες ημερήσιες ανάγκες ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος της ζώνης του ευρώ, οι οποίες ορίζονται ως το άθροισμα των αυτόνομων παραγόντων και των υποχρεωτικών αποθεματικών, διαμορφώθηκαν σε 1.086,2 δισεκ. ευρώ, αυξημένες κατά 93 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο (δηλ. την έβδομη και την όγδοη περίοδο τήρησης του 2016). Αυτή η αύξηση στις ανάγκες ρευστότητας οφειλόταν σχεδόν αποκλειστικά στην άνοδο των μέσων καθαρών αυτόνομων παραγόντων, οι οποίοι αυξήθηκαν κατά 90,6 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκαν στο πρωτοφανές ύψος των 965,7 δισεκ. ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο, ενώ τα ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά αυξήθηκαν μόνον οριακά κατά 2,5% δισεκ. ευρώ σε 120,5 δισεκ. ευρώ.

Η άνοδος των συνολικών αυτόνομων παραγόντων προέκυψε κυρίως ως αποτέλεσμα της αύξησης των παραγόντων που απορροφούν ρευστότητα. Την κυριότερη συμβολή είχαν οι καταθέσεις του Δημοσίου, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 19,1 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 171,1 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο την εξεταζόμενη περίοδο. Οι μέσοι λοιποί αυτόνομοι παράγοντες επίσης αυξήθηκαν, αφού σημείωσαν άνοδο κατά 15,7 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 698 δισεκ. ευρώ. Η μέση ζήτηση τραπεζογραμμάτων αυξήθηκε κατά μόνον 4,1 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 1.146,6 δισεκ. ευρώ, σταθεροποιούμενη μετά τη συνήθη αύξηση στο τέλος του έτους.

Πίνακας

Κατάσταση ρευστότητας του Ευρωσυστήματος

	25 Ιανουαρίου 2017 έως 2 Μαΐου 2017		26 Οκτωβρίου 2016 έως 24 Ιανουαρίου 2017		2η περίοδος τήρησης του 2017		1η περίοδος τήρησης του 2017	
Υποχρεώσεις - ανάγκες ρευστότητας (μέσοι όροι, δισεκ. ευρώ)								
Αυτόνομοι παράγοντες ρευστότητας	1.983,7	(+39,0)	1.944,8	2.014,9	(+62,3)	1.952,6	(+9,8)	
Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία	1.114,6	(+4,1)	1.110,5	1.118,4	(+7,5)	1.110,8	(-8,3)	
Καταθέσεις Δημοσίου	171,1	(+19,1)	152,0	182,0	(+21,6)	160,3	(+17,3)	
Λοιποί αυτόνομοι παράγοντες	698,0	(+15,7)	682,3	714,6	(+33,1)	681,4	(+0,8)	
Τρεχούμενοι λογαριασμοί	1.021,0	(+153,2)	867,8	1.081,1	(+120,2)	960,9	(+41,9)	
Μέσα νομισματικής πολιτικής	635,1	(+80,0)	555,1	670,6	(+71,0)	599,6	(+46,4)	
Υποχρεωτικά αποθεματικά	120,5	(+2,5)	118,0	120,6	(+0,3)	120,4	(+1,6)	
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	514,6	(+77,5)	437,1	550,0	(+70,7)	479,2	(+44,8)	
Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων για απορρόφηση ρευστότητας	-	(+0,0)	-	-	(+0,0)	-	(+0,0)	
Απαιτήσεις - παροχή ρευστότητας (μέσοι όροι, δισεκ. ευρώ)								
Αυτόνομοι παράγοντες ρευστότητας	1.018,3	(-51,7)	1.070,0	1.014,7	(-7,2)	1.021,9	(-20,2)	
Καθαρές απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού	670,5	(-11,1)	681,5	678,6	(+16,2)	662,4	(-12,3)	
Καθαρές απαιτήσεις σε ευρώ	347,8	(-40,6)	388,4	336,2	(-23,4)	359,5	(-7,9)	
Μέσα νομισματικής πολιτικής	2.501,3	(+321,2)	2.180,1	2.631,5	(+260,4)	2.371,1	(+116,6)	
Πράξεις ανοικτής αγοράς	2.501,0	(+321,1)	2.179,9	2.631,2	(+260,4)	2.370,8	(+116,5)	
Δημοπρασίες	654,6	(+91,4)	563,2	725,9	(+142,7)	583,3	(-0,2)	
MRO	23,8	(-10,5)	34,3	18,5	(-10,5)	29,0	(-5,6)	
Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (LTRO) διάρκειας τριών μηνών	8,2	(-5,0)	13,3	7,4	(-1,6)	9,1	(-2,7)	
Πρώτη σειρά στοχευμένων LTRO (TLTRO-I)	32,5	(-14,7)	47,2	26,5	(-12,0)	38,5	(-2,4)	
Δεύτερη σειρά στοχευμένων LTRO (TLTRO-II)	590,1	(+121,6)	468,5	673,5	(+166,8)	506,7	(+10,4)	
Χαρτοφυλάκια οριστικών αγορών	1.846,4	(+229,7)	1.616,7	1.905,3	(+117,9)	1.787,5	(+116,6)	
Πρώτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών	10,3	(-2,8)	13,1	9,6	(-1,4)	11,0	(-1,5)	
Δεύτερο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών	6,4	(-0,6)	7,0	6,1	(-0,6)	6,7	(-0,2)	
Τρίτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών	213,3	(+10,5)	202,7	215,3	(+4,1)	211,3	(+6,3)	
Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων	99,5	(-2,7)	102,2	99,3	(-0,6)	99,8	(-2,4)	
Πρόγραμμα αγοράς προϊόντων τιτλοποίησης	23,8	(+1,4)	22,4	24,1	(+0,6)	23,5	(+0,5)	
Πρόγραμμα αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα	1.422,0	(+200,8)	1.221,2	1.473,5	(+103,0)	1.370,5	(+101,9)	
Πρόγραμμα αγοράς τίτλων του επιχειρηματικού τομέα	71,1	(+23,1)	48,0	77,5	(+12,7)	64,7	(+12,1)	
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	0,3	(+0,1)	0,2	0,3	(-0,0)	0,3	(+0,1)	
Άλλες πληροφορίες που αφορούν τη ρευστότητα (μέσοι όροι, δισεκ. ευρώ)								
Συνολικές ανάγκες ρευστότητας	1.086,2	(+93,0)	993,2	1.121,1	(+69,8)	1.051,3	(+31,5)	
Αυτόνομοι παράγοντες	965,7	(+90,6)	875,2	1.000,5	(+69,5)	931,0	(+29,9)	
Υπερβάλλουσα ρευστότητα	1.414,8	(+228,1)	1.186,7	1.510,2	(+190,7)	1.319,4	(+84,9)	
Εξελίξεις στα επιτόκια (μέσοι όροι, ποσοστά %)								
MRO	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
EONIA	-0,354	(-0,004)	-0,350	-0,356	(-0,003)	-0,352	(-0,001)	

Πηγή: EKT.

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

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

Επιπροσθέτως, οι αυτόνομοι παράγοντες χορήγησης ρευστότητας μειώθηκαν την εξεταζόμενη περίοδο, λόγω της συνεχιζόμενης μείωσης των καθαρών

απαιτήσεων σε ευρώ και της ελαφράς μείωσης στις καθαρές απαιτήσεις σε ξένο νόμισμα. Οι μέσες καθαρές απαιτήσεις σε ευρώ υποχώρησαν σε 347,8 δισεκ. ευρώ, μείωση κατά 40,6 δισεκ. ευρώ σε σχέση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο, λόγω της υποχώρησης της αξίας των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που διακρατεί το Ευρωσύστημα για σκοπούς άλλους από τη νομισματική πολιτική. Επιπλέον, υπήρξε αύξηση των υποχρεώσεων των εθνικών κεντρικών τραπεζών έναντι ξένων επίσημων ιδρυμάτων. Οι μέσες καθαρές απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού μειώθηκαν κατά 11,1 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 670,5 δισεκ. ευρώ.

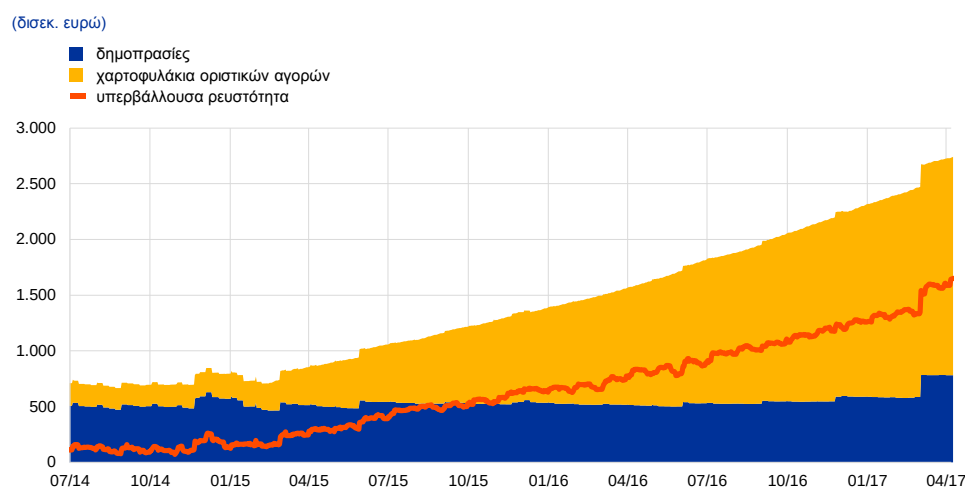
Η μεταβλητότητα των αυτόνομων παραγόντων παρέμεινε αυξημένη σε επίπεδα σε γενικές γραμμές αμετάβλητα σε σχέση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο. Η μεταβλητότητα αυτή αντανάκλασε πρωτίστως διακυμάνσεις τόσο στις καταθέσεις του Δημοσίου όσο και στις καθαρές απαιτήσεις σε ευρώ.

Χορήγηση ρευστότητας μέσω των εργαλείων νομισματικής πολιτικής

Το μέσο ύψος της ρευστότητας που χορηγήθηκε μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς – δηλ. μέσω δημοπρασιών και των προγραμμάτων αγοράς περιουσιακών στοιχείων – αυξήθηκε κατά 321,1 δισεκ. ευρώ, φθάνοντας τα 2.501 δισεκ. ευρώ στο τέλος της περιόδου (βλ. το διάγραμμα). Η αύξηση αυτή οφειλόταν κυρίως στο διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων (APP) της ΕΚΤ και στην τέταρτη πράξη TLTRO-II, η οποία διακανονίστηκε για ποσό 233,4 δισεκ. ευρώ στις 29 Μαρτίου 2017.

Διάγραμμα

Εξέλιξη των μέσων νομισματικής πολιτικής και υπερβάλλουσα ρευστότητα



Πηγή: ΕΚΤ.

Η μέση ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω δημοπρασιών αυξήθηκε κατά 91,4 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 654,6 δισεκ. ευρώ. Η αύξηση της ρευστότητας

που χορηγήθηκε μέσω των TLTRO υπεραντιστάθμισε την υποχώρηση της ρευστότητας που χορηγήθηκε μέσω των τακτικών πράξεων. Η μέση ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω των MRO και των LTRO διάρκειας τριών μηνών μειώθηκε κατά 10,5 δισεκ. ευρώ και 5 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα, ενώ το μέσο υφιστάμενο υπόλοιπο των TLTRO αυξήθηκε κατά 106,9 δισεκ. ευρώ, ως το καθαρό αποτέλεσμα του διακανονισμού της τέταρτης πράξης TLTRO-II και των οικειοθελών πρόωρων αποπληρωμών για κεφάλαια που χορηγήθηκαν μέσω της πρώτης και της δεύτερης πράξης της σειράς TLTRO-I.

Η μέση ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω του προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (APP) αυξήθηκε κατά 229,7 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 1.846,4 δισεκ. ευρώ, κυρίως λόγω του προγράμματος αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP). Η μέση ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω του προγράμματος αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα, του τρίτου προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογιών, του προγράμματος αγοράς τιτλοποιημένων απαιτήσεων και του προγράμματος αγοράς τίτλων του επιχειρηματικού τομέα αυξήθηκε κατά μέσο όρο κατά 200,8 δισεκ. ευρώ, 10,5 δισεκ. ευρώ, 1,4 δισεκ. ευρώ και 23,1 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα. Η εξόφληση ομολόγων που διακρατούνται στο πλαίσιο του προγράμματος για τις αγορές τίτλων και του πρώτου και του δεύτερου προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογιών ανήλθε συνολικά σε 6,1 δισεκ. ευρώ.

Υπερβάλλουσα ρευστότητα

Λόγω των εξελίξεων που παρουσιάστηκαν αναλυτικά παραπάνω, η μέση υπερβάλλουσα ρευστότητα αυξήθηκε κατά 228,1 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 1,414,8 δισεκ. ευρώ την εξεταζόμενη περίοδο (βλ. το διάγραμμα). Το μεγαλύτερο μέρος αυτής της αύξησης πραγματοποιήθηκε κατά την δεύτερη περίοδο τήρησης του 2017, όταν η μέση υπερβάλλουσα ρευστότητα αυξήθηκε κατά 190,7 δισεκ. ευρώ λόγω της ρευστότητας που χορηγήθηκε από την τέταρτη πράξη της σειράς TLTRO-II. Ταυτόχρονα, ο στόχος για μέσες μηνιαίες αγορές περιουσιακών στοιχείων στο πλαίσιο των προγραμμάτων αγοράς μειώθηκε σε 60 δισεκ. ευρώ από τον Απρίλιο του 2017. Η μικρότερη αύξηση των 84,9 δισεκ. ευρώ που καταγράφηκε την πρώτη περίοδο τήρησης οφειλόταν εν πολλοίς στις εξελίξεις στη ρευστότητα που χορηγήθηκε από τις απευθείας αγορές, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 116,6 δισεκ. ευρώ αλλά αντισταθμίστηκε εν μέρει από μείωση 20,2 δισεκ. ευρώ στους αυτόνομους παράγοντες χορήγησης ρευστότητας.

Η άνοδος της υπερβάλλουσας ρευστότητας μεταφράστηκε σε υψηλότερα μέσα υπόλοιπα που τηρούνται στους τρεχούμενους λογαριασμούς, τα οποία αυξήθηκαν κατά 153,2 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 1.021 δισεκ. ευρώ την εξεταζόμενη περίοδο, ενώ η μέση προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων αυξήθηκε περαιτέρω κατά 77,5 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 514,6 δισεκ. ευρώ.

