



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Οικονομικό Δελτίο

Τεύχος 8 / 2023



Περιεχόμενα

Οικονομικές, χρηματοπιστωτικές και νομισματικές εξελίξεις	2
Συνοπτική παρουσίαση	2
1 Εξωτερικό περιβάλλον	9
2 Οικονομική δραστηριότητα	17
3 Τιμές και κόστος	25
4 Εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές	32
5 Συνθήκες χρηματοδότησης και πιστωτικές εξελίξεις	38
6 Δημοσιονομικές εξελίξεις	47
Πλαίσια	51
1 Οι συνθήκες στην αγορά αμερικανικών κρατικών τίτλων και οι αντιδράσεις των παγκόσμιων αγορών στη νομισματική πολιτική των ΗΠΑ	51
2 Γεωπολιτικός κίνδυνος και τιμές πετρελαίου	58
3 Δυνητικό προϊόν σε περιόδους πρόσκαιρων διαταραχών της προσφοράς	64
4 Η νομισματική πολιτική και η πρόσφατη επιβράδυνση στον τομέα της μεταποίησης και των υπηρεσιών	71
5 Εισαγωγή στη μέτρηση του εισοδήματος των νοικοκυριών	77
6 Συνθήκες ρευστότητας και πράξεις νομισματικής πολιτικής από 2 Αυγούστου έως 31 Οκτωβρίου 2023	86
7 Καθαρό εισόδημα νοικοκυριών και επιχειρήσεων από τόκους	93
8 Η νομισματική δυναμική στη διάρκεια του κύκλου αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής	100
Στατιστικά στοιχεία	109

Οικονομικές, χρηματοπιστωτικές και νομισματικές εξελίξεις

Συνοπτική παρουσίαση

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε κατά τη συνεδρίασή του στις 14.12.2023 να διατηρήσει αμετάβλητα τα τρία βασικά επιτόκια της ΕΚΤ. Ενώ ο πληθωρισμός υποχώρησε τους τελευταίους μήνες, είναι πιθανόν να αυξηθεί ξανά πρόσκαιρα σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.¹ Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνώνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ του Δεκεμβρίου 2023, ο πληθωρισμός αναμένεται να μειωθεί σταδιακά στη διάρκεια του επόμενου έτους και στη συνέχεια να προσεγγίσει τον στόχο του Διοικητικού Συμβουλίου για πληθωρισμό 2% το 2025. Συνολικά, οι εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος αναμένουν ότι ο γενικός πληθωρισμός θα διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 5,4% το 2023, 2,7% το 2024, 2,1% το 2025 και 1,9% το 2026. Σε σύγκριση με τις προβολές των εμπειρογνώνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Σεπτεμβρίου 2023, αυτό αντιστοιχεί σε προς τα κάτω αναθεώρηση για το 2023 και ιδίως για το 2024.

Ο υποκείμενος πληθωρισμός υποχώρησε περαιτέρω. Όμως οι εγχώριες πιέσεις στις τιμές παραμένουν αυξημένες, πρωτίστως λόγω του έντονου ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Οι εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος αναμένουν ότι ο πληθωρισμός χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των ειδών διατροφής θα διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 5,0% το 2023, 2,7% το 2024, 2,3% το 2025 και 2,1% το 2026.

Οι προηγούμενες αυξήσεις των επιτοκίων εξακολουθούν να μεταδίδονται δυναμικά στην οικονομία. Οι αυστηρότερες συνθήκες χρηματοδότησης επιδρούν ανασταλτικά στη ζήτηση και αυτό συμβάλλει στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Οι εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος αναμένουν ότι η οικονομική ανάπτυξη θα παραμείνει υποτονική σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Πέραν αυτού του ορίζοντα, η οικονομία αναμένεται να ανακάμψει λόγω της ανόδου των πραγματικών εισοδημάτων – τα οποία επηρεάζονται θετικά από τη μείωση του πληθωρισμού και την αύξηση των μισθών – και της βελτίωσης της εξωτερικής ζήτησης. Οι εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος επομένως εκτιμούν ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα επιταχυνθεί από 0,6% κατά μέσο όρο για το 2023 σε 0,8% το 2024 και 1,5% για το 2025 και το 2026.

Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι αποφασισμένο να διασφαλίσει ότι ο πληθωρισμός θα επανέλθει εγκαίρως στον μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Με βάση την τρέχουσα αξιολόγησή του, το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρεί ότι τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ βρίσκονται σε επίπεδα τα οποία, αν διατηρηθούν για επαρκώς μακρό χρονικό διάστημα, θα έχουν σημαντική συμβολή σε αυτόν τον στόχο. Οι μελλοντικές αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου θα διασφαλίσουν ότι τα επιτόκια πολιτικής

¹ Η τελευταία ημερομηνία για τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στο παρόν τεύχος του Οικονομικού Δελτίου ήταν η 13η Δεκεμβρίου 2023.

του θα διαμορφωθούν σε επαρκώς περιοριστικά επίπεδα για όσο χρονικό διάστημα κρίνεται απαραίτητο.

Το Διοικητικό Συμβούλιο θα συνεχίσει να ακολουθεί μια προσέγγιση σύμφωνα με την οποία το κατάλληλο επίπεδο και η διάρκεια της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής θα καθορίζονται με βάση τα διαθέσιμα δεδομένα. Συγκεκριμένα, οι αποφάσεις του για τα επιτόκια θα καθορίζονται από την αξιολόγησή του όσον αφορά τις προοπτικές για τον πληθωρισμό υπό το πρίσμα των εισερχόμενων οικονομικών και χρηματοπιστωτικών στοιχείων, από τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και από την ένταση της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ είναι το πρωταρχικό εργαλείο για τον καθορισμό της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Κατά τη συνεδρίασή του στις 14.12.2023, το Διοικητικό Συμβούλιο επίσης αποφάσισε να προχωρήσει την ομαλοποίηση του μεγέθους του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος. Σκοπεύει να συνεχίσει να επανεπενδύει πλήρως τα ποσά κεφαλαίου από την εξόφληση τίτλων που αποκτήθηκαν στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού λόγω πανδημίας (pandemic emergency purchase programme – PEPP) κατά τη λήξη τους στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2024. Στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του έτους, σκοπεύει να μειώνει το χαρτοφυλάκιο PEPP κατά 7,5 δισεκ. ευρώ μηνιαίως κατά μέσο όρο. Το Διοικητικό Συμβούλιο σκοπεύει να τερματίσει τις επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του προγράμματος PEPP στο τέλος του 2024.

Οικονομική δραστηριότητα

Η οικονομία της ζώνης του ευρώ συρρικνώθηκε ελαφρώς το γ' τρίμηνο του 2023, κυρίως λόγω μείωσης των αποθεμάτων. Οι αυστηρότερες συνθήκες χρηματοδότησης και η υποτονική εξωτερική ζήτηση είναι πιθανόν να συνεχίσουν να επηρεάζουν ανασταλικά την οικονομική δραστηριότητα σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Οι προοπτικές είναι ιδιαίτερα υποτονικές για τις κατασκευές και τη μεταποίηση, τους δύο τομείς που επηρεάζονται περισσότερο από τα υψηλότερα επιτόκια. Η δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών επίσης αναμένεται να αποδυναμωθεί τους προσεχείς μήνες, επηρεαζόμενη αρνητικά από τις δευτερογενείς επιπτώσεις της επιβράδυνσης της βιομηχανικής δραστηριότητας, την εξασθένηση των επιδράσεων από την επανεκκίνηση της οικονομίας και τις διευρυνόμενες επιπτώσεις των δυσμενέστερων συνθηκών χρηματοδότησης.

Η αγορά εργασίας συνεχίζει να στηρίζει την οικονομία. Το ποσοστό ανεργίας διαμορφώθηκε σε 6,5% τον Οκτώβριο και η απασχόληση αυξήθηκε κατά 0,2% στη διάρκεια του γ' τριμήνου. Ταυτόχρονα, η υποτονικότερη οικονομία επηρεάζει ανασταλικά τη ζήτηση εργαζομένων, καθώς οι επιχειρήσεις δημοσιεύουν λιγότερες αγγελίες για θέσεις εργασίας τους τελευταίους μήνες. Επιπλέον, αν και ο αριθμός των απασχολούμενων έχει αυξηθεί, η απασχόληση σε όρους συνολικών πραγματικών ωρών εργασίας υποχώρησε κατά 0,1% το γ' τρίμηνο.

Σύμφωνα με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2023, οι διαθέσιμοι βραχυπρόθεσμοι δείκτες υποδηλώνουν ότι η οικονομική δραστηριότητα θα παραμείνει υποτονική το δ'

τρίμηνο του 2023. Ωστόσο, αναμένεται να ενισχυθεί από τις αρχές του 2024, καθώς το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα θα αυξάνεται – υποβοηθούμενο από την υποχώρηση του πληθωρισμού, την εύρωστη αύξηση των μισθών και την ανθεκτική απασχόληση – και η αύξηση των εξαγωγών θα συμβαδίζει με τη βελτίωση της εξωτερικής ζήτησης. Οι επιδράσεις της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και των δυσμενών συνθηκών προσφοράς πιστώσεων εξακολουθούν να μετακυλίνουν στην οικονομία, επηρεάζοντας αρνητικά τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης. Αυτές οι αρνητικές επιδράσεις αναμένεται να εξαλειφθούν αργότερα στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, στηρίζοντας την ανάπτυξη. Συνολικά, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να επιβραδυνθεί από 3,4% το 2022 σε 0,6% το 2023 και στη συνέχεια να ανακάμψει σε 0,8% το 2024 και να σταθεροποιηθεί σε 1,5% το 2025 και το 2026. Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2023, οι προοπτικές για την αύξηση του ΑΕΠ έχουν αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα κάτω για τα έτη 2023-2024 λόγω των στοιχείων που δημοσιεύθηκαν πρόσφατα καθώς και των στοιχείων ερευνών που δείχνουν υποτονικότητα, ενώ για το 2025 παραμένουν αμετάβλητες.

Καθώς η ενεργειακή κρίση αποκλιμακώνεται, οι κυβερνήσεις θα πρέπει να συνεχίσουν να αίρουν τα σχετικά μέτρα στήριξης. Αυτό είναι απαραίτητο προκειμένου να αποφευχθεί η ενίσχυση των μεσοπρόθεσμων πληθωριστικών πιέσεων, η οποία θα απαιτούσε μια ακόμη πιο περιοριστική νομισματική πολιτική. Οι δημοσιονομικές πολιτικές θα πρέπει να είναι σχεδιασμένες κατά τρόπο ώστε να αυξάνουν την παραγωγικότητα της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και να μειώνουν σταδιακά το υψηλό δημόσιο χρέος. Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και επενδύσεις για τη βελτίωση του παραγωγικού δυναμικού της ζώνης του ευρώ – οι οποίες θα υποστηριχθούν από την πλήρη υλοποίηση του προγράμματος Next Generation EU – μπορούν να συμβάλουν στη μείωση των πιέσεων στις τιμές μεσοπρόθεσμα, ενώ παράλληλα θα στηρίζουν την πράσινη και ψηφιακή μετάβαση. Προς τον σκοπό αυτό, είναι σημαντικό να επιτευχθεί γρήγορα συμφωνία σχετικά με τη μεταρρύθμιση του πλαισίου για την οικονομική διακυβέρνηση της ΕΕ. Επιπλέον, είναι επιτακτική ανάγκη να επιταχυνθούν η πρόοδος προς την Ένωση Κεφαλαιαγορών και η ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης.

Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός υποχώρησε τον Οκτώβριο και τον Νοέμβριο του 2023, σε ετήσιο ρυθμό 2,4% τον Νοέμβριο σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat. Αυτή η υποχώρηση αφορούσε ευρύ φάσμα αγαθών και υπηρεσιών. Ο πληθωρισμός των τιμών της ενέργειας μειώθηκε περαιτέρω και ο πληθωρισμός των τιμών των ειδών διατροφής επίσης υποχώρησε, παρότι παρέμεινε συνολικά σχετικά υψηλός. Τον Δεκέμβριο του 2023 ο πληθωρισμός είναι πιθανόν να αυξηθεί λόγω της ανοδικής επίδρασης της βάσης σύγκρισης για το κόστος της ενέργειας. Για το 2024 οι εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος αναμένουν βραδύτερη μείωση του πληθωρισμού, λόγω περαιτέρω ανοδικών επιδράσεων της βάσης σύγκρισης και της σταδιακής άρσης των δημοσιονομικών μέτρων που είχαν ληφθεί κατά το παρελθόν με σκοπό την άμβλυνση των επιπτώσεων της απότομης αύξησης των τιμών της ενέργειας.

Ο πληθωρισμός χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των ειδών διατροφής μειώθηκε σχεδόν κατά μία ποσοστιαία μονάδα στη διάρκεια του Οκτωβρίου και του Νοεμβρίου του 2023 και διαμορφώθηκε σε 3,6% τον Νοέμβριο. Η μείωση αυτή αντανάκλα τις βελτιωμένες συνθήκες προσφοράς, την εξασθένηση των επιδράσεων της προηγούμενης διαταραχής των τιμών της ενέργειας και τον αντίκτυπο της πιο περιοριστικής νομισματικής πολιτικής στη ζήτηση και στην τιμολογιακή ισχύ των επιχειρήσεων. Οι ρυθμοί πληθωρισμού για τα αγαθά και τις υπηρεσίες υποχώρησαν σε 2,9% και 4,0% αντίστοιχα.

Όλοι οι δείκτες μέτρησης του υποκείμενου πληθωρισμού υποχώρησαν τον Οκτώβριο, αλλά οι εγχώριες πιέσεις στις τιμές παρέμειναν αυξημένες, κυρίως λόγω του έντονου ρυθμού αύξησης των μισθών σε συνδυασμό με τη μείωση της παραγωγικότητας. Οι δείκτες μέτρησης των πιο μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό διαμορφώνονται ως επί το πλείστον γύρω στο 2%, με ορισμένους δείκτες που βασίζονται στην αγορά και αφορούν προϊόντα αντιστάθμισης του πληθωρισμού να υποχωρούν από αυξημένα επίπεδα.

Σύμφωνα με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2023, παρά την αναμενόμενη πρόσκαιρη αύξηση του πληθωρισμού, η διαδικασία αποκλιμάκωσης του υποκείμενου πληθωρισμού αναμένεται να συνεχιστεί. Η αγορά εργασίας, παρά την κάποια εξασθένηση της δυναμικής της, εκτιμάται ότι θα εξακολουθήσει να χαρακτηρίζεται από στενότητα, γεγονός που, σε συνδυασμό με τις μισθολογικές αυξήσεις προς αντιστάθμιση του υψηλού πληθωρισμού του πρόσφατου παρελθόντος, αναμένεται να διατηρήσει τον ρυθμό αύξησης των ονομαστικών μισθών σε υψηλά επίπεδα. Ωστόσο, ο ρυθμός αύξησης των μισθών αναμένεται να υποχωρήσει στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής καθώς θα εξασθενεί σταδιακά η ανοδική επίδραση των μέτρων αντιστάθμισης του πληθωρισμού. Τα κέρδη είχαν αυξηθεί σημαντικά το 2022, αλλά αναμένεται να επιβραδυνθούν κατά τη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής και να απορροφήσουν μέρος του αυξημένου κόστους εργασίας περιορίζοντας τη μετακύλισή του στις τιμές. Συνολικά, με βάση την εκτίμηση ότι οι μεσοπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό παραμένουν σταθεροποιημένες στον στόχο της ΕΚΤ για πληθωρισμό 2%, ο γενικός πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να μειωθεί, σε μέσα επίπεδα έτους, από 5,4% το 2023 σε 2,7% το 2024, 2,1% το 2025 και 1,9% το 2026. Συγκριτικά με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2023, οι προβολές για τον γενικό πληθωρισμό αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω για το 2023 και το 2024 κυρίως λόγω των χαμηλότερων από ό,τι αναμενόταν πρόσφατων καταγραφόμενων στοιχείων και των χαμηλότερων παραδοχών για τις τιμές των ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, ενώ για το 2025 δεν έχουν αναθεωρηθεί.

Αξιολόγηση κινδύνων

Οι κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη παραμένουν καθοδικοί. Η ανάπτυξη θα μπορούσε να είναι χαμηλότερη εάν οι επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής αποδειχθούν εντονότερες από ό,τι αναμένεται. Μια υποτονικότερη παγκόσμια οικονομία ή μια περαιτέρω επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου επίσης θα επηρέαζε ανασταλτικά την ανάπτυξη της ζώνης του ευρώ. Ο αδικαιολόγητος

πόλεμος της Ρωσίας κατά της Ουκρανίας και η τραγική σύγκρουση στη Μέση Ανατολή αποτελούν βασικές πηγές γεωπολιτικού κινδύνου, με πιθανή συνέπεια τη διαμόρφωση αρνητικότερων προσδοκιών των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών για το μέλλον. Η ανάπτυξη θα μπορούσε να είναι υψηλότερη αν η άνοδος των πραγματικών εισοδημάτων αυξήσει την κατανάλωση περισσότερο από ό,τι αναμένεται ή η παγκόσμια οικονομία αναπτυχθεί με εντονότερο ρυθμό από ό,τι αναμένεται.

Οι ανοδικοί κίνδυνοι για τον πληθωρισμό περιλαμβάνουν τις αυξημένες γεωπολιτικές εντάσεις, που θα μπορούσαν να αυξήσουν τις τιμές της ενέργειας σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, και τα ακραία καιρικά φαινόμενα, που θα μπορούσαν να ωθήσουν προς τα πάνω τις τιμές των ειδών διατροφής. Ο πληθωρισμός θα μπορούσε επίσης να διαμορφωθεί σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι αναμένεται σε περίπτωση που οι πληθωριστικές προσδοκίες κινηθούν σε υψηλότερο επίπεδο από τον στόχο του Διοικητικού Συμβουλίου ή οι μισθοί ή τα περιθώρια κέρδους αυξηθούν περισσότερο από ό,τι αναμένεται. Αντιθέτως, ο πληθωρισμός μπορεί να αποδειχθεί χαμηλότερος των προβλέψεων αν η νομισματική πολιτική περιορίσει τη ζήτηση περισσότερο από ό,τι αναμένεται ή το οικονομικό περιβάλλον στον υπόλοιπο κόσμο επιδεινωθεί απρόσμενα, δυνητικά λόγω και της πρόσφατης αύξησης των γεωπολιτικών κινδύνων.

Χρηματοπιστωτικές και νομισματικές συνθήκες

Τα επιτόκια της αγοράς έχουν μειωθεί σημαντικά μετά τη συνεδρίαση νομισματικής πολιτικής του Διοικητικού Συμβουλίου στις 26.10.2023 και είναι χαμηλότερα από τα επιτόκια που ενσωματώνονται στις προβολές των εμπειρογνομόνων. Η περιοριστική νομισματική πολιτική του Διοικητικού Συμβουλίου εξακολουθεί να μεταδίδεται έντονα στις ευρύτερες συνθήκες χρηματοδότησης. Τα επιτόκια χορηγήσεων αυξήθηκαν ξανά τον Οκτώβριο, σε 5,3% για τα επιχειρηματικά δάνεια και 3,9% για τα στεγαστικά δάνεια.

Τα υψηλότερα επιτόκια δανεισμού, η χαμηλή ζήτηση δανείων και η πιο περιοριστική προσφορά δανείων έχουν αποδυναμώσει περαιτέρω τη δυναμική των πιστώσεων. Τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις μειώθηκαν με ετήσιο ρυθμό 0,3% τον Οκτώβριο και τα δάνεια προς τα νοικοκυριά επίσης παρέμειναν υποτονικά, καθώς αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 0,6%. Με την εξασθένηση των χορηγήσεων και τη μείωση του μεγέθους του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος, η ποσότητα χρήματος με την ευρεία έννοια – όπως μετρείται με το μέγεθος M3 – συνέχισε να συρρικνώνεται. Τον Οκτώβριο υποχώρησε με ετήσιο ρυθμό 1,0%.

Σύμφωνα με τη στρατηγική του για τη νομισματική πολιτική, το Διοικητικό Συμβούλιο αξιολόγησε σε βάθος τις σχέσεις που συνδέουν τη νομισματική πολιτική με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ έχουν επιδείξει ανθεκτικότητα. Διαθέτουν υψηλούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και έχουν αυξήσει σημαντικά την κερδοφορία τους τον τελευταίο χρόνο. Όμως οι προοπτικές για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα παραμένουν εύθραυστες στο τρέχον περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από αυστηρότερες συνθήκες χρηματοδότησης, υποτονική

ανάπτυξη και γεωπολιτικές εντάσεις. Ειδικότερα, η κατάσταση θα μπορούσε να επιδεινωθεί σε περίπτωση που το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών αυξηθεί περισσότερο από ό,τι αναμένεται και αν επίσης αυξηθεί ο αριθμός των οφειλετών που δυσκολεύονται να αποπληρώσουν τα δάνειά τους. Ταυτόχρονα, ο συνολικός αντίκτυπος ενός τέτοιου σεναρίου στην οικονομία αναμένεται να περιοριστεί αν οι χρηματοπιστωτικές αγορές αντιδράσουν με συντεταγμένο τρόπο. Η μακροπροληπτική πολιτική παραμένει η πρώτη γραμμή άμυνας απέναντι στη συσσώρευση χρηματοπιστωτικών ευπαθειών και τα μέτρα που έχουν τεθεί σε εφαρμογή συμβάλλουν στη διαφύλαξη της ανθεκτικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Αποφάσεις νομισματικής πολιτικής

Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης καθώς και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων παραμένουν αμετάβλητα σε 4,50%, 4,75% και 4,00% αντιστοίχως.

Το χαρτοφυλάκιο του προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού (APP) μειώνεται με μετρημένο και προβλέψιμο ρυθμό, καθώς το Ευρωσύστημα δεν επανεπενδύει πλέον τα ποσά κεφαλαίου από την εξόφληση τίτλων κατά τη λήξη τους.

Το Διοικητικό Συμβούλιο σκοπεύει να συνεχίσει και το πρώτο εξάμηνο του 2024 να επανεπενδύει πλήρως τα ποσά κεφαλαίου από την εξόφληση τίτλων που αποκτήθηκαν μέσω του προγράμματος PEPP κατά τη λήξη τους. Στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου σκοπεύει να μειώνει το χαρτοφυλάκιο PEPP κατά 7,5 δισεκ. ευρώ μηνιαίως κατά μέσο όρο. Το Διοικητικό Συμβούλιο σκοπεύει να τερματίσει τις επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του προγράμματος PEPP στο τέλος του 2024.

Το Διοικητικό Συμβούλιο θα συνεχίσει να εφαρμόζει ευελιξία στις επανεπενδύσεις ποσών από την εξόφληση τίτλων του χαρτοφυλακίου PEPP καθώς φθάνουν στη λήξη τους, με σκοπό να αντιμετωπίζονται οι κίνδυνοι για τον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής που σχετίζονται με την πανδημία.

Καθώς οι τράπεζες αποπληρώνουν τα ποσά που δανείστηκαν μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO), το Διοικητικό Συμβούλιο θα αξιολογεί τακτικά πώς οι στοχευμένες πράξεις χρηματοδότησης και η συνεχιζόμενη αποπληρωμή τους συνεισφέρουν στην κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του.

Συμπεράσματα

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε κατά τη συνεδρίασή του στις 14.12.2023 να διατηρήσει αμετάβλητα τα τρία βασικά επιτόκια της ΕΚΤ. Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι αποφασισμένο να διασφαλίσει ότι ο πληθωρισμός θα επανέλθει εγκαίρως στον μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Με βάση την τρέχουσα αξιολόγησή του, το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρεί ότι τα επιτόκια βρίσκονται σε επίπεδα τα οποία, αν διατηρηθούν για επαρκώς μακρό χρονικό διάστημα, θα έχουν σημαντική συμβολή στην έγκαιρη

επαναφορά του πληθωρισμού στον στόχο. Οι μελλοντικές αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου θα διασφαλίσουν ότι τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ θα διαμορφωθούν σε επαρκώς περιοριστικά επίπεδα για όσο χρονικό διάστημα κρίνεται απαραίτητο προκειμένου να επιτευχθεί αυτή η έγκαιρη επαναφορά. Το Διοικητικό Συμβούλιο θα συνεχίσει να ακολουθεί μια προσέγγιση με βάση τα διαθέσιμα δεδομένα κατά τον καθορισμό του κατάλληλου επιπέδου και της κατάλληλης διάρκειας της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής.

Το Διοικητικό Συμβούλιο σκοπεύει να μειώσει το χαρτοφυλάκιο ΡΕΡΡ στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 2024 και να τερματίσει τις επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του ΡΕΡΡ στο τέλος του 2024.

Σε κάθε περίπτωση, το Διοικητικό Συμβούλιο είναι έτοιμο να προσαρμόσει όλα τα μέσα που έχει στη διάθεσή του εντός των ορίων της εντολής που του έχει ανατεθεί, προκειμένου να διασφαλίσει ότι ο πληθωρισμός θα επανέλθει στον μεσοπρόθεσμο στόχο του και να διαφυλάξει την ομαλή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Η παγκόσμια οικονομία εκτιμάται ότι επεκτάθηκε με συγκρατημένο αλλά σταθερό ρυθμό το 2023, αντανακλώντας την ισχυρή ιδιωτική κατανάλωση και τη στήριξη που προσέφεραν οι ανθεκτικές αγορές εργασίας. Ο παγκόσμιος ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται να επιβραδυνθεί ελαφρώς το 2024, αντανακλώντας κυρίως τον αντίκτυπο της εφαρμογής πιο περιοριστικής νομισματικής πολιτικής στις προηγμένες οικονομίες. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Σεπτεμβρίου 2023, οι προοπτικές για την παγκόσμια ανάπτυξη στις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου 2023 παραμένουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητες και εξακολουθεί να προβλέπεται ότι η παγκόσμια οικονομία θα μεγεθυνθεί με ρυθμό χαμηλότερο από τον ιστορικό μέσο όρο στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Έπειτα από χαμηλές επιδόσεις το 2023, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου αναμένεται να ανακάμψει εκ νέου κατά το υπόλοιπο του χρονικού ορίζοντα προβολής και να επιταχυνθεί, συμβαδίζοντας σε γενικές γραμμές με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα. Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου, ο ρυθμός αύξησης τόσο των παγκόσμιων εισαγωγών όσο και της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ έχει αναθεωρηθεί προς τα άνω για το 2023, κυρίως λόγω των καλύτερων από ό,τι αναμενόταν αποτελεσμάτων του β' και γ' τριμήνου. Ωστόσο, ο ρυθμός αύξησης της εξωτερικής ζήτησης στο υπόλοιπο του χρονικού ορίζοντα προβολής έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου. Οι τιμές εξαγωγών των ανταγωνιστών της ζώνης του ευρώ (στα εθνικά νομίσματα) εκτιμάται ότι μειώθηκαν απότομα το β' τρίμηνο του 2023, καθώς οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων συνέχισαν να μειώνονται και οι εγχώριες και εξωτερικές πιέσεις κατά μήκος της αλυσίδας τιμολόγησης υποχώρησαν. Σύμφωνα με τις προβολές, αναμένεται να ανακάμψουν σταδιακά και να συγκλίνουν προς τον μακροχρόνιο μέσο ρυθμό αύξησής τους στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Το 2023 η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη ήταν συγκρατημένη αλλά σταθερή εν μέσω ισχυρής ιδιωτικής κατανάλωσης και ανθεκτικών αγορών εργασίας. Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα ενισχύθηκε από τις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς, συμπεριλαμβανομένης της Κίνας, και, μεταξύ των προηγμένων οικονομιών, από τις ΗΠΑ.² Η εύρωστη εγχώρια ζήτηση και η ισχυρή αγορά εργασίας στις ΗΠΑ οδήγησαν σε ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης παρά τη σημαντική αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής. Στην Κίνα, η άρση των περιορισμών λόγω του κορωνοϊού (COVID-19) στις αρχές του έτους και η ευρύτερη ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης αντιστάθμισαν την υποτονικότητα του τομέα των κατοικιών. Τα πιο πρόσφατα στοιχεία παρέχουν ανάμικτες ενδείξεις για τις μεγάλες οικονομίες. Ενώ ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ενισχύθηκε τόσο στην Κίνα όσο και στις ΗΠΑ το γ' τρίμηνο, η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου παρουσίασε

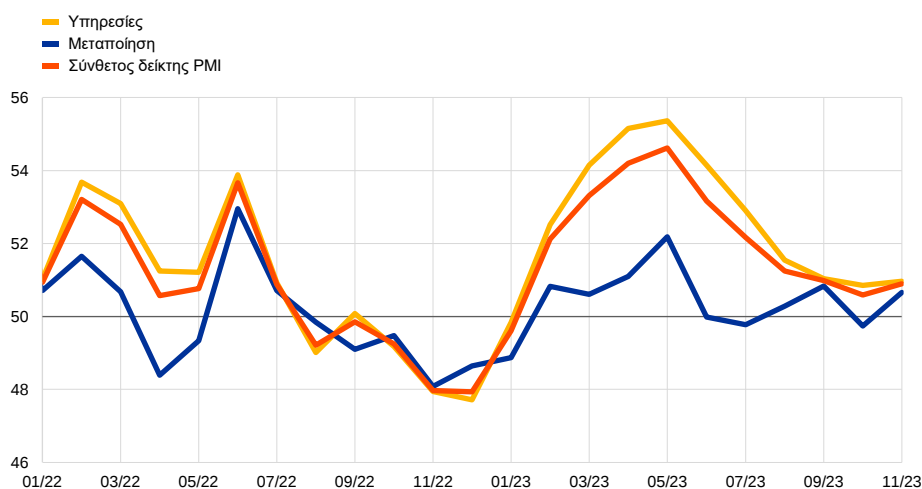
² Δεδομένου ότι η παρούσα ενότητα επικεντρώνεται στις εξελίξεις στο παγκόσμιο περιβάλλον, όλες οι αναφορές σε παγκόσμιους οικονομικούς δείκτες δεν περιλαμβάνουν τη ζώνη του ευρώ.