Εξελίξεις στα επιτόκια

Τα επιτόκια μίας ημέρας της αγοράς χρήματος παρέμειναν πλησίον του επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, ενώ τα επιτόκια για ορισμένα "καλάθια" εξασφαλίσεων στα εξασφαλισμένα τμήματα της αγοράς χρήματος μειώθηκαν πιο κάτω ακόμη και από αυτό το επίπεδο. Στην αγορά χωρίς παροχή ασφάλειας, ο δείκτης EONIA διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε -0,354%, μειωμένος οριακά έναντι μέσου -0,350% την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο. Ο δείκτης EONIA διακυμάνθηκε εντός ενός σχετικά μικρού εύρους, καταγράφοντας υψηλό -0,354%, την τελευταία ημέρα τόσο του Ιανουαρίου όσο και του Φεβρουαρίου 2017, και ιστορικά χαμηλό -0,363% την περίοδο πριν από το τέλος Απριλίου. Επιπλέον, στην αγορά με παροχή ασφάλειας, τα μέσα επιτόκια των συμφωνιών επαναγοράς μίας ημέρας στην αγορά¹³ GC Pooling υποχώρησαν ελαφρώς, με το τυποποιημένο "καλάθι" εξασφαλίσεων να διαμορφώνεται σε -0,423% και το διευρυμένο "καλάθι" εξασφαλίσεων να διαμορφώνεται σε -0,403%, καταγράφοντας μείωση 0,018 και 0,005 της ποσοστιαίας μονάδας αντίστοιχα σε σύγκριση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο.

Η μείωση των επιτοκίων στις υψηλής ποιότητας συμφωνίες επαναγοράς που καταγράφηκε στο τέλος του τριμήνου τον Μάρτιο ήταν λιγότερο έντονη από τη μείωση που καταγράφηκε στο τέλος του έτους. Αυτό μπορεί να εκληφθεί ως ένδειξη ότι οι συμμετέχοντες στις αγορές προετοιμάστηκαν νωρίτερα, και σε μεγαλύτερο βαθμό, για ελλείψεις ενεχύρων για άντληση ρευστότητας. Επίσης, η εξέλιξη αυτή θα μπορούσε να αντανakλά θετικές επιδράσεις από τη δυνατότητα κατάθεσης μετρητών ως ασφάλειας για τον δανεισμό τίτλων που έχουν αποκτηθεί στο πλαίσιο του PSPP

¹³ Η αγορά GC Pooling επιτρέπει τη διαπραγμάτευση συμφωνιών επαναγοράς μέσω της πλατφόρμας Eurex έναντι τυποποιημένων καλαθιών εξασφαλίσεων.

Πρόσφατες εξελίξεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ

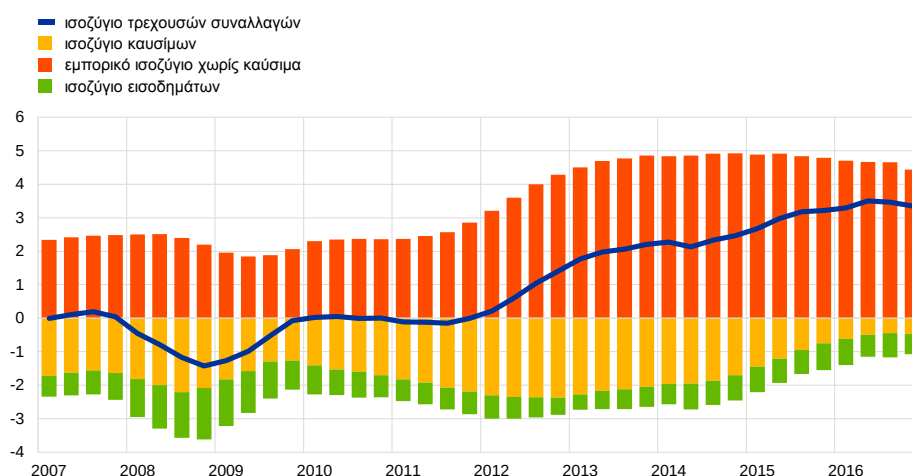
Από τις αρχές της δεκαετίας μέχρι σήμερα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ παρουσίασε σταθερή αύξηση και από σχεδόν ισοσκελισμένη θέση μετατράπηκε σε πλεόνασμα. Το 2016 το πλεόνασμα σταθεροποιήθηκε σε επίπεδο μόλις πάνω από 3% του ΑΕΠ. Το παρόν πλαίσιο εξετάζει τους κύριους παράγοντες που συνέβαλαν σε αυτή την εξέλιξη.

Το 2016 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ εμφάνισε πλεόνασμα 3,3% του ΑΕΠ, ελαφρώς υψηλότερο από το 3,2% που είχε καταγράψει το 2015. Τα ελλείμματα του ισοζυγίου καυσίμων και του συνολικού ισοζυγίου εισοδημάτων παρουσίασαν συγκρατημένη μείωση, ενώ το πλεόνασμα του εμπορικού ισοζυγίου χωρίς καύσιμα συνέχισε να συρρικνώνεται (βλ. Διάγραμμα Α). Η μικρή συνολική αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το 2016 συγκαλύπτει το γεγονός ότι το πλεόνασμα άρχισε να μειώνεται σε βάση μέσου όρου τεσσάρων τριμήνων κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους, όταν οι τιμές του πετρελαίου ανέκαμψαν ελαφρώς. Αυτή η εξέλιξη έρχεται σε αντίθεση με την περίοδο από τα μέσα του 2014 έως τα μέσα του 2016, όταν η συρρίκνωση του ελλείμματος του ισοζυγίου καυσίμων λόγω της πτώσης των τιμών του πετρελαίου ήταν σχεδόν αποκλειστικά υπεύθυνη για τη διεύρυνση του πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στη ζώνη του ευρώ.¹⁴

Διάγραμμα Α

Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ

(% του ΑΕΠ, μέσο όροι τεσσάρων τριμήνων)



Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.

Σημείωση: Το ισοζύγιο εισοδημάτων περιλαμβάνει τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Η ανάλυση του εμπορικού ισοζυγίου σε ισοζύγιο καυσίμων και σε ισοζύγιο χωρίς καύσιμα βασίζεται στις στατιστικές εξωτερικού εμπορίου της Eurostat. Το εμπορικό ισοζύγιο χωρίς καύσιμα περιλαμβάνει τις υπηρεσίες. Η πιο πρόσφατη παρατήρηση αφορά το δ' τρίμηνο του 2016.

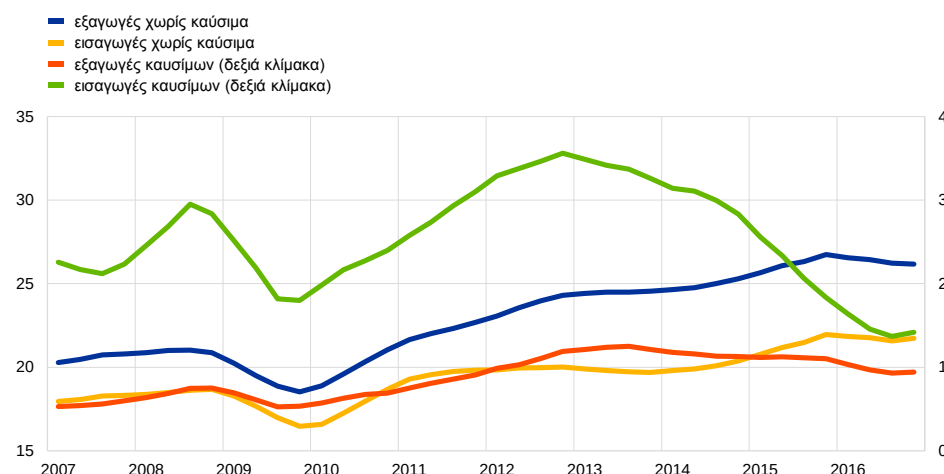
¹⁴ Βλ. επίσης το πλαίσιο με τίτλο "Η επίδραση της μείωσης των τιμών του πετρελαίου στο πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ", *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 2, ΕΚΤ, 2016.

Οι εισαγωγές και οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ υποχώρησαν ως ποσοστά του ΑΕΠ το 2016, ως αποτέλεσμα της εξέλιξης των τιμών η οποία υπεραντιστάθμισε την αύξηση σε όρους όγκου (βλ. Διάγραμμα Β). Η μείωση των εμπορικών συναλλαγών σε ονομαστικούς όρους ως προς το ΑΕΠ οφειλόταν στην πτώση των τιμών των εισαγωγών και των εξαγωγών, ενώ ο συνολικός αποπληθωριστής του ΑΕΠ αυξήθηκε το 2016.¹⁵ Ωστόσο, σε όρους όγκου, το εμπόριο της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε ταχύτερα από το ΑΕΠ, καθώς οι πραγματικές εισαγωγές κατέγραψαν άνοδο κατά 4,0% και οι πραγματικές εξαγωγές κατά 2,9%, ενώ το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,7%. Η ισχυρή άνοδος του όγκου των εμπορικών συναλλαγών συμβαδίζει με τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της ζώνης του ευρώ και της παγκόσμιας οικονομίας. Εφόσον η πτώση των εμπορικών ροών σε ονομαστικούς όρους ως προς το ΑΕΠ ήταν εντονότερη για τις εξαγωγές από ό,τι για τις εισαγωγές, το εμπορικό πλεόνασμα της ζώνης του ευρώ μειώθηκε ελαφρώς.

Διάγραμμα Β

Ανάλυση των εξαγωγών και των εισαγωγών της ζώνης του ευρώ

(% του ΑΕΠ, μέσοι όροι τεσσάρων τριμήνων)



Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.

Σημείωση: Η ανάλυση των εξαγωγών και των εισαγωγών σε εξαγωγές/εισαγωγές καυσίμων και σε εξαγωγές/εισαγωγές χωρίς καύσιμα βασίζεται στις στατιστικές εξωτερικού εμπορίου της Eurostat. Οι εμπορικές συναλλαγές χωρίς καύσιμα περιλαμβάνουν τις υπηρεσίες. Η πιο πρόσφατη παρατήρηση αφορά το δ' τρίμηνο του 2016.

Τα εμπορικά πλεονάσματα της ζώνης του ευρώ έναντι των χωρών της ΕΕ που δεν ανήκουν στη ζώνη του ευρώ και των ΗΠΑ υποχώρησαν κατά περίπου 0,1% του ΑΕΠ το 2016 σε σύγκριση με το 2015, ενώ τα εμπορικά ελλείμματα έναντι της Κίνας και της Ρωσίας συρρικνώθηκαν κατά 0,2% και 0,1% του ΑΕΠ αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα Γ).¹⁶ Το 2016 το διμερές πλεόνασμα του εμπορικού ισοζυγίου της ζώνης του ευρώ έναντι των χωρών της ΕΕ που δεν ανήκουν στη ζώνη του ευρώ διαμορφώθηκε γύρω στο 2% του ΑΕΠ, ενώ το πλεόνασμα έναντι των ΗΠΑ ανερχόταν σε περίπου 0,9% του ΑΕΠ. Στο Ηνωμένο Βασίλειο αντιστοιχούσαν τα 3/4 περίπου του πλεονάσματος του εμπορικού ισοζυγίου έναντι των χωρών της ΕΕ

¹⁵ Σύμφωνα με τα εθνολογιστικά στοιχεία, το 2016 οι τιμές των εισαγωγών και των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν κατά 2,4% και 1,3% αντίστοιχα, ενώ ο αποπληθωριστής του ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,9%.

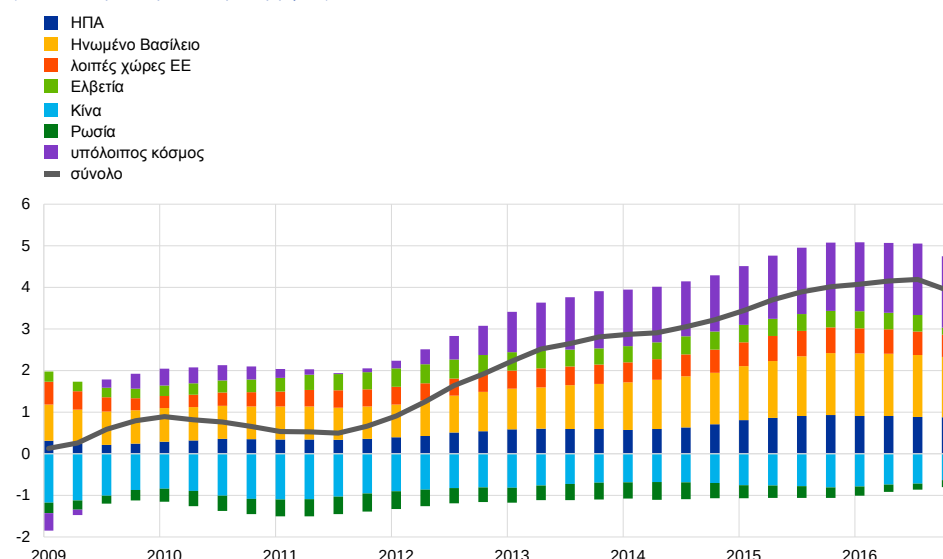
¹⁶ Η ανάλυση εξετάζει το εμπορικό ισοζύγιο, επειδή δεν υπάρχει διαθέσιμη γεωγραφική ανάλυση για το συνολικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

εκτός της ζώνης του ευρώ το 2016. Παράλληλα, η ζώνη του ευρώ κατέγραψε εμπορικά ελλείμματα έναντι της Κίνας και της Ρωσίας, -0,6% και -0,2% του ΑΕΠ αντίστοιχα.

Διάγραμμα Γ

Γεωγραφική ανάλυση του εμπορικού ισοζυγίου της ζώνης του ευρώ

(% του ΑΕΠ, μέσοι όροι τεσσάρων τριμήνων)



Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.

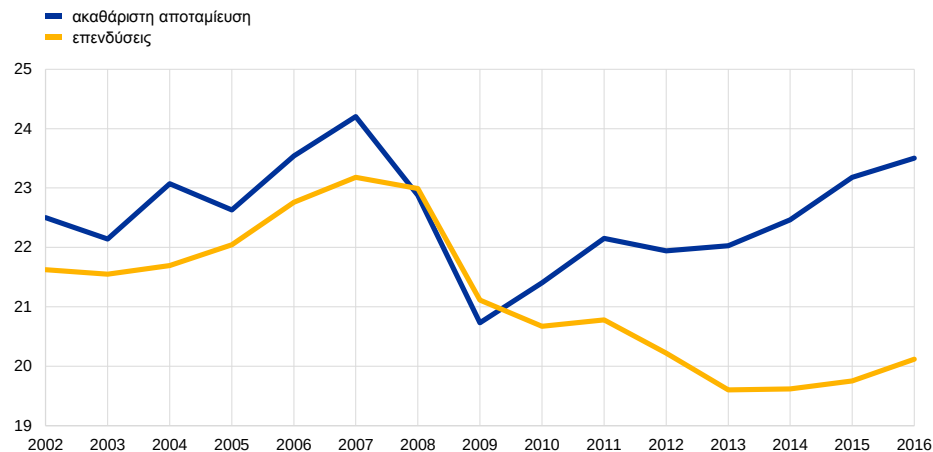
Σημείωση: Οι "λοιπές χώρες ΕΕ" περιλαμβάνουν τα κράτη-μέλη της ΕΕ εκτός της ζώνης του ευρώ, εξαιρουμένου του Ηνωμένου Βασιλείου. Η πιο πρόσφατη παρατήρηση αφορά το δ' τρίμηνο του 2016.