στασιμότητα και η οικονομία της Ιαπωνίας συρρικνώθηκε λόγω του υψηλού πληθωρισμού, που επηρεάζει αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα και την κατανάλωση και στις δύο χώρες. Το παγκόσμιο πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να επιβραδυνθεί ελαφρά το δ' τρίμηνο, καθώς θα εξαλείφονται οι προηγούμενοι ευνοϊκοί παράγοντες, εκτίμηση που συνάδει με τα πιο πρόσφατα δεδομένα του παγκόσμιου σύνθετου Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για την παραγωγή. Ο σύνθετος δείκτης PMI, αφού υποχώρησε για έξι συνεχόμενους μήνες, σταθεροποιήθηκε σε γενικές γραμμές τον Νοέμβριο και παραμένει σε επίπεδο που υποδηλώνει επέκταση. Σε επίπεδο τομέων, τα στοιχεία του PMI υποδηλώνουν ότι η μεταποιητική δραστηριότητα παραμένει υποτονική, ενώ ο δείκτης εξακολουθεί να κυμαίνεται γύρω από το ουδέτερο όριο. Ταυτόχρονα, στον τομέα των υπηρεσιών, η αναπτυξιακή δυναμική που παρατηρήθηκε μετά την πανδημία φαίνεται να υποχωρεί, καθώς ο σχετικός δείκτης PMI υποχωρεί σταθερά στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του έτους και σταθεροποιήθηκε ελαφρώς πάνω από το ουδέτερο όριο τον Νοέμβριο (Διάγραμμα 1).

Διάγραμμα 1

Παγκόσμιος Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για την παραγωγή (εκτός της ζώνης του ευρώ)

(δείκτες διάχυσης)



Πηγές: S&P Global Market Intelligence και υπολογισμοί των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.
Σημείωση: Οι πιο πρόσφατες παρατηρήσεις αφορούν τον Νοέμβριο 2023.

Η παγκόσμια οικονομία αναμένεται, βάσει των προβολών, να επεκταθεί με ρυθμό χαμηλότερο από τον ιστορικό μέσο όρο στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ο παγκόσμιος ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται να επιβραδυνθεί ελαφρώς το 2024 (3,1% έναντι 3,3% το 2023), αντανακλώντας κυρίως την καθυστερημένη επίδραση της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής στις προηγμένες οικονομίες. Ταυτόχρονα, οι προοπτικές για την ανάπτυξη στις προηγμένες οικονομίες έχουν αξιολογηθεί εκ νέου. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναθεωρήθηκε προς τα άνω, με την πρόσφατη οικονομική ανθεκτικότητα να υποδηλώνει πιο ήπια προσγείωση και ομαλότερη διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η οικονομία αναμένεται να αποφύγει την ύφεση, αλλά η ανάπτυξη αναθεωρήθηκε προς τα κάτω το 2024 και το 2025 ώστε να αντικατοπτρίζει τα ασθενέστερα στοιχεία και

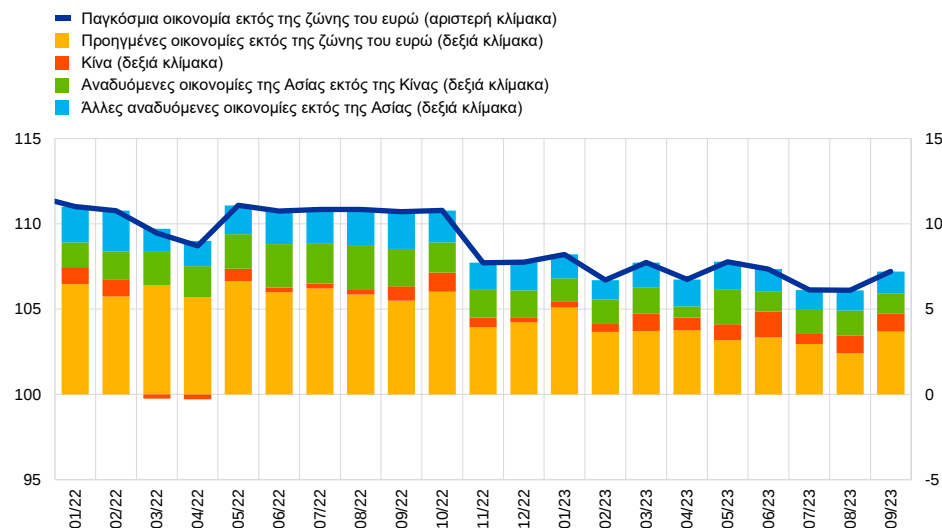
τον αντίκτυπο της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής εν μέσω υψηλού πληθωρισμού. Οι προοπτικές για την ανάπτυξη παραμένουν ουσιαστικά αμετάβλητες στις αναδύμενες οικονομίες της Ασίας και της Κίνας. Στην Κίνα, η οικονομική ανάπτυξη αναμένεται να επιβραδυνθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής λόγω διαρθρωτικών παραγόντων, όπως η γήρανση του πληθυσμού. Η παγκόσμια οικονομία προβλέπεται να συνεχίσει να αναπτύσσεται με ρυθμό 3,2% τόσο το 2025 όσο και το 2026, ποσοστό το οποίο παραμένει κάτω από τον ιστορικό μέσο όρο της περιόδου 2012-19 (3,6%). Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2023, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου πραγματικού ΑΕΠ έχει αναθεωρηθεί προς τα άνω κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας τόσο για το 2023 όσο και για το 2024.

Καθώς τα καταναλωτικά πρότυπα επανέρχονται στο κανονικό μετά την πανδημία, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου αναμένεται να παραμείνει υποτονικός το 2023 και να ανακάμψει στη συνέχεια. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του εμπορίου το 2023 εκτιμάται σε 1,1% λόγω της μεταφερόμενης αρνητικής επίδρασης από το προηγούμενο έτος, αλλά είχε παρουσιάσει ενδείξεις βελτίωσης ήδη από το β' τρίμηνο του 2023. Οι χαμηλές επιδόσεις του εμπορίου σε ετήσια βάση εξηγούνται από το γεγονός ότι η σύνθεση της παγκόσμιας ανάπτυξης είναι λιγότερο φιλική προς το εμπόριο, δεδομένου ότι η κατανάλωση αντιπροσωπεύει μεγαλύτερο μερίδιο της εγχώριας ζήτησης και λόγω της μεγαλύτερης συμβολής των αναδύμενων οικονομιών, οι οποίες έχουν χαμηλότερη ελαστικότητα εμπορίου ως προς το ΑΕΠ. Η άνοδος του εμπορίου εφέτος παρεμποδίστηκε επίσης από την ανάκαμψη της κατανάλωσης υπηρεσιών, η οποία οφείλεται στην πλήρη άρση των περιορισμών που επιβλήθηκαν λόγω της πανδημίας. Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, το παγκόσμιο εμπόριο αναμένεται να ανακάμψει σταδιακά και να αρχίσει να συμβαδίζει περισσότερο με την άνοδο της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, καθώς οι επιχειρήσεις αρχίζουν να ανασυστήνουν τα αποθέματά τους και τα πρότυπα ιδιωτικής κατανάλωσης επανέρχονται προς τα αγαθά. Η εξέλιξη αυτή συνάδει με τα πιο πρόσφατα στοιχεία για τις παγκόσμιες εμπορευματικές συναλλαγές, οι οποίες επανήλθαν σε θετικούς ρυθμούς μεταβολής τον Σεπτέμβριο, μετά από ουσιαστική στασιμότητα τους δύο προηγούμενους μήνες (Διάγραμμα 2). Το παγκόσμιο εμπόριο αναμένεται να αυξηθεί κατά 3,0% το 2024 και το 2025 και κατά 3,2% το 2026, ρυθμοί αναθεωρημένοι προς τα κάτω σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου (κατά -0,2 της ποσοστιαίας μονάδας το 2024 και κατά -0,3 της ποσοστιαίας μονάδας το 2025), αντιστακώνοντας την επαναξιολόγηση της ταχύτητας με την οποία η ελαστικότητα του παγκόσμιου εμπορίου θα επανέλθει στην εκτιμώμενη μακροχρόνια τιμή της. Η εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να αυξηθεί κατά 2,6% το 2024, 2,9% το 2025 και 3,1% το 2026 και έχει επίσης αναθεωρηθεί προς τα κάτω σε σύγκριση με τον προηγούμενο γύρο προβολών τόσο για το 2024 όσο και για το 2025 (κατά -0,4 και -0,1 της ποσοστιαίας μονάδας αντίστοιχα).

Διάγραμμα 2

Αύξηση των παγκόσμιων εισαγωγών αγαθών (εκτός της ζώνης του ευρώ)

(συμβολές δεικτών, Δεκέμβριος 2019=100)



Πηγές: CPB και υπολογισμοί των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.

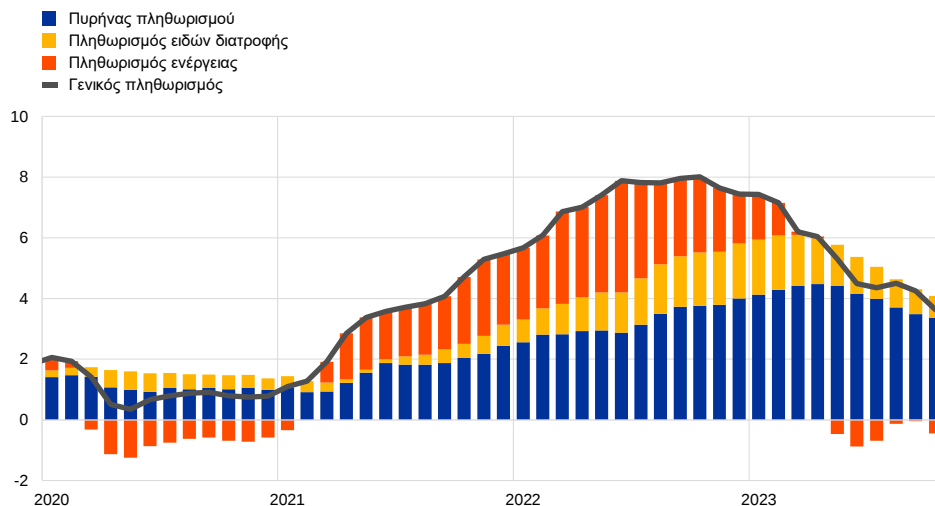
Σημείωση: Οι πιο πρόσφατες παρατηρήσεις αφορούν τον Σεπτέμβριο 2023.

Ο παγκόσμιος γενικός πληθωρισμός βάσει του δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) παραμένει σε καθοδική πορεία, στην οποία συμβάλλουν οι χαμηλότερες τιμές της ενέργειας και των ειδών διατροφής, αν και ο πυρήνας του πληθωρισμού παραμένει υψηλός. Ο γενικός πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ στις χώρες-μέλη του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) μειώθηκε τον Οκτώβριο σε 5,6% (από 6,2% τον Σεπτέμβριο), αντανakλώντας τη μείωση της συμβολής των συνιστωσών της ενέργειας και, σε μικρότερο βαθμό, των ειδών διατροφής. Ο πυρήνας του πληθωρισμού (χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας) μειώθηκε οριακά σε 6,5% (από 6,6% τον Σεπτέμβριο). Ο ετήσιος πληθωρισμός παραμένει πολύ υψηλός στην Τουρκία, αν και μετριάστηκε κάπως τον Οκτώβριο σε 72% (από 75% τον Σεπτέμβριο). Εάν εξαιρεθεί η Τουρκία, ο γενικός πληθωρισμός υποχώρησε σε 3,6% από 4,2% τον Σεπτέμβριο και ο πυρήνας του πληθωρισμού από 4,4% σε 4,2% (Διάγραμμα 3). Οι τιμές εξαγωγών των ανταγωνιστών της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι υποχώρησαν κάτω από τον μακροχρόνιο μέσο ρυθμό αύξησής τους το β' τρίμηνο του 2023, καθώς οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων συνέχισαν να μειώνονται και οι εγχώριες και εξωτερικές πιέσεις κατά μήκος της αλυσίδας τιμολόγησης χαλάρωσαν. Σύμφωνα με τις προβολές, θα ανακάμψουν κατά την αλλαγή του έτους, καθώς η μείωση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων ασκεί μικρότερη αρνητική επίδραση.

Διάγραμμα 3

Πληθωρισμός τιμών καταναλωτή στον ΟΟΣΑ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: ΟΟΣΑ και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Το συνολικό μέγεθος για τις χώρες του ΟΟΣΑ δεν περιλαμβάνει την Τουρκία και υπολογίζεται με βάση τις ετήσιες σταθμίσεις στον δείκτη τιμών καταναλωτή που καταρτίζει ο ΟΟΣΑ. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναφέρεται στον πληθωρισμό για όλες τις κατηγορίες αγαθών και υπηρεσιών εκτός των ειδών διατροφής και της ενέργειας. Οι πιο πρόσφατες παρατηρήσεις αφορούν τον Οκτώβριο του 2023.

Οι τιμές του αργού πετρελαίου έχουν μειωθεί σε σχέση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2023 εν μέσω εξασθένησης της παγκόσμιας ζήτησης. Σύμφωνα με τον Διεθνή Οργανισμό Ενέργειας (IEA), η ζήτηση πετρελαίου στην Ευρώπη υποχώρησε κατά περίπου 0,8 εκατ. βαρέλια ημερησίως το γ' τρίμηνο, ενώ πιο πρόσφατα άρχισε να μειώνεται και η ζήτηση πετρελαίου στις ΗΠΑ. Η εξασθένηση της ζήτησης στις προηγμένες οικονομίες αντιστάθμισε τις ανοδικές πιέσεις στις τιμές, τις οποίες δημιουργούν η συνεχιζόμενη ισχυρή ζήτηση πετρελαίου εκ μέρους της Κίνας, η απόφαση του ΟΠΕΚ+ να παρατείνει έως το α' τρίμηνο του 2024 τις υφιστάμενες οικειοθελείς περικοπές της παραγωγής και να τις αυξήσει περαιτέρω κατά 0,9% της παγκόσμιας προσφοράς, καθώς και οι κίνδυνοι εφοδιασμού λόγω της σύγκρουσης στη Μέση Ανατολή. Οι τιμές του φυσικού αερίου στην Ευρώπη μειώθηκαν επίσης, καθώς η ζήτηση παρέμεινε κάτω από τους ιστορικούς μέσους όρους στην αρχή της χειμερινής περιόδου. Οι πρόσφατοι κίνδυνοι εφοδιασμού από το κλείσιμο ισραηλινής μονάδας παραγωγής φυσικού αερίου, από τα προβλήματα στον αγωγό φυσικού αερίου μεταξύ Φινλανδίας και Εσθονίας και από την πιθανότητα περαιτέρω απεργιών σε εγκαταστάσεις υδροποιημένου φυσικού αερίου στην Αυστραλία εξαλείφθηκαν και δεν επηρεάζουν πλέον τις τιμές στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο, δεν μπορεί να αποκλειστεί εντελώς η περαιτέρω μεταβλητότητα στην αγορά φυσικού αερίου, διότι οι τιμές παραμένουν ευαίσθητες σε διαταραχές της προσφοράς παρόμοιες με εκείνες που σημειώθηκαν καθ' όλη τη διάρκεια του 2023.

Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2023, οι παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές συνθήκες παρουσίασαν διακυμάνσεις, αλλά τελικά χαλάρωσαν ελαφρώς στις προηγμένες οικονομίες. Στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου (14 Σεπτεμβρίου-13 Δεκεμβρίου 2023) αυστηροποιήθηκαν σημαντικά στις προηγμένες οικονομίες, καθώς οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών

ομολόγων κινήθηκαν ανοδικά, κυρίως ως αποτέλεσμα των υψηλότερων ασφαλιστρών κινδύνου λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας σχετικά με τα μελλοντικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Ωστόσο, αυτή η αυστηροποίηση αντιστράφηκε και με το παραπάνω, όταν ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε σε επίπεδο ελαφρώς χαμηλότερο των προσδοκιών σε αρκετές χώρες, ενώ από τις ανακοινώσεις ορισμένων κεντρικών τραπεζών άρχισε να διαφαίνεται ότι μάλλον δεν θα χρειαστούν πρόσθετες αυξήσεις των επιτοκίων. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, οι προσδοκίες των αγορών για περαιτέρω υποχώρηση του πληθωρισμού σε ένα περιβάλλον ανθεκτικής αλλά επιβραδυνόμενης ανάπτυξης, ευνόησαν τη μεταβολή των προσδοκιών για τη νομισματική πολιτική προς τα κάτω και στήριξαν τη διάθεση για ανάληψη κινδύνων. Γενικά, η τιμή των περιουσιακών στοιχείων υψηλότερου κινδύνου συμβάδιζε με τις διακυμάνσεις των επιτοκίων και διαμορφώθηκε ελαφρώς υψηλότερα στο τέλος της περιόδου αναφοράς.

Στις ΗΠΑ η οικονομική ανάπτυξη το 2023 ήταν περισσότερο ανθεκτική από ό,τι αναμενόταν προηγουμένως, αλλά αναμένεται να επιβραδυνθεί βραχυπρόθεσμα, καθώς η αυστηρότερη νομισματική πολιτική επιδρά αρνητικά στις δαπάνες και η αγορά εργασίας εμφανίζει μικρότερο βαθμό στενότητας. Το πραγματικό ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του 2023 αυξήθηκε κατά 1,3% σε τριμηνιαία βάση (5,2% σε ετησιοποιημένη βάση) λόγω της εύρωστης ιδιωτικής κατανάλωσης, της ανάκαμψης των ιδιωτικών επενδύσεων σε αποθέματα και των ισχυρών δημόσιων δαπανών. Δείκτες υψηλής συχνότητας, όπως οι δαπάνες μέσω πιστωτικών καρτών και οι λιανικές πωλήσεις, υποδηλώνουν επιβράδυνση της καταναλωτικής δαπάνης το δ' τρίμηνο. Επιπλέον, η επανέναρξη των αποπληρωμών φοιτητικών δανείων τον Οκτώβριο και η απότομη μείωση της υπερβάλλουσας αποταμίευσης θα ασκήσουν πρόσθετη πίεση στους ισολογισμούς των νοικοκυριών. Η οικονομική ανάπτυξη αναμένεται να ανακάμψει από το δεύτερο εξάμηνο του 2024 και μετά. Τον Οκτώβριο ο ετήσιος γενικός πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ υποχώρησε σε 3,2% (0,5 της ποσοστιαίας μονάδας χαμηλότερος από ό,τι τον Σεπτέμβριο), κυρίως λόγω της πτώσης των τιμών της ενέργειας, ενώ ο ετήσιος πυρήνας του πληθωρισμού υποχώρησε ελαφρώς σε 4,0% (0,1 της ποσοστιαίας μονάδας χαμηλότερος από ό,τι τον Σεπτέμβριο). Παρόλο που έχει υποχωρήσει από την αρχή του τρέχοντος έτους, ο πληθωρισμός των τιμών των υπηρεσιών (εκτός κατοικιών) παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα, μόλις κάτω από το 4% τον Οκτώβριο, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού ακολουθεί καθοδική πορεία τόσο σε ό,τι αφορά τον πληθωρισμό των τιμών των αγαθών όσο και σε ό,τι αφορά τον πληθωρισμό των τιμών των υπηρεσιών που περιλαμβάνονται στον πυρήνα.

Στην Κίνα, πρόσφατοι δείκτες υποδηλώνουν σταθεροποίηση της οικονομικής δραστηριότητας παρά την υποτονικότητα του τομέα των ακινήτων. Το γ' τρίμηνο του 2023, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ έναντι του προηγούμενου τριμήνου ανέκαμψε σε 1,3%, υπερβαίνοντας τις προσδοκίες της αγοράς. Η ανάκαμψη αυτή οφειλόταν πρωτίστως στην ισχυρότερη καταναλωτική δαπάνη, ενώ η συρρίκνωση των επενδύσεων σε ακίνητα συνεχίστηκε, αν και με βραδύτερο ρυθμό σε σύγκριση με τους προηγούμενους μήνες. Οι μηνιαίοι δείκτες για τη βιομηχανική παραγωγή και τις λιανικές πωλήσεις παρέμειναν σε πορεία ανάκαμψης τον Οκτώβριο. Οι δαπάνες των νοικοκυριών σημείωσαν άνοδο που ξεπέρασε τις προσδοκίες τον Οκτώβριο, ιδίως για αγορές αυτοκινήτων και ταξίδια,

καθώς συνέπεσαν με την αργία της κινεζικής Χρυσής Εβδομάδας. Παράλληλα, η παραγωγή και η κατανάλωση αγαθών και υπηρεσιών που συνδέονται στενά με την αγορά ακινήτων συνέχισαν να εμφανίζουν υποτονικούς ρυθμούς αύξησης, υποδηλώνοντας ότι συνεχίζεται η ανάκαμψη δύο ταχυτήτων εντός της κινεζικής οικονομίας. Ο ετήσιος γενικός πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ επανήλθε εκ νέου σε αρνητικά επίπεδα τον Οκτώβριο. Ο γενικός πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ υποχώρησε κατά 0,2% σε δωδεκάμηνη βάση, αφού είχε παραμείνει αμετάβλητος τον Σεπτέμβριο. Η μείωσή του αποδίδεται πρωτίστως στην εντονότερη πτώση των τιμών των ειδών διατροφής, κυρίως λόγω των τιμών του χοιρινού κρέατος, οι οποίες μειώθηκαν κατά 30,1% σε ετήσια βάση και αναμένεται να συνεχίσουν να μειώνονται λόγω της υπερπροσφοράς. Η εξέλιξη των τιμών των ειδών διατροφής και η ασθενής εγχώρια και εξωτερική ζήτηση είναι πιθανό να διασφαλίσουν ότι οι πληθωριστικές πιέσεις θα παραμείνουν υποτονικές.

Στην Ιαπωνία, η οικονομική ανάκαμψη ανακόπηκε το γ' τρίμηνο του 2023, αλλά ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να επανέλθει σε θετικό έδαφος το δ' τρίμηνο του ίδιου έτους. Το πραγματικό ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του 2023 συρρικνώθηκε περισσότερο από το αναμενόμενο, κατά 0,7% σε τριμηνιαία βάση, αντανakλώντας κυρίως την αρνητική συμβολή των αποθεμάτων και την υποτονική εγχώρια ζήτηση και, ως ένα βαθμό, την επίδραση του υψηλού πληθωρισμού στα πραγματικά εισοδήματα. Το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να επανέλθει σε θετικούς αλλά μέτριους ρυθμούς ανάπτυξης το δ' τρίμηνο, εν μέσω ενδείξεων συγκρατημένης ανάκαμψης των επιπέδων της πραγματικής κατανάλωσης. Τόσο οι ρυθμοί του γενικού πληθωρισμού όσο και αυτοί του πυρήνα του πληθωρισμού αυξήθηκαν τον Οκτώβριο εν μέσω σταθερής υποκείμενης δυναμικής των τιμών. Ο ετήσιος γενικός πληθωρισμός αυξήθηκε από 3,0% σε 3,3%, αντανakλώντας κυρίως τις χαμηλότερες ετήσιες μειώσεις των τιμών της ενέργειας, παρά τη σχετική επιβράδυνση του πληθωρισμού των ειδών διατροφής που παραμένει υψηλός. Ο ετήσιος πυρήνας του πληθωρισμού (χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας) διαμορφώθηκε σε 2,7% τον Οκτώβριο (υψηλότερος κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας σε σχέση με τον Σεπτέμβριο), αντικατοπτρίζοντας την ελαφρά άνοδο του πληθωρισμού των τιμών των αγαθών και τον σταθερό πληθωρισμό των τιμών των υπηρεσιών που περιλαμβάνονται στον πυρήνα.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής που προηγήθηκε επηρεάζει ολοένα περισσότερο τις δαπάνες των νοικοκυριών και τις ιδιωτικές επενδύσεις. Το πραγματικό ΑΕΠ παρουσίασε στασιμότητα το γ' τρίμηνο του 2023, καθώς η ασθενέστερη εγχώρια ζήτηση αντιστάθμισε την ιδιαίτερα θετική συμβολή των εξαγωγών υπηρεσιών. Η εξασθένηση της εγχώριας ζήτησης υποδηλώνει ότι η υιοθέτηση πιο περιοριστικής νομισματικής πολιτικής το προηγούμενο διάστημα επηρεάζει ολοένα περισσότερο την οικονομία. Η ροή των στοιχείων εξακολουθεί να παρέχει ανάμικτες ενδείξεις, καθώς οι λιανικές πωλήσεις μειώθηκαν και ο σύνθετος δείκτης PMI ήταν γενικά υποτονικός (αν και αυξήθηκε ξανά πάνω από το ουδέτερο όριο τον Νοέμβριο), ενώ άλλοι δείκτες επιχειρηματικών προσδοκιών βελτιώνονται επί μακρόν και το πραγματικό εισόδημα των νοικοκυριών αυξάνεται. Η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να παραμείνει συγκρατημένη τα επόμενα τρίμηνα εν μέσω περιοριστικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής. Αναμένεται να επιταχυνθεί προς το τέλος του έτους, υποβοηθούμενη από τη

συνεχιζόμενη ανάκαμψη των πραγματικών μισθών. Ο ετήσιος γενικός πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ υποχώρησε σημαντικά τον Οκτώβριο σε 4,6%, από 6,7% τον Σεπτέμβριο, καθώς η συμβολή των τιμών της ενέργειας έγινε αρνητική. Ο πυρήνας του πληθωρισμού υποχώρησε σε 5,7% από 6,1% τον Σεπτέμβριο, αντανakλώντας τη μείωση του πληθωρισμού τόσο των τιμών των αγαθών όσο και των τιμών των υπηρεσιών που περιλαμβάνονται στον πυρήνα. Ωστόσο, ο πληθωρισμός αναμένεται να μειωθεί πιο σταδιακά εφεξής, καθώς ο πληθωρισμός των υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα παραμείνει αυξημένος σε ένα περιβάλλον υψηλής ακόμη αύξησης των μισθών.

Η οικονομία της ζώνης του ευρώ εξασθένησε περαιτέρω το δεύτερο εξάμηνο του 2023, υπό τη δυσμενή επίδραση ενός συνδυασμού παραγόντων, όπως η υποτονική εμπιστοσύνη, οι προηγούμενες απώλειες ανταγωνιστικότητας, οι νέες γεωπολιτικές εντάσεις και οι αυστηρότερες χρηματοδοτικές συνθήκες. Μετά από οριακή αύξηση το πρώτο εξάμηνο του έτους, το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε ελαφρά το γ' τρίμηνο, κυρίως λόγω της μείωσης των αποθεμάτων. Σε κλαδικό επίπεδο, η βιομηχανική παραγωγή βρίσκεται σε πορεία συρρίκνωσης από το δ' τρίμηνο του 2022 – παρά κάποια στήριξη που προσέφερε στη μεταποιητική δραστηριότητα η σταδιακή εκτέλεση των συσσωρευμένων παραγγελιών – ενώ η δραστηριότητα των υπηρεσιών συνέχισε να συμβάλλει θετικά στην ανάπτυξη και το γ' τρίμηνο. Παράλληλα, η απασχόληση αυξήθηκε περαιτέρω το γ' τρίμηνο, παρότι ο συνολικός αριθμός των πραγματικών ωρών εργασίας μειώθηκε ελαφρώς, στο πλαίσιο της συνεχιζόμενης τάσης διατήρησης του πλεονάζοντος προσωπικού. Τα εισερχόμενα στοιχεία για το δ' τρίμηνο του 2023 υποδηλώνουν ότι η ανάπτυξη θα παραμείνει μάλλον υποτονική, ενώ η αγορά εργασίας αναμένεται να επιβραδυνθεί. Η αναπτυξιακή δυναμική αναμένεται να αρχίσει να επιταχύνεται στις αρχές του 2024, εφόσον δεν υπάρξουν περαιτέρω διαταραχές, και παρότι οι δυσμενείς συνθήκες χρηματοδότησης θα συνεχίζουν να ασκούν αρνητικές επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα, οι οποίες όμως αναμένεται να εξασθενήσουν με την πάροδο του χρόνου. Επιπλέον, η πτώση του πληθωρισμού αναμένεται να ωθήσει ανοδικά τα πραγματικά εισοδήματα και η αύξηση των εξαγωγών να επιταχυνθεί, συμβαδίζοντας με τη βελτίωση της εξωτερικής ζήτησης.

Οι προοπτικές αυτές αντανakλώνται σε γενικές γραμμές στις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου 2023 για τη ζώνη του ευρώ, σύμφωνα με τις οποίες ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί σε 0,6% το 2023, στη συνέχεια θα ανακάμψει σε 0,8 % το 2024 και θα ανέλθει σε 1,5% το 2025 και το 2026. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Σεπτεμβρίου 2023 για τη ζώνη του ευρώ, οι προοπτικές για την αύξηση του ΑΕΠ αναθεωρήθηκαν ελαφρώς προς τα κάτω για το 2023 και το 2024, ενώ για το 2025 παραμένουν αμετάβλητες.

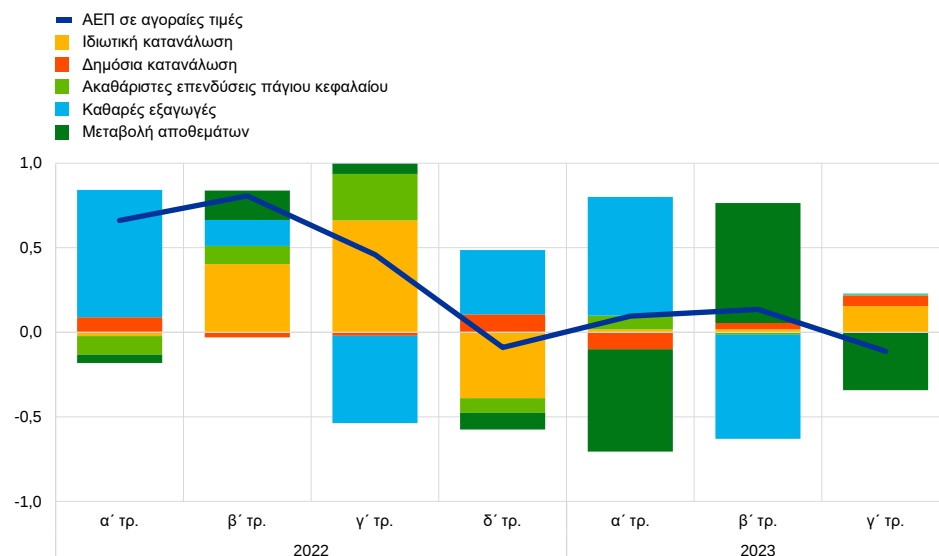
Η οικονομία της ζώνης του ευρώ συρρικνώθηκε ελαφρώς το γ' τρίμηνο του 2023. Το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε κατά 0,1% σε τριμηνιαία βάση το γ' τρίμηνο, καθώς οι μεταβολές των αποθεμάτων – που εν μέρει αντανakλούν τη σταδιακή αντιστροφή της έντονης συσσώρευσης αποθεμάτων το β' τρίμηνο – επέδρασαν ανασταλτικά στην ανάπτυξη (Διάγραμμα 4). Η ιδιωτική κατανάλωση, μετά από δύο τρίμηνα στασιμότητας, αυξήθηκε συγκρατημένα το γ' τρίμηνο, ενώ η δημόσια κατανάλωση συνέβαλε επίσης θετικά στην αύξηση του ΑΕΠ, αν και σε μικρότερο βαθμό. Η οριακά θετική συμβολή των επενδύσεων ήταν συνισταμένη δύο αντίρροπων εξελίξεων, αφενός της συνεχιζόμενης συρρίκνωσης των επενδύσεων στον τομέα των κατασκευών και αφετέρου της μεταβολής των επενδύσεων εκτός κατασκευών, η οποία παραμένει θετική. Οι συμβολές των εξαγωγών και των εισαγωγών εν πολλοίς αλληλοεξουδετερώθηκαν. Η τομεακή ανάλυση της προστιθέμενης αξίας αναδεικνύει αποκλίνουσες εξελίξεις μεταξύ των τομέων το γ'

τρίμηνο, με μέτρια αύξηση της δραστηριότητας του τομέα των υπηρεσιών και μείωση σε όλους τους άλλους τομείς, ιδίως στη μεταποίηση.

Διάγραμμα 4

Πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ και συνιστώσες του

(τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: γ' τρίμηνο 2023.

Η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να παραμείνει αδύναμη το δ' τρίμηνο του 2023.

Οι δείκτες βιομηχανικής παραγωγής για τον Οκτώβριο υποδηλώνουν συνεχιζόμενη συρρίκνωση του προϊόντος της μεταποίησης το δ' τρίμηνο. Τα εισερχόμενα στοιχεία ερευνών – διαθέσιμα για την περίοδο έως τον Νοέμβριο – καταδεικνύουν εξασθένηση της δραστηριότητας σε ευρύτερο φάσμα τομέων το δ' τρίμηνο. Η εξασθένηση αυτή αντανάκλα τόσο τη συνεχιζόμενη υποτονικότητα της μεταποιητικής δραστηριότητας όσο και τη μεγαλύτερη επιβράδυνση των υπηρεσιών, οι οποίες προηγουμένως είχαν επιδείξει ανθεκτικότητα. Ο σύνθετος Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για την παραγωγή συνέχισε να υποχωρεί περαιτέρω κάτω από το όριο μηδενικής μεταβολής (50) και τον μέσο όρο του γ' τριμήνου, παρά μια μικρή άνοδο που κατέγραψε τον Νοέμβριο σε σχέση με τον Οκτώβριο, σηματοδοτώντας πιθανό τερματισμό της αρνητικής τάσης. Ο δείκτης PMI για τη μεταποιητική παραγωγή καταγράφει τιμές πολύ κάτω από το όριο του 50, καθώς η στήριξη που είχε προσφέρει η βελτίωση των συνθηκών στις αλυσίδες εφοδιασμού φαίνεται να έχει ολοκληρώσει τον κύκλο της και το απόθεμα ανεκτέλεστων παραγγελιών φθίνει, ενώ οι νέες παραγγελίες συνεχίζουν να συρρικνώνονται (Διάγραμμα 5, γράφημα α). Η εξασθένηση της δραστηριότητας είναι επίσης εμφανής – αν και λιγότερο έντονα – στον τομέα των υπηρεσιών, όπου οι υποδείκτες του PMI που αφορούν τόσο την επιχειρηματική δραστηριότητα όσο και τις νέες εργασίες παραμένουν αμφότεροι κάτω από το όριο του 50 από τον Αύγουστο (Διάγραμμα 5, γράφημα β). Ο δείκτης οικονομικού κλίματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής υποχώρησε ελαφρώς χαμηλότερα από τον μέσο όρο του γ' τριμήνου τον Οκτώβριο και τον Νοέμβριο, αντανακλώντας τη χαμηλότερη εμπιστοσύνη τόσο των καταναλωτών όσο και των επιχειρήσεων, αν και αρχίζει να διαφαίνεται ότι η

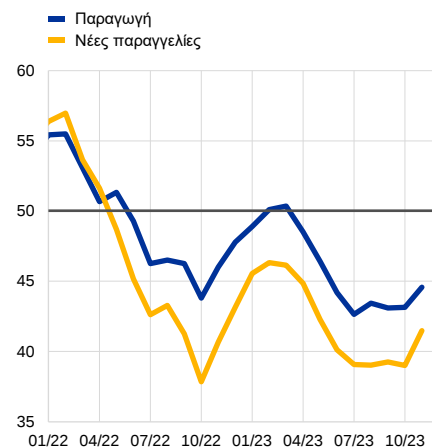
εμπιστοσύνη έπαψε να μειώνεται τον Νοέμβριο. Ταυτόχρονα, οι επιχειρήσεις στον τομέα των υπηρεσιών και ιδίως στον τομέα της μεταποίησης ανέφεραν την εξασθένηση της ζήτησης και τη δυσμενή μεταβολή των συνθηκών χρηματοδότησης ως παράγοντες που σε ολόένα μεγαλύτερο βαθμό περιορίζουν την παραγωγή το δ' τρίμηνο του έτους.³

Διάγραμμα 5

Δείκτες PMI ανά τομέα της οικονομίας

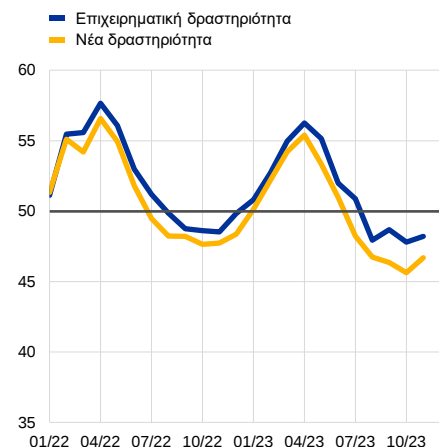
α) Μεταποίηση

(δείκτες διάχυσης)



β) Υπηρεσίες

(δείκτες διάχυσης)



Πηγή: S&P Global Market Intelligence.

Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Νοέμβριος 2023

Συνολικά, η αγορά εργασίας παρέμεινε ανθεκτική στην επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας το γ' τρίμηνο του 2023.

Η απασχόληση αυξήθηκε κατά 0,2% το γ' τρίμηνο και οι συνολικές πραγματικές ώρες εργασίας μειώθηκαν κατά 0,1% (Διάγραμμα 6, γράφημα α). Η απασχόληση αυξήθηκε κατά 3,5% από το δ' τρίμηνο του 2019 και ο συνολικός αριθμός των πραγματικών ωρών εργασίας αυξήθηκε κατά 2,1%. Αυτό συνεπάγεται μείωση κατά 1,3% των μέσων πραγματικών ωρών εργασίας, η οποία συνδέεται με τη διατήρηση πλεονάζοντος προσωπικού (δηλ. προσωπικού που δεν χρησιμοποιείται πλήρως από μια επιχείρηση στην παραγωγική της διαδικασία σε μια δεδομένη χρονική στιγμή), καθώς και με άλλους παράγοντες, όπως οι αυξημένες αναρρωτικές άδειες. Το εργατικό δυναμικό αυξήθηκε ξανά κατά 0,1% το γ' τρίμηνο του 2023 και περαιτέρω κατά 0,2% τον Οκτώβριο. Εκτιμάται ότι έχει αυξηθεί κατά περίπου 1,5 εκατ. εργαζομένους από τον Δεκέμβριο του 2022. Το ποσοστό ανεργίας ήταν 6,5% τον Οκτώβριο, παραμένοντας εν πολλοίς αμετάβλητο σε σύγκριση με τον Σεπτέμβριο και κοντά στο χαμηλότερο επίπεδο του από την εισαγωγή του ευρώ. Η ζήτηση εργασίας φθίνει σταδιακά, αλλά παραμένει υψηλή και το ποσοστό των κενών θέσεων εργασίας υποχώρησε οριακά σε 2,9%, 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας χαμηλότερα από ό,τι το προηγούμενο τρίμηνο.

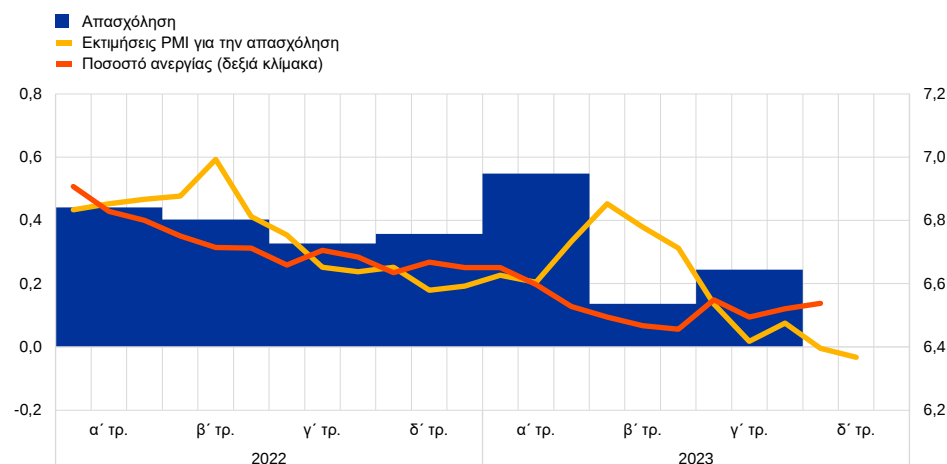
³ Βλ. επίσης το πλαίσιο με τίτλο "Η νομισματική πολιτική και η πρόσφατη επιβράδυνση στον τομέα της μεταποίησης και των υπηρεσιών" στο παρόν τεύχος του Οικονομικού Δελτίου.

Διάγραμμα 6

Απασχόληση στη ζώνη του ευρώ, εκτιμήσεις PMI για την απασχόληση και ποσοστό ανεργίας και δείκτες PMI για την απασχόληση ανά τομέα

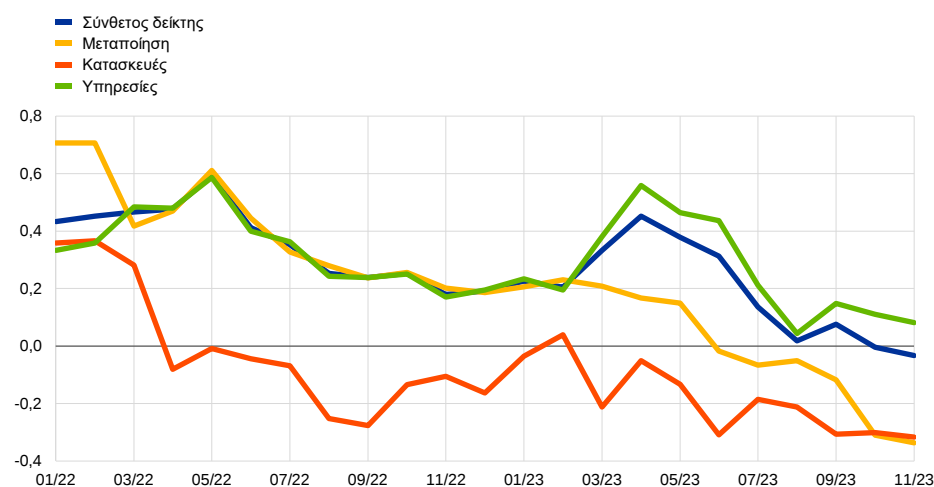
α) Απασχόληση, εκτιμήσεις PMI για την απασχόληση, και ποσοστό ανεργίας

(αριστερή κλίμακα: τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές, δείκτης διάχυσης, δεξιά κλίμακα: ποσοστό % εργατικού δυναμικού)



β) Δείκτες PMI για την απασχόληση ανά τομέα

(δείκτες διάχυσης)



Πηγές: Eurostat, S&P Global Market Intelligence και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Στο γράφημα α) οι δύο καμπύλες δείχνουν τις μηνιαίες εξελίξεις, ενώ οι ράβδοι τα τριμηνιαία στοιχεία. Ο δείκτης PMI εκφράζεται ως απόκλιση από την τιμή 50 διαιρούμενη στη συνέχεια διά του 10. Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: γ' τρίμηνο 2023 για την απασχόληση, Νοέμβριος 2023 για τις εκτιμήσεις PMI για την απασχόληση και Οκτώβριος 2023 για το ποσοστό ανεργίας. Στο γράφημα β) οι δείκτες PMI εκφράζονται ως απόκλιση από την τιμή 50 διαιρούμενη διά του 10.

Οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες της αγοράς εργασίας μαρτυρούν επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης το δ' τρίμηνο του 2023. Ο μηνιαίος σύνθετος δείκτης PMI για την απασχόληση υποχώρησε από 50,0 τον Οκτώβριο σε 49,7 τον Νοέμβριο (τιμή κάτω από το όριο 50 υποδηλώνει μείωση της απασχόλησης), έχοντας μειωθεί σημαντικά από τη μέγιστη τιμή (54,5) που είχε καταγράψει τον Απρίλιο. Η πρόσφατη πτώση του είχε ευρεία βάση σε όλους τους τομείς (Διάγραμμα 6, γράφημα β). Οι δείκτες PMI για την απασχόληση ανά τομέα υποδηλώνουν καθοδικούς κινδύνους για την άνοδο της απασχόλησης στη μεταποίηση και τις κατασκευές, όπου οι δείκτες είναι κάτω του 50. Ο δείκτης PMI για την απασχόληση

στον τομέα των υπηρεσιών, αν και παραμένει σε τιμές ελαφρώς άνω του 50, επίσης μειώθηκε και βρίσκεται πλέον κοντά στο όριο του 50.

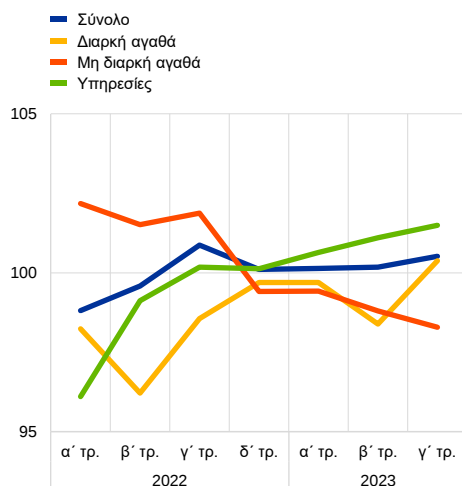
Η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε κατά 0,3% το γ' τρίμηνο του 2023 αφού είχε παραμείνει στάσιμη το α' εξάμηνο του έτους (Διάγραμμα 7, γράφημα α). Η αύξησή της το γ' τρίμηνο οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην κατανάλωση υπηρεσιών από τα νοικοκυριά, η οποία εξακολουθεί να επηρεάζεται θετικά από τις παρατεταμένες επιδράσεις της επανεκκίνησης της οικονομίας. Οι δαπάνες για διαρκή αγαθά, μετά από έντονη πτώση το β' τρίμηνο, ανέκαμψαν το γ' τρίμηνο, αντανakλώντας κυρίως την ετεροχρονισμένη παράδοση ηλεκτρικών και υβριδικών οχημάτων που είχαν αγοραστεί κατά το προηγούμενο διάστημα. Οι νέες κυκλοφορίες επιβατικών αυτοκινήτων, μετά από ισχυρή ανάκαμψη, μειώθηκαν οριακά τον Οκτώβριο και διαμορφώθηκαν 0,8% χαμηλότερα από το επίπεδο του γ' τριμήνου. Αντίθετα, οι δαπάνες για μη διαρκή (και ημιδιαρκή) αγαθά συνέχισαν να μειώνονται το γ' τρίμηνο. Αυτό αντανakλάται στη συνεχιζόμενη εξασθένηση του όγκου των λιανικών πωλήσεων, ο οποίος, παρά την οριακή αύξησή του τον Οκτώβριο σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα, ήταν 0,2% κάτω από τον μέσο όρο του γ' τριμήνου.

Διάγραμμα 7

Πραγματική ιδιωτική κατανάλωση και προσδοκίες

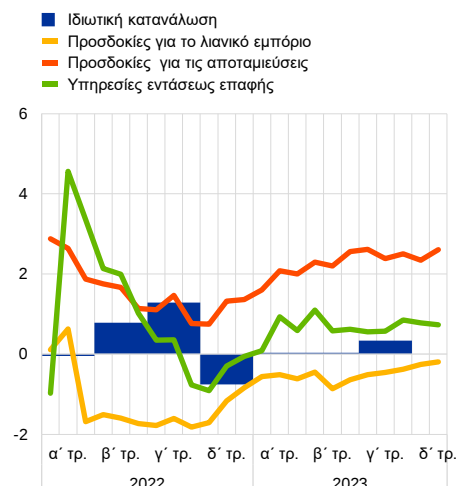
α) Ιδιωτική κατανάλωση και συνιστώσες της

(δείκτες: δ' τρίμηνο 2019 = 100)



β) Ιδιωτική κατανάλωση και προσδοκίες για το λιανικό εμπόριο, τις αποταμιεύσεις και τις υπηρεσίες

(τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές, τυποποιημένη διαφορά ποσοστών θετικών-αρνητικών απαντήσεων)



Πηγές: Eurostat, Ευρωπαϊκή Επιτροπή και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Στο γράφημα α), τα επίπεδα των συνιστωσών της κατανάλωσης (εγχώρια προσέγγιση) έχουν αναχθεί σε κλίμακα που να αντιστοιχίζεται με το επίπεδο της συνολικής ιδιωτικής κατανάλωσης (εθνική προσέγγιση). Τα μη διαρκή αγαθά συμπεριλαμβάνουν τα ημιδιαρκή αγαθά. Στο γράφημα β), οι προσδοκίες για τις αποταμιεύσεις για τους επόμενους 12 μήνες και οι επιχειρηματικές προσδοκίες στο λιανικό εμπόριο για τους επόμενους τρεις μήνες είναι τυποποιημένες κατά την περίοδο 1985-2019. Η αναμενόμενη ζήτηση υπηρεσιών εντάσεως επαφής (ως τέτοιες νοούνται οι υπηρεσίες παροχής καταλύματος, εστίασης και οι ταξιδιωτικές υπηρεσίες) για τους επόμενους τρεις μήνες είναι τυποποιημένη για την περίοδο 2005-19 (σύμφωνα με την αντίστοιχη διάρκεια κάθε σειράς). Οι πιο πρόσφατες παρατηρήσεις αφορούν το γ' τρίμηνο 2023 για το γράφημα α) και το γ' τρίμηνο του 2023 και τον Νοέμβριο 2023 για το γράφημα β).

Τα εισερχόμενα στοιχεία ερευνών εξακολουθούν να υποδηλώνουν συνολική εξασθένηση των δαπανών για αγαθά περί τα τέλη του έτους. Ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ανέκαμψε τον Νοέμβριο μετά από μείωση επί τρεις συνεχόμενους μήνες, αλλά παρέμεινε κάτω από τον

μακροχρόνιο μέσο όρο του. Τα στοιχεία για τον Νοέμβριο αντανακλούν βελτίωση των προσδοκιών των νοικοκυριών σχετικά με τις γενικές προοπτικές της οικονομίας και τη δική τους χρηματοοικονομική κατάσταση. Ταυτόχρονα, οι δείκτες της Επιτροπής για τις αναμενόμενες μεγάλες αγορές από τους καταναλωτές και τις αναμενόμενες λιανικές πωλήσεις παρέμειναν χαμηλοί, παρά τη μικρή βελτίωση των τελευταίων (Διάγραμμα 7, γράφημα β). Αντίθετα, δεν υπήρξε έντονη καθοδική διόρθωση της αναμενόμενης ζήτησης υπηρεσιών εντάσεως επαφής, η οποία παρέμεινε ανθεκτική τον Νοέμβριο και πάνω από τον ιστορικό μέσο όρο της. Ομοίως, η Έρευνα Προσδοκιών των Καταναλωτών (CES) της ΕΚΤ για τον Οκτώβριο καταδεικνύει ανθεκτική αναμενόμενη ζήτηση για κρατήσεις διακοπών. Η μετάδοση των αυστηρότερων συνθηκών χρηματοδότησης στην πραγματική οικονομία ενδέχεται να περιορίσει τον δανεισμό των νοικοκυριών, να διατηρήσει υψηλές τις προσδοκίες για αποταμίευση και να συγκρατήσει την αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης βραχυπρόθεσμα.⁴ Ταυτόχρονα, οι καταναλωτικές δαπάνες αναμένεται να επηρεαστούν θετικά από την ενίσχυση της αγοραστικής δύναμης λόγω της πτώσης του πληθωρισμού και της ακόμη ανθεκτικής αγοράς εργασίας.