Από τη σκοπιά της σχέσης αποταμίευσης-επενδύσεων, η σταθεροποίηση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το 2016 αντανάκλα την ανάκαμψη των επενδύσεων, η οποία αντιστάθμισε σε γενικές γραμμές τη συνεχιζόμενη αύξηση της ακαθάριστης αποταμίευσης (βλ. Διάγραμμα Δ). Σύμφωνα με μια απλή λογιστική ταυτότητα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αντιστοιχεί περίπου στη διαφορά μεταξύ εγχώριας αποταμίευσης και επενδύσεων, δηλ. καθαρής παροχής ή καθαρής λήψης δανείων. Η διεύρυνση της θετικής καθαρής δανειακής θέσης της ζώνης του ευρώ τα προηγούμενα έτη αντανάκλυνε σταθερή άνοδο της ακαθάριστης αποταμίευσης και υποτονικές επενδύσεις (ως προς το ΑΕΠ). Αφότου όμως η οικονομική δραστηριότητα άρχισε να ανακάμπτει το 2013, τόσο ο λόγος της αποταμίευσης όσο και ο λόγος των επενδύσεων προς το ΑΕΠ έχουν σημειώσει άνοδο. Ο ιδιωτικός τομέας καταγράφει επί του παρόντος θετική καθαρή δανειακή θέση, ενώ ο δημόσιος τομέας εξακολουθεί να εμφανίζει αρνητική καθαρή δανειακή θέση, η οποία όμως έχει συρρικνωθεί σημαντικά τα τελευταία έτη.

Διάγραμμα Δ

Ακαθάριστη αποταμίευση και επενδύσεις της ζώνης του ευρώ

(% του ΑΕΠ)



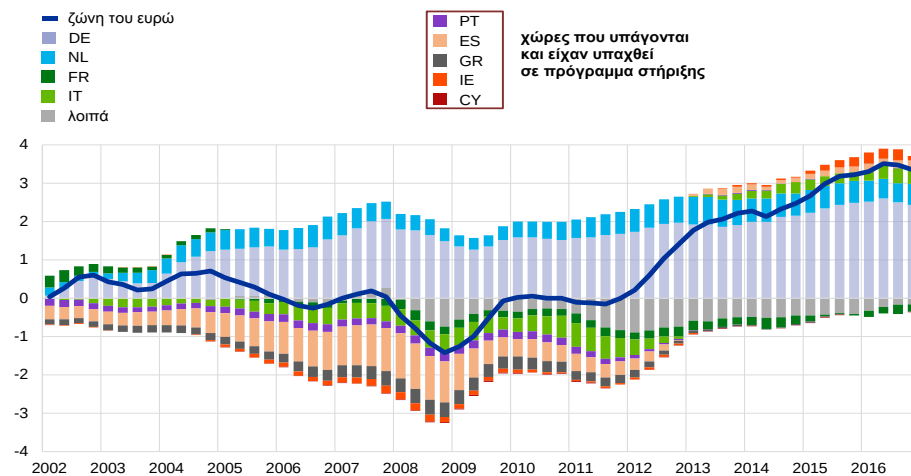
Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.
Σημείωση: Η πιο πρόσφατη παρατήρηση αφορά το 2016.

Το 2016 η Γερμανία είχε τη μεγαλύτερη συμβολή στο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ, παρόλο που και οι συμβολές άλλων χωρών ήταν σημαντικές (βλ. Διάγραμμα Ε). Το 2016 το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας διαμορφώθηκε σε 2,4% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ, ακολουθούμενο από την Ολλανδία (0,6%), ενώ θετικές συμβολές από 0,1% έως 0,4% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ είχαν η Ιταλία, η Ισπανία και η Ιρλανδία. Αντιθέτως, στη Γαλλία, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κατέγραψε έλλειμμα ίσο προς το 0,2% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ.

Διάγραμμα Ε

Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ και επιλεγμένων χωρών της ζώνης του ευρώ

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



Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.
Σημείωση: Η δεύτερη στήλη του υπομνήματος δείχνει χώρες που υπάγονται ή έχουν υπαχθεί σε πρόγραμμα οικονομικής στήριξης. Στα "λοιπά" περιλαμβάνονται οι χώρες της ζώνης του ευρώ που δεν απεικονίζονται στο διάγραμμα και μια στατιστική διαφορά που οφείλεται στο ότι το άθροισμα των στοιχείων σε επίπεδο χωρών δεν συμφωνεί πάντοτε με αυτό του συνόλου της ζώνης του ευρώ. Η πιο πρόσφατη παρατήρηση αφορά το 8^ο τρίμηνο του 2016.

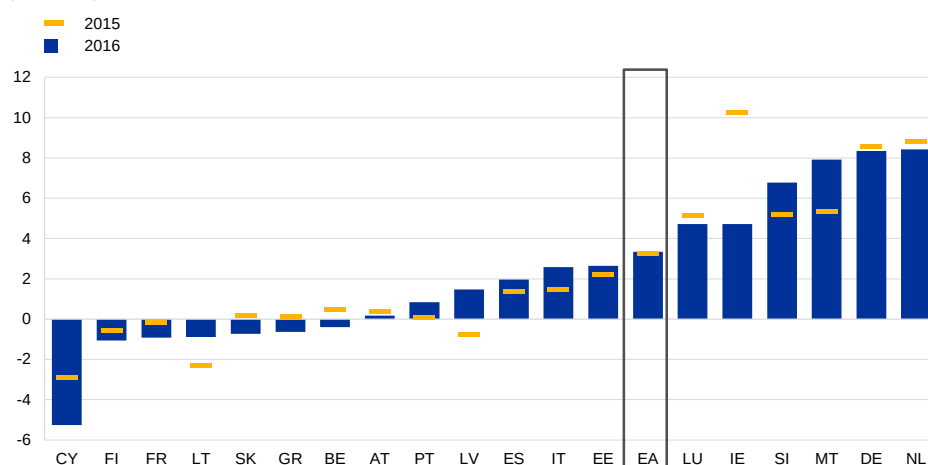
Σε επίπεδο χωρών της ζώνης του ευρώ, οι εξελίξεις του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το 2016 ήταν σχετικά ανομοιογενείς (βλ. Διάγραμμα ΣΤ). Στη

διάρκεια της διαδικασίας εξωτερικής προσαρμογής των τελευταίων ετών, στις χώρες της ζώνης του ευρώ που είχαν μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών πριν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση παρατηρήθηκε σημαντική διόρθωση και, σε πολλές περιπτώσεις, τα ελλείμματα αυτά μετατράπηκαν σε πλεονάσματα. Το 2016 οι σημαντικότερες βελτιώσεις του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε σχέση με το 2015 παρατηρήθηκαν στη Μάλτα και τη Λεττονία, ενώ και τα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Σλοβενίας, της Ιταλίας, της Πορτογαλίας, της Ισπανίας και της Εσθονίας αυξήθηκαν περαιτέρω. Την πιο αισθητή επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, παρόλο που το αρχικό πλεόνασμα ήταν υψηλό, κατέγραψε η Ιρλανδία, ακολουθούμενη από την Κύπρο, η οποία κατέγραψε αυξανόμενο έλλειμμα. Τα σημαντικά και σταθερά πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας, της Ολλανδίας και του Λουξεμβούργου περιορίστηκαν ελαφρά το 2016.

Διάγραμμα ΣΤ

Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ και των χωρών της ζώνης του ευρώ

(% του ΑΕΠ)



Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.

Χρέος και απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα στις χώρες της ζώνης του ευρώ

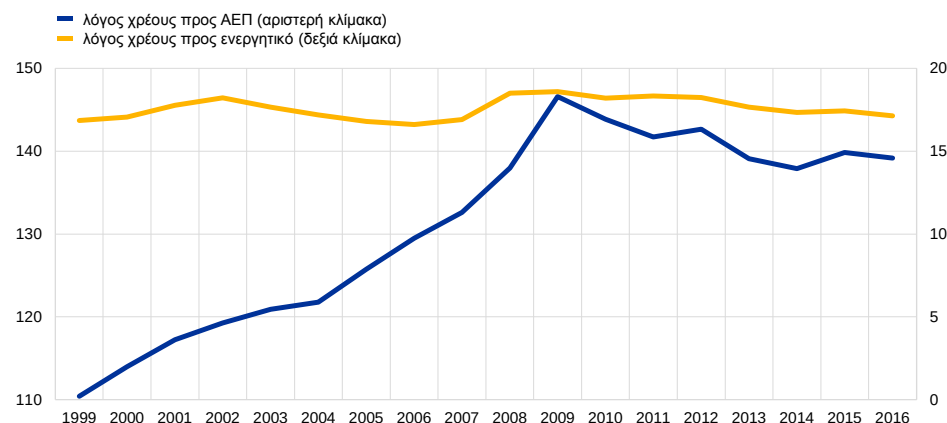
Αυξανόμενοι λόγοι χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ χαρακτήρισαν πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση. Την περίοδο πριν από την κρίση η έντονη αύξηση της ζήτησης και η συναφής ταχεία πιστωτική επέκταση είχαν συνέπεια τη συσσώρευση υψηλών επιπέδων εγχώριου χρέους σε διάφορες χώρες της ζώνης του ευρώ. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα (δηλ. των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων)¹⁷ στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο αυξήθηκε από 110% του ΑΕΠ το 1999 σε 147% του ΑΕΠ το 2009 (βλ. Διάγραμμα Α). Στην πλειοψηφία των χωρών της ζώνης η αύξηση του χρέους του ιδιωτικού τομέα από το 1999 έως την εκάστοτε κορύφωσή του υπερέβη σημαντικά την αντίστοιχη αύξηση στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο (βλ. Διάγραμμα Β). Μόνο στη Γερμανία ο λόγος του χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ ακολουθεί πτωτική πορεία μετά το 1999. Ο λόγος του χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ, ο οποίος θεωρείται ως δείκτης της μεσομακροπρόθεσμης δυνατότητας εξυπηρέτησης του χρέους, είχε παρουσιάσει σαφή ανοδική τάση πριν από το 2009. Η τάση αυτή είναι όμως πολύ λιγότερο εμφανής όταν το χρέος εξετάζεται ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού, όταν εξετάζεται δηλ. ο δείκτης μόχλευσης, ο οποίος κατά την επεκτατική φάση πριν από την κρίση δεν σηματοδοτούσε πιθανή συσσώρευση υπερβολικού χρέους. Ο δείκτης μόχλευσης υπολογίζεται με βάση τις αγοραίες τιμές των περιουσιακών στοιχείων, η εξέλιξη των οποίων συγκάλυψε εν μέρει την ευπάθεια που συνδεόταν με τη διόγκωση του χρέους. Το παρόν πλαίσιο επισκοπεί τις πρόσφατες εξελίξεις στο χρέος και την απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα χρησιμοποιώντας ως δείκτη τον λόγο του χρέους προς το ΑΕΠ.

¹⁷ Στο παρόν πλαίσιο το χρέος του ιδιωτικού τομέα ορίζεται ως το άθροισμα του συνόλου των δανείων που έχουν χορηγηθεί σε νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μείον ενδοτομεακά δάνεια και χρεόγραφα εκδόσεως μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Ο ορισμός αυτός είναι αντίστοιχος με εκείνον του πίνακα αποτελεσμάτων της Διαδικασίας Μακροοικονομικών Ανισορροπιών. Από τον ορισμό αυτό εξαιρούνται οι συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις. Στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο το χρέος του ιδιωτικού τομέα το 2016, συνυπολογιζόμενων και των συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων, ήταν 143% του ΑΕΠ. Χωρίς τις συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις ήταν 139% του ΑΕΠ.

Διάγραμμα Α

Ιδιωτικό χρέος στη ζώνη του ευρώ

(ποσοστά %)



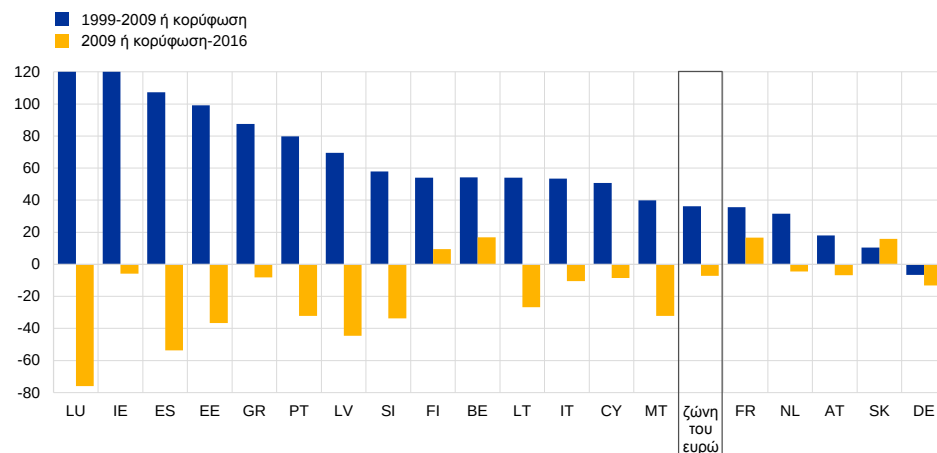
Σημείωση: Το συνολικό ενεργητικό περιλαμβάνει τα χρηματοοικονομικά και τα μη χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (τα οποία αποτελούνται από τον οικιστικό πλούτο και τα πάγια περιουσιακά στοιχεία των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων).
Πηγή: Eurostat.

Μετά την κορύφωσή του το 2009 το χρέος του ιδιωτικού τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ εμφάνισε ελαφρώς καθοδική τάση στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Από 147% του ΑΕΠ το 2009 το χρέος του ιδιωτικού τομέα μειώθηκε σε 139% του ΑΕΠ το 2016. Αυτή η σχετικά συγκρατημένη μείωση συγκαλύπτει αξιόλογες διαφορές μεταξύ των χωρών. Σε ορισμένες υπερχρεωμένες χώρες οι λόγοι του χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ εμφάνισαν μεγάλη μείωση σε σχέση με την κορύφωσή τους. Η μείωση του λόγου αυτού ήταν πολύ έντονη στην Ισπανία (54 ποσοστιαίες μονάδες κάτω από την κορύφωση του 2009), ισοδύναμη με το ήμισυ της συνολικής αύξησής του κατά την προηγούμενη δεκαετία. Σημαντική ήταν η μείωση του λόγου του χρέους του ιδιωτικού τομέα και στην Εσθονία, τη Λετονία, τη Λιθουανία, το Λουξεμβούργο, τη Μάλτα, την Πορτογαλία και τη Σλοβενία (βλ. Διάγραμμα Β). Αντιθέτως, άλλες υπερχρεωμένες χώρες (δηλ. χώρες στις οποίες ο λόγος του χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ είναι πάνω από 200%), και πιο συγκεκριμένα η Ιρλανδία, η Κύπρος και η Ολλανδία, δεν εμφάνισαν αξιόλογη μείωση των λόγων τους. Οι λόγοι του χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ αυξάνονται συνεχώς την τελευταία δεκαετία στο Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Σλοβακία και τη Φινλανδία.

Διάγραμμα Β

Μεταβολή του λόγου του χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ

(ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Eurostat.

Σημειώσεις: Η μπλε ράβδος εμφανίζεται περικεκομμένη στην περίπτωση των LU (157 ποσοστιαίες μονάδες) και IE (136 ποσοστιαίες μονάδες). Ο λόγος του χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ κορυφώθηκε το 2009 για τις EE, ES, LT, MT, NL, AT και PT, το 2007 για το LU, το 2010 για τις LV και SI, το 2012 για τις IE, GR και IT και το 2014 για την CY.