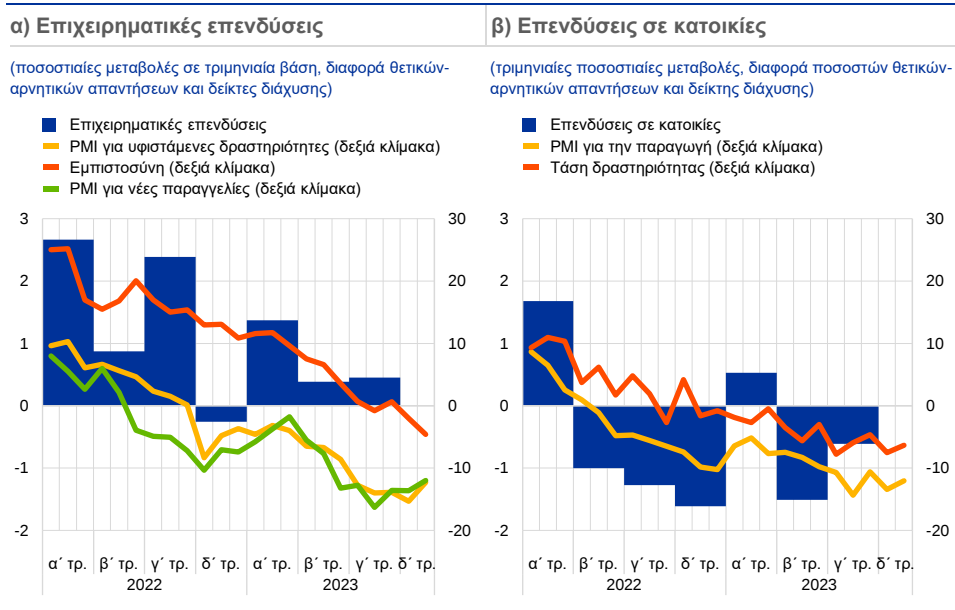
Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αυξήθηκαν το γ' τρίμηνο του 2023, αλλά αναμένεται να συρρικνωθούν το δ' τρίμηνο. Οι επενδύσεις πλην κατασκευών και εξαιρουμένων των άυλων αγαθών της Ιρλανδίας αυξήθηκαν κατά 0,5% σε τριμηνιαία βάση το γ' τρίμηνο του 2023, λόγω αυξημένων επενδύσεων τόσο σε άυλα αγαθά όσο και σε μηχανήματα και εξοπλισμό (Διάγραμμα 8, γράφημα α). Το δ' τρίμηνο η συνεχιζόμενη αδυναμία που αντανακλάται στην Έρευνα Εμπιστοσύνης των Επιχειρήσεων που διεξάγει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και στους δείκτες PMI για την παραγωγή και τις νέες παραγγελίες υποδηλώνει μείωση των επενδύσεων. Οι επιχειρήσεις επηρεάζονται επίσης δυσμενώς από το αρνητικό καθαρό εισόδημα από τόκους και η στήριξη από τις ανεκτέλεστες παραγγελίες εξακολουθεί να φθίνει.⁵ Η έρευνα της Επιτροπής σχετικά με τους περιορισμούς στην παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών το δ' τρίμηνο επιβεβαίωσε την αποδυνάμωση της ζήτησης, καθώς και την ύπαρξη ολοένα λιγότερων εμποδίων λόγω ανεπάρκειας εξοπλισμού και παραγωγικού δυναμικού. Το τελευταίο εύρημα συνάδει με τον μειωμένο βαθμό χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού στην ευρύτερη οικονομία, που συνεπάγεται ότι δεν υπάρχει σημαντική ανάγκη επενδύσεων για την αύξηση του παραγωγικού δυναμικού στο εγγύς μέλλον. Παρ' όλα αυτά, οι επενδύσεις αναμένεται να ανακάμψουν σταδιακά από το 2024 και εξής, καθώς η ζήτηση θα ενισχύεται και πάλι, η αβεβαιότητα θα υποχωρεί και η αρνητική επίδραση που ασκούν σήμερα η περιοριστική νομισματική πολιτική και οι δυσμενείς συνθήκες προσφοράς πιστώσεων θα εξασθενεί μεσοπρόθεσμα. Επιπλέον, η υλοποίηση του προγράμματος Next Generation EU αναμένεται να προσελκύσει ιδιωτικές επενδύσεις.

⁴ Οι συγκρατημένες προοπτικές για την ιδιωτική κατανάλωση μπορεί επίσης να αντανακλούν την απαισιόδοξη αξιολόγηση των πρόσφατων εξελίξεων στο πραγματικό εισόδημα εκ μέρους των καταναλωτών. Βλ. το πλαίσιο με τίτλο “Εισαγωγή στη μέτρηση του εισοδήματος των νοικοκυριών” στο παρόν τεύχος του Οικονομικού Δελτίου.

⁵ Βλ. το πλαίσιο με τίτλο “Καθαρό εισόδημα νοικοκυριών και επιχειρήσεων από τόκους” στο παρόν τεύχος του Οικονομικού Δελτίου.

Διάγραμμα 8

Δυναμική πραγματικών επενδύσεων και στοιχεία ερευνών



Πηγές: Eurostat, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, S&P Global Market Intelligence και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Οι καμπύλες δείχνουν τις μηνιαίες εξελίξεις, ενώ οι ράβδοι τα τριμηνιαία στοιχεία. Οι δείκτες PMI εκφράζονται ως απόκλιση από την τιμή 50. Στο γράφημα α) οι επιχειρηματικές επενδύσεις μετρούνται με βάση τις επενδύσεις πλην κατασκευών εξαιρουμένων των άυλων αγαθών της Ιρλανδίας. Οι καμπύλες αφορούν απαντήσεις (στην έρευνα PMI) επιχειρήσεων του τομέα κεφαλαιακών αγαθών, ενώ για την εμπιστοσύνη πηγή στοιχείων είναι η έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Στο γράφημα β), οι γραμμές αναφέρονται στον τομέα των κτιριακών κατασκευών. Η "τάση δραστηριότητας" αφορά την τάση δραστηριότητας σε σύγκριση με τους προηγούμενους τρεις μήνες, όπως μετρείται στην έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Οι πιο πρόσφατες παρατηρήσεις αφορούν το γ' τρίμηνο του 2023 για τις επιχειρηματικές επενδύσεις και τις επενδύσεις σε κατοικίες και τον Νοέμβριο 2023 για τα λοιπά μεγέθη.

Οι επενδύσεις σε κατοικίες μειώθηκαν εκ νέου το γ' τρίμηνο του 2023 και πιθανώς θα συρρικνωθούν περαιτέρω βραχυπρόθεσμα. Οι επενδύσεις σε

κατοικίες μειώθηκαν κατά 0,6% σε τριμηνιαία βάση το γ' τρίμηνο του 2023, μετά από πτώση 1,5% το β' τρίμηνο (Διάγραμμα 8, γράφημα β). Οι βραχυχρόνιοι δείκτες υποδηλώνουν περαιτέρω μείωση το δ' τρίμηνο. Τον Οκτώβριο και τον Νοέμβριο ο δείκτης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την οικοδομική δραστηριότητα τους τελευταίους τρεις μήνες υποχώρησε σε επίπεδο πολύ χαμηλότερο από τον μέσο όρο του γ' τριμήνου, ενώ ο δείκτης PMI για την παραγωγή στον τομέα των κατοικιών παρέμεινε πολύ κάτω από το όριο του 50. Ο δείκτης του κλίματος στην αγορά κατοικιών, όπως μετρείται από την τριμηνιαία έρευνα της Επιτροπής για τις βραχυπρόθεσμες προθέσεις των νοικοκυριών να ανακαινίσουν, να αγοράσουν ή να χτίσουν σπίτι, επίσης μειώθηκε ελαφρώς το δ' τρίμηνο του 2023. Ομοίως, σύμφωνα με την έρευνα CES, το ποσοστό των νοικοκυριών που θεωρούν ότι η στέγαση είναι καλή επένδυση μειώθηκε τον Οκτώβριο. Η εξασθένηση των βραχυπρόθεσμων προοπτικών για τις επενδύσεις σε κατοικίες συνάδει με τη γενικά σημαντική πτωτική τάση των οικοδομικών αδειών για κατοικίες και οφείλεται στη σημαντική αυστηροποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, η οποία επηρεάζει ανασταλτικά τη ζήτηση κατοικιών. Ο δανεισμός των νοικοκυριών για αγορά κατοικίας ήταν και πάλι χαμηλός τον Οκτώβριο, γεγονός που υποδηλώνει ότι δεν επίκειται ανάκαμψη της ζήτησης κατοικιών.

Η αύξηση των εξαγωγών παρέμεινε συγκρατημένη το γ' τρίμηνο του 2023, αντανakλώντας τη χαμηλή παγκόσμια ζήτηση, την εμφανιζόμενη με χρονική

υστέρηση επίδραση της ανατίμησης του ευρώ και τις υψηλές τιμές της ενέργειας.

Το γ' τρίμηνο σημειώθηκε και πάλι αρνητική μεταβολή του όγκου των εξαγωγών, καθώς η υποτονικότητα του διεθνούς εμπορίου μετρίασε την εξωτερική ζήτηση αγαθών της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, η εμφανιζόμενη με χρονική υστέρηση ανατίμηση του ευρώ σε όρους σταθμισμένης ως προς το εμπόριο ισοτιμίας – από τα τέλη του 2022 – αποδυνάμωσε την ανταγωνιστικότητα της ζώνης του ευρώ και οι υψηλές τιμές της ενέργειας συνέβαλαν περαιτέρω στην επιβράδυνση των εξαγωγών, ιδίως στους ενεργοβόρους τομείς. Η συρρίκνωση των εισαγωγών αγαθών το γ' τρίμηνο συνάδει με την εξασθένηση της εγχώριας ζήτησης και τη μείωση των αποθεμάτων. Κατά συνέπεια, η συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου στην αύξηση του ΑΕΠ ήταν οριακά θετική το γ' τρίμηνο. Για το προσεχές διάστημα, οι δείκτες που βασίζονται σε έρευνες υποδηλώνουν συνεχιζόμενη βραχυπρόθεσμη επιβράδυνση των εξαγωγών στη ζώνη του ευρώ, καθώς οι νέες παραγγελίες εξαγωγών τόσο για βιομηχανικά αγαθά όσο και για υπηρεσίες συνεχίζουν να καταγράφουν τιμές που υποδηλώνουν μείωση των εξαγωγών

Πέραν του βραχυπρόθεσμου ορίζοντα, η δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να ανακάμψει σταδιακά, υποστηριζόμενη από τις αυξήσεις των πραγματικών εισοδημάτων, την εξασθένηση της επιβάρυνσης από τις δυσμενείς συνθήκες χρηματοδότησης και τη βελτίωση της εξωτερικής ζήτησης.

Εφόσον δεν υπάρξουν περαιτέρω διαταραχές, η αύξηση του ΑΕΠ αναμένεται να επιταχυνθεί σταδιακά, καθώς η κατανάλωση υποστηρίζεται ολοένα περισσότερο από την υποχώρηση των πληθωριστικών πιέσεων και την ανθεκτική αύξηση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας, λόγω της συνεχιζόμενης ισχυρής αύξησης των μισθών. Επιπλέον, οι ανασχετικές επιδράσεις των πρόσφατων δυσμενών συνθηκών χρηματοδότησης στις επενδύσεις θα εξασθενήσουν και η βελτίωση της εξωτερικής ζήτησης θα στηρίξει την ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ.

Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ του Δεκεμβρίου 2023 προβλέπουν ότι ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί σε 0,6% το 2023, αλλά στη συνέχεια θα ανακάμψει σε 0,8% το 2024 και θα ανέλθει σε 1,5% το 2025 και το 2026. Σε σύγκριση με τις προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Σεπτεμβρίου 2023, οι προοπτικές για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ έχουν αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα κάτω για το 2023 και το 2024, ενώ για το 2025 παραμένουν αμετάβλητες.⁶

⁶ Βλ. “Μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ, Δεκέμβριος 2023”.

Ο γενικός πληθωρισμός της ζώνης του ευρώ μειώθηκε σε 2,4% τον Νοέμβριο του 2023, από 2,9% τον Οκτώβριο, αλλά αναμένεται πρόσκαιρη εκ νέου επιτάχυνσή του σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, η οποία σχετίζεται με ανοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης στον πληθωρισμό της ενέργειας. Ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής υποχώρησε σε 3,6% τον Νοέμβριο και όλοι οι δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού είχαν συνεχίσει να μειώνονται τον Οκτώβριο. Ωστόσο, οι εγχώριες πιέσεις στις τιμές παρέμειναν υψηλές, κυρίως λόγω της έντονης αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Οι περισσότεροι δείκτες μέτρησης των πιο μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό διαμορφώνονται γύρω στο 2%, με ορισμένους δείκτες που βασίζονται στην αγορά και αφορούν την αντιστάθμιση έναντι του πληθωρισμού να υποχωρούν από αυξημένα επίπεδα, κυρίως λόγω των χαμηλότερων ασφαλιστρών κινδύνου πληθωρισμού. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ του Δεκεμβρίου 2023, ο γενικός πληθωρισμός θα υποχωρήσει σταδιακά και θα διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 2,7% το 2024, 2,1% το 2025 και 1,9% το 2026.

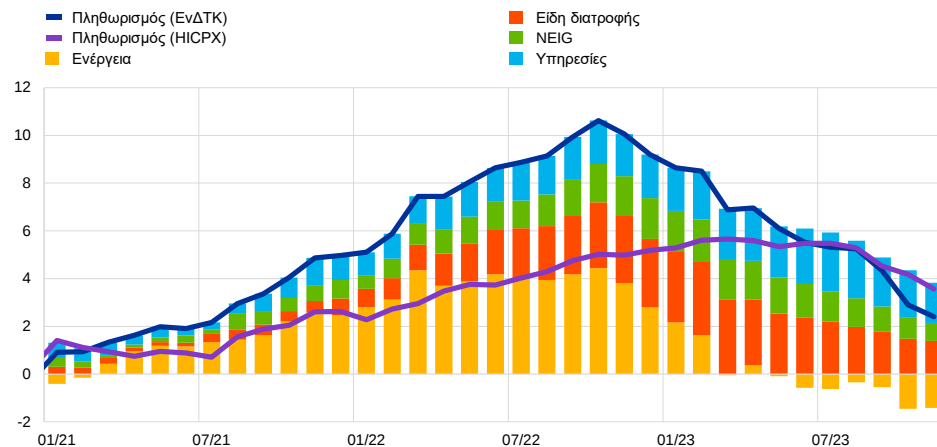
Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο πληθωρισμός βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) μειώθηκε περαιτέρω σε 2,4% τον Νοέμβριο, από 2,9% τον Οκτώβριο (Διάγραμμα 9).⁷ Η μείωση αυτή ήταν αποτέλεσμα των χαμηλότερων ρυθμών πληθωρισμού για όλες τις κύριες υποσυνιστώσες, δηλαδή την ενέργεια, τα είδη διατροφής, τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά (NEIG) και τις υπηρεσίες. Ο πληθωρισμός της ενέργειας διολίσθησε περαιτέρω σε αρνητική περιοχή, καταγράφοντας μείωση κατά 2,2%σε μηνιαία βάση, από -11,2% τον Οκτώβριο σε -11,5% τον Νοέμβριο. Ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής συνέχισε και αυτός να μειώνεται, από 7,4% τον Οκτώβριο σε 6,9% τον Νοέμβριο, αλλά παρέμεινε υψηλός. Αυτή η μείωση αντανάκλασε τον χαμηλότερο ετήσιο ρυθμό μεταβολής των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής. Αντιθέτως, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής επιταχύνθηκε, τροφοδοτούμενος από μεγάλη μηνιαία αύξηση και μια ανοδική επίδραση της βάσης σύγκρισης. Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των ειδών διατροφής (HICPX) υποχώρησε περαιτέρω σε 3,6% τον Νοέμβριο, από 4,2% τον Οκτώβριο, λόγω της μείωσης και στις δύο κύριες συνιστώσες του, δηλ. τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά (NEIG) και τις υπηρεσίες. Ο πληθωρισμός NEIG υποχώρησε από 3,5% τον Οκτώβριο σε 2,9% τον Νοέμβριο, αποτυπώνοντας τη συνεχιζόμενη άμβλυνση των πιέσεων στις τιμές σε προγενέστερα στάδια της αλυσίδας τιμολόγησης. Ο πληθωρισμός των τιμών των υπηρεσιών μειώθηκε ελαφρά από 4,5% τον Οκτώβριο σε 4,0% τον Νοέμβριο.

⁷ Η τελευταία ημερομηνία για τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στο παρόν τεύχος του Οικονομικού Δελτίου ήταν η 13η Δεκεμβρίου 2023. Τα οριστικά στοιχεία της Eurostat που δημοσιεύθηκαν στις 19 Δεκεμβρίου 2023 επιβεβαίωσαν ότι ο ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη ζώνη του ευρώ διαμορφώθηκε σε 2,4% τον Νοέμβριο.

Διάγραμμα 9

Γενικός πληθωρισμός και οι κύριες συνιστώσες του

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

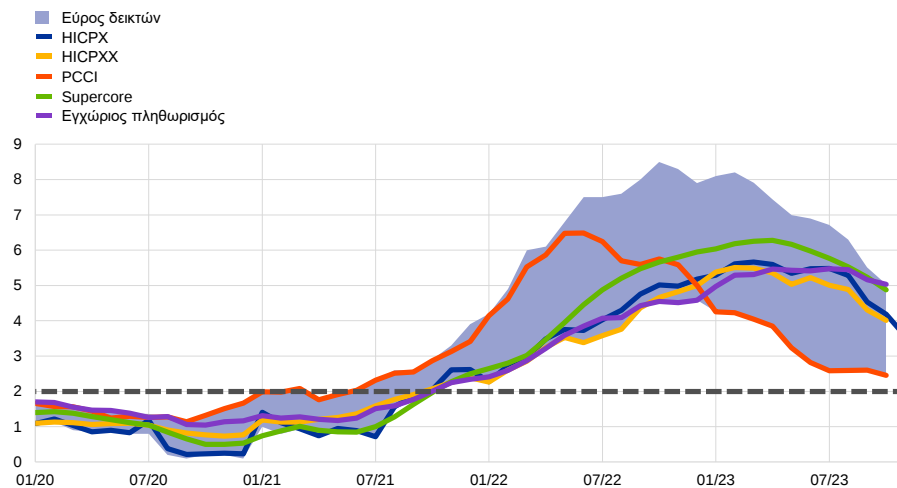
Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Νοέμβριος 2023 (προκαταρκτική εκτίμηση).

Όλοι οι δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού συνέχισαν να υποχωρούν τον Οκτώβριο σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία, αντανακλώντας την εξασθένηση των επιδράσεων των προηγούμενων διαταραχών στο κόστος της ενέργειας και στις αλυσίδες εφοδιασμού, όπως επίσης και την ασθενέστερη ζήτηση εν μέσω της πιο περιοριστικής νομισματικής πολιτικής (Διάγραμμα 10). Παρά τις μειώσεις σε όλους τους δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού, η αβεβαιότητα που περιβάλλει τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού παραμένει υψηλή. Αυτό καθίσταται σαφές από το μεγάλο εύρος όλων των δεικτών του υποκείμενου πληθωρισμού, οι οποίοι κυμαίνονται από 2,5% για τον δείκτη Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) έως 5,0% για τον εγχώριο πληθωρισμό. Το γεγονός αυτό καταδεικνύει ότι, για τους περισσότερους δείκτες, απαιτείται χρόνος προκειμένου να εξαλειφθεί πλήρως η επίδραση από παρελθούσες διαταραχές. Ο δείκτης Supercore, ο οποίος περιλαμβάνει τα είδη του ΕνΔΤΚ που είναι ευαίσθητα στον οικονομικό κύκλο, υποχώρησε από 5,2% τον Σεπτέμβριο σε 4,9% τον Οκτώβριο, ενώ ο δείκτης PCCI (Persistent and Common Component of Inflation), που καταρτίζεται βάσει υποδειγμάτων, υποχώρησε μόνο ελαφρώς από 2,6% σε 2,5% κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου. Ο δείκτης εγχώριου πληθωρισμού (ο οποίος δεν περιλαμβάνει είδη του ΕνΔΤΚ με υψηλό εισαγωγικό περιεχόμενο) ήταν ο πιο επίμονα υψηλός, καθώς διαμορφώθηκε σε 5,2% τον Σεπτέμβριο και σε 5,0% τον Οκτώβριο, αντανακλώντας τη σημασία των μισθολογικών πιέσεων. Ωστόσο, ο εν λόγω δείκτης ήδη έχει καταγράψει μείωση επί τρεις συνεχείς μήνες.

Διάγραμμα 10

Δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Το εύρος των δεικτών του υποκείμενου πληθωρισμού περιλαμβάνει τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας, τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των ειδών διατροφής, των ειδών που σχετίζονται με τα ταξίδια, την ένδυση και την υπόδηση (HICPXX), τον εγχώριο πληθωρισμό, τους περικομμένους μέσους όρους 10% και 30%, τον δείκτη PCCI και τη σταθμισμένη διάμεση τιμή. Η γκριζα διακεκομμένη γραμμή αντιπροσωπεύει τον μεσοπρόθεσμο στόχο της ΕΚΤ για τον πληθωρισμό (2%). Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Νοέμβριος 2023 (προκαταρκτική εκτίμηση) για τον HICPX και Οκτώβριος 2023 για τους υπόλοιπους δείκτες.

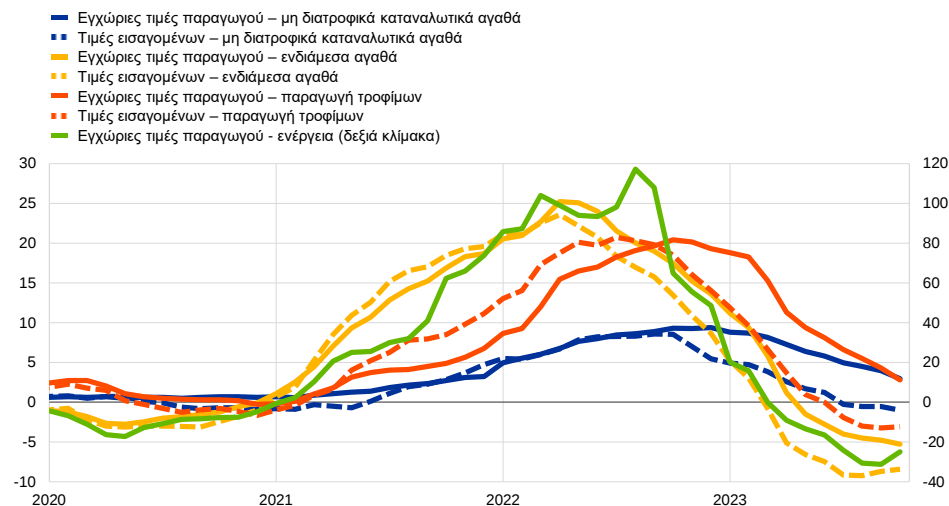
Οι πιέσεις σε προγενέστερα στάδια της αλυσίδας διαμόρφωσης των τιμών συνέχισαν να αμβλύνονται καθώς οι σωρευτικές επιδράσεις των προηγούμενων διαταραχών εξασθένησαν περαιτέρω (Διάγραμμα 11). Στα

αρχικά στάδια της αλυσίδας τιμολόγησης, οι πιέσεις στις τιμές συνέχισαν να υποχωρούν μετρίως τον Οκτώβριο. Ο ρυθμός ανόδου των εγχώριων τιμών παραγωγού για τα ενδιάμεσα αγαθά παραμένει αρνητικός από τον Μάιο, αφού υποχώρησε περαιτέρω σε -5,3% τον Οκτώβριο, από -4,8% τον Σεπτέμβριο, ενώ ο πληθωρισμός των τιμών εισαγωγών για τα ενδιάμεσα αγαθά συνέχισε να μειώνεται με ταχύ ρυθμό, αλλά επιβραδύνθηκε ελαφρώς από -8,7% σε -8,4% την ίδια περίοδο. Ο πληθωρισμός των τιμών παραγωγού για την ενέργεια, ο οποίος είναι αρνητικός από τον Απρίλιο, ανήλθε σε -25,0% τον Οκτώβριο, από -31,2% τον Σεπτέμβριο. Στα μεταγενέστερα στάδια της αλυσίδας τιμολόγησης, ο πληθωρισμός των εγχώριων τιμών παραγωγού για τα μη διατροφικά καταναλωτικά αγαθά υποχώρησε σε 3,0% τον Οκτώβριο, από 3,9% τον Σεπτέμβριο, επιβεβαιώνοντας τη συνεχιζόμενη σταδιακή υποχώρηση των συσσωρευμένων πιέσεων στα προγενέστερα στάδια της αλυσίδας τιμολόγησης. Το ίδιο ισχύει για τις αντίστοιχες πιέσεις στην κατηγορία των καταναλωτικών ειδών διατροφής, όπου ο πληθωρισμός των τιμών παραγωγού για τα επεξεργασμένα είδη διατροφής μειώθηκε περαιτέρω τον Οκτώβριο φθάνοντας στο 2,8%, το χαμηλότερο επίπεδο του από τον Απρίλιο του 2021. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών εισαγωγών για αυτές τις κατηγορίες καταναλωτικών αγαθών παρέμεινε αρνητικός. Ο ρυθμός μεταβολής των τιμών των εισαγομένων για τα μη διατροφικά καταναλωτικά αγαθά υποχώρησε από -0,6% τον Σεπτέμβριο σε -1,0% τον Οκτώβριο, ενώ όσον αφορά τα διατροφικά προϊόντα δεν μετριάστηκε περαιτέρω.

Διάγραμμα 11

Δείκτες πιέσεων σε προγενέστερα στάδια της αλυσίδας τιμολόγησης

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

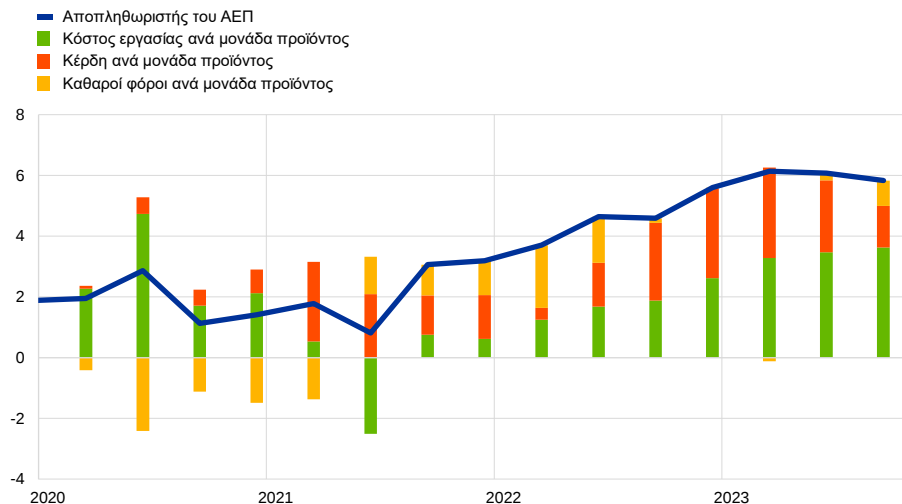
Σημείωση: Οι πιο πρόσφατες παρατηρήσεις αφορούν τον Οκτώβριο του 2023.

Οι πιέσεις από την πλευρά του εγχώριου κόστους, όπως μετρούνται από τον ρυθμό μεταβολής του αποπληθωριστή του ΑΕΠ, υποχώρησαν σε 5,8% το γ' τρίμηνο του 2023, από 6,1% το προηγούμενο τρίμηνο, λόγω της μικρότερης συμβολής των κερδών ανά μονάδα προϊόντος (Διάγραμμα 12). Η συμβολή των κερδών ανά μονάδα προϊόντος στον αποπληθωριστή του ΑΕΠ μειώθηκε σε 1,4 ποσοστιαίες μονάδες το γ' τρίμηνο του 2023, από 2,4 ποσοστιαίες μονάδες το προηγούμενο τρίμηνο, υποδηλώνοντας ότι τα κέρδη ξεκίνησαν να απορροφούν τις πληθωριστικές πιέσεις που προέρχονται από τους μισθούς και το κόστος εργασίας. Η συμβολή του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε οριακά το γ' τρίμηνο του 2023 σε 3,6 ποσοστιαίες μονάδες, από 3,5 ποσοστιαίες μονάδες το προηγούμενο τρίμηνο. Ο ελαφρώς υψηλότερος ετήσιος ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το γ' τρίμηνο αντανάκλα την εντονότερα αρνητική μεταβολή της παραγωγικότητας της εργασίας, ενώ ο ρυθμός αύξησης των μισθών με βάση τη μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό επιβραδύνθηκε από 5,5% το β' τρίμηνο σε 5,2% το γ' τρίμηνο. Ο ρυθμός αύξησης των μισθών με βάση την αμοιβή ανά ώρα εργασίας, παρέμεινε αμετάβλητος σε 5,2%, υποδηλώνοντας ότι οι έντονες πιέσεις στο κόστος εργασίας συνεχίζονται. Στις παραπάνω εξελίξεις συνέβαλε το γεγονός ότι ο ρυθμός αύξησης των συμβατικών αποδοχών συνέχισε να ενισχύεται το γ' τρίμηνο του 2023, φθάνοντας σε 4,7% από 4,4% το προηγούμενο τρίμηνο. Επίσης, οι πληροφορίες από τις μισθολογικές διαπραγματεύσεις που ολοκληρώθηκαν πρόσφατα συνεχίζουν να σηματοδοτούν υψηλές μισθολογικές πιέσεις κατά την προσεχή περίοδο και δεν παρέχουν ακόμη σαφείς ενδείξεις αντιστροφής της ανοδικής τάσης των συμβατικών αποδοχών.