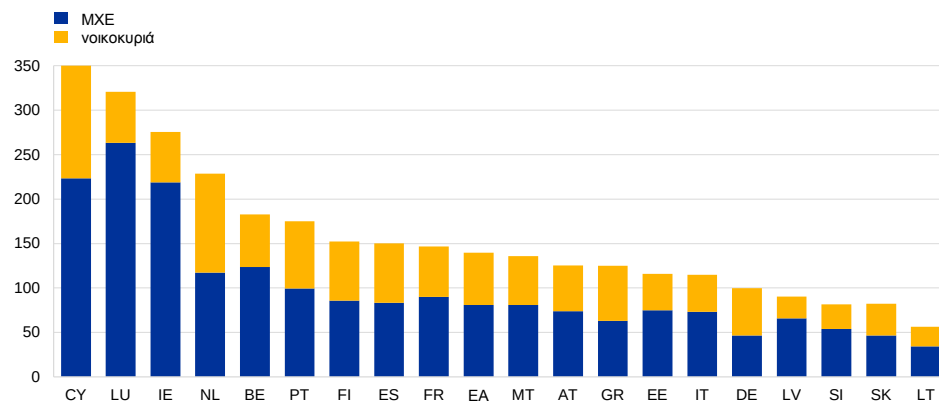
Ακόμη και μετά την προσαρμογή που ακολούθησε την κρίση, οι λόγοι του χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ συνέχισαν να παρουσιάζουν μεγάλη ανομοιογένεια μεταξύ των διαφόρων χωρών της ευρωζώνης. Το Διάγραμμα Γ δείχνει ότι οι λόγοι του χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ στο τέλος του 2016 κυμαίνονταν μεταξύ περίπου 50% και 350% του ΑΕΠ. Στην πλειοψηφία των χωρών οι λόγοι του χρέους του ιδιωτικού τομέα είναι πάνω από το 100% του ΑΕΠ, ενώ σε 10 χώρες της ευρωζώνης υπερβαίνουν επίσης το όριο της Διαδικασίας Μακροοικονομικών Ανισορροπιών (133% του ΑΕΠ) (βλ. Διάγραμμα Γ). Μολονότι το όριο αυτό είναι ένας αμιγώς στατιστικός δείκτης,¹⁸ ο οποίος δεν λαμβάνει υπόψη τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, σηματοδοτεί ότι σε ορισμένες χώρες μπορεί να υπάρχουν ακόμη ανάγκες απομόχλευσης. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι για μια οριστική εκτίμηση της έκτασης των αναγκών απομόχλευσης θα απαιτούνταν περαιτέρω συμπληρωματική ανάλυση της κατανομής του χρέους των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, καθώς και των αντίστοιχων χαρακτηριστικών τους.

¹⁸ Το όριο αυτό υπολογίζεται ως το σημείο διαχωρισμού του τρίτου τεταρτημορίου της κατανομής του ιδιωτικού χρέους στην ΕΕ την περίοδο 1995-2007.

Διάγραμμα Γ

Χρέος μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) και νοικοκυριών (2016)

(ποσοστό % του ΑΕΠ)



Πηγή: Eurostat.

Σημείωση: Στην περίπτωση της CY το συνολικό χρέος (των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών) είναι 350,6%.

Η ανάλυση της κατανομής του χρέους μεταξύ των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων δείχνει ότι κατά μέσο όρο το χρέος των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) υπερβαίνει ως ποσοστό το χρέος των νοικοκυριών. Υπάρχουν τρεις εξαιρέσεις. Η Γερμανία, όπου το ποσοστό χρέους των νοικοκυριών υπερβαίνει εκείνο των ΜΧΕ, και η Ελλάδα και η Ολλανδία, όπου οι δύο αυτοί τομείς έχουν περίπου ίσα ποσοστά χρέους. Ο λόγος του χρέους των ΜΧΕ προς το ΑΕΠ είναι πολύ υψηλός στην Ιρλανδία, την Κύπρο και το Λουξεμβούργο. Ωστόσο, στις χώρες αυτές το χρέος των ΜΧΕ επηρεάζεται ιδιαίτερα από μεγάλα διασυνοριακά ενδοομιλικά δάνεια.

Σύμφωνα με μια αυξανόμενη εμπειρική βιβλιογραφία, τα υψηλά επίπεδα χρέους του ιδιωτικού τομέα μπορούν να επηρεάσουν δυσμενώς τις μελλοντικές οικονομικές εξελίξεις. Ενώ ένα μέτριο ιδιωτικό χρέος βοηθά στην εξομάλυνση της κατανάλωσης και στην τόνωση της οικονομικής ανάπτυξης, η υπερβολική αύξησή του μεσοπρόθεσμα μπορεί να επιδράσει αρνητικά στη συσσώρευση κεφαλαίου και να οδηγήσει σε επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης.¹⁹ Αυτό συμβαίνει επειδή μειώνονται οι επενδύσεις, καθώς οι επιχειρήσεις χρειάζονται εισόδημα για την αποπληρωμή των χρεών τους, ενώ μειώνεται και η ιδιωτική κατανάλωση, καθώς τα νοικοκυριά με υπερβάλλουσα μόχλευση είναι αναγκασμένα να αυξήσουν τις αποταμιεύσεις τους για την εξυπηρέτηση των δανειακών τους υποχρεώσεων. Εκτός αυτών, πλήγμα δέχονται και τα τραπεζικά δάνεια, καθώς τα υψηλά επίπεδα χρέους του ιδιωτικού τομέα συχνά συνδέονται με αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, τα οποία τείνουν να διαβρώνουν τα κεφαλαιακά αποθέματα των τραπεζών.²⁰ Ορισμένες εμπειρικές αναλύσεις δείχνουν ότι αυτές οι δυσμενείς επιδράσεις ασκούνται μόνο εφόσον υπερβαίνεται ένα

¹⁹ Βλ. Myers, S. C., "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, Issue 2, 1977, σελ. 145-75.

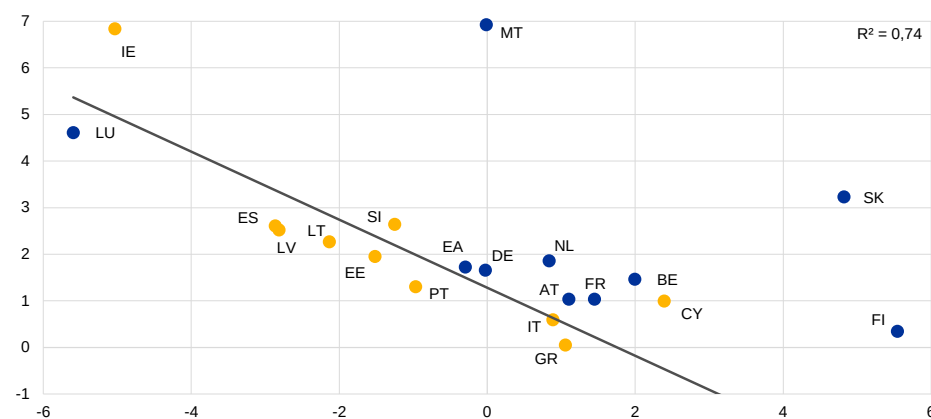
²⁰ Βλ. Mian, A.R., Sufi, A. and Verner, E., "Household debt and business cycles worldwide", National Bureau of Economic Research Working Papers No 21581, September 2015.

ορισμένο όριο²¹. Υπάρχουν επίσης ενδείξεις ότι η καθυστερημένη αντιμετώπιση περιπτώσεων υπερβολικής συσσώρευσης χρέους μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλότερα ποσοστά εξόδου επιχειρήσεων από την αγορά και να επηρεάσει σημαντικά τον βαθμό ανακατανομής του κεφαλαίου και της εργασίας μεταξύ επιχειρήσεων και τομέων, με συνέπεια να ελαττώνεται μεσοπρόθεσμα η συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας.²² Είναι λοιπόν σημαντικό να παρακολουθούνται οι εξελίξεις στο χρέος του ιδιωτικού τομέα, ο κίνδυνος υπερβολικής συσσώρευσης χρέους, καθώς και τυχόν επιπτώσεις οφειλόμενες σε υψηλές ανάγκες απομόχλευσης.

Διάγραμμα Δ

Μεταβολές πιστώσεων (2008-2013) και επακόλουθες μεταβολές στο κατά κεφαλήν πραγματικό ΑΕΠ (2013-2016)

(άξονας x: μέση πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα το 2008-2013, άξονας y: μέση αύξηση του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ το 2013-2016)



Πηγή: Eurostat.

Σημειώσεις: Στην περίπτωση της IE η αύξηση του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ υπολογίζεται ως ο μέσος όρος του 2013-2014 και του 2016, δηλ. χωρίς το 2015, λόγω στατιστικών στρεβλώσεων. Με κίτρινη κουκκίδα σημειώνονται οι χώρες που αντιμετώπισαν μειζόνες προκλήσεις προσαρμογής το 2008-2010. Σ' αυτές περιλαμβάνονται και χώρες της ζώνης του ευρώ για τις οποίες τα μέσα περιθώρια των συμβολαίων CDS υπερέβαιναν τις 150 μονάδες βάσης το 2008-2010.

Η διαδικασία απομόχλευσης στις χώρες της ζώνης του ευρώ ήταν αποτέλεσμα της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ και της μείωσης του ιδιωτικού χρέους. Τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι μια ταχεία και εμπροσθοβαρής διαδικασία απομόχλευσης τείνει να συνδέεται με μεσοπρόθεσμη ενίσχυση του ΑΕΠ²³. Το εύρημα αυτό φαίνεται να ισχύει και στην περίπτωση της ζώνης του ευρώ, όπου τα επεισόδια έγκαιρης και ταχείας απομόχλευσης (λ.χ. στην Εσθονία, την Ιρλανδία, την Ισπανία, τη Λετονία, τη Λιθουανία και τη Σλοβενία) ακολούθησαν υψηλότεροι ρυθμοί αύξησης του κατά κεφαλήν πραγματικού ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα Δ). Το Διάγραμμα Ε δείχνει ότι σε τέσσερις χώρες (την Ελλάδα, την Ισπανία, την Πορτογαλία και τη Σλοβενία) η διαδικασία απομόχλευσης συντελέστηκε κυρίως μέσω μειώσεων του

²¹ Βλ. Cecchetti S., Mohanty M. and Zampolli F., "The real effects of debt", BIS Working Papers No 352, September 2011.

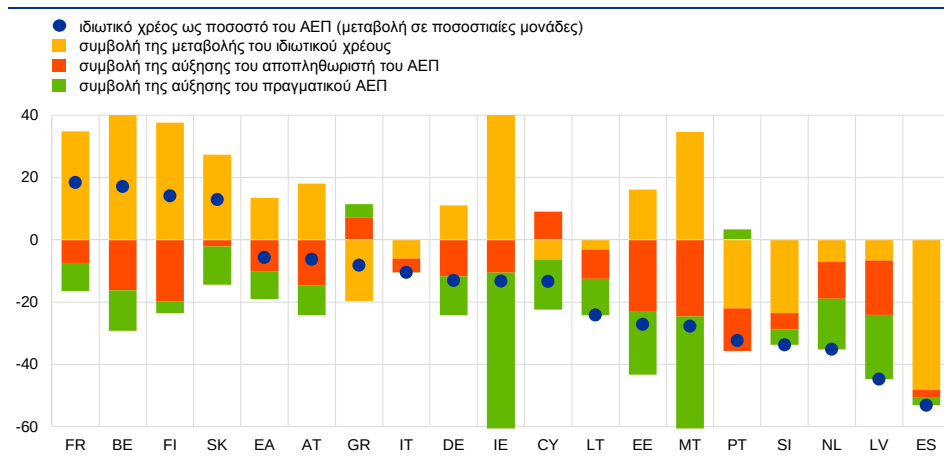
²² Βλ. Schivardi, F., Sette, E. and Tabellini, G., "Credit Misallocation During the European Financial Crisis", Centre for Economic Policy Research Discussion Paper, No DP11901, March 2017, and McGowan, M. A., Andrews, D. and Millot, V., "The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries", OECD Working Papers No 1372, January 2017.

²³ Βλ. Chen, S., Kim, M., Otte, M., Wiseman K. and Zdzienicka, A., "Private sector deleveraging and growth following busts", IMF Working Papers No 15/35, February 2015.

ονομαστικού χρέους, δηλ. αποπληρωμών ή διαγραφών. Σε πέντε χώρες (την Ιταλία, την Κύπρο, τη Λετονία, τη Λιθουανία και την Ολλανδία) η διαδικασία απομόχλευσης υπήρξε το αποτέλεσμα μείωσης του ονομαστικού χρέους σε συνδυασμό με αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ. Σε άλλες πέντε (τη Γερμανία, την Εσθονία, την Ιρλανδία, τη Μάλτα και την Αυστρία), η απομόχλευση επιτεύχθηκε αποκλειστικά λόγω της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ. Το διάγραμμα δείχνει επίσης ότι η συρρίκνωση του ονομαστικού ΑΕΠ επιβράδυνε τη διαδικασία μείωσης του χρέους στην Ελλάδα, την Κύπρο και την Πορτογαλία.

Διάγραμμα Ε

Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ από την κορύφωσή του έως το 8^ο τρίμηνο του 2016.



Πηγή: Eurostat.

Σημειώσεις: Ο λόγος του χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ κορυφώθηκε το 2009 για τη ζώνη του ευρώ και τις EE, ES, LT, MT, NL, AT και PT, το 2010 για τις LV και SI, το 2012 για τις IE, GR και IT και το 2014 για την CY. Η πράσινη ράβδος εμφανίζεται περικυκλωμένη στην περίπτωση των IE (-86,4 ποσοστιαίες μονάδες) και MT (-37,8 ποσοστιαίες μονάδες) και η κίτρινη στην περίπτωση των BE (+46,3 ποσοστιαίες μονάδες) και IE (+83,7 ποσοστιαίες μονάδες).

Η σημερινή διαδικασία απομόχλευσης υποβοηθείται από τη σημαντική μείωση των δαπανών για τόκους. Η διάρθρωση των δανείων κατά διάρκεια και οι δαπάνες για τόκους χρησιμοποιούνται στη μέτρηση της βραχυπρόθεσμης δανειακής επιβάρυνσης και, ως εκ τούτου, οι δείκτες αυτοί μπορούν να παράσχουν πληροφόρηση αναφορικά με βραχυπρόθεσμους κινδύνους συνδεδεμένους με την ικανότητα ομαλής αποπληρωμής του χρέους. Αν και συγκεντρωτικά στοιχεία για τη μέση διάρθρωση κατά διάρκεια των δανείων και των τίτλων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων δεν είναι ευρέως διαθέσιμα, μπορεί ωστόσο να οριστεί ένας βραχυπρόθεσμος δείκτης χρηματοοικονομικής πίεσης των δανειοληπτών ως το πηλίκο των δαπανών για τόκους προς το εισόδημα. Ο δείκτης αυτός φαίνεται στο Διάγραμμα ΣΤ, όπου η μπλε γραμμή αντιπροσωπεύει τον μέσο λόγο των δαπανών για τόκους προς το εισόδημα στη ζώνη του ευρώ και οι σκιασμένες περιοχές αντιπροσωπεύουν το διατεταρτημοριακό εύρος στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Τόσο για νοικοκυριά όσο και για τις ΜΧΕ, παρατηρείται τάση μείωσης των λόγων των δαπανών για τόκους προς το εισόδημα, ιδίως μετά το 2009. Για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, οι μέσες δαπάνες των νοικοκυριών για τόκους μειώθηκαν από 4,1% το 2008 σε 0,9% του ακαθάριστου διαθέσιμου εισοδήματος το 2016, ενώ αυτές των ΜΧΕ μειώθηκαν από 19,4% του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος το 2008 σε 6,5% το 2016. Ωστόσο, παρατηρούνται διαφορές μεταξύ των δύο αυτών τομέων ως

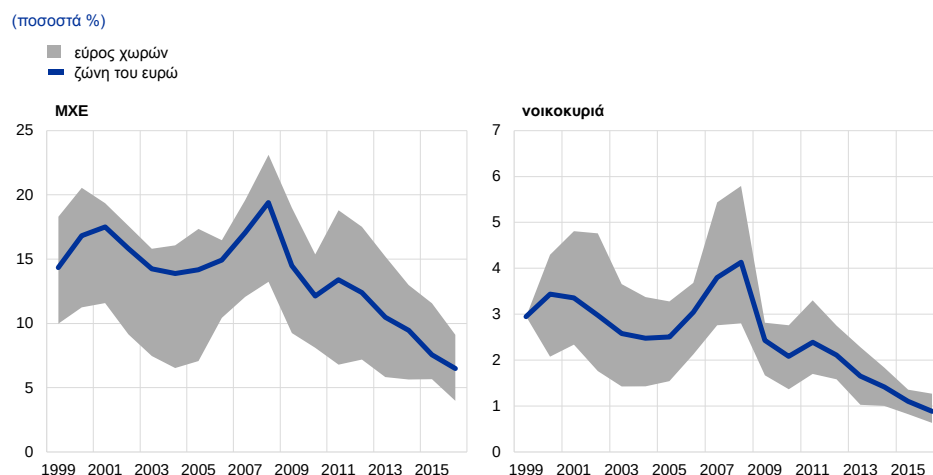
προς τη μεταξύ των χωρών ανομοιογένεια. Ενδεικτικά, αν και οι μεταξύ των χωρών διαφοροποιήσεις όσον αφορά την επιβάρυνση των νοικοκυριών για πληρωμές τόκων φαίνεται να έχουν περιοριστεί συγκριτικά με την αρχή της κρίσης, η ανομοιογένεια των λόγων των δαπανών για τόκους προς το εισόδημα παραμένει σχετικά σημαντική στην περίπτωση των ΜΧΕ. Αυτή η εντονότερη ανομοιογένεια στην περίπτωση των ΜΧΕ υποδηλώνει ότι στις επιμέρους χώρες εφαρμόζεται επί του παρόντος υψηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου για το χρέος των ΜΧΕ από ό,τι για το χρέος των νοικοκυριών.

Το προσεχές διάστημα, δεδομένων των υψηλών επιπέδων του χρέους σε ορισμένες χώρες, είναι πιθανόν να συνεχίσουν να υπάρχουν ανάγκες απομόχλευσης. Το παρόν πλαίσιο έδειξε ότι η ανάκαμψη του ΑΕΠ και το

περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων διευκόλυναν τη διαδικασία απομόχλευσης. Περαιτέρω απομόχλευση θα μπορούσε να επιτευχθεί μέσω της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ. Από πλευράς μέτρων, η βελτίωση των μηχανισμών ρύθμισης των οφειλών θα διευκόλυνε τις προσαρμογές των ισολογισμών. Ειδικότερα, τα μέτρα περαιτέρω βελτίωσης των πλαισίων για την αφερεγγυότητα, συμπεριλαμβανομένων αυτών που αφορούν την ενίσχυση των δικαστικών διαδικασιών και των εξωδικαστικών μηχανισμών, θα μπορούσαν να συμβάλουν σημαντικά στην ταχεία και διατηρήσιμη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, να οδηγήσουν σε μια πιο αποτελεσματική διάσωση των βιώσιμων επιχειρήσεων και να εγγυηθούν μεγαλύτερη ανάκτηση του χρέους για τους δανειστές.

Διάγραμμα ΣΤ

Λόγοι των δαπανών για τόκους προς το εισόδημα για μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΝΧΕ) και νοικοκυριά



Πηγή: Eurostat.

Σημειώσεις: Το εισόδημα μετρείται ως το ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημα για τα νοικοκυριά και το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Το εύρος των χωρών είναι το διατεταρτημοριακό εύρος στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τα νοικοκυριά στην περίπτωση της Εσθονίας, της Κύπρου, της Λεττονίας, της Λιθουανίας, του Λουξεμβούργου, της Μάλτας και της Σλοβακίας. Στην περίπτωση του Λουξεμβούργου και της Μάλτας υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία μόνο για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

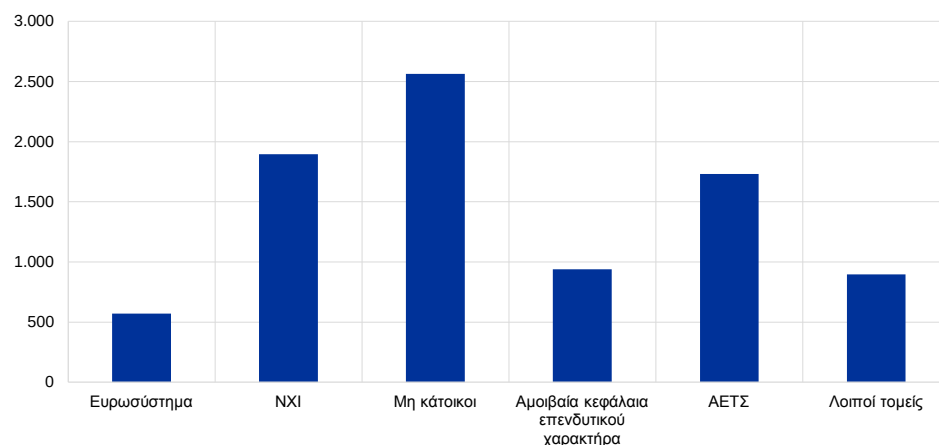
Ποιοι τομείς πώλησαν τους τίτλους του δημόσιου τομέα τους οποίους απέκτησε το Ευρωσύστημα;

Στο τέλος του 2014, αμέσως πριν από την έναρξη του προγράμματος αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP), τρεις τομείς διακρατούσαν σχεδόν τα 3/4 του συνόλου των χρεογράφων που εκδόθηκαν από κυβερνήσεις της ζώνης του ευρώ. Ο τομέας των μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ, ο οποίος είναι ανομοιογενής και αποτελείται κυρίως από σημαντικούς θεσμικούς επενδυτές (του ιδιωτικού ή του δημόσιου τομέα), αλλά επίσης περιλαμβάνει ιδιαίτερα δραστήριους συμμετέχοντες στην αγορά, διακρατούσε το μεγαλύτερο ποσοστό, 30% του συνολικού υπολοίπου. Τα νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (NXI) πλην του Ευρωσυστήματος (εφεξής NXI) διακρατούσαν 22%. Οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις και τα ταμεία συντάξεων (ΑΕΤΣ), που συνήθως χαρακτηρίζονται ως μακροπρόθεσμοι επενδυτές με ιδιαίτερη προτίμηση για συγκεκριμένο εύρος διαρκειών, διακρατούσαν 20%. Από τους λοιπούς τομείς, τα αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα πλην των αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος διακρατούσαν το μεγαλύτερο ποσοστό, 11% του υφιστάμενου υπολοίπου των κρατικών χρεογράφων της ζώνης του ευρώ. Το εναπομένον κατανέμεται στο Ευρωσύστημα (7%) και σε όλους τους λοιπούς τομείς ως σύνολο (νοικοκυριά, μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης που δεν ταξινομούνται στους προαναφερθέντες τομείς), από κοινού 10% του συνόλου (βλ. Διάγραμμα Α).

Διάγραμμα Α

Τίτλοι του δημόσιου τομέα της ζώνης του ευρώ που διακρατούνταν ανά τομέα πριν από το PSPP (δ' τρ. 2014)

(υπόλοιπα σε δισεκ. ευρώ)



Πηγή: ΕΚΤ, βάσει των τριμηνιαίων λογαριασμών ανά τομέα.

Σημείωση: Στο τέλος του δ' τριμήνου του 2014 το συνολικό υπόλοιπο των χρεογράφων που εκδόθηκαν από τον τομέα της γενικής κυβέρνησης της ζώνης του ευρώ διαμορφώθηκε σε 8,6 τρισεκ. ευρώ.

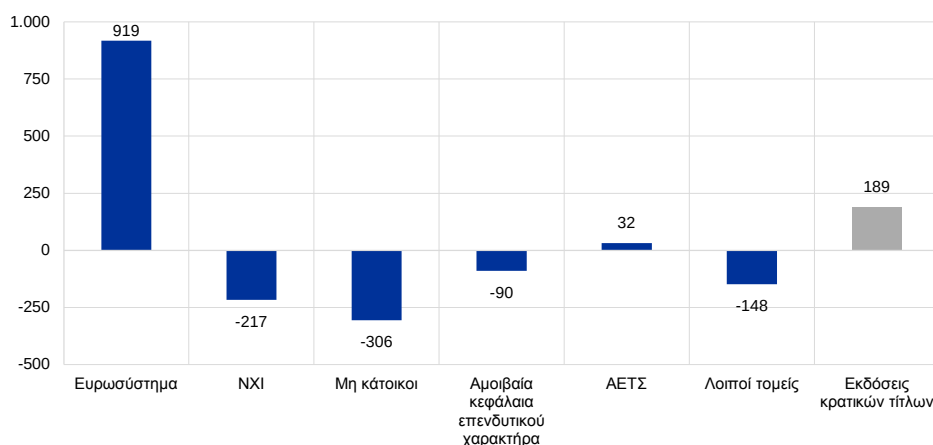
Με διόρθωση για διαφορές αποτίμησης και αναταξινομήσεις, η μεγαλύτερη μείωση της διακράτησης τίτλων του δημόσιου τομέα της ζώνης του ευρώ μετά την έναρξη του προγράμματος PSPP καταγράφεται στους τομείς των μη κατοίκων και των NXI. Από το β' τρίμηνο του 2015 έως το δ' τρίμηνο του 2016 το

Ευρωσύστημα αγόρασε σε καθαρή βάση ύψους 919 δισεκ. ευρώ.²⁴ Σχεδόν όλοι οι υπόλοιποι τομείς κατέγραψαν αρνητικές ροές, με τις μεγαλύτερες αρνητικές ροές να σημειώνονται στον τομέα των μη κατοίκων (-306 δισεκ. ευρώ) και στον τομέα των NXI (-217 δισεκ. ευρώ) (βλ. Διάγραμμα Β). Ωστόσο, η ανάλυση των καταγεγραμμένων ροών δεν παρέχει ακριβή εικόνα της επίδρασης που άσκησαν οι αγορές του Ευρωσυστήματος στη συμπεριφορά κάθε τομέα αναφορικά με τους τίτλους του δημόσιου τομέα της ζώνης του ευρώ. Επί παραδείγματι, οι ΑΕΤΣ απέκτησαν σε καθαρή βάση τίτλους αξίας 32 δισεκ. ευρώ μεταξύ β' τριμήνου 2015 και δ' τριμήνου 2016. Αυτό δεν σημαίνει ότι το πρόγραμμα PSPP δεν είχε καμία επίδραση στην απόκτηση τίτλων του δημόσιου τομέα από ΑΕΤΣ, δεδομένου ότι η επίδραση αυτή μπορεί να υπολογιστεί μόνο σε σχέση με τις αγορές που θα είχε πραγματοποιήσει κάθε τομέας και με την τομεακή σύνθεση της έκδοσης νέων χρεογράφων εάν δεν υπήρχε το πρόγραμμα PSPP.

Διάγραμμα Β

Καθαρές ροές τίτλων του δημόσιου τομέα της ζώνης του ευρώ ανά τομέα την περίοδο β' τρ. 2015-δ' τρ. 2016

(δισεκ. ευρώ)



Πηγή: ΕΚΤ, βάσει τριμηνιαίων λογαριασμών ανά τομέα.

Οι μη κάτοικοι και, σε μικρότερο βαθμό, τα NXI εκτιμάται ότι κατέγραψαν τη μεγαλύτερη μείωση της διακράτησης τίτλων του δημόσιου τομέα σε απόλυτους όρους από την έναρξη του προγράμματος PSPP και εξής.

Προκειμένου να αναλυθεί η ανταπόκριση κάθε τομέα στις πράξεις αγοράς κρατικών ομολόγων από το Ευρωσύστημα, απαιτείται πρώτα να εκτιμηθούν οι καθαρές ροές που θα καταγράφονταν εάν δεν υπήρχε το πρόγραμμα PSPP (δηλ. οι θεωρητικές (counterfactual) ροές). Η εκτίμηση πραγματοποιείται με τη χρήση μεταβλητών που συνήθως προσδιορίζουν την αγοραστική συμπεριφορά κάθε τομέα, οι οποίες

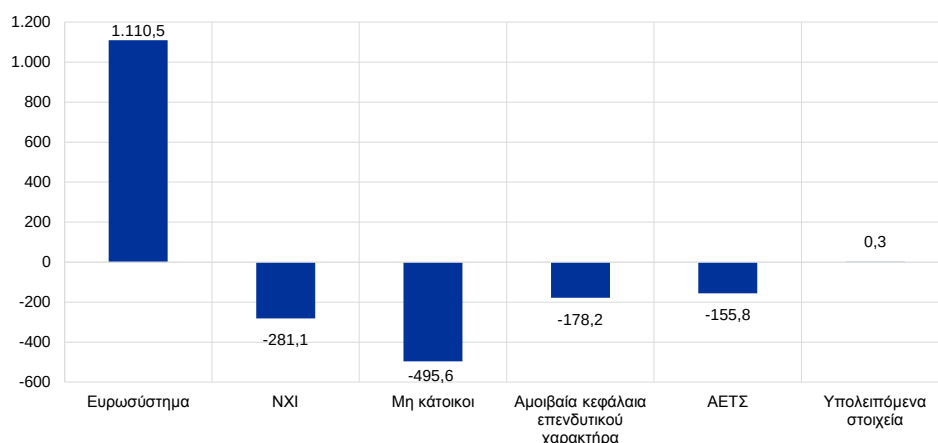
²⁴ Οι καθαρές αγορές κρατικών τίτλων από το Ευρωσύστημα περιλαμβάνουν και εξοφλήσεις στο πλαίσιο του προγράμματος για τις αγορές τίτλων, καθώς και καθαρές αγορές στο πλαίσιο της Συμφωνίας για καθαρά χρηματοοικονομικά στοιχεία (ANFA). Επιπλέον, οι αγορές μέσω PSPP περιλαμβάνουν και ορισμένους τίτλους οι οποίοι δεν αναφέρονται στην στατιστική ταξινόμηση των κρατικών τίτλων. Οι παράγοντες αυτοί εξηγούν τη διαφορά μεταξύ των στοιχείων που παρατίθενται στο παρόν πλαίσιο και των στοιχείων για τις πραγματικές αγορές μέσω του προγράμματος PSPP που δημοσιεύονται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

ωστόσο δεν επηρεάζονται από το πρόγραμμα PSPP.²⁵ Ο αντίκτυπος του προγράμματος PSPP στη διακράτηση τίτλων του δημόσιου τομέα από κάθε τομέα υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ των καταγεγραμμένων και των εκτιμώμενων σύμφωνα με τα παραπάνω ροών.