Διάγραμμα 12

Ανάλυση του αποπληθωριστή του ΑΕΠ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

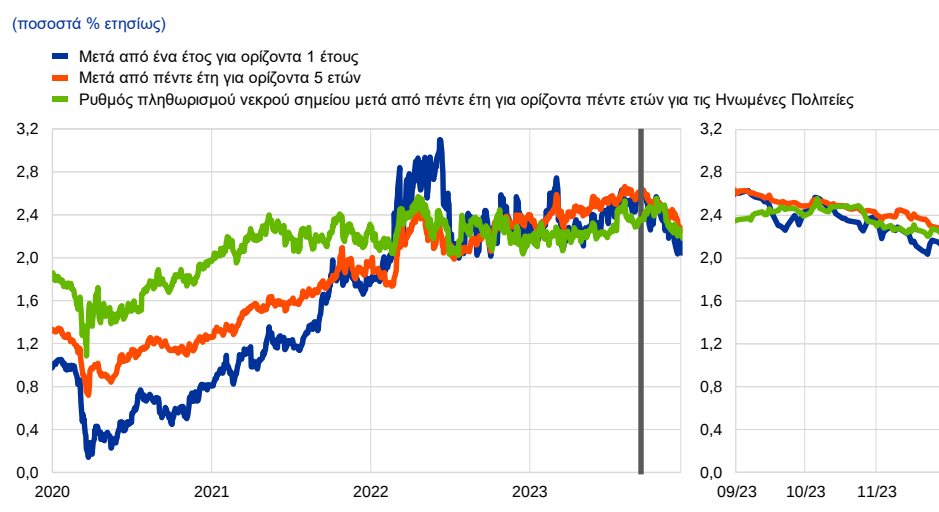
Σημειώσεις: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: γ' τρίμηνο 2023. Η μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό συμβάλλει θετικά στις μεταβολές του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και η παραγωγικότητα της εργασίας συμβάλλει αρνητικά.

Οι δείκτες πιο μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό που βασίζονται σε στοιχεία ερευνών παρέμειναν γύρω στο 2%, ενώ οι δείκτες αντιστάθμισης του πληθωρισμού μειώθηκαν. Τόσο στην Έρευνα μεταξύ των Εξειδικευμένων Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων της ΕΚΤ (Survey of Professional Forecasters) για το δ' τρίμηνο του 2023 όσο και στην έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των αναλυτών νομισματικής πολιτικής (Survey of Monetary Analysts) για τον Δεκέμβριο του 2023, οι διάμεσες πιο μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό διαμορφώθηκαν στο 2,0%. Οι δείκτες που βασίζονται σε χρηματοοικονομικά προϊόντα αντιστάθμισης του πληθωρισμού (με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές του καπνού) υποχώρησαν αισθητά μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ τον Σεπτέμβριο, ιδίως για τις βραχυπρόθεσμες διάρκειες, καθώς τα χαμηλότερα από ό,τι αναμενόταν καταγραφόμενα επίπεδα πληθωρισμού για τον Σεπτέμβριο, τον Οκτώβριο και τον Νοέμβριο, σε συνδυασμό με τις υποτονικές προοπτικές ανάπτυξης, ώθησαν τους συμμετέχοντες στην αγορά να αναθεωρήσουν προς τα κάτω τις προοπτικές τους για τον πληθωρισμό (Διάγραμμα 13). Το επιτόκιο των συμφωνιών ανταλλαγής που συνδέονται με τον πληθωρισμό (ILS) μετά από ένα έτος και για ορίζοντα ενός έτους μειώθηκε κατά περίπου 50 μονάδες βάσης σε 2,1%. Στις μεγαλύτερες διάρκειες, το επιτόκιο των συμφωνιών ανταλλαγής που συνδέονται με τον πληθωρισμό (ILS) μετά από πέντε έτη και για ορίζοντα πέντε ετών μειώθηκε κατά περίπου 35 μονάδες βάσης και διαμορφώθηκε στο 2,3%, χαμηλότερα από το ιστορικώς υψηλό επίπεδο που καταγράφηκε στις αρχές Αυγούστου, παραμένοντας ωστόσο υψηλό με βάση τα ιστορικά δεδομένα. Θα πρέπει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι αυτοί οι δείκτες βάσει των προϊόντων αντιστάθμισης του πληθωρισμού δεν αποτυπώνουν άμεσα τις πραγματικές προσδοκίες των συμμετεχόντων στην αγορά για τον πληθωρισμό, καθώς περιλαμβάνουν ασφάλιστρα κινδύνου πληθωρισμού, τα οποία αντισταθμίζουν τους κινδύνους πληθωρισμού. Οι εκτιμήσεις που βασίζονται σε υποδείγματα και αφορούν τις πραγματικές προσδοκίες για τον πληθωρισμό,

εξαιρουμένων των ασφαλιστρών κινδύνου πληθωρισμού, παρουσίασαν συγκρατημένη μείωση κατά την εξεταζόμενη περίοδο και καταδεικνύουν ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά επίσης αναμένουν ότι ο πληθωρισμός θα διαμορφωθεί γύρω στο 2% μακροπρόθεσμα. Από την πλευρά των καταναλωτών, η Έρευνα Προσδοκιών των Καταναλωτών (Consumer Expectations Survey) της ΕΚΤ τον Οκτώβριο του 2023 ανέφερε ότι οι διάμεσες προσδοκίες για τον γενικό πληθωρισμό κατά το επόμενο έτος παρέμειναν αμετάβλητες στο 4,0%. Κατ' ανάλογο τρόπο, οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό σε ορίζοντα τριών ετών παρέμειναν σταθερές στο 2,5%.

Διάγραμμα 13

Δείκτες αντιστάθμισης του πληθωρισμού που βασίζονται σε στοιχεία της αγοράς



Πηγές: Refinitiv, Bloomberg και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

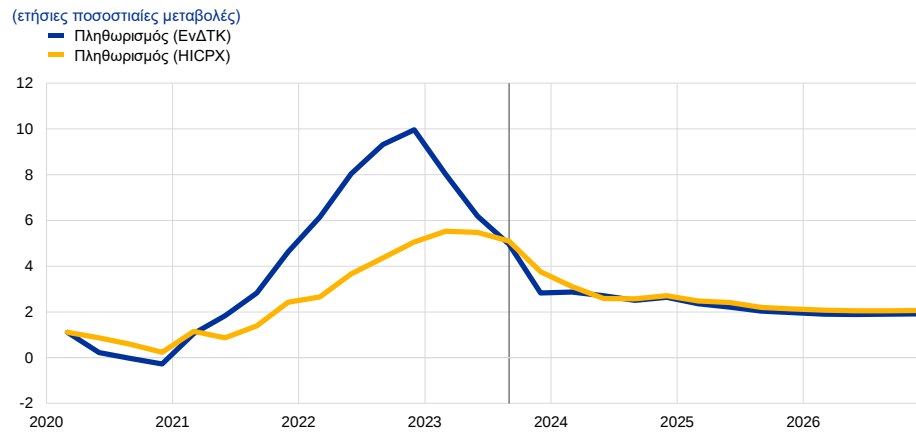
Σημειώσεις: Το διάγραμμα δείχνει τα επιτόκια των συμφωνιών ανταλλαγής που συνδέονται με τον πληθωρισμό (ILS) σε διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες για τη ζώνη του ευρώ και τον ρυθμό πληθωρισμού νεκρού σημείου (breakeven inflation rate) μετά από πέντε έτη για ορίζοντα πέντε ετών για τις Ηνωμένες Πολιτείες. Η κάθετη γκριζα γραμμή δηλώνει την αρχή της εξεταζόμενης περιόδου (14 Σεπτεμβρίου 2023). Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: 13 Δεκεμβρίου 2023.

Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου 2023 προβλέπουν ότι ο γενικός πληθωρισμός θα μειωθεί, από 5,4% κατά μέσο όρο το 2023 σε 2,7% το 2024, 2,1% το 2025 και 1,9% το 2026 (Διάγραμμα 14). Αυτή η πορεία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού προς τον στόχο 2% αντανάκλα τη μείωση των τιμών της ενέργειας, τον αντίκτυπο της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής, τη συνεχιζόμενη υποχώρηση των πιέσεων σε προγενέστερα στάδια της αλυσίδας διαμόρφωσης των τιμών και των προβλημάτων στις αλυσίδες εφοδιασμού, όπως και το γεγονός ότι οι πιο μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό παραμένουν σταθεροποιημένες. Ο ρυθμός αύξησης των μισθών αναμένεται να μετριαστεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής καθώς οι ανοδικές επιδράσεις από την αντιστάθμιση έναντι του πληθωρισμού σταδιακά θα εξασθενούν, αλλά το κόστος εργασίας παραμένει ο βασικός παράγοντας διαμόρφωσης του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής (HICPX). Τα κέρδη αναμένεται να υποχωρήσουν κατά τη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής και να λειτουργήσουν ως ανάχωμα στη μετακύλιση του κόστους εργασίας στις τιμές. Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2023, οι προβολές για τον γενικό πληθωρισμό αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω τόσο για το 2023 όσο και για το 2024, κατά 0,2 και 0,5 της ποσοστιαίας

μονάδας αντίστοιχα, κυρίως λόγω των ασθενέστερων από ό,τι αναμενόταν δεδομένων που καταγράφηκαν πρόσφατα και των χαμηλότερων παραδοχών για τις τιμές των ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων. Πάντως, οι προβολές για τον γενικό πληθωρισμό για το 2025 παραμένουν αμετάβλητες.

Διάγραμμα 14

Πληθωρισμός ΕνΔΤΚ και ΗICPX στη ζώνη του ευρώ



Πηγές: Eurostat και Μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ του Δεκεμβρίου 2023.

Σημειώσεις: Η κάθετη γραμμή δηλώνει την έναρξη του χρονικού ορίζοντα των προβολών. Οι πιο πρόσφατες παρατηρήσεις αφορούν το γ' τρίμηνο του 2023 για τις πραγματοποιήσεις και το δ' τρίμηνο του 2026 για τις προβλέψεις. Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Δεκεμβρίου 2023 οριστικοποιήθηκαν στο τέλος Νοεμβρίου και η τελευταία ημερομηνία για τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στις τεχνικές υποθέσεις ήταν η 23η Νοεμβρίου 2023. Τόσο τα ιστορικά όσο και τα τρέχοντα στοιχεία για τον πληθωρισμό ΕνΔΤΚ και τον πληθωρισμό ΗICPX είναι με τριμηνιαία συχνότητα.

Την περίοδο 14 Σεπτεμβρίου-13 Δεκεμβρίου 2023 οι βασικοί παράγοντες διαμόρφωσης των εξελίξεων στη χρηματοπιστωτική αγορά ήταν η μετάδοση των επιδράσεων από τις σημαντικές διακυμάνσεις των αποδόσεων των αμερικανικών κρατικών ομολόγων και η δημοσίευση χαμηλότερων από ό,τι αναμενόταν στοιχείων για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ. Οι προσδοκίες για τα επιτόκια πολιτικής της ζώνης του ευρώ στις επόμενες συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου, όπως ενσωματώνονται στις τιμές των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων μηδενικού κινδύνου, παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητες μεταξύ των συνεδριάσεων του Σεπτεμβρίου και του Οκτωβρίου, ένδειξη ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά εκτιμούσαν ότι τα επιτόκια πολιτικής έφθασαν σε ένα μέγιστο επίπεδο και θα παραμείνουν σταθερά για κάποιο διάστημα. Μετά τη συνεδρίαση του Οκτωβρίου οι προσδοκίες για τα επιτόκια πολιτικής μετατοπίστηκαν σαφώς προς τα κάτω, καθώς τα χαμηλότερα των αναμενόμενων καταγραφόμενα επίπεδα πληθωρισμού δημιούργησαν προσδοκίες για ταχύτερη από ό,τι είχε εκτιμηθεί αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Τα πιο μακροπρόθεσμα επιτόκια μηδενικού κινδύνου αρχικά κινήθηκαν ανοδικά, καθώς οι αυξήσεις των αμερικανικών επιτοκίων αντίστοιχης διάρκειας διαχύθηκαν και στη ζώνη του ευρώ. Στη συνέχεια οι εξελίξεις αυτές αντιστράφηκαν, καθώς τα αμερικανικά επιτόκια υποχώρησαν εκ νέου και ο πληθωρισμός της ζώνης του ευρώ διαμορφώθηκε σε επίπεδα χαμηλότερα των προσδοκιών. Συνολικά, τα μακροπρόθεσμα ονομαστικά επιτόκια μηδενικού κινδύνου της ζώνης του ευρώ είναι σαφώς χαμηλότερα από ό,τι προ της συνεδρίασης του Σεπτεμβρίου. Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων μειώθηκαν σε πλήρη σχεδόν αντιστοιχία με τα επιτόκια μηδενικού κινδύνου και σχετικά ομοιόμορφα σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων υψηλού κινδύνου υποχώρησαν αρχικά υπό τη μειωτική επίδραση των υψηλότερων προεξοφλητικών επιτοκίων. Στη συνέχεια όμως, καθώς τα επιτόκια μειώθηκαν εκ νέου, αντιστράφηκαν και κατέγραψαν άνοδο, φθάνοντας συνολικά σε επίπεδα υψηλότερα από ό,τι κατά τη συνεδρίαση του Σεπτεμβρίου. Τέλος, στις αγορές συναλλάγματος το ευρώ υποτιμήθηκε ελαφρώς σε όρους σταθμισμένης ως προς το εξωτερικό εμπόριο ισοτιμίας.

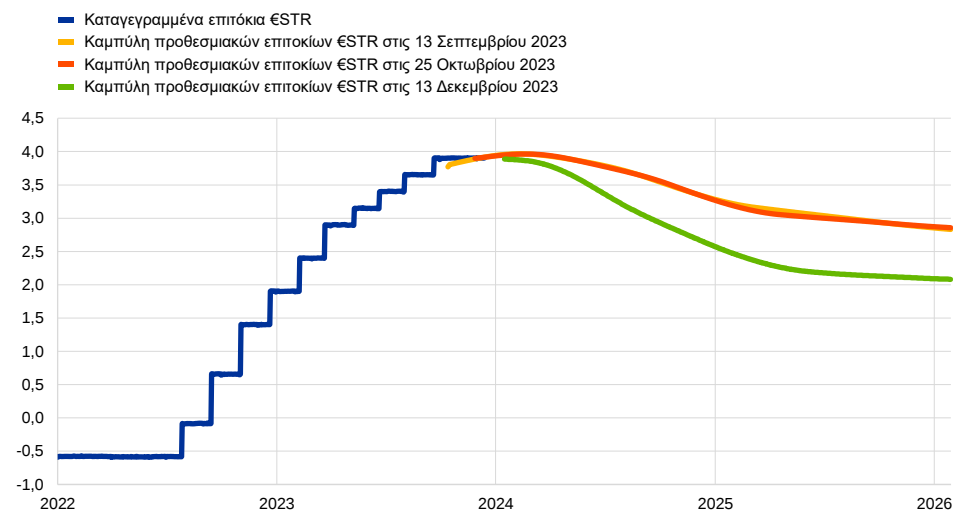
Η καμπύλη επιτοκίων προθεσμιακών παραγώγων επί του δείκτη μίας ημέρας (OIS) παρέμεινε αμετάβλητη σε γενικές γραμμές μεταξύ των συνεδριάσεων Σεπτεμβρίου και Οκτωβρίου του Διοικητικού Συμβουλίου, έκτοτε ωστόσο έχει μετατοπιστεί σαφώς προς τα κάτω (Διάγραμμα 15). Το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο αναφοράς του ευρώ (€STR) διαμορφώθηκε σε 3,9% κατά μέσο όρο στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, ακολουθώντας στενά το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, το οποίο αυξήθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο κατά 25 μ.β. (από 3,75% σε 4%) στη συνεδρίαση νομισματικής πολιτικής της 14.9.2023. Η υπερβάλλουσα ρευστότητα μειώθηκε κατά περίπου 79 δισεκ. ευρώ, φθάνοντας στα 3.584 δισεκ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα κυρίως αποπληρωμές της τρίτης σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO III) και τη συρρίκνωση του χαρτοφυλακίου του προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού (APP), καθώς το Ευρωσύστημα δεν επανεπενδύει πλέον τα ποσά κεφαλαίου από την εξόφληση τίτλων κατά τη λήξη τους. Τα προθεσμιακά επιτόκια επί του δείκτη μίας ημέρας (OIS) που βασίζονται στο €STR για διάρκειες που περιλαμβάνουν τις ημερομηνίες των προσεχών συνεδριάσεων του Διοικητικού

Συμβουλίου, παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητα μεταξύ των συνεδριάσεων του Σεπτεμβρίου και του Οκτωβρίου, ένδειξη ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά εκτιμούσαν ότι ο κύκλος αυξήσεων των επιτοκίων είχε φθάσει στο τέλος του με την αύξηση του Σεπτεμβρίου και στη συνέχεια τα επιτόκια πολιτικής θα παραμείνουν στα σημερινά επίπεδα για κάποιο διάστημα. Την περίοδο μετά τη συνεδρίαση του Οκτωβρίου τα προθεσμιακά επιτόκια μετατοπίστηκαν σαφώς προς τα κάτω, καθώς τα χαμηλότερα από ό,τι αναμενόταν επίπεδα του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, σε συνδυασμό με τις υποτονικές προοπτικές ανάπτυξης, οδήγησαν σε επαναξιολόγηση των προοπτικών του πληθωρισμού. Η καμπύλη των προθεσμιακών επιτοκίων στις 13 Δεκεμβρίου δείχνει ότι οι αγορές προεξοφλούν μια πρώτη μείωση των επιτοκίων κατά 25 μ.β. την άνοιξη του 2024, σημαντική πιθανότητα μείωσης στη συνεδρίαση του Μαρτίου, καθώς και σωρευτική μείωση κατά περίπου 140 μ.β. στη διάρκεια του 2024.

Διάγραμμα 15

Επιτόκια προθεσμιακών παραγώγων επί του €STR

(ποσοστά % ετησίως)



Πηγές: Thomson Reuters και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημείωση: Η καμπύλη των προθεσμιακών επιτοκίων υπολογίζεται με τη χρήση των επιτοκίων OIS spot (€STR).

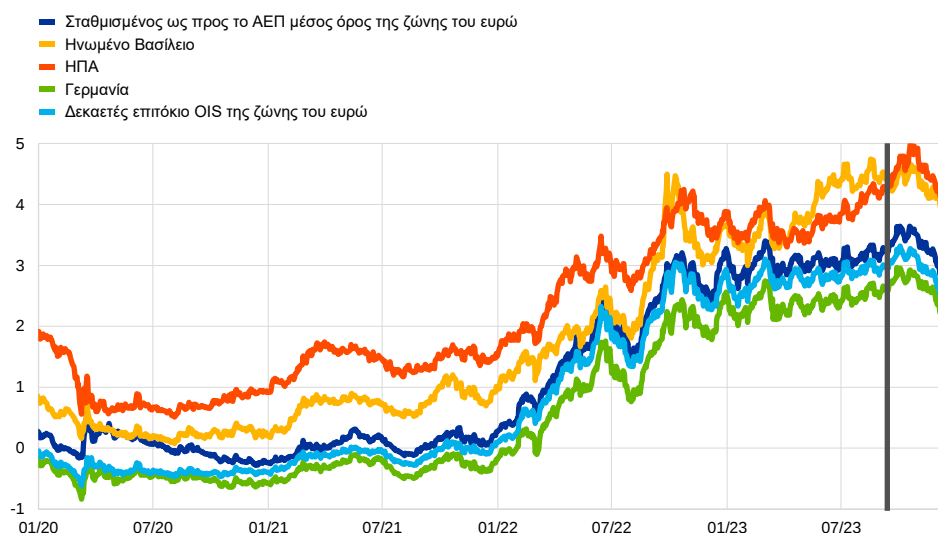
Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια μηδενικού κινδύνου της ζώνης του ευρώ παρουσίασαν σημαντικές διακυμάνσεις, εν πολλοίς αντίστοιχες με τις μεταβολές των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων αμερικανικών κρατικών ομολόγων, και τελικά διαμορφώνονται σε επίπεδα σαφώς χαμηλότερα από ό,τι προ της συνεδρίασης του Σεπτεμβρίου (Διάγραμμα 16). Στις αρχές της εξεταζόμενης περιόδου τα μακροπρόθεσμα επιτόκια μηδενικού κινδύνου αυξήθηκαν σημαντικά: στα μέσα Οκτωβρίου το δεκαετές επιτόκιο συμφωνιών ανταλλαγής επί του δείκτη μίας ημέρας σε ευρώ ήταν περίπου 30 μ.β. υψηλότερο από ό,τι την παραμονή της συνεδρίασης του Σεπτεμβρίου. Σ' αυτή την άνοδο φαίνεται να συνέβαλε κυρίως η δευτερογενής επίδραση από τις εξελίξεις στις ΗΠΑ, όπου η αύξηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων ήταν εντονότερη από ό,τι στη ζώνη του ευρώ. Στη συνέχεια η άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων μηδενικού κινδύνου της ζώνης του ευρώ αντιστράφηκε πλήρως, καθώς οι αποδόσεις των αμερικανικών κρατικών ομολόγων υποχώρησαν από τα υψηλά τους επίπεδα, οι καταγραφόμενοι

ρυθμοί πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ ήταν χαμηλότεροι από ό,τι αναμενόταν και οι προοπτικές για την οικονομία επιδεινώθηκαν. Τελικά το δεκαετές επιτόκιο συμφωνιών ανταλλαγής επί του δείκτη μίας ημέρας (OIS) σε ευρώ διαμορφώθηκε περίπου 50 μ.β. κάτω από το επίπεδο του στα μέσα Σεπτεμβρίου, γύρω στο 2,4%. Η απόδοση του δεκαετούς αμερικανικού κρατικού ομολόγου μειώθηκε περίπου κατά 25 μ.β. σε 4,0%, μετά από αύξηση κατά 70 μ.β. και πλέον στις αρχές της εξεταζόμενης περιόδου, ενώ η αντίστοιχη απόδοση του Ηνωμένου Βασιλείου υποχώρησε κατά 45 μ.β. και διαμορφώθηκε γύρω στο 3,8%.

Διάγραμμα 16

Αποδόσεις δεκαετών κρατικών ομολόγων και δεκαετές επιτόκιο OIS βασισμένο στο €STR

(ποσοστά % ετησίως)



Πηγές: Refinitiv και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

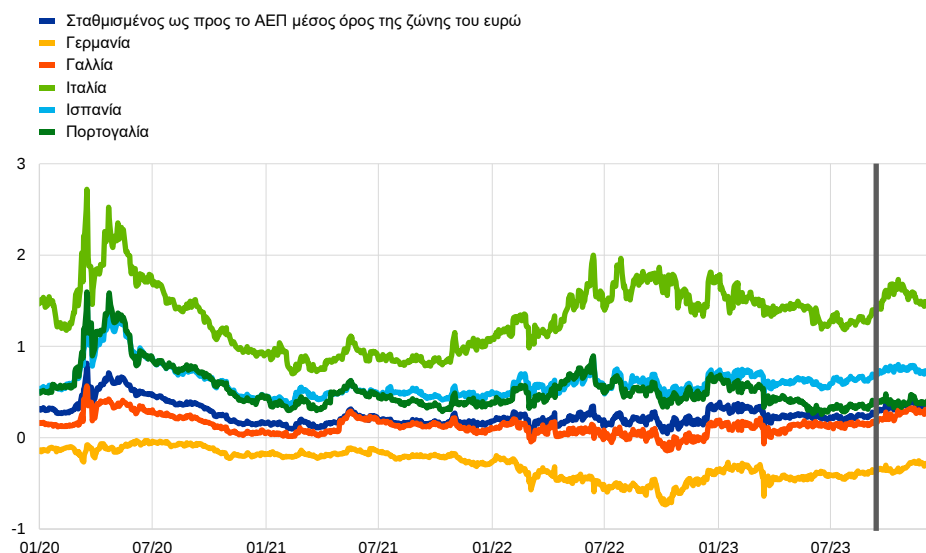
Σημειώσεις: Η κάθετη γκριζα γραμμή δηλώνει την αρχή της εξεταζόμενης περιόδου (14 Σεπτεμβρίου 2023). Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: 13 Δεκεμβρίου 2023.

Οι αποδόσεις κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν σε πλήρη σχεδόν ευθυγράμμιση και ισόποσα με τα επιτόκια μηδενικού κινδύνου – έτσι οι διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων διατηρήθηκαν σχεδόν αμετάβλητες (Διάγραμμα 17). Η σταθμισμένη ως προς το ΑΕΠ απόδοση των δεκαετών κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ υποχώρησε περίπου κατά 40 μ.β. και διαμορφώθηκε γύρω στο 2,8%. Κατά την εξεταζόμενη περίοδο καταγράφηκε μικρή μόνο άνοδος της σταθμισμένης ως προς το ΑΕΠ μέσης διαφοράς αποδόσεων των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ έναντι του βασισμένου στο €STR επιτοκίου OIS. Οι διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ παρουσίασαν γενικά παρόμοια εξέλιξη, με εξαίρεση τη διαφορά αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων, η οποία υποχώρησε κατά 10 μ.β. μετά την αναβάθμιση του αξιόχρεου του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία. Οι διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων της Ιταλίας είχαν καταγράψει άνοδο στις αρχές της εξεταζόμενης περιόδου, ωστόσο στη συνέχεια η εξέλιξη αυτή αντιστράφηκε κατά το μεγαλύτερο μέρος της, καθώς οι οίκοι αξιολόγησης επιβεβαίωσαν τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις τους για την Ιταλία.

Διάγραμμα 17

Διαφορές αποδόσεων των δεκαετών κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ έναντι του δεκαετούς επιτοκίου OIS βάσει του €STR

(ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Refinitiv και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Η κάθετη γκριζα γραμμή δηλώνει την αρχή της εξεταζόμενης περιόδου (14 Σεπτεμβρίου 2023). Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: 13 Δεκεμβρίου 2023.

Οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητες κατά την υπό εξέταση περίοδο, εν μέσω θετικής διάθεσης για ανάληψη κινδύνου. Οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων

χαμηλότερης πιστοληπτικής αξιολόγησης ακολούθησαν τις μεταβολές των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, καταγράφοντας σημαντική αύξηση σημαντικά κατά το πρώτο ήμισυ της εξεταζόμενης περιόδου και στη συνέχεια υποχώρησαν. Αντίθετα, οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων επενδυτικής βαθμίδας παρουσίασαν περιορισμένες διακυμάνσεις το ίδιο διάστημα. Οι εξελίξεις αυτές συνάδουν με την τιμολόγηση του πιστωτικού κινδύνου για επιχειρήσεις χαμηλότερης διαβάθμισης, οι οποίες είναι πιο ευάλωτες στις μεταβολές των επιτοκίων. Πάντως, εξεταζόμενες σε μια μακρότερη περίοδο – δηλαδή από την έναρξη της ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής τον Δεκέμβριο του 2021 και εξής – οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων δεν έχουν καταγράψει μεγάλη άνοδο. Η ανθεκτικότητα του εταιρικού τομέα της ζώνης του ευρώ συνέβαλε στη συγκράτηση του κόστους χρηματοδότησης μέσω έκδοσης ομολόγων.

Οι τιμές των μετοχών της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο, καθώς η επίμονα ισχυρή ανοδική πορεία τον Νοέμβριο υπεραντιστάθμισε τις σωρευτικές απώλειες των προηγούμενων μηνών (Διάγραμμα 18). Στο σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου οι χρηματιστηριακοί δείκτες

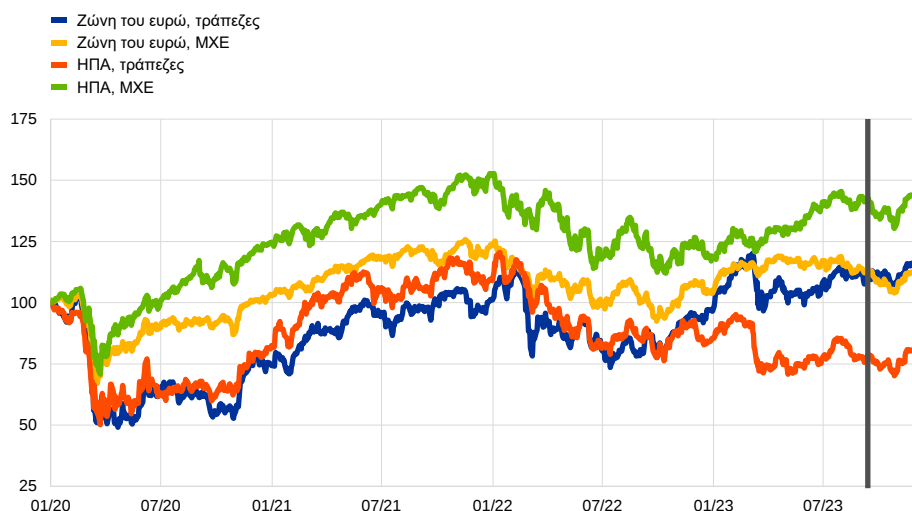
στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκαν κατά 4,3% και ήδη από τον Νοέμβριο έχουν αντισταθμίσει τις σωρευτικές απώλειες που είχαν καταγράψει μέχρι το τέλος Οκτωβρίου. Το επενδυτικό κλίμα στις αγορές ήταν αρχικά υποτονικό, με τα μακροπρόθεσμα επιτόκια και τη γεωπολιτική αβεβαιότητα να ασκούν αρνητική επίδραση στις επιδόσεις των μετοχών, ωστόσο αργότερα ανέκαμψε, καθώς το

ασφάλιστρο κινδύνου μετοχής μειώθηκε και τα επιτόκια υποχώρησαν εκ νέου. Ο τραπεζικός δείκτης είχε καλύτερες επιδόσεις και ενισχύθηκε κατά 6,0%, καθώς οι αποτιμήσεις των τραπεζικών μετοχών συνέχισαν να επηρεάζονται θετικά από τη διανομή κερδών στους μετόχους. Αντίθετα, οι τιμές των μετοχών των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) αυξήθηκαν μόλις κατά 2,6%, αν και εμφάνισαν σημαντική ανομοιογένεια μεταξύ τομέων. Οι τομείς που χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη ευαισθησία στις μεταβολές των επιτοκίων, όπως της τεχνολογίας και των ακινήτων, ήταν μεταξύ αυτών που παρουσίασαν τις μεγαλύτερες μεταβολές τιμών κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Οι επιδόσεις των μετοχών στις ΗΠΑ ακολούθησαν παρόμοια πορεία, καθώς ο ευρύς δείκτης αυξήθηκε κατά 4,5% και ο τραπεζικός δείκτης είχε καλύτερες επιδόσεις σε σχέση με τις επιδόσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων.

Διάγραμμα 18

Δείκτες τιμών μετοχών στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ

(δείκτης: 1 Ιανουαρίου 2020 = 100)



Πηγές: Refinitiv και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Η κάθετη γκριζα γραμμή δηλώνει την αρχή της εξεταζόμενης περιόδου (14 Σεπτεμβρίου 2023). Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: 13 Δεκεμβρίου 2023.

Στις αγορές συναλλάγματος το ευρώ υποτιμήθηκε ελαφρώς σε όρους

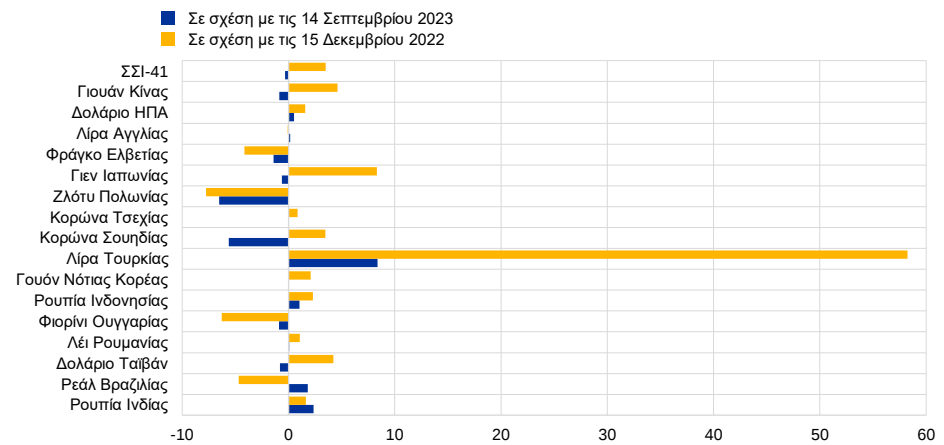
σταθμισμένης ως προς το εξωτερικό εμπόριο ισοτιμίας (Διάγραμμα 19). Κατά την υπό εξέταση περίοδο η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, όπως μετρείται έναντι των νομισμάτων 41 εκ των σημαντικότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ, υποτιμήθηκε κατά 0,3%. Η συγκρατημένη υποτίμηση του ευρώ συγκαλύπτει κάποιες διακυμάνσεις εντός της εξεταζόμενης περιόδου, οι οποίες αντικατοπτρίζουν τις μεταβαλλόμενες προσδοκίες των συμμετεχόντων στην αγορά για τα επιτόκια πολιτικής – ιδίως στις ΗΠΑ. Σε όρους διμερούς συναλλαγματικής ισοτιμίας έναντι των νομισμάτων σημαντικών εμπορικών εταίρων, το ευρώ υποχώρησε έναντι του γιουάν Κίνας (κατά 0,9%), του φράγκου Ελβετίας (κατά 1,4%), καθώς και έναντι των νομισμάτων ορισμένων εκτός ζώνης του ευρώ κρατών-μελών της ΕΕ (κατά 6,5% έναντι του ζλότου Πολωνίας και κατά 5,6% έναντι της κορώνας Σουηδίας). Αντιθέτως, το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι της ρουπίας Ινδίας (κατά 2,3%), της λίρας Τουρκίας (κατά 8,4%) και του δολαρίου ΗΠΑ (κατά 0,5%). Η

τελευταία αυτή ανατίμηση αντανakλούσε το γεγονός ότι οι αγορές έπαυσαν να προσδοκούν ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ θα διατηρήσει αμετάβλητα τα επιτόκια πολιτικής της για εκτεταμένο χρονικό διάστημα. Επιπλέον, η δημοσίευση στοιχείων που έδειχναν χαμηλότερο από ό,τι αναμενόταν ΔΤΚ στις ΗΠΑ στα μέσα Νοεμβρίου ενίσχυσε περαιτέρω το ευρώ, παρότι η εξέλιξη αυτή αντισταθμίστηκε εν μέρει από τη μεταγενέστερη δημοσίευση στοιχείων για τον ΕνΔΤΚ της ζώνης του ευρώ, ο οποίος επίσης διαμορφώθηκε σε επίπεδα χαμηλότερα των προσδοκιών.

Διάγραμμα 19

Μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι επιλεγμένων νομισμάτων

(ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Η ΣΣΙ-41 είναι η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι των νομισμάτων 41 εκ των σημαντικότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ. Θετική (αρνητική) μεταβολή αντιστοιχεί σε ανατίμηση (υποτίμηση) του ευρώ. Όλες οι μεταβολές έχουν υπολογιστεί με βάση τις συναλλαγματικές ισοτιμίες στις 13 Δεκεμβρίου 2023.

Η μετάδοση της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ στις ευρύτερες συνθήκες χρηματοδότησης παρέμεινε έντονη. Τον Οκτώβριο του 2023 το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών και τα επιτόκια τραπεζικών χορηγήσεων αυξήθηκαν περαιτέρω, φθάνοντας στα υψηλότερα επίπεδα της τελευταίας 15ετίας περίπου, τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τα νοικοκυριά. Τον ίδιο μήνα το συνολικό κόστος χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) επίσης αυξήθηκε. Την περίοδο 14 Σεπτεμβρίου-13 Δεκεμβρίου 2023, το κόστος χρηματοδότησης των ΜΧΕ μέσω έκδοσης χρεογράφων και μετοχών μειώθηκε σημαντικά. Η πιο πρόσφατη επανάληψη της Έρευνας για την πρόσβαση των επιχειρήσεων σε χρηματοδότηση (SAFE), που καλύπτει την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2023, δείχνει γενικευμένη επιδείνωση των συνθηκών χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις. Η επιβράδυνση του ρυθμού χορήγησης τραπεζικών δανείων προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά συνεχίστηκε τον Οκτώβριο, αντιστακώντας τα υψηλότερα επιτόκια χορηγήσεων, τη χαμηλότερη ζήτηση δανείων και τα αυστηρότερα πιστοδοτικά κριτήρια. Ο ρυθμός μεταβολής της ποσότητας χρήματος εξακολούθησε να συρρικνώνεται, με τους ετήσιους ρυθμούς να προσεγγίζουν ιστορικά χαμηλά επίπεδα, λόγω του υψηλού κόστους ευκαιρίας, της συγκρατημένης πιστωτικής επέκτασης και της μείωσης του μεγέθους του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος.

Το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών της ζώνης του ευρώ συνέχισε να αυξάνεται τον Οκτώβριο του 2023, εξαιτίας περαιτέρω αυξήσεων στα επιτόκια καταθέσεων. Το σύνθετο κόστος δανειακής χρηματοδότησης για τις τράπεζες της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε τον Οκτώβριο, φθάνοντας στο υψηλότερο επίπεδο του εδώ και πάνω από μία δεκαετία και εμφανίζοντας μεγαλύτερη ανομοιογένεια μεταξύ των χωρών (Διάγραμμα 20, γράφημα α). Ενώ οι αποδόσεις των τραπεζικών ομολόγων άρχισαν να μειώνονται τον Νοέμβριο, αντιστακώντας τις εξελίξεις στην καμπύλη αποδόσεων (Διάγραμμα 20, γράφημα β), τα επιτόκια καταθέσεων συνέχισαν να αυξάνονται σταθερά, με κάποιες διαφοροποιήσεις μεταξύ των μέσων και των τομέων. Η μεγάλη και αυξανόμενη διαφορά επιτοκίων μεταξύ των καταθέσεων προθεσμίας και των καταθέσεων μίας ημέρας ώθησαν τους καταθέτες να μετακινήσουν μεγάλο όγκο των καταθέσεων τους με διάρκεια μίας ημέρας σε προθεσμιακές καταθέσεις και σε άλλα μέσα με υψηλότερη απόδοση. Τα επιτόκια των επιχειρηματικών καταθέσεων προθεσμίας ήταν κοντά στο επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ και παρέμειναν υψηλότερα από τα αντίστοιχα επιτόκια για τα νοικοκυριά. Επιπλέον, η μετακύλιση των επιτοκίων πολιτικής στα επιτόκια καταθέσεων εξακολούθησε να διαφέρει σημαντικά από τράπεζα σε τράπεζα, αντιστακώντας κυρίως διαφορές που προκύπτουν από τον ανταγωνισμό, τη διάρκεια των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των τραπεζών και κανονιστικές ρυθμίσεις.

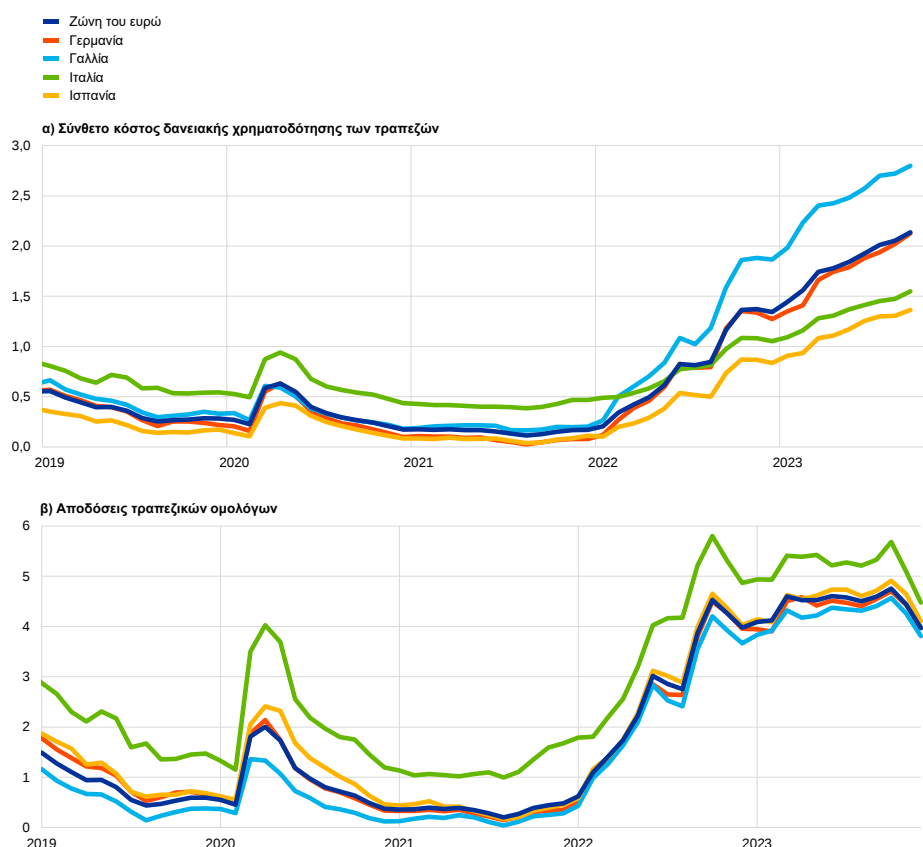
Η συνεχιζόμενη σταδιακή λήξη των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO) έχει συμβάλει στη μείωση της υπερβάλλουσας ρευστότητας σε ένα περιβάλλον άφθονης ακόμη ρευστότητας σε επίπεδο συστήματος. Μετά τον διακανονισμό στις 20.12.2023 το συνολικό υπόλοιπο των ποσών στο πλαίσιο της τρίτης σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO III) έχει μειωθεί κατά 1,721 τρισεκ.

ευρώ σε 392 δισεκ. ευρώ. Το μέγεθος αυτό αντιστοιχεί σε μείωση 81% σε σχέση με το υπόλοιπο πριν από την αναπροσαρμογή των επιτοκίων επί των πράξεων TLTRO III τον Οκτώβριο του 2022 (2,113 τρισεκ. ευρώ).⁸ Για να αντισταθμίσουν τη χαμηλότερη ρευστότητα που παρέχει η ΕΚΤ, οι τράπεζες έχουν αυξήσει την εκδοτική τους δραστηριότητα σε χρεόγραφα και προϊόντα της χρηματαγοράς και έχουν εντείνει τον μεταξύ τους ανταγωνισμό για τις καταθέσεις αυξάνοντας τα επιτόκια των καταθετικών προϊόντων. Οι αποταμιευτές μετέφεραν καταθέσεις τους από τράπεζες που προσφέρουν λιγότερο ελκυστικά επιτόκια σε τράπεζες που αύξησαν ταχύτερα τα επιτόκια καταθέσεων. Οι εκδόσεις τραπεζικών ομολόγων, που για τις τράπεζες έχουν μεγαλύτερο κόστος από ό,τι οι καταθέσεις, έχουν αυξηθεί σε όγκο από τον Σεπτέμβριο του 2022, εν μέσω της σταδιακής αποπληρωμής των πράξεων TLTRO και της μείωσης των καταθέσεων μίας ημέρας.

Διάγραμμα 20

Σύνθετο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών σε επιλεγμένες χώρες της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως)



Πηγές: ΕΚΤ, S&P Dow Jones Indices LLC ή/και συνδεδεμένες εταιρίες του ομίλου της και υπολογισμοί της ΕΚΤ. Σημειώσεις: Το σύνθετο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών είναι ο σταθμισμένος μέσος όρος του συνθέτου κόστους καταθέσεων και δανεισμού από την αγορά χωρίς παροχή ασφάλειας. 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. Οι αποδόσεις των τραπεζικών ομολόγων είναι μηνιαίοι μέσοι όροι για υψηλότερης εξοφλητικής προτεραιότητας τμήματα (senior tranches) ομολογιακών εκδόσεων. Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Οκτώβριος 2023 για το σύνθετο κόστος δανειακής χρηματοδότησης των τραπεζών και 13 Δεκεμβρίου 2023 για τις αποδόσεις των τραπεζικών ομολόγων.

⁸ Βλ. "ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term", *Δελτίο τύπου*, ΕΚΤ, 27.10.2022.

Οι ισολογισμοί των τραπεζών είναι εύρωστοι συνολικά, παρά το ασθενές οικονομικό περιβάλλον.

Το πρώτο εξάμηνο του 2023 οι τράπεζες συνέχισαν να ενισχύουν την κεφαλαιακή τους βάση και διατήρησαν δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας πολύ υψηλότερους από τις απαιτήσεις για το κεφάλαιο κοινών μετοχών της κατηγορίας 1 (Common Equity Tier 1 – CET1). Ένα τραπεζικό σύστημα με υψηλή κεφαλαιακή επάρκεια έχει καίρια σημασία για τη βιώσιμη παροχή πιστώσεων στην πραγματική οικονομία υπό κατάλληλες συνθήκες. Παρά το αυξανόμενο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών, τη μείωση του όγκου των χορηγήσεων και την επιδείνωση της ποιότητας του ενεργητικού, η κερδοφορία των τραπεζών ενισχύθηκε από την άνοδο των καθαρών επιτοκιακών περιθωρίων, με σημαντικές διαφοροποιήσεις από χώρα σε χώρα. Η αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους ήταν ιδιαίτερα εμφανής για τις τράπεζες σε χώρες όπου υπερισχύει ο δανεισμός με κυμαινόμενο επιτόκιο και όπου η άνοδος του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών ήταν μικρότερη. Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια των τραπεζών διατηρήθηκαν σε χαμηλά επίπεδα το β' τρίμηνο του 2023, αλλά οι δείκτες αθέτησης τόσο στα επιχειρηματικά ανοίγματα όσο και στα ανοίγματα του χαρτοφυλακίου λιανικής έχουν ήδη αρχίσει να αυξάνονται, υποδηλώνοντας περαιτέρω άνοδο των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Οι τράπεζες ενδέχεται να βρεθούν αντιμέτωπες με πιθανή άνοδο του κόστους σχηματισμού προβλέψεων σε περίπτωση που πραγματοποιηθούν οι κίνδυνοι για τους μη χρηματοπιστωτικούς τομείς λόγω μεγαλύτερης της αναμενόμενης χειροτέρευσης των οικονομικών συνθηκών.

Τον Οκτώβριο του 2023 τα επιτόκια χορηγήσεων για επιχειρήσεις και νοικοκυριά σημείωσαν περαιτέρω άνοδο, αντανakλώντας τα υψηλότερα επιτόκια πολιτικής της ΕΚΤ και τα αυστηρότερα πιστοδοτικά κριτήρια.

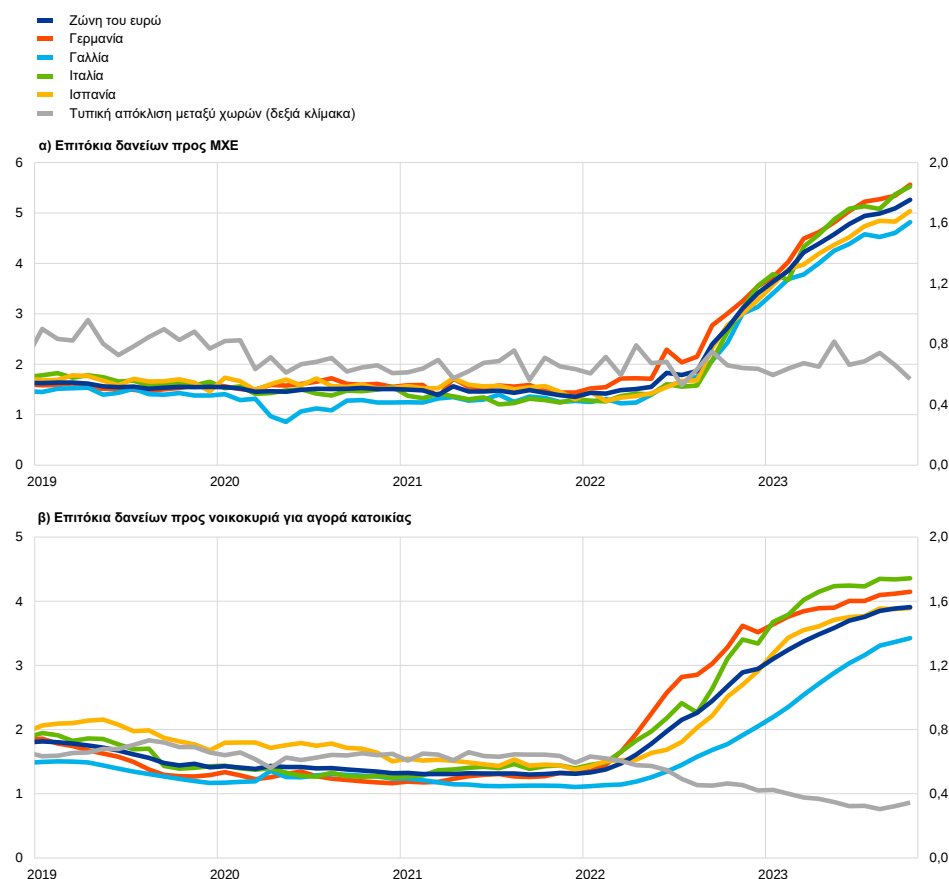
Από τις αρχές Ιουλίου έως και τον Σεπτέμβριο του 2023, τα επιτόκια πολιτικής της ΕΚΤ κατέγραψαν σημαντική και ταχεία άνοδο κατά 450 μονάδες βάσης συνολικά. Το γεγονός αυτό οδήγησε σε ραγδαία αύξηση των επιτοκίων χορηγήσεων τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τα νοικοκυριά σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ (Διάγραμμα 21). Τα τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων προς ΜΧΕ και νοικοκυριά έχουν φθάσει στο υψηλότερο επίπεδό τους εδώ και σχεδόν 15 χρόνια, υπό συνθήκες φθίνουσας χορήγησης δανείων και αυστηρότερων πιστοδοτικών κριτηρίων. Από τον Μάιο του 2022, δηλαδή πριν η ΕΚΤ σηματοδοτήσει την πρώτη αύξηση επιτοκίων κατά τον τρέχοντα κύκλο αυστηροποίησης, τα επιτόκια επιχειρηματικών και στεγαστικών δανείων έχουν αυξηθεί κατά περίπου 350 και 210 μονάδες βάσης αντίστοιχα. Τον Οκτώβριο του 2023 τα επιτόκια επιχειρηματικών δανείων αυξήθηκαν σε 5,27%, έναντι 5,09% τον Σεπτέμβριο. Η αύξηση αυτή αφορούσε όλες τις περιόδους σταθερού επιτοκίου, ενώ η μεγαλύτερη καταγράφηκε στις περιόδους σταθερού επιτοκίου μεταξύ ενός και πέντε ετών. Τα επιτόκια νέων καταναλωτικών δανείων προς νοικοκυριά παρέμειναν σε γενικές γραμμές αμετάβλητα και διαμορφώθηκαν σε 7,90% τον Οκτώβριο. Τα επιτόκια νέων χορηγήσεων στην κατηγορία “λοιπά δάνεια προς τα νοικοκυριά”, που περιλαμβάνει τις ατομικές επιχειρήσεις και τους ελεύθερους επαγγελματίες, αυξήθηκαν σε 5,55% τον Οκτώβριο, από 5,38% τον Σεπτέμβριο. Τα επιτόκια νέων στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά κατέγραψαν ελαφρά μόνο αύξηση και ανήλθαν σε 3,91% τον Οκτώβριο, έναντι 3,89% τον Σεπτέμβριο. Ο χαμηλότερος ρυθμός αύξησης αντανakλά την προχωρημένη φάση του κύκλου αυστηροποίησης και τον αυξανόμενο όγκο των δανείων υπό επαναδιαπραγμάτευση που άσκησαν καθοδική πίεση στα επιτόκια

νέων δανείων σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.⁹ Επίσης, ήταν εντονότερος για τα στεγαστικά δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο από ό,τι για τις δανειακές συμβάσεις σταθερού επιτοκίου, με αποκλίσεις μεταξύ των χωρών. Τα αποτελέσματα από την Έρευνα προσδοκιών των καταναλωτών (Consumer Expectations Survey) της ΕΚΤ για τον Οκτώβριο του 2023 υποδηλώνουν ότι οι καταναλωτές αναμένουν σταθεροποίηση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων πάνω από τα τρέχοντα επίπεδα το προσεχές δωδεκάμηνο. Υψηλό καθαρό ποσοστό των ερωτηθέντων θεωρεί αυστηρά τα πιστοδοτικά κριτήρια και αναμένει ότι η λήψη στεγαστικού δανείου κατά την ίδια περίοδο θα γίνει δυσκολότερη. Η μεταξύ των χωρών διασπορά των επιτοκίων χορηγήσεων παρέμεινε χαμηλή τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τα νοικοκυριά (Διάγραμμα 21, γραφήματα α και β).

Διάγραμμα 21

Σύνθετα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων προς ΜΧΕ και νοικοκυριά σε επιλεγμένες χώρες

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, τυπική απόκλιση)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Τα σύνθετα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) υπολογίζονται με άθροιση των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων και με στάθμιση ως προς τον μέσο όρο του όγκου των νέων δανείων για ένα κυλιόμενο 24μηνο. Η τυπική απόκλιση μεταξύ χωρών υπολογίζεται για ένα σταθερό δείγμα 12 χωρών της ζώνης του ευρώ. Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Οκτώβριος 2023.