Διάγραμμα Γ

Εκτιμώμενος αντίκτυπος του προγράμματος PSPP στη διακράτηση τίτλων του δημόσιου τομέα της ζώνης του ευρώ ανά τομέα με βάση τις ροές (Μάρτιος 2015-Μάρτιος 2017)

(συνθετικές ροές σε δισεκ. ευρώ)



Πηγές: Για τα NXI: στατιστικά στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων των NXI, για τους μη κατοίκους: ισοζύγιο πληρωμών, για τα αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα: στατιστικά στοιχεία για τους επενδυτικούς οργανισμούς, για τις ΑΕΤΣ: τριμηνιαίοι λογαριασμοί ανά τομέα, για την έκδοση τίτλων του δημόσιου τομέα: εκδόσεις τίτλων στη ζώνη του ευρώ και για τον δείκτη μεταβλητότητας VIX: DataStream (τα δύο τελευταία χρησιμοποιούνται μόνο για τον υπολογισμό των σχεδιαζόμενων καθαρών αγορών).

Σημειώσεις: Ο εκτιμώμενος αντίκτυπος υπολογίζεται ως οι καταγεγραμμένες ροές μείον τις εκτιμώμενες καθαρές αγορές, με βάση την εκτιμώμενη αγοραστική συμπεριφορά κάθε τομέα το διάστημα πριν από την έναρξη του προγράμματος PSPP. Οι περίοδοι που καλύπτονται είναι: για το Ευρωσύστημα, τα NXI, τους μη κατοίκους και την έκδοση τίτλων του δημόσιου τομέα: Μάρτιος 2015-Μάρτιος 2017, για τα αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα: β' τρ. 2015-α' τρ. 2017 και για τις ΑΕΤΣ: β' τρ. 2015-δ' τρ. 2016. Έχει γίνει στατιστική παρεμβολή των στοιχείων προκειμένου να καλυφθούν οι περίοδοι για τις οποίες δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία: Μάρτιος 2015 για τα αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα, Μάρτιος 2015 και α' τρ. του 2017 και τις ΑΕΤΣ. Στα υπολειμματικά μεγέθη περιλαμβάνονται όλοι οι λοιποί τομείς καθώς και οι στατιστικές διαφορές.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι μεταξύ Μαρτίου 2015 και Μαρτίου 2017 οι μη κάτοικοι εκτιμάται ότι μείωσαν τη διακράτηση τίτλων του δημόσιου τομέα της ζώνης του ευρώ κατά 496 δισεκ. ευρώ σε σχέση με το πώς θα είχε διαμορφωθεί η κατάσταση, εάν οι καθαρές αγορές τίτλων του δημόσιου τομέα από το Ευρωσύστημα ήταν μηδενικές (βλ. Διάγραμμα Γ). Το ποσό αυτό ανέρχεται σε 45% της καθαρής αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα από το Ευρωσύστημα την περίοδο από τον Μάρτιο του 2015 έως τον Μάρτιο του 2017. Ανάλογος υπολογισμός δείχνει ότι τα NXI μείωσαν τη διακράτηση τίτλων κατά ένα μέγεθος που αναλογεί στο 25% περίπου (281 δισεκ.

²⁵ Για τις εκτιμήσεις εφαρμόζεται η προσέγγιση των Joyce et al. (Joyce, M., Liu, Z. and Tonks, I., "Institutional investors and the QE portfolio balance channel", *Journal of Money, Credit & Banking*, υπό έκδοση). Για τα NXI και τους μη κατοίκους, ως εκτιμητές (ερμηνευτικές μεταβλητές) εφαρμόζονται η καθαρή έκδοση κρατικών τίτλων, οι καθαρές αγορές από το Ευρωσύστημα πριν από την έναρξη του προγράμματος PSPP και ο δείκτης VIX, ο οποίος αποτυπώνει τη μεταβλητότητα στις διεθνείς αγορές. Για τα αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα και τις ΑΕΤΣ, χρησιμοποιούνται μεταβλητές που αποτυπώνουν την πλευρά του παθητικού κάθε τομέα, δηλ. την καθαρή έκδοση μετοχών/μεριδίων για τα αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα και τα τεχνικά αποθέματα των ασφαλιστικών εταιριών για τις ΑΕΤΣ, δεδομένου ότι η επενδυτική συμπεριφορά αυτών των τομέων ενδέχεται να επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τις απαιτήσεις των πελατών. Περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με την εφαρμογή της εν λόγω προσέγγισης στη ζώνη του ευρώ βλ. Adalid, R., and Palligkinis, S., "Sectoral Sales of Government Securities During the ECB's Asset Purchase Programme" SSRN mimeo, December 2016.

ευρώ) της καθαρής αγοράς τίτλων από το Ευρωσύστημα. Η διακράτηση από αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα και ΑΕΤΣ υπολογίζεται ότι μειώθηκε κατά ένα μέγεθος που αναλογεί σε 16% και 14% αντίστοιχα της καθαρής αγοράς τίτλων από το Ευρωσύστημα.²⁶ Τα ευρήματα αυτά δεν προκαλούν έκπληξη, δεδομένου ότι οι μη κάτοικοι και τα ΝΧΙ διακρατούσαν τα υψηλότερα ποσοστά τίτλων του δημόσιου τομέα αμέσως πριν από την έναρξη του προγράμματος PSPP.

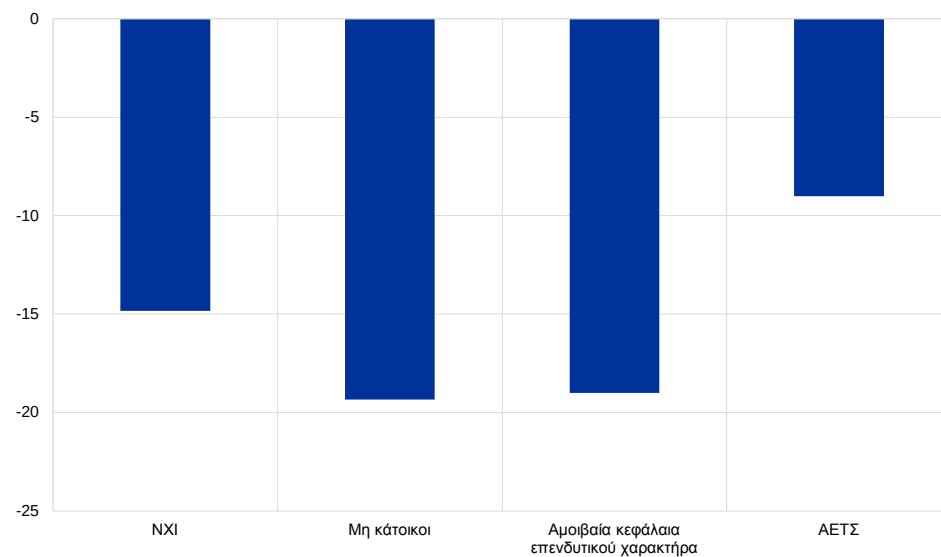
Σε σχέση με τους τίτλους που διακρατούσαν αρχικά, οι μη κάτοικοι και τα αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα εκτιμάται ότι παρουσίασαν την εντονότερη αντίδραση στις αγορές του Ευρωσυστήματος. Προκειμένου να αξιολογηθεί η σχετική αντίδραση κάθε τομέα στις αγορές του Ευρωσυστήματος, ο εκτιμώμενος αντίκτυπος εκφράζεται σε σχέση με τη διακράτηση τίτλων από τον συγκεκριμένο τομέα πριν από την έναρξη του προγράμματος PSPP. Από τη σύγκριση προκύπτει ότι οι μη κάτοικοι και τα αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα εμφάνισαν την ισχυρότερη ανταπόκριση, με τον αντίκτυπο και στους δύο τομείς να διαμορφώνεται στο 20% της διακράτησης τίτλων του δημόσιου τομέα της ζώνης του ευρώ πριν από την έναρξη του προγράμματος PSPP. Αντίθετα, η ανταπόκριση του τομέα των ΑΕΤΣ, ενός από τους σημαντικότερους τομείς ως προς τη διακράτηση τίτλων του δημόσιου τομέα, αναλογεί σε λιγότερο από 10% της διακράτησης τίτλων από τον εν λόγω τομέα πριν από την έναρξη του προγράμματος PSPP. Με ποσοστό 15%, η ανταπόκριση του τομέα των ΝΧΙ διαμορφώθηκε ανάμεσα στους άλλους τομείς. Η σχετικά μικρή ανταπόκριση του τομέα των ΑΕΤΣ αντικατοπτρίζει ενδεχομένως τις επενδυτικές στρατηγικές στον εν λόγω τομέα, οι οποίες κυριαρχούνται από την ανάγκη κάλυψης των μακροχρόνιων δεσμεύσεων που έχουν αναλάβει και υπόκεινται σε σημαντικούς κανονιστικούς περιορισμούς. Αντίθετα, οι τομείς των μη κατοίκων και των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα ενδέχεται να περιλαμβάνουν μεγαλύτερο ποσοστό ενεργών συμμετεχόντων στην αγορά, οι οποίοι εστιάζουν κυρίως στις αποδόσεις.

²⁶ Τα Διαγράμματα Β και Γ περιέχουν διαφορές μεταξύ των δεδομένων λόγω της χρήσης διαφορετικών χρονικών περιόδων και πηγών. Στο Διάγραμμα Β παρατίθενται οι ροές ομοιόμορφα για όλους τους τομείς από τους τριμηνιαίους λογαριασμούς ανά τομέα, οι οποίοι επί του παρόντος είναι διαθέσιμοι μόνο έως το 8^ο τρίμηνο του 2016. Στο Διάγραμμα Γ χρησιμοποιούνται επιμέρους στατιστικά στοιχεία ανά τομέα. Αυτά είναι διαθέσιμα σε μηνιαία βάση για τους μη κατοίκους και τα ΝΧΙ, δηλ. τους δύο πιο σημαντικούς τομείς για την ανάλυση που παρουσιάζεται στο παρόν πλαίσιο. Έτσι, η ανάλυση ξεκινά ταυτόχρονα με την έναρξη του προγράμματος PSPP, τον Μάρτιο του 2015, και εκτείνεται μέχρι τον Μάρτιο του 2017.

Διάγραμμα Δ

Εκτιμώμενος αντίκτυπος του προγράμματος PSPP στη διακράτηση τίτλων του δημόσιου τομέα της ζώνης του ευρώ ανά τομέα (Μάρτιος 2015-Μάρτιος 2017) σε σχέση με τη διακράτηση τίτλων πριν από την έναρξη του προγράμματος

(ποσοστά υπολοίπων το 8^ο τρ. του 2014)



Πηγές και σημειώσεις: Βλ. Διαγράμματα Α και Γ.

Ειδικές ανά χώρα συστάσεις δημοσιονομικής πολιτικής στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου 2017

Στις 22 Μαΐου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε τις ειδικές ανά χώρα συστάσεις οικονομικών και δημοσιονομικών πολιτικών για όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ εξαιρουμένης της Ελλάδος, μαζί με συστάσεις για την εφαρμογή του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) της Ευρωπαϊκής Ένωσης για επιμέρους χώρες. Οι ειδικές ανά χώρα συστάσεις οριστικοποιήθηκαν και εγκρίθηκαν από τους υπουργούς οικονομίας και οικονομικών των προαναφερθέντων κρατών-μελών στις 16 Ιουνίου. Προγραμματίζεται να εγκριθούν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 22-23 Ιουνίου και θα δημοσιευθούν στα μέσα Ιουλίου.²⁷ Σκοπός των συστάσεων δημοσιονομικής πολιτικής του Συμβουλίου είναι να διασφαλίσουν τη συμμόρφωση των χωρών της ΕΕ προς το ΣΣΑ. Προς τον σκοπό αυτό, περιλαμβάνουν αξιολογήσεις σχετικά με τα επικαιροποιημένα προγράμματα σταθερότητας και σύγκλισης του 2017, τα οποία υπέβαλαν οι κυβερνήσεις στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Συμβούλιο τον Απρίλιο. Όσον αφορά τη συνακόλουθη ανάληψη δράσεων, οι ειδικές ανά χώρα συστάσεις δημοσιονομικής πολιτικής των χωρών της ζώνης του ευρώ που εκδόθηκαν στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου 2017 θα πρέπει να αντανakλώνται στα σχέδια δημοσιονομικών προγραμμάτων των κυβερνήσεων για το 2018. Τα εν λόγω σχέδια πρέπει να υποβληθούν στο Eurogroup και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή έως τα μέσα Οκτωβρίου 2017. Βάσει αυτών των δεδομένων, το παρόν πλαίσιο εξετάζει τις συστάσεις δημοσιονομικής πολιτικής που απευθύνθηκαν προς τις 18 χώρες της ζώνης του ευρώ.

Σύμφωνα με τις Εαρινές οικονομικές προβλέψεις 2017 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης της ζώνης του ευρώ συνοδεύεται από διαφοροποίηση μεταξύ των χωρών όσον αφορά την πρόοδο προς την επίτευξη βιώσιμων δημόσιων οικονομικών. Αφενός, σύμφωνα με την αξιολόγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, οκτώ χώρες έχουν επιτύχει τους μεσοπρόθεσμους δημοσιονομικούς τους στόχους (ΜΠΣ) το 2016.²⁸ Αυτή η ευνοϊκή εξέλιξη θα βοηθήσει στην τόνωση των προϋπολογισμών της γενικής κυβέρνησης αυτών των χωρών και θα περιορίσει το δημόσιο χρέος τους μεσοπρόθεσμα, καθιστώντας τις οικονομίες τους πιο ανθεκτικές σε τυχόν δυσμενείς οικονομικές εξελίξεις. Αφετέρου, σε ορισμένες άλλες χώρες, οι διαρθρωτικές προσαρμογές υστερούν έναντι των απαιτήσεων του ΣΣΑ, παρά τη βελτίωση των οικονομικών συνθηκών. Έτσι, καθυστερεί η επίτευξη των ΜΠΣ και η δημιουργία δημοσιονομικών αποθεμάτων ασφαλείας, γεγονός που είναι ιδιαίτερα προβληματικό για τις χώρες με υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους. Αυτές οι χώρες καταγράφουν επί του παρόντος διαρθρωτικές δημοσιονομικές θέσεις που τείνουν να απέχουν περισσότερο από τους ΜΠΣ τους (βλ. πίνακα). Όσον αφορά το μέλλον, οι εν λόγω χώρες διατρέχουν τον κίνδυνο να αντιμετωπίσουν περιορισμούς στη χρήση της δημοσιονομικής πολιτικής

²⁷ Με την υιοθέτηση των ειδικών ανά χώρα συστάσεων από το Συμβούλιο Οικονομικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων (Συμβούλιο ECOFIN) στην προγραμματισμένη συνεδρίαση της 11ης Ιουλίου θα ολοκληρωθεί επίσημα η διαδικασία του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου 2017.

²⁸ Για έναν ορισμό των ΜΠΣ, βλ. το πλαίσιο με τίτλο "Η αποτελεσματικότητα του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου ως 'άγκυρας' των δημοσιονομικών πολιτικών", *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 4, ΕΚΤ, 2015.