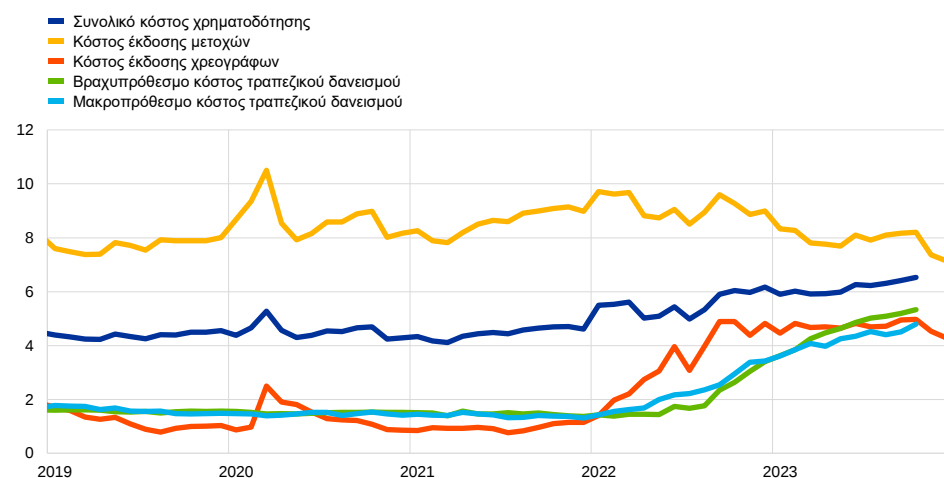
⁹ Η διαπραγμάτευση της δανειακής σύμβασης έχει σκοπό να διευκολύνει τον δανειολήπτη ώστε να αντεπεξέλθει στις μελλοντικές πληρωμές και να διασφαλίσει ότι ο δανειστής τελικά θα εισπράξει το ποσό του δανείου.

Την περίοδο 14 Σεπτεμβρίου-13 Δεκεμβρίου 2023 το κόστος χρηματοδότησης των ΜΧΕ μέσω έκδοσης τόσο χρεογράφων όσο και μετοχών μειώθηκε σημαντικά. Τον Οκτώβριο το συνολικό κόστος χρηματοδότησης για τις ΜΧΕ, δηλ. το σύνθετο κόστος τραπεζικού δανεισμού και έκδοσης χρεογράφων και μετοχών, ήταν το υψηλότερο των τελευταίων ετών, φθάνοντας σε επίπεδα που είχαν να καταγραφούν από το δεύτερο εξάμηνο του 2010, και διαμορφώθηκε σε 6,54% μετά από αύξηση κατά 11 μονάδες βάσης τον προηγούμενο μήνα (Διάγραμμα 22).¹⁰ Η αύξηση αυτή προήλθε κυρίως από την άνοδο του κόστους του μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού. Ωστόσο, συνολικά κατά την εξεταζόμενη περίοδο (14.9-13.12.2023) το κόστος έκδοσης μετοχών και χρεογράφων μειώθηκε. Το χαμηλότερο κόστος έκδοσης μετοχών οφείλεται στη μείωση του ασφαλιστρου κινδύνου μετοχής καθώς και του μακροπρόθεσμου επιτοκίου μηδενικού κινδύνου (όπως υπολογίζεται προσεγγιστικά με βάση το επιτόκιο των δεκαετών συμφωνιών ανταλλαγής επί του δείκτη μίας ημέρας). Η μείωση του κόστους έκδοσης χρεογράφων ήταν σχεδόν ισόποση με εκείνη του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου, καθώς οι διαφορές αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητες (βλ. Ενότητα 4).

Διάγραμμα 22

Ονομαστικό κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης των ΜΧΕ της ζώνης του ευρώ, με ανάλυση ανά συνιστώσα

(ποσοστά % ετησίως)



Πηγές: ΕΚΤ και εκτιμήσεις της ΕΚΤ, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg και Thomson Reuters.

Σημειώσεις: Το συνολικό κόστος χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) βασίζεται σε μηνιαία στοιχεία και υπολογίζεται ως μεσοσταθμικό κόστος του τραπεζικού δανεισμού (μηνιαίοι μέσοι όροι) και της χρηματοδότησης με έκδοση χρεογράφων και μετοχών (στοιχεία τέλους μηνός), με βάση τα αντίστοιχα υπόλοιπα. Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: 13 Δεκεμβρίου 2023 για το κόστος έκδοσης χρεογράφων και μετοχών (ημερήσια στοιχεία) και Οκτώβριος 2023 για το συνολικό κόστος χρηματοδότησης και το κόστος τραπεζικού δανεισμού (μηνιαία στοιχεία).

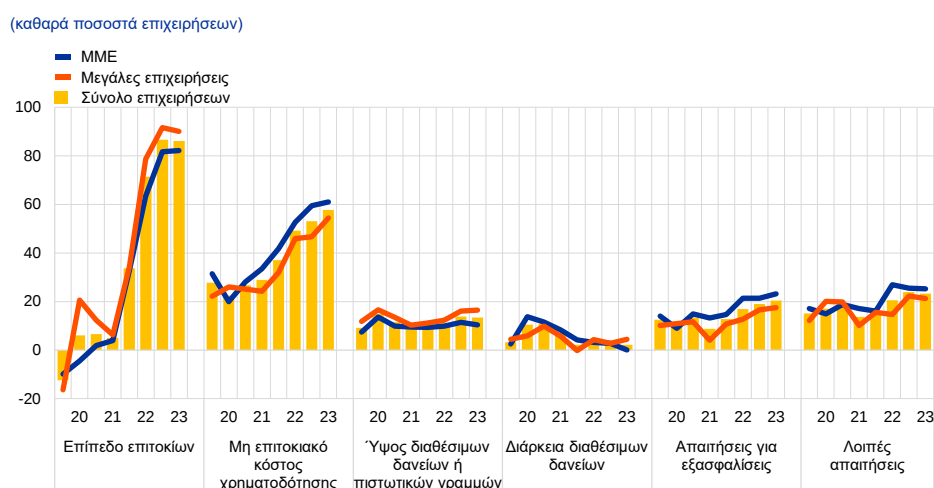
Οι επιχειρήσεις εξακολούθησαν να αναφέρουν εκτεταμένες αυξήσεις στα τραπεζικά επιτόκια και στο μη επιτοκιακό κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης κατά την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2023 στην Έρευνα SAFE. Σε καθαρούς όρους, το 86% των επιχειρήσεων ανέφερε αύξηση των τραπεζικών επιτοκίων στην πλέον πρόσφατη επανάληψη της έρευνας, έναντι

¹⁰ Επειδή τα στοιχεία για το κόστος τραπεζικού δανεισμού γίνονται διαθέσιμα με χρονικές υστερήσεις, στοιχεία για το συνολικό κόστος χρηματοδότησης των ΜΧΕ υπάρχουν μόνο μέχρι και τον Οκτώβριο του 2023.

ποσοστού 87% στην αμέσως προηγούμενη επανάληψη (Διάγραμμα 23). Παράλληλα, ένα ιστορικά υψηλό ποσοστό των επιχειρήσεων (58% από 53%, σε καθαρούς όρους) δήλωσε αύξηση του μη επιτοκιακού κόστους χρηματοδότησης (δηλ. λοιπές χρεώσεις, τέλη και προμήθειες). Άνοδο των τραπεζικών επιτοκίων ανέφεραν περισσότερο οι μεγάλες επιχειρήσεις, ενώ αύξηση στις λοιπές χρεώσεις, τέλη και προμήθειες υπέδειξαν συχνότερα οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ). Σε καθαρούς όρους, οι επιχειρήσεις ανέφεραν επίσης αυστηροποίηση των απαιτήσεων για εξασφαλίσεις. Παρά την επιδείνωση των συνθηκών χρηματοδότησης, ελάχιστες επιχειρήσεις ανέφεραν εμπόδια στη λήψη τραπεζικού δανείου.

Διάγραμμα 23

Μεταβολές των όρων τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ



Πηγή: Έρευνα της ΕΚΤ για την πρόσβαση των επιχειρήσεων σε χρηματοδότηση (SAFE).

Σημειώσεις: ΜΜΕ: μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Τα στοιχεία βασίζονται στις επιχειρήσεις που υπέβαλαν αίτηση για τραπεζικά δάνεια (συμπεριλαμβανομένων των επιδοτούμενων τραπεζικών δανείων), πιστωτικές γραμμές, υπεραναλήψεις ή δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών. Το καθαρό ποσοστό είναι η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των επιχειρήσεων που αναφέρει ότι ο συγκεκριμένος παράγοντας αυξήθηκε και του ποσοστού που αναφέρει ότι μειώθηκε. Τα στοιχεία αφορούν τις επαναλήψεις 22-29 της έρευνας (Οκτώβριος 2019-Μάρτιος 2020 έως Απρίλιος-Σεπτέμβριος 2023).

Οι επιχειρήσεις ανέφεραν επίσης περαιτέρω μικρή διεύρυνση του χρηματοδοτικού τους κενού, αναμένοντας ότι η διαθεσιμότητα των περισσότερων πηγών εξωτερικής χρηματοδότησης θα περιοριστεί στο μέλλον. Στη ζώνη του ευρώ, το κενό εξωτερικής χρηματοδότησης – η διαφορά μεταβολής μεταξύ αναγκών και διαθεσιμότητας εξωτερικής χρηματοδότησης για όλα τα χρηματοδοτικά μέσα – διευρύνθηκε σε 8% στην τελευταία επανάληψη της έρευνας (από 6% στην προηγούμενη). Μεταξύ των επιχειρήσεων που ανέφεραν αύξηση του χρηματοδοτικού κενού, υπερτερούσαν οι μεγάλες επιχειρήσεις σε σύγκριση με τις ΜΜΕ, λόγω μεγαλύτερων χρηματοδοτικών αναγκών για τα περισσότερα χρηματοδοτικά μέσα. Για το διάστημα των προσεχών έξι μηνών, οι επιχειρήσεις είναι ελαφρώς πιο απαισιόδοξες όσον αφορά τη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης. Αντανακλώντας τη συνεχιζόμενη αυστηροποίηση των όρων τραπεζικού δανεισμού, το 18% των επιχειρήσεων, σε καθαρούς όρους, αναμένει περαιτέρω επιδείνωση της πρόσβασης σε τραπεζικά δάνεια κατά τους επόμενους έξι μήνες, ενώ τα συναφή ποσοστά για τις πιστωτικές γραμμές και τα χρεόγραφα είναι 15% και 17% αντίστοιχα. Σε σύγκριση με τις μεγάλες επιχειρήσεις, περισσότερες ΜΜΕ αναμένουν χειρότερηση της πρόσβασης τόσο σε τραπεζικά

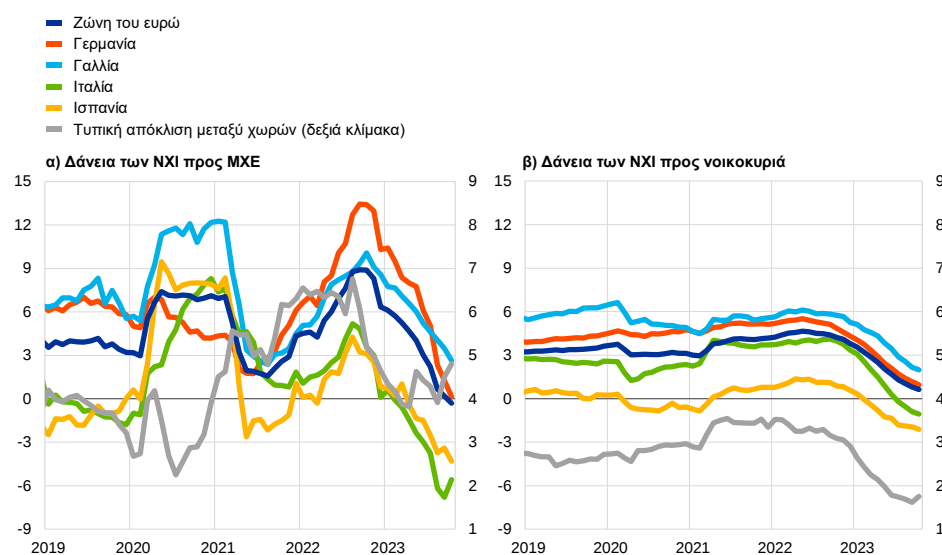
δάνεια όσο και σε πιστωτικές γραμμές. Αντίθετα, το ποσοστό των επιχειρήσεων που αναμένουν περιορισμό της διαθεσιμότητας χρεογράφων ήταν υψηλότερο για τις μεγάλες επιχειρήσεις από ό,τι για τις ΜΜΕ.

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των δανείων προς τις ΜΧΕ έγινε αρνητικός τον Οκτώβριο του 2023. Ο ρυθμός μεταβολής υποχώρησε σε -0,3% τον Οκτώβριο, έναντι 0,2% τον Σεπτέμβριο (Διάγραμμα 24, γράφημα α), με σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών και των διαρκειών. Η πτώση αυτή αντανάκλασε την κατακόρυφη μείωση της ζήτησης δανείων, η οποία εν μέρει οφειλόταν στα υψηλότερα επιτόκια χορηγήσεων και τα συνακόλουθα σχέδια περικοπής δαπανών, καθώς και της προσφοράς δανείων, όπως δείχνει η περαιτέρω αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων το γ' τρίμηνο του 2023. Η βραχυχρόνια δυναμική των δανείων προς τις ΜΧΕ παρέμεινε υποτονική, όπως υποδηλώνουν οι μηνιαίες ροές, που ήταν αρνητικές κατά μέσο όρο τους τρεις μήνες μέχρι και τον Οκτώβριο. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά υποχώρησε σε 0,6% τον Οκτώβριο από 0,8% τον Σεπτέμβριο (Διάγραμμα 24, γράφημα β), υπό συνθήκες αρνητικών προοπτικών της αγοράς κατοικιών, περαιτέρω αυστηροποίησης των πιστοδοτικών κριτηρίων και υψηλότερων επιτοκίων χορηγήσεων. Η επιβράδυνση αυτή προήλθε κυρίως από τα στεγαστικά δάνεια και τα δάνεια προς ατομικές επιχειρήσεις, ενώ τα καταναλωτικά δάνεια παρέμειναν πιο ανθεκτικά, παρά τα αυστηρότερα πιστοδοτικά κριτήρια και την υποχώρηση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών. Η βραχυχρόνια δυναμική των δανείων προς τα νοικοκυριά δείχνει ουσιαστικά μηδενική νέα καθαρή παροχή πιστώσεων τους τελευταίους τρεις μήνες.

Διάγραμμα 24

Δάνεια των ΝΧΙ σε επιλεγμένες χώρες της ζώνης του ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, τυπική απόκλιση)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Τα δάνεια των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (ΝΧΙ) είναι διορθωμένα ως προς τις πωλήσεις και πιλοποιήσεις δανείων και επιπλέον, στην περίπτωση των ΜΧΕ, ως προς τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθεσίμων σε επίπεδο ομίλου (notional cash pooling). Η τυπική απόκλιση μεταξύ χωρών υπολογίζεται για ένα σταθερό δείγμα 12 χωρών της ζώνης του ευρώ. Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Οκτώβριος 2023.

Ο ρυθμός μεταβολής της καθαρής εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ ήταν οριακά θετικός ή και αρνητικός το

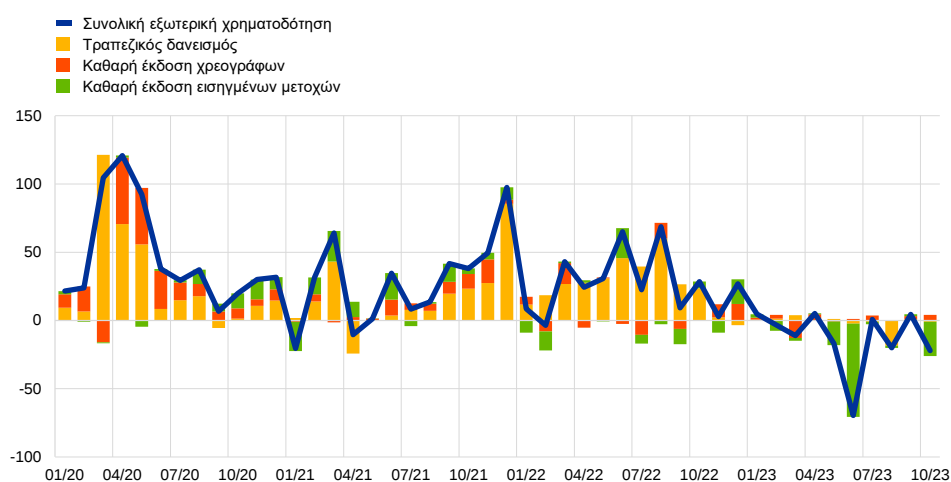
γ' τρίμηνο του 2023 και τον Οκτώβριο, αντανakλώντας τα χαμηλά επίπεδα δανειακής χρηματοδότησης.

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της καθαρής εξωτερικής χρηματοδότησης υποχώρησε από 0,5% τον Ιούνιο του 2023 σε -0,7% τον Οκτώβριο (Διάγραμμα 25). Σε αντίθεση με παλαιότερα επεισόδια ασθενούς δυναμικής των δανείων, η έκδοση εταιρικών ομολόγων δεν αντιστάθμισε τη μείωση των τραπεζικών δανείων. Η έκδοση εισηγμένων μετοχών ήταν συνολικά υποτονική, με τις επιχειρήσεις να πραγματοποιούν επίσης επαναγορές ιδίων μετοχών για να ενισχύσουν τις αποδόσεις υπέρ των μετόχων τους.

Διάγραμμα 25

Καθαρές ροές εξωτερικής χρηματοδότησης των ΜΧΕ της ζώνης του ευρώ

(μηνιαίες ροές, δισεκ. ευρώ)



Πηγές: EKT, Eurostat, Dealogic και υπολογισμοί της EKT.

Σημειώσεις: Η καθαρή εξωτερική χρηματοδότηση είναι το άθροισμα του τραπεζικού δανεισμού (δάνεια των ΝΧΙ), της καθαρής έκδοσης χρεογράφων και της καθαρής έκδοσης εισηγμένων μετοχών. Τα δάνεια των ΝΧΙ είναι διορθωμένα ως προς τις πωλήσεις και πτλοποιήσεις δανείων και ως προς τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθεσίμων σε επίπεδο ομίλου (cash pooling). Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Οκτώβριος 2023.

Η ανακατανομή των καταθέσεων μίας ημέρας προς τις προθεσμιακές

καταθέσεις έγινε εντονότερη τον Οκτώβριο. Ο ετήσιος ρυθμός μείωσης των

καταθέσεων μίας ημέρας συνέχισε να είναι διψήφιος τον Οκτώβριο και

διαμορφώθηκε σε -11,5%, έναντι -11,4% τον Σεπτέμβριο (Διάγραμμα 26). Η άνοδος

των επιτοκίων έχει οδηγήσει σε μεγάλη και αυξανόμενη διαφορά επιτοκίων μεταξύ

καταθέσεων προθεσμίας και καταθέσεων μίας ημέρας, καθώς τα επιτόκια των

καταθέσεων μίας ημέρας προσαρμόστηκαν στις μεταβολές των επιτοκίων πολιτικής

βραδύτερα από ό,τι τα επιτόκια των προθεσμιακών καταθέσεων, όπως έχει

παρατηρηθεί και σε προηγούμενους κύκλους αusterοποίησης. Το γεγονός αυτό έχει

ασκήσει ανοδική επίδραση στο κόστος ευκαιρίας των ρευστών διαθεσίμων και

συμβάλλει καθοριστικά στην παρατηρούμενη ανακατανομή κεφαλαίων από τις

καταθέσεις μίας ημέρας προς τις προθεσμιακές. Τον Οκτώβριο σημειώθηκε για τα

νοικοκυριά η μεγαλύτερη μηνιαία μεταστροφή από τις καταθέσεις μίας ημέρας προς

τις προθεσμιακές καταθέσεις που έχει παρατηρηθεί από την αρχή του κύκλου

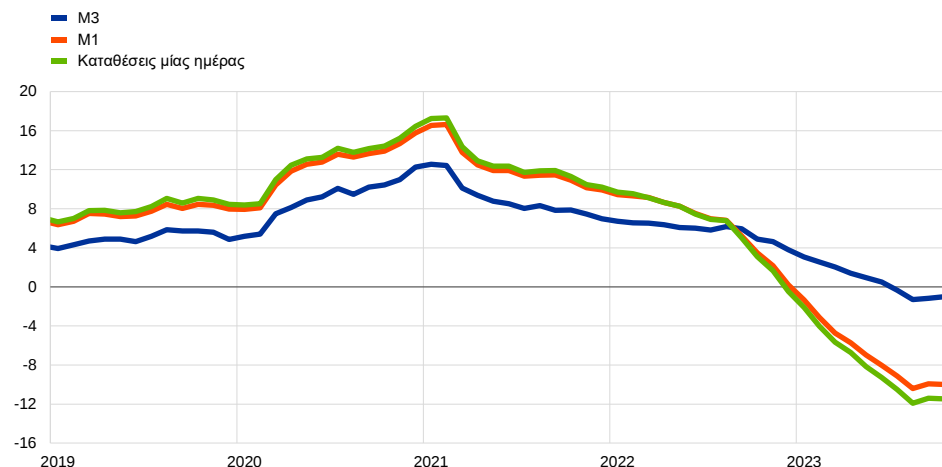
αusterοποίησης. Για τις επιχειρήσεις, η μετατόπιση από το ένα μέσο στο άλλο ήταν

ταχύτερη, όπως είχε συμβεί και το πρώτο εξάμηνο του 2023.

Διάγραμμα 26

M3, M1 και καταθέσεις μίας ημέρας

(ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής, με εποχική και ημερολογιακή διόρθωση)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Οκτώβριος 2023.

Τον Οκτώβριο του 2023 η μεταβολή της ποσότητας χρήματος παρέμεινε αρνητική, συνεχίζοντας να καταγράφει ετήσιους ρυθμούς παραπλήσιους προς τα πρόσφατα ιστορικά χαμηλά επίπεδα, λόγω του υψηλού κόστους ευκαιρίας, της υποτονικής πιστωτικής επέκτασης και της μείωσης του μεγέθους του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) στη ζώνη του ευρώ διαμορφώθηκε σε -1,0% τον Οκτώβριο, έναντι -1,2% τον Σεπτέμβριο (Διάγραμμα 26). Το στενό νομισματικό μέγεθος (M1) μειώθηκε με διψήφιους ρυθμούς, με τη γενικώς αρνητική νομισματική δυναμική να ενισχύεται από τις μετατοπίσεις χαρτοφυλακίων. Τον Οκτώβριο ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του διαμορφώθηκε σε -10,0%, καταγράφοντας οριακή πτώση από -9,9% τον Σεπτέμβριο. Όπως και τους προηγούμενους μήνες, η μείωση του μεγέθους του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος και οι αγορές τραπεζικών ομολόγων από τους φορείς διακράτησης χρήματος εξακολούθησαν να επιδρούν συσταλτικά στη νομισματική δυναμική. Επιπλέον, οι αποπληρωμές των πράξεων TLTRO και το υψηλότερο κόστος ευκαιρίας των ρευστών διαθεσίμων για τους καταθέτες ωθούν τις τράπεζες να εκδίδουν ομόλογα μεγαλύτερης διάρκειας που δεν περιλαμβάνονται στο M3. Ταυτόχρονα, η νομισματική δυναμική υποστηρίζεται όλο και περισσότερο από τις αγορές κρατικών ομολόγων εκ μέρους των τραπεζών και ξένων επενδυτών, με αποτέλεσμα να εισρέει νέο χρήμα στο σύστημα, καθώς και από το αυξανόμενο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, που μεταφράζεται σε υψηλότερες νομισματικές εισροές από τον υπόλοιπο κόσμο.

Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου 2023, το δημοσιονομικό αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι κατέγραψε συγκρατημένη βελτίωση το 2023 και παρόμοια αναμένεται να καταγράψει και το 2024, ενώ για το 2025 και το 2026 προβλέπονται οριακές μόνο περαιτέρω βελτιώσεις. Αντανακλώντας εν γένει αυτές τις εξελίξεις, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι έγινε μετρίως πιο συσταλτική το 2023, ενώ το 2024 αναμένεται να γίνει σε εντονότερο βαθμό. Τη διετία μετά το 2024 αναμένεται μόνο ελάχιστη περαιτέρω συσταλτική μεταβολή. Ο λόγος του χρέους της ζώνης του ευρώ προς το ΑΕΠ προβλέπεται να μειωθεί μόνο οριακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, από το 89% που εκτιμάται για το 2023 σε περίπου 88% το 2026, δηλ. η αποκλιμάκωσή του από τα υψηλά επίπεδα στα οποία βρισκόταν στη διάρκεια της πανδημίας θα επιβραδυνθεί. Καθώς η ενεργειακή κρίση αποκλιμακώνεται, οι κυβερνήσεις θα πρέπει να συνεχίσουν να αίρουν τα σχετικά μέτρα στήριξης. Αυτό είναι απαραίτητο προκειμένου να αποφευχθεί η ενίσχυση των μεσοπρόθεσμων πληθωριστικών πιέσεων, η οποία θα απαιτούσε μια ακόμη πιο περιοριστική νομισματική πολιτική. Οι δημοσιονομικές πολιτικές θα πρέπει να είναι σχεδιασμένες κατά τρόπο ώστε να αυξάνουν την παραγωγικότητα της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και να μειώνουν σταδιακά το υψηλό δημόσιο χρέος. Είναι σημαντικό τα κράτη-μέλη να καταλήξουν γρήγορα σε συμφωνία σχετικά με τη μεταρρύθμιση του πλαισίου για την οικονομική διακυβέρνηση της ΕΕ.

Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου 2023, το δημοσιονομικό αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ θα βελτιώνεται με αργό ρυθμό στο σύνολο του χρονικού ορίζοντα προβολής.¹¹ Σύμφωνα με τις προβολές, το δημοσιονομικό έλλειμμα της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι μειώθηκε σε 3,1% του ΑΕΠ το 2023 και θα συνεχίσει να μειώνεται και τα επόμενα έτη, σε 2,8% του ΑΕΠ το 2024, 2,7% το 2025 και 2,6% το 2026 (Διάγραμμα 27). Σ' αυτή την πτωτική πορεία αναμένεται να συμβάλει πρωτίστως η μείωση του αρνητικού κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος, ενώ η κυκλική συνιστώσα εκτιμάται ότι θα παραμείνει αρκετά σταθερή στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι δαπάνες για τόκους προβλέπεται να αυξηθούν ελαφρώς στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, πάντως λιγότερο από ό,τι τα επιτόκια της αγοράς, καθώς η μετακύλιση θα γίνεται σταδιακά λόγω της σχετικά μακράς εναπομένουσας διάρκειας του δημόσιου χρέους (επί του παρόντος σχεδόν 8 έτη κατά μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ, έναντι 6,5 ετών το 2015). Η μείωση του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς ελλείμματος, η οποία συντελείται κατά το μεγαλύτερο μέρος το 2023 και το 2024, θα προέλθει κυρίως από την απόσυρση των κρατικών μέτρων δημοσιονομικής στήριξης, καθώς η ενεργειακή κρίση και ο υψηλός πληθωρισμός θα εξασθενούν. Σύμφωνα με τις τρέχουσες εκτιμήσεις, για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, τα μέτρα αυτά ανήλθαν σε 1,3% του ΑΕΠ το 2023, θα μειωθούν δραστικά σε 0,4% του ΑΕΠ το 2024 και περαιτέρω σε περίπου 0,1% του ΑΕΠ το 2025 και το 2026. Θετική συμβολή

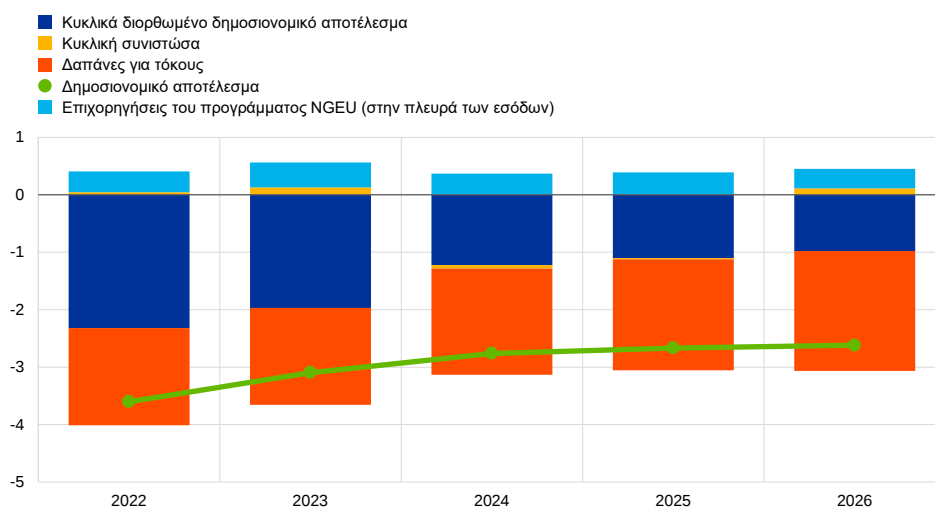
¹¹ Βλ. "Μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ, Δεκέμβριος 2023", που δημοσιεύθηκε στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ στις 14.12.2023.