κατά τρόπο σταθεροποιητικό στη διάρκεια της επόμενης καθοδικής φάσης του οικονομικού κύκλου και ίσως μάλιστα χρειαστεί να επιστρέψουν σε υπερκυκλική αυστηροποίηση της δημοσιονομικής πολιτικής τους. Τυχόν αυξήσεις των επιπέδων των επιτοκίων πιθανώς θα ασκούσαν πρόσθετες δημοσιονομικές πιέσεις.

Οι ειδικές ανά χώρα συστάσεις της Επιτροπής επισημαίνουν κινδύνους μη συμμόρφωσης προς τις απαιτήσεις διαρθρωτικής προσαρμογής που θέτει το ΣΣΑ σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ούτε η Γαλλία ούτε η Ισπανία, οι δύο χώρες με έλλειμμα άνω της τιμής αναφοράς του 3% του ΑΕΠ το 2016, αναμένεται να επιτύχουν αξιοσημείωτη διαρθρωτική προσαρμογή κατά την περίοδο 2017-18, δηλ. να μειώσουν το δημοσιονομικό τους έλλειμμα μέσω παραγόντων εκτός από την επίδραση του οικονομικού κύκλου και τη λήψη προσωρινών δημοσιονομικών μέτρων. Επιπλέον, προβλέπονται σημαντικές υστερήσεις έναντι των απαιτήσεων διαρθρωτικής προσαρμογής σε ορισμένες χώρες που υπάγονται επί του παρόντος στο προληπτικό σκέλος του ΣΣΑ και δεν έχουν ακόμη εκπληρώσει τους ΜΠΣ τους. Αυτό συμβαίνει τη στιγμή που οι εν λόγω απαιτήσεις διαρθρωτικής προσαρμογής έχουν μειωθεί σε μεγάλο βαθμό για μερικές χώρες, προκειμένου να ληφθούν υπόψη διάφοροι παράγοντες, συμπεριλαμβανομένων των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, των πρόσθετων δημόσιων επενδύσεων και των συνταξιοδοτικών μεταρρυθμίσεων, καθώς και των δαπανών που προκύπτουν από τη φιλοξενία προσφύγων και των πρόσθετων δαπανών ασφαλείας. Συνολικά, αυτή η ελαστικότητα θα μπορούσε να μειώσει τις απαιτήσεις για πρόοδο των χωρών προς την επίτευξη του ΜΠΣ τους από προσαρμογή ίση με περίπου $\frac{1}{2}$ % του ΑΕΠ σε προσαρμογή ίση με περίπου $\frac{1}{4}$ % του ΑΕΠ, κατά μέσο όρο, το 2017.²⁹ Εντούτοις, οι χώρες αυτές αναμένεται να ασκήσουν επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές που ισοδυναμούν με 0,3% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο, δηλαδή πολιτικές που επιδεινώνουν περαιτέρω το διαρθρωτικό τους αποτέλεσμα.

Οι συστάσεις δημοσιονομικής πολιτικής της Επιτροπής διαφέρουν από τις προηγούμενες σε δύο σημεία. Πρώτον, το μέγεθος της συνιστώμενης από το Συμβούλιο διαρθρωτικής προσαρμογής που θα πρέπει να πραγματοποιήσουν οι κυβερνήσεις ώστε να διασφαλίσουν πλήρη συμμόρφωση προς το ΣΣΑ προσδιορίζεται μόνο στις αιτιολογικές σκέψεις των συστάσεων και όχι στο διατακτικό. Συνήθως, στο διατακτικό πρέπει να παρέχονται σαφείς εκ των προτέρων κατευθύνσεις στις κυβερνήσεις για τον τρόπο διαχείρισης των δημόσιων οικονομικών τους κατά τους προσεχείς 12-18 μήνες. Το διατακτικό χρησιμεύει επίσης ως οδηγός για τα κοινοβούλια και το ευρύ κοινό και ως σημείο αναφοράς για την, κατά τρόπο διαφανή, εκ των υστέρων αξιολόγηση της συμμόρφωσης προς το ΣΣΑ. Είναι επομένως σημαντικό οι δημοσιονομικές κατευθύνσεις να ενσωματώνονται πλήρως και στα σχέδια δημοσιονομικών προγραμμάτων των κυβερνήσεων για το 2018, ώστε να εξασφαλιστεί ικανοποιητική πρόοδος προς την επίτευξη υγιών δημόσιων οικονομικών. Δεύτερον, για όλες τις χώρες με απαιτήσεις διαρθρωτικής προσαρμογής που ισοδυναμούν με 0,5% του ΑΕΠ και άνω το 2018, ανεξάρτητα από το επίπεδο του δημόσιου χρέους τους, στις αιτιολογικές σκέψεις αναφέρεται ότι “η

²⁹ Εξαιρούνται οι χώρες που έχουν ήδη επιτύχει τους ΜΠΣ τους.

αξιολόγηση του σχεδίου δημοσιονομικού προγράμματος του 2018 και η εκ των υστέρων αξιολόγηση των δημοσιονομικών αποτελεσμάτων του 2018 θα πρέπει να λάβει δεόντως υπόψη τον στόχο της επίτευξης δημοσιονομικού προσανατολισμού που συμβάλλει τόσο στην ενίσχυση της τρέχουσας ανάκαμψης όσο και στη διασφάλιση της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών του/της [αντίστοιχου κράτους-μέλους]”. Κάτι τέτοιο ενδέχεται να συνεπάγεται μειώσεις των απαιτήσεων διαρθρωτικής προσαρμογής πέρα από αυτές που έχουν παραχωρηθεί βάσει των υφιστάμενων διατάξεων ελαστικότητας του ΣΣΑ (όπως ανακοινώθηκαν από την Επιτροπή τον Ιανουάριο του 2015³⁰). Μελλοντικά, είναι σημαντικό να διασφαλιστεί η συνεπής υλοποίηση του ΣΣΑ που βασίζεται σε κανόνες.

Πίνακας

Απαιτήσεις διαρθρωτικής προσπάθειας στο πλαίσιο του ΣΣΑ για την περίοδο 2017-18

	Μεσοπρόθεσμος δημοσιονομικός στόχος	2016	2017		2018	
		Διαρθρωτικό αποτέλεσμα*	Μεταβολή διαρθρωτικού αποτελέσματος*	Απαίτηση διαρθρωτικής προσαρμογής βάσει της CSR	Μεταβολή διαρθρωτικού αποτελέσματος*	Απαίτηση διαρθρωτικής προσαρμογής βάσει της CSR
Προληπτικό σκέλος του ΣΣΑ						
Βέλγιο	0,0	-2,2	0,6	0,6	-0,3	0,6
Γερμανία	-0,5	0,8	-0,2	ΜΠΣ	-0,3	ΜΠΣ
Εσθονία	-0,5	0,2	-0,6	ΜΠΣ	-0,4	ΜΠΣ
Ιρλανδία	-0,5	-1,7	0,6	0,6	0,8	0,6
Ιταλία	0,0	-1,7	-0,2	0,6	-0,3	0,6
Κύπρος	0,0	0,9	-1,1	ΜΠΣ	-0,2	0,2
Λεττονία	-1,0	-0,8	-0,7	ΜΠΣ	-0,9	-0,3
Λιθουανία	-1,0	-0,2	-0,7	ΜΠΣ	-0,2	ΜΠΣ
Λουξεμβούργο	-0,5	2,0	-1,6	ΜΠΣ	-0,2	ΜΠΣ
Μάλτα	0,0	0,4	0,0	ΜΠΣ	0,2	ΜΠΣ
Ολλανδία	-0,5	0,7	-0,4	ΜΠΣ	0,2	ΜΠΣ
Αυστρία	-0,5	-1,0	0,0	0,3	0,1	0,3
Πορτογαλία	0,25	-2,0	-0,2	0,6	-0,1	0,6
Σλοβενία	0,25	-1,7	-0,1	0,6	-0,5	1,0
Σλοβακία	-0,5	-1,5	0,1	0,5	0,5	0,5
Φινλανδία	-0,5	-0,9	-0,5	-0,5	0,0	0,1
Διορθωτικό σκέλος του ΣΣΑ						
Ισπανία (προθεσμία ΔΥΕ 2018)	0,0	-3,5	0,1	0,5	0,0	0,5
Γαλλία (προθεσμία ΔΥΕ 2017)	-0,4	-2,5	0,2	0,9	-0,5	0,6

Πηγή: Εαρινές οικονομικές προβλέψεις 2017 (*) και ειδικές ανά χώρα συστάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Σημειώσεις: Στον πίνακα, οι απαιτήσεις διαρθρωτικής προσαρμογής είναι αυτές που περιέχονται στις ειδικές ανά χώρα συστάσεις (CSR). Για ορισμένες χώρες που υπάγονται στο προληπτικό σκέλος, οι απαιτήσεις αυτές έχουν μειωθεί μετά την παραχώρηση ελαστικότητας για να ληφθεί υπόψη η υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, πρόσθετες δημόσιες επενδύσεις κ.λπ. Για άλλες χώρες, οι εν λόγω απαιτήσεις μπορούν ακόμη να μειωθούν εφόσον η ελαστικότητα αυτή παραχωρηθεί εκ των υστέρων. Η ένδειξη “ΜΠΣ” αντανάκλα το γεγονός ότι, σύμφωνα με την πρόβλεψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, οι χώρες έχουν επιτύχει τον ΜΠΣ τους στην αρχή του εκάστοτε έτους. Οι απαιτήσεις διαρθρωτικής προσαρμογής μπορεί να είναι υψηλότερες για τις χώρες που υπάγονται στον κανόνα χρέους. Ως ΔΥΕ νοείται η διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος.

³⁰ Βλ. την Ανακοίνωση σχετικά με την αξιοποίηση στο έπακρο της ελαστικότητας στο πλαίσιο των υφιστάμενων κανόνων του ΣΣΑ της Επιτροπής.

Στις 22 Μαΐου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε επίσης συστάσεις σχετικά με την εφαρμογή του ΣΣΑ.

Η Επιτροπή συνέστησε την άρση της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) για την Πορτογαλία έως τη λήξη της προθεσμίας της το 2016 και το Συμβούλιο εξέδωσε σχετική απόφαση στις 16 Ιουνίου. Επιπλέον, σε εκθέσεις που καταρτίστηκαν βάσει του άρθρου 126 παράγραφος 3 της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η Επιτροπή εξέτασε την παράβαση του κριτηρίου για το χρέος στο Βέλγιο και τη Φινλανδία το 2016 και αποφάσισε να μην ενεργοποιήσει ΔΥΕ. Στην περίπτωση της Φινλανδίας, η υπέρβαση της τιμής αναφοράς για το δημόσιο χρέος κατά 3,6% του ΑΕΠ αποδόθηκε σε διάφορους ελαφρυντικούς παράγοντες, όπως μεταξύ άλλων στην παροχή χρηματοδοτικών στήριξης προς άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ για λόγους διαφύλαξης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, καθώς και στην αρνητική επίδραση του οικονομικού κύκλου. Όσον αφορά το Βέλγιο, η Επιτροπή συμπέρανε ότι, για το 2016 και το 2017 συνολικά, η χώρα κρίθηκε ότι διέτρεχε κίνδυνο μη συμμόρφωσης προς τις απαιτήσεις του προληπτικού σκέλους του ΣΣΑ. Εντούτοις, η ανάλυση έδειξε ότι το κριτήριο του χρέους θα πρέπει να θεωρηθεί ότι πληρούται επί του παρόντος, δεδομένου ότι η προβλεπόμενη απόκλιση θα μπορούσε ακόμη να διορθωθεί το 2017. Όσον αφορά την Ιταλία, η απόφαση ενεργοποίησης ΔΥΕ βάσει του χρέους αναβλήθηκε. Η Επιτροπή προβλέπει να αξιολογήσει εκ νέου τη συμμόρφωση της Ιταλίας προς το κριτήριο του χρέους βάσει των σχεδίων δημοσιονομικών προγραμμάτων για το 2018 και των Φθινοπωρινών οικονομικών προβλέψεων 2017 της Επιτροπής. Γενικώς, περιπτώσεις εφαρμογής του κανόνα για το χρέος του ΣΣΑ, οι οποίες βασίζονται στη συμμόρφωση προς το προληπτικό σκέλος μεσοπρόθεσμα και σε εκ των υστέρων επικυρωμένα δεδομένα, δημιουργούν τον κίνδυνο να καθυστερήσουν αδικαιολόγητα οι τελικές αποφάσεις σχετικά με την ενεργοποίηση ή όχι ΔΥΕ βάσει του χρέους. Εν τω μεταξύ, οι υστερήσεις των διαρθρωτικών προσαρμογών έναντι των απαιτήσεων του ΣΣΑ θα μπορούσαν να αυξήσουν περαιτέρω τους κινδύνους για τη βιωσιμότητα του χρέους. Μελλοντικά, η αξιολόγηση της συμμόρφωσης προς το κριτήριο του χρέους θα πρέπει να αποσαφηνιστεί περαιτέρω, με βάση σαφώς μετρήσιμους παράγοντες, έτσι ώστε να διασφαλίζεται η αποτελεσματική εφαρμογή του κανόνα για το χρέος του ΣΣΑ.³¹

Εν κατακλείδι, το ΣΣΑ, με την πάροδο του χρόνου, έχει δεχθεί συχνές τροποποιήσεις και ερμηνείες και, ως εκ τούτου, έχει καταστεί πολύ περίπλοκο.

Αυτό δυσχεραίνει περισσότερο τη συνεπή εφαρμογή των κανόνων σε όλες τις χώρες και διαχρονικά. Παράλληλα, η αποτελεσματικότητα οποιουδήποτε δημοσιονομικού πλαισίου εξαρτάται από την εφαρμογή του. Από αυτή την άποψη, η πλήρης, νομικά ορθή και συνεπής εφαρμογή των κανόνων του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης αποτελεί κοινή ευθύνη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Συμβουλίου και έχει ύψιστη σημασία για την αξιοπιστία του Συμφώνου.

³¹ Βλ. το άρθρο με τίτλο "Government debt reduction strategies in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016.

Το δημοσιονομικό σύμφωνο: Η αξιολόγηση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τα επόμενα βήματα

Το δημοσιονομικό σύμφωνο δημιουργήθηκε ως απάντηση στην κρίση δημόσιου χρέους, προκειμένου να ενισχυθεί η δημοσιονομική πειθαρχία και να αυξηθεί η εθνική οικειοποίηση του πλαισίου δημοσιονομικής διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα, προβλεπόταν η ενσωμάτωση στο εθνικό δίκαιο μιας σειράς αρχών υγιούς δημοσιονομικής πολιτικής όπως αυτές τίθενται στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, καθώς και με τη δημιουργία κατάλληλων θεσμών που θα υποστηρίζουν έναν επαρκώς υποστήριξης ενός ορθά τεκμηριωμένου εθνικού πολιτικού διαλόγου επί αυτών των θεμάτων.

Για την επίτευξη αυτών των στόχων, το δημοσιονομικό σύμφωνο³² υποχρεώνει τις συμμετέχουσες χώρες να δεσμευθούν νομικά σε έναν κανόνα ισοσκελισμένου προϋπολογισμού και να θεσπίσουν θεσμούς που θα παρακολουθούν τη συμμόρφωση προς τον εν λόγω κανόνα. Ο κανόνας ισοσκελισμένου προϋπολογισμού, ο οποίος πρέπει να ενσωματωθεί στο εθνικό δίκαιο, κατά προτίμηση με συνταγματική διάταξη, θεωρείται ότι τηρείται εάν το διαρθρωτικό αποτέλεσμα μιας χώρας συνάδει με τον μεσοπρόθεσμο στόχο της (ΜΠΣ).³³ Οι χώρες που δεν έχουν επιτύχει ακόμη τον ΜΠΣ τους πρέπει να εξασφαλίσουν ταχεία σύγκλιση προς αυτόν. Σε περίπτωση σημαντικής απόκλισης από τον κανόνα, θα ενεργοποιείται αυτόματα ένας διορθωτικός μηχανισμός σε εθνικό επίπεδο. Όσον αφορά τον διορθωτικό μηχανισμό, η Επιτροπή πρότεινε τη θέσπιση κοινών αρχών οι οποίες, μεταξύ άλλων, θα προσδιορίζουν το είδος, την έκταση και το χρονικό πλαίσιο των διορθωτικών ενεργειών.³⁴ Ως προς τα όργανα που θα είναι αρμόδια για την παρακολούθηση της τήρησης των κανόνων, οι κυβερνήσεις που δεσμεύονται από το δημοσιονομικό σύμφωνο αναλαμβάνουν να θεσπίσουν ανεξάρτητους εθνικούς δημοσιονομικούς θεσμούς (τα λεγόμενα δημοσιονομικά συμβούλια) που θα παρακολουθούν τη συμμόρφωση προς τους κανόνες. Οι εν λόγω θεσμοί θα διαδραματίζουν επίσης σημαντικό ρόλο όσον αφορά την ενεργοποίηση του διορθωτικού μηχανισμού στην περίπτωση που κάποια χώρα αποκλίνει από τον κανόνα.³⁵ Επιπλέον, σύμφωνα με τις κοινές αρχές, οι εθνικές αρχές οφείλουν να τηρούν την αρχή “είτε συμμορφώνεσαι είτε εξηγείς” (“comply or explain”) όταν καλούνται να ανταποκριθούν σε αξιολογήσεις των δημοσιονομικών συμβουλίων, δηλ. οφείλουν είτε να ακολουθήσουν τη συμβουλή του δημοσιονομικού συμβουλίου είτε να εξηγήσουν δημοσίως για ποιον λόγο αποκλίνουν από αυτή. Το δημοσιονομικό

³² Το δημοσιονομικό σύμφωνο αποτελεί μέρος της Συνθήκης για τη σταθερότητα, τον συντονισμό και τη διακυβέρνηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΣΣΣΔ). Η ΣΣΣΔ τέθηκε σε ισχύ την 1η Ιανουαρίου 2013 με προθεσμία ενός έτους για την ενσωμάτωσή της στο εθνικό δίκαιο. Πρόκειται για διακυβερνητική συμφωνία, η οποία υπογράφηκε από 25 χώρες (τα “συμβαλλόμενα μέρη”), εκ των οποίων οι 22 χώρες (δηλαδή οι 19 χώρες της ζώνης του ευρώ συν τη Βουλγαρία, τη Δανία και τη Ρουμανία) δεσμεύονται επισήμως από το δημοσιονομικό σύμφωνο.

³³ Βλ. επίσης το άρθρο με τίτλο “A fiscal compact for a stronger economic and monetary union”, *Monthly Bulletin*, ECB, May 2012, και το πλαίσιο με τίτλο “Κύρια στοιχεία του δημοσιονομικού συμφώνου”, *Μηνιαίο Δελτίο*, ΕΚΤ, Μάρτιος 2012.

³⁴ Βλ. [ανακοίνωση της Επιτροπής για τις κοινές αρχές](#).

³⁵ Στο “δίπτυχο” κανονισμών προσδιορίζονται αναλυτικότερα τα καθήκοντα των ανεξάρτητων δημοσιονομικών θεσμών, μεταξύ των οποίων περιλαμβάνεται η εκπόνηση, ή τουλάχιστον η έγκριση, των μακροοικονομικών προβολών που χρησιμοποιούνται για τη σύνταξη των δημοσιονομικών προγραμμάτων.

σύμφωνο συμπληρώνει άλλες πρόσφατες τροποποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν με στόχο την ενίσχυση του πλαισίου δημοσιονομικής διακυβέρνησης σε εθνικό επίπεδο, όπως η οδηγία σχετικά με τα εθνικά δημοσιονομικά πλαίσια και το “δίπτυχο” κανονισμών.³⁶

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε την αξιολόγησή της σχετικά με την ενσωμάτωση του δημοσιονομικού συμφώνου στο εθνικό δίκαιο τον Φεβρουάριο του 2017, τρία χρόνια μετά τη λήξη της προθεσμίας που είχε οριστεί για την ενσωμάτωση (1η Ιανουαρίου 2014).³⁷ Η αξιολόγηση της Επιτροπής είναι πολύ σημαντική, καθώς εάν διαπιστωθεί ότι ένα συμβαλλόμενο μέρος δεν έχει συμμορφωθεί προς τις απαιτήσεις ενσωμάτωσης, το θέμα μπορεί να παραπεμφθεί στο Ευρωπαϊκό Δικαστήριο. Επιπλέον, είναι δυνατόν να επιβληθεί στην εν λόγω χώρα χρηματική ποινή έως 0,1% του ΑΕΠ, εάν αυτή δεν σεβαστεί την απόφαση του Δικαστηρίου εντός της ταχθείσας προθεσμίας.

Σύμφωνα με την αξιολόγηση της Επιτροπής, όλες οι χώρες έχουν συμμορφωθεί προς τις σχετικές απαιτήσεις. Εντούτοις, σε ορισμένες περιπτώσεις η θετική αξιολόγηση τελεί υπό τον όρο ότι θα υποβληθούν στο μέλλον συμπληρωματικές ή τροποποιημένες διατάξεις. Σε κάθε χώρα, η αξιολόγηση εστιάζει (i) στη νομική φύση των διατάξεων, (ii) στη διατύπωση του κανόνα ισοσκελισμένου προϋπολογισμού, (iii) στον διορθωτικό μηχανισμό και (iv) στη θέσπιση του ανεξάρτητου δημοσιονομικού συμβουλίου. Όσον αφορά τη νομική φύση των διατάξεων και τη διατύπωση του κανόνα ισοσκελισμένου προϋπολογισμού, η Επιτροπή διαπιστώνει ότι “όλα τα συμβαλλόμενα μέρη προσάρμοσαν σημαντικά τα εθνικά δημοσιονομικά πλαίσιά τους συνεπεία των απαιτήσεων του δημοσιονομικού συμφώνου”, παρά την ύπαρξη εθνικών διαφορών. Συγκεκριμένα, διαπιστώνει ότι τα συμβαλλόμενα μέρη θέσπισαν δεσμευτικό κανόνα ισοσκελισμένου προϋπολογισμού (μόνο ορισμένα όμως με συνταγματική διάταξη) και όρισαν ως κατώτατο όριο για το έλλειμμα το -0,5% του ΑΕΠ. Εντούτοις, υπάρχουν διαφορές μεταξύ των χωρών όσον αφορά το πώς σκοπεύουν να εξασφαλίσουν ταχεία σύγκλιση προς τον αντίστοιχο ΜΠΣ τους. Σε ορισμένες χώρες, ο ορισμός των έκτακτων περιστάσεων, οι οποίες επιτρέπουν την εφαρμογή ρητρών διαφυγής, είναι ευρύτερος από ό,τι ορίζεται στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Επίσης, η αξιολόγηση της Επιτροπής καταδεικνύει διαφορές σε σχέση με τον αυτοματισμό του διορθωτικού μηχανισμού και το πεδίο υλοποίησης των απαιτούμενων διορθωτικών ενεργειών. Όσον αφορά τα δημοσιονομικά συμβούλια, η Επιτροπή επιβεβαίωσε ότι τόσο η εντολή τους να παρακολουθούν τη συμμόρφωση προς τον κανόνα όσο και η θεσμική τους συγκρότηση κατοχυρώθηκαν στη νομοθεσία, αν και όχι εξίσου λεπτομερώς σε όλες τις περιπτώσεις.

Η θετική συνολικά αξιολόγηση της Επιτροπής έρχεται σε αντίθεση με το γεγονός ότι το δημοσιονομικό σύμφωνο ενσωματώθηκε εν μέρει μόνο σε ορισμένες χώρες. Η αξιολόγηση ορισμένων χωρών ως “σύμμορφων” από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή τελεί υπό την αίρεση ότι η εθνικές αρχές θα δεσμευθούν επίσημα είτε να υλοποιήσουν τα εναπομένοντα σημεία του δημοσιονομικού

³⁶ Βλ. οδηγία σχετικά με τα εθνικά δημοσιονομικά πλαίσια και “δίπτυχο” κανονισμών.

³⁷ Βλ. αξιολόγηση της Επιτροπής ως προς την ενσωμάτωση του δημοσιονομικού συμφώνου.

συμφώνου είτε να εξασφαλίσουν πλήρη συμμόρφωση στο μέλλον. Ωστόσο, οι δεσμεύσεις δεν αποτελούν επαρκές υποκατάστατο των νομικών διατάξεων, δεδομένου ότι δεν είναι εκτελεστές. Επίσημη δέσμευση σε σχέση με τον κανόνα ισοσκελισμού του προϋπολογισμού έχουν αναλάβει οι αρχές της Δανίας, της Γαλλίας, της Κύπρου, της Λιθουανίας, της Ολλανδίας και της Ρουμανίας (βλ. πίνακα). Επιπλέον, μεγάλος αριθμός χωρών, δηλ. το Βέλγιο, η Δανία, η Ελλάδα, η Ισπανία, η Γαλλία, η Ιταλία το Λουξεμβούργο, η Αυστρία, η Πορτογαλία και η Σλοβακία, δεν έχουν ακόμη ενσωματώσει επίσημα και άνευ όρων την αρχή “είτε συμμορφώνεσαι είτε εξηγείς” στο εθνικό νομικό τους πλαίσιο. Αντ’ αυτού απλώς υποσχέθηκαν να σεβαστούν την εν λόγω αρχή ή να τροποποιήσουν τις εθνικές νομικές διατάξεις τους. Επιπλέον, όσον αφορά τον διορθωτικό μηχανισμό, οι διατάξεις που διέπουν την ουσία του μηχανισμού στη Γαλλία και ο ορισμός της ρήτρας διαφυγής στη Λετονία επιτρέπουν κάποιον βαθμό ευελιξίας. Τέλος, η Επιτροπή συμφώνησε με τη συγκρότηση και τον σχεδιασμό των θεσμών παρακολούθησης, παρόλο που διαπιστώνει ότι σε ορισμένες χώρες, δηλαδή το Βέλγιο, τη Δανία, την Ισπανία, τη Γαλλία, το Λουξεμβούργο και την Ολλανδία, το εθνικό δίκαιο δεν διασφαλίζει πλήρως την ανεξαρτησία των εν λόγω οργάνων.

Πίνακας

Συνοπτική παρουσίαση των “καθοριστικών παραγόντων” που αναφέρονται στην αξιολόγηση της Επιτροπής ως προς τη συμμόρφωση προς το δημοσιονομικό σύμφωνο

	κανόνας ισοσκελισμού του προϋπολογισμού	διορθωτικός μηχανισμός	δημοσιονομικό συμβούλιο	αρχή “είτε συμμορφώνεσαι είτε εξηγείς”
επίσημες δεσμεύσεις	DK, FR, CY, LT, NL, RO	FR, LV	DK, ES, FR, LU, NL	DK, ES, FR, IT, LU, AT, PT, SK
διευκρινίσεις		BE, DK, IT, LT, LU	LT, NL, PT	
τροποποιήσεις του νομικού πλαισίου			BE	BE, GR
λήψη μέτρων			SI	

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Σημειώσεις: Οι “καθοριστικοί παράγοντες” (επίσημες δεσμεύσεις, διευκρινίσεις από τις εθνικές αρχές ως προς την ερμηνεία ορισμένων νομικών διατάξεων, υποσχέσεις για τροποποιήσεις του νομικού πλαισίου και η λήψη μέτρων) αφορούν τα μέρη εκείνα του δημοσιονομικού συμφώνου που δεν έχουν ακόμη ενσωματωθεί στο εθνικό δίκαιο, αλλά με τα οποία οι εθνικές αρχές έχουν υποσχεθεί να τηρούν πλήρως στο μέλλον. Μετά τη δημοσίευση της αξιολόγησης, η Σλοβενία έλαβε μέτρα με τον διορισμό των μελών του νεοσύστατου θεσμού παρακολούθησης.

Γενικά, η αργή και ατελής ενσωμάτωση του δημοσιονομικού συμφώνου είναι απογοητευτική. Σηματοδοτεί δε σαφή κίνδυνο να μην υλοποιηθεί η επιδιωκόμενη ενσωμάτωση των κανόνων υγιούς δημοσιονομικής πολιτικής στο εθνικό δίκαιο. Σε συνδυασμό με την εφαρμογή του δημοσιονομικού πλαισίου της ΕΕ, η οποία μπορεί να θεωρηθεί ανεπαρκής, η εξέλιξη αυτή μπορεί να υπονομεύσει την αξιοπιστία της χάραξης υγιούς δημοσιονομικής πολιτικής.

Σε συνέχεια της αξιολόγησης, είναι σημαντικό να παρακολουθείται προσεκτικά κατά πόσον οι αρμόδιες αρχές εκπληρώνουν τις δεσμεύσεις που έχουν αναλάβει. Η αξιολόγηση της Επιτροπής εξετάζει κατά πόσον είναι επαρκής ο βαθμός ενσωμάτωσης των κύριων στοιχείων του δημοσιονομικού συμφώνου στις εθνικές διατάξεις. Δεν εξετάζει ούτε την πρακτική εφαρμογή τους ούτε την αποτελεσματικότητά τους. Όσον αφορά το προσεχές διάστημα, θεωρείται σκόπιμη μια ενδελεχής αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας του δημοσιονομικού

συμφώνου.³⁸ Η αποτελεσματικότητα του συμφώνου, εφόσον υλοποιηθεί με τη μορφή βελτιωμένης δημοσιονομικής πειθαρχίας, μπορεί να διασφαλιστεί μόνο εάν και εφόσον οι χώρες συμμορφώνονται πλήρως προς τις συμφωνηθείσες δεσμεύσεις, οι οποίες περιλαμβάνονται στο δημοσιονομικό σύμφωνο.

³⁸ Αυτό θα είναι σημαντικό και ως προς το ζήτημα της πιθανής ενσωμάτωσης των κύριων στοιχείων του δημοσιονομικού συμφώνου στη νομοθεσία της ΕΕ – μια δυνατότητα που προβλέπεται στη ΣΣΣΔ.

© Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2017

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

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

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

Τελευταία ημερομηνία για τα στατιστικά στοιχεία που περιλαμβάνονται στο παρόν τεύχος: 7 Ιουνίου 2017.

ISSN	2363-3484 (ηλεκτρονική μορφή)
Αριθμός καταλόγου ΕΕ	QB-BP-17-004-EL-N (pdf)