στη βελτίωση του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος είχε και η πρόσφατη απόφαση του γερμανικού Ομοσπονδιακού Συνταγματικού Δικαστηρίου σχετικά με τη χρήση αδιάθετων κονδυλίων που προορίζονταν για την αντιμετώπιση καταστάσεων έκτακτης ανάγκης και την επίδρασή τους στον “κανόνα χρέους” (“debt brake”). Ωστόσο, η αβεβαιότητα σχετικά με αυτή την επίδραση παραμένει, δεδομένου ότι ο γερμανικός ομοσπονδιακός προϋπολογισμός για το 2024 δεν έχει ακόμη οριστικοποιηθεί.

Διάγραμμα 27

Το δημοσιονομικό αποτέλεσμα και οι συνιστώσες του

(% του ΑΕΠ)



Πηγές: Υπολογισμοί της ΕΚΤ και Μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ, Δεκέμβριος 2023.

Σημειώσεις: Το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές αποτέλεσμα είναι προσαρμοσμένο ως προς τις επιχορηγήσεις του προγράμματος Next Generation EU (NGEU) στην πλευρά των εσόδων. Τα στοιχεία αφορούν τον τομέα της γενικής κυβέρνησης για τις 20 χώρες της ζώνης του ευρώ (συμπεριλαμβανομένης της Κροατίας) ως σύνολο.

Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Σεπτεμβρίου 2023, το δημοσιονομικό αποτέλεσμα είναι οριακά αυξημένο κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας για το 2023, αμετάβλητο για το 2024 και μετρίως αυξημένο κατά 0,3 της ποσοστιαίας μονάδας για το 2025. Οι αναθεωρήσεις αυτές οφείλονται στην προς τα άνω αναθεώρηση της κυκλικής συνιστώσας στο σύνολο του χρονικού ορίζοντα προβολής (κατά 0,4 της ποσοστιαίας μονάδας ετησίως), η οποία για το μεν 2023 και το 2024 αντισταθμίζεται σχεδόν πλήρως από το δυσμενέστερο κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές αποτέλεσμα, αλλά για το 2025 μόνο σε μικρότερο βαθμό. Η συμβολή των δαπανών για τόκους παραμένει αμετάβλητη στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ προβλέπεται να γίνει μετρίως πιο συσταλτική στη διάρκεια του χρονικού

ορίζοντα προβολής, ιδίως το 2024.¹² Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος, προσαρμοσμένου ως προς τις επιχορηγήσεις προς τις χώρες στο πλαίσιο του προγράμματος NGEU, υποδηλώνει σημαντική συσταλτική μεταβολή των δημοσιονομικών πολιτικών στη ζώνη του ευρώ τη διετία 2023-2024 συνολικά, λόγω της σταδιακής απόσυρσης μεγάλου μέρους των μέτρων στήριξης που είχαν θεσπιστεί το 2022 για αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης και του πληθωρισμού. Ωστόσο, εάν ληφθούν υπόψη τα προηγούμενα μέτρα, συμπεριλαμβανομένων των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας το 2020 και, πιο πρόσφατα, των μέτρων για την αντιμετώπιση της ενεργειακής και πληθωριστικής κρίσης, το επίπεδο της δημοσιονομικής στήριξης στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να παραμείνει σε μεγάλο βαθμό διευκολυντικό στο σύνολο του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η αναμενόμενη μικρή συσταλτική μεταβολή της δημοσιονομικής πολιτικής το 2025 και το 2026 ουσιαστικά δεν αλλάζει αυτή τη συνολική εκτίμηση.

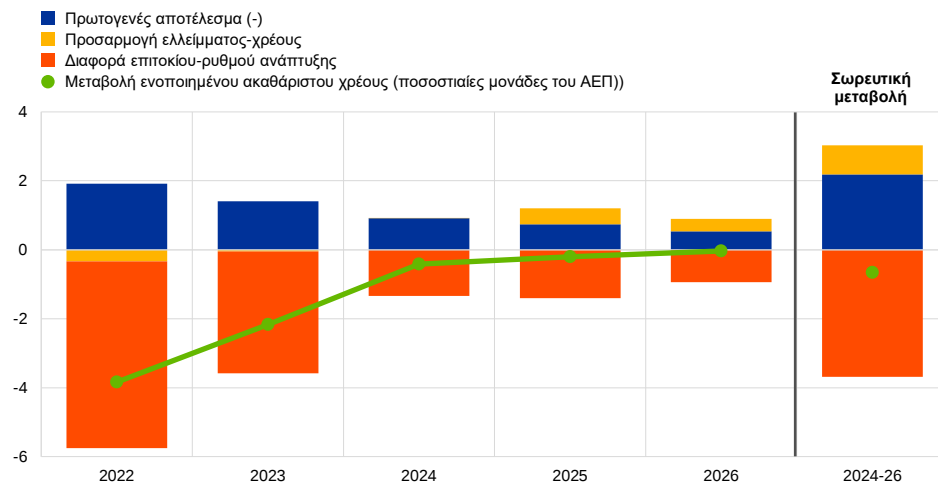
Ο λόγος του δημόσιου χρέους της ζώνης του ευρώ προς το ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα παραμείνει υψηλότερος από ό,τι πριν από την πανδημία και θα αποκλιμακωθεί με αργό ρυθμό, από το 88,7% που εκτιμάται για το 2023 σε 88,1% το 2026. Ο λόγος του χρέους αυξήθηκε σχεδόν κατά 13 ποσοστιαίες μονάδες σε περίπου 97% το 2020, αλλά έκτοτε σταδιακά μειώνεται και αναμένεται να συνεχίσει να υποχωρεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αν και με πολύ βραδύτερο ρυθμό. Η πρόβλεψη αυτή βασίζεται στις μειούμενες – αλλά αρνητικές ακόμη – διαφορές επιτοκίου-ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ, οι οποίες αντισταθμίζονται εν μέρει από τα συνεχιζόμενα πρωτογενή ελλείμματα, καθώς και από τις αναμενόμενες θετικές προσαρμογές ελλείμματος-χρέους κατά το δεύτερο ήμισυ του χρονικού ορίζοντα προβολής (Διάγραμμα 28).

¹² Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αντανάκλα τη φορά και το μέγεθος της επίδρασης των δημοσιονομικών πολιτικών στην οικονομία, πέραν της αυτόματης αντίδρασης των δημόσιων οικονομικών στον οικονομικό κύκλο. Μετρείται εδώ ως η μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος, χωρίς την κρατική στήριξη προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Δεδομένου ότι τα αυξημένα δημόσια έσοδα που αφορούν τις επιχορηγήσεις του NGEU από τον προϋπολογισμό της ΕΕ δεν έχουν συσταλτική επίδραση στη ζήτηση, το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές αποτέλεσμα προσαρμόζεται σε αυτό το πλαίσιο έτσι ώστε να εξαιρεθούν τα εν λόγω έσοδα. Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με την έννοια της κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, βλ. το άρθρο με τίτλο "[The euro area fiscal stance](#)", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

Διάγραμμα 28

Παράγοντες μεταβολής του δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ

(% του ΑΕΠ, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)



Πηγές: Υπολογισμοί της ΕΚΤ και Μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ, Δεκέμβριος 2023.

Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν τον τομέα της γενικής κυβέρνησης για τις 20 χώρες της ζώνης του ευρώ (συμπεριλαμβανομένης της Κροατίας) ως σύνολο.

Καθώς η ενεργειακή κρίση αποκλιμακώνεται, οι κυβερνήσεις θα πρέπει να συνεχίσουν να αποσύρουν τα σχετικά μέτρα στήριξης. Αυτό είναι απαραίτητο προκειμένου να αποφευχθεί η ενίσχυση των μεσοπρόθεσμων πληθωριστικών πιέσεων, η οποία θα απαιτούσε μια ακόμη πιο περιοριστική νομισματική πολιτική. Στη **δήλωσή** του στις 7 Δεκεμβρίου, το Eurogroup κάλεσε τα κράτη-μέλη που έχουν σημαντικά μέτρα ακόμη σε ισχύ να τα άρουν το συντομότερο δυνατόν εντός του 2024 και να αξιοποιήσουν τους εξοικονομηθέντες πόρους για τη μείωση του ελλείμματος. Το Eurogroup θεωρεί ότι, ενώ οι επιμέρους πολιτικές θα πρέπει να παραμείνουν ευέλικτες λόγω της αβεβαιότητας που επικρατεί, μια συνολικά συστατική κατεύθυνση δημοσιονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ είναι ενδεδειγμένη για το 2024 ώστε να ενισχυθεί η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών και να μην πυροδοτηθούν πληθωριστικές πιέσεις. Εκτός αυτού, είναι σημαντικό οι δημοσιονομικές πολιτικές να είναι σχεδιασμένες κατά τρόπο ώστε να αυξάνουν την παραγωγικότητα της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και να μειώνουν σταδιακά το υψηλό δημόσιο χρέος. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί με τον καλύτερο δυνατό τρόπο εντός ενός ισχυρού πλαισίου της ΕΕ για τον συντονισμό και την εποπτεία της οικονομικής και δημοσιονομικής πολιτικής. Στη **γνώμη** που εξέδωσε στις 5 Ιουλίου 2023 σχετικά με πρόταση μεταρρύθμισης της οικονομικής διακυβέρνησης στην Ένωση, η ΕΚΤ καλεί τα νομοθετικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) να καταλήξουν σε συμφωνία σχετικά με τη μεταρρύθμιση του πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης το συντομότερο δυνατόν και το αργότερο έως το τέλος του 2023.¹³

¹³ Στις 21 Δεκεμβρίου 2023, δηλ. μετά τη συνεδρίαση του Δεκεμβρίου του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ η οποία περιλαμβάνεται στο παρόν τεύχος του Οικονομικού Δελτίου της ΕΚΤ, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο κατέληξε σε **συμφωνία** για τη μεταρρύθμιση της οικονομικής διακυβέρνησης στην ΕΕ, η οποία ανοίγει τον δρόμο για τριμερή διάλογο μεταξύ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του Συμβουλίου και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου.

Πλαίσια

1 Οι συνθήκες στην αγορά αμερικανικών κρατικών τίτλων και οι αντιδράσεις των παγκόσμιων αγορών στη νομισματική πολιτική των ΗΠΑ

Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu και Peter McQuade

Η αγορά κρατικών τίτλων των ΗΠΑ (US Treasuries) είναι η μεγαλύτερη σε μέγεθος και ρευστότητα αγορά κρατικών τίτλων στον κόσμο. Με το ύψος των κυκλοφορούντων τίτλων να υπερβαίνει τα 25 τρισεκ. δολάρια ΗΠΑ, η αγορά αυτή χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση του Αμερικανικού Δημοσίου και διαδραματίζει κεντρικό ρόλο στην εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ (εφεξής η “Fed”). Οι αμερικανικοί κρατικοί τίτλοι χρησιμεύουν επίσης ως βασικός δείκτης αναφοράς τόσο για τη χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα των ΗΠΑ όσο και για τις διεθνείς αγορές. Ως εκ τούτου, οι μεταβολές των συνθηκών ρευστότητας στην εν λόγω αγορά μπορούν να έχουν σημαντικές συνέπειες για τις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές.

Πρόσφατα, η ρευστότητα στην αγορά αμερικανικών κρατικών τίτλων μειώθηκε λόγω ενός συνδυασμού παραγόντων. Το Διάγραμμα Α (γράφημα α) δείχνει την εξέλιξη της ρευστότητας των αγορών ομολόγων σε επιλεγμένες προηγμένες οικονομίες, μεταξύ των οποίων και η αγορά κρατικών τίτλων των ΗΠΑ, όπως μετρείται από τη διαφορά “spline spread”, που είναι το μέσο σφάλμα προσαρμογής (fitting error) σε μια καμπύλη αποδόσεων. Αυτή η διαφορά χρησιμεύει ως προσεγγιστική μεταβλητή για το μέγεθος των ευκαιριών αρμπιτράζ σε μια αγορά ομολόγων, με τις υψηλότερες τιμές να συνδέονται με χαμηλότερη ρευστότητα στην αγορά.¹ Η ομαλή λειτουργία της αγοράς αμερικανικών κρατικών τίτλων έχει κλονιστεί σε αρκετές περιπτώσεις τα τελευταία χρόνια, ιδίως τον Μάρτιο του 2020 με την εκδήλωση της πανδημίας. Πιο πρόσφατα, η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής (καθώς και η μειωμένη απορρόφηση κρατικών τίτλων από τη Fed, όπως δείχνει η μπλε γραμμή στο Διάγραμμα Α, γράφημα β) και η αυξημένη αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό και την ανάπτυξη είναι πιθανόν να συνέβαλαν σε μείωση της ρευστότητας και να αύξησαν την ευαισθησία των αγορών κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ και παγκοσμίως.²

¹ Επίσης, υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ ρευστότητας και μεταβλητότητας καθώς, ceteris paribus, οι ειδικοί διαπραγματευτές της αγοράς (market makers) αυξάνουν τις διαφορές μεταξύ των προσφερόμενων και των ζητούμενων τιμών (bid-ask spreads) και περιορίζουν τις συναλλαγές τους προκειμένου να μπορούν να διαχειρίζονται τον αυξημένο κίνδυνο που συνδέεται με τη λήψη θέσεων όταν η μεταβλητότητα είναι υψηλή. Βλ. Fleming, M., “[How Has Treasury Market Liquidity Evolved in 2023?](#)”, *Liberty Street Economics*, 17 Οκτωβρίου 2023.

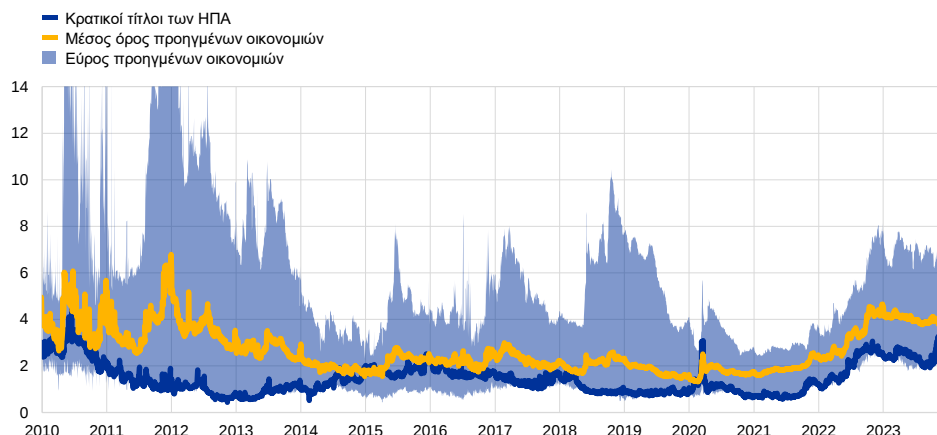
² Για τους παράγοντες που συντελούν στην τρέχουσα χαμηλή ρευστότητα, βλ. [Quarterly Review](#), Bank for International Settlements (BIS), Σεπτέμβριος 2023, [Global Financial Stability Review](#), International Monetary Fund, Οκτώβριος 2023, Chapter 1, και Duffie, D., “[Dealer Capacity and US Treasury market functionality](#)”, *BIS Working Papers*, No 1138, BIS, Οκτώβριος 2023.

Διάγραμμα Α

Εξέλιξη της ρευστότητας στις αγορές κρατικών ομολόγων

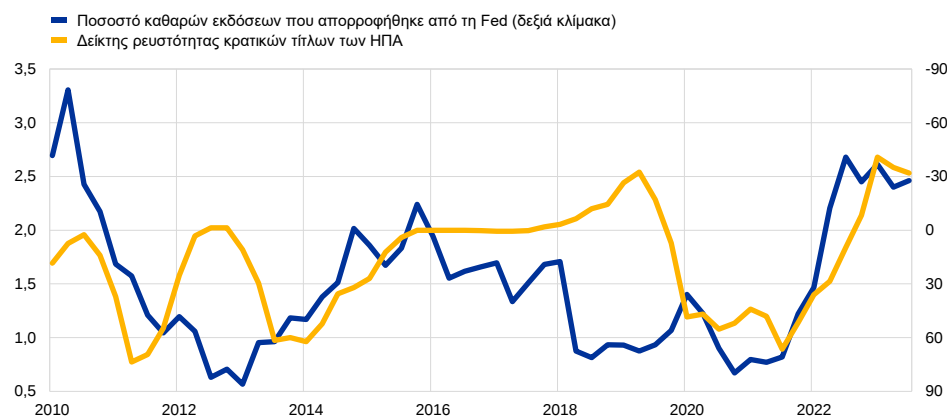
α) Spline spread των κρατικών τίτλων των ΗΠΑ και των κρατικών ομολόγων επιλεγμένων άλλων μεγάλων προηγμένων οικονομιών

(ποσοστά %)



β) Spline spread των κρατικών τίτλων των ΗΠΑ και απορρόφηση των σχετικών εκδόσεων από τη Fed

(αριστερή κλίμακα: τιμές δείκτη, δεξιά κλίμακα: (ανεστραμμένα) ποσοστά %)



Πηγές: Bloomberg, Haver και υπολογισμοί των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Γράφημα α): η διαφορά "spline spread" μετρά το άθροισμα των απόλυτων τιμών της απόκλισης μεταξύ της καμπύλης των παρατηρούμενων αποδόσεων και μιας κυβικής πολυωνυμικής παρεμβολής. Ο δείκτης αυτός αποτυπώνει την ύπαρξη ευκαιριών αρμπιτράζ, χαρακτηριστικό αγορών με χαμηλό βαθμό ρευστότητας, και είναι ένας από τους πολλούς δείκτες ρευστότητας της αγοράς που συνήθως παρουσιάζουν υψηλή συσχέτιση μεταξύ τους. Αύξηση της διαφοράς δηλώνει χαμηλότερο βαθμό ρευστότητας. Οι άλλες προηγμένες οικονομίες περιλαμβάνουν τη Γαλλία, τη Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Ιαπωνία, την Ισπανία, την Ιταλία και τον Καναδά. Τον Δεκέμβριο του 2011 οι μέγιστες τιμές της διαφοράς "spline spread" ήταν γύρω στις 25 μονάδες βάσης, αλλά το γεγονός αυτό δεν απεικονίζεται στο διάγραμμα για λόγους αναγνωσιμότητας. Γράφημα β): το ποσοστό των καθαρών εκδόσεων που απορρόφησε η Fed υπολογίζεται ως μέσος όρος τεσσάρων τριμήνων. Ο δείκτης ρευστότητας παρουσιάζει το μέσο σφάλμα καμπύλης σε όλο το εύρος των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων αμερικανικών κρατικών ομολόγων με εναπομένονσα διάρκεια ενός έτους και άνω. Η δεξιά κλίμακα είναι ανεστραμμένη ώστε οι υψηλότερες τιμές να δηλώνουν χαμηλότερη απορρόφηση εκδόσεων κρατικών τίτλων των ΗΠΑ.

Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: γράφημα α) 15 Δεκεμβρίου 2023, γράφημα β) γ' τρίμηνο 2023.

Η δραστηριότητα των μοχλευμένων κεφαλαίων στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί αμερικανικών κρατικών τίτλων ενδέχεται επίσης να μεγεθύνει την ευαισθησία των αγορών σε νέα πληροφόρηση. Οι καθαρές ανοικτές θέσεις των μοχλευμένων κεφαλαίων (leveraged funds) στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί αμερικανικών κρατικών τίτλων έχουν φθάσει στο ιστορικά υψηλό επίπεδο των 650 δισεκ. δολαρίων, εκ των οποίων τα 300

δισεκ. δολάρια αφορούν διετείς τίτλους (Διάγραμμα Β).³ Το γεγονός αυτό ίσως σχετίζεται με διάφορες συναλλακτικές στρατηγικές, όπως οι συναλλαγές “cash-futures basis trade”, που συνδυάζουν ανοικτή θέση σε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης με κλειστή θέση σε μετρητά και δανεισμό μέσω συμφωνιών επαναγοράς, ή οι συναλλαγές “directional trade”, που βασίζονται σε πρόβλεψη της πορείας της αγοράς και εν προκειμένω σε προσδοκία ότι τα επιτόκια θα αυξηθούν.⁴ Παρόλο που αυτή η δραστηριότητα θα μπορούσε κατ’ αρχήν να συμβάλει στη διατήρηση της ρευστότητας στην αγορά άμεσων συναλλαγών (spot) επί κρατικών τίτλων, έχει υποστηριχθεί ότι, υπό ορισμένες συνθήκες, ενδέχεται δυνητικά να οξύνει την ευαισθησία της αγοράς.⁵

Διάγραμμα Β

Κερδοσκοπικές θέσεις των μοχλευμένων κεφαλαίων σε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης επί κρατικών τίτλων των ΗΠΑ

Καθαρές θέσεις σε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης επί κρατικών τίτλων των ΗΠΑ

(δισεκ. δολ. ΗΠΑ)



Πηγές: Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission και υπολογισμοί των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.
Σημειώσεις: Το διάγραμμα δείχνει το άθροισμα των καθαρών θέσεων που έχουν λάβει μοχλευμένα κεφάλαια σε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης επί κρατικών τίτλων των ΗΠΑ διάρκειας δύο, πέντε και δέκα ετών. Οι καθαρές θέσεις αναφέρονται στην αξία των κλειστών θέσεων (long positions) μείον την αξία των ανοικτών θέσεων (short positions).
Πιο πρόσφατη παρατήρηση: 15 Δεκεμβρίου 2023.

Η επίδραση μιας διαταραχής της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ στις τιμές των ομολόγων ενδέχεται να διαφέρει ανάλογα με τις συνθήκες που

- ³ Τα μοχλευμένα κεφάλαια (leveraged funds) είναι συνήθως αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds), των οποίων οι στρατηγικές μπορεί να συνίστανται στη λήψη θέσεων (είτε κλειστών είτε ανοικτών) ή σε πρακτικές αρμπιτράζ εντός της ίδιας αγοράς ή μεταξύ διαφορετικών αγορών. Μια ανοικτή θέση σε ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης επί ενός ομολόγου είναι επικερδής αν υποχωρήσει η τιμή του ομολόγου.
- ⁴ Οι συναλλαγές “cash-futures basis trade” συνδυάζουν μια ανοικτή θέση σε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης επί κρατικών τίτλων των ΗΠΑ, μια κλειστή θέση σε τίτλους του Αμερικανικού Δημοσίου με μετρητά, και δανεισμό στην αγορά συμβολαίων επαναγοράς (repos) για τη χρηματοδότηση της συναλλαγής. Μάλιστα, έχουν συνδεθεί με τη σοβαρή έλλειψη ρευστότητας που σημειώθηκε στην αγορά ομοσπονδιακών τίτλων των ΗΠΑ, γνωστή και ως “dash for cash”, τον Μάρτιο του 2020. Βλ. Vissing-Jorgensen, A., “The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 124, Νοέμβριος 2021, σελ. 19-47, και Schrimpf, S., Shin, H.S. and Sushko, V., “Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis”, *BIS Bulletin*, No 2, BIS, Απρίλιος 2020.
- ⁵ Για παράδειγμα, η αυξημένη ευαισθησία ενδέχεται να σχετίζεται με το γεγονός ότι τέτοιου είδους συναλλακτικές στρατηγικές χαρακτηρίζονται γενικώς από υψηλή μόχλευση και έκθεση στις μεταβολές των επιτοκίων των συμβολαίων επαναγοράς, καθώς και των περιθωρίων των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Βλ. επίσης Avalos, F. and Sushko, V., “Margin leverage and vulnerabilities in US Treasury futures”, *BIS Quarterly Review*, BIS, Σεπτέμβριος 2023, Box A, και Barth, D., Kahn, R.J. and Mann, R., “Recent Developments in Hedge Funds’ Treasury Futures and Repo Positions: is the Basis Trade “Back”?”, *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Αύγουστος 2023.

επικρατούν στην αγορά αμερικανικών κρατικών τίτλων. Η εμπειρική ανάλυση διερευνά κατά πόσον οι συνθήκες στην αγορά αμερικανικών κρατικών τίτλων μπορεί να έχουν σημασία για το μέγεθος της επίδρασης μιας διαταραχής της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ στις αγορές ομολόγων. Το εμπειρικό πλαίσιο εστιάζει στην επίδραση των συγκεκριμένων διαταραχών, επειδή συνήθως αποτελούν σημαντικό παράγοντα διαμόρφωσης των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Εφαρμόζονται μέθοδοι τοπικών προβολών για να διερευνηθεί πώς διαφοροποιούνται οι επιδράσεις στις αγορές ομολόγων ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά αμερικανικών κρατικών τίτλων. Αναλύονται δύο διαφορετικοί τύποι εξάρτησης από τις συνθήκες (state dependence). Η πρώτη προσέγγιση εξετάζει κατά πόσον η επίδραση της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ διαφέρει ανάλογα με το επίπεδο ρευστότητας της αγοράς αμερικανικών κρατικών τίτλων, μετρούμενης με βάση το “spline spread”, δηλαδή τη διαφορά μεταξύ της καμπύλης των παρατηρούμενων αποδόσεων και μιας καμπύλης πολυωνυμικής παρεμβολής (όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Α). Η δεύτερη προσέγγιση εξετάζει κατά πόσον η επίδραση της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ διαφέρει ανάλογα με το μέγεθος των καθαρών θέσεων που έχουν λάβει τα μοχλευμένα κεφάλαια σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί αμερικανικών κρατικών τίτλων (όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Β). Οι διαταραχές της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ προσδιορίζονται σε ένα κατά Bayes διανυσματικό αυτοπαλίνδρομο (BVAR) υπόδειγμα, ημερήσιας συχνότητας, που εφαρμόζει περιορισμούς ως προς το πρόσημο και έχουν διαμετρηθεί έτσι ώστε να αντιστοιχούν σε μέση μείωση κατά 10 μονάδες βάσης της απόδοσης του δεκαετούς αμερικανικού κρατικού ομολόγου σε διάστημα μίας εβδομάδας.⁶ Η εκτίμηση των τοπικών προβολών ελέγχει για μεταβολές στη μεταβλητότητα των χρηματιστηριακών αγορών και στην οικονομική δραστηριότητα και περιλαμβάνει ψευδομεταβλητή η οποία ελέγχει για την περίοδο της πανδημίας.

Η ανάλυση υποδηλώνει ότι η επίδραση μιας διαταραχής της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ είναι μεγαλύτερη όταν η ρευστότητα της αγοράς είναι χαμηλή ή όταν οι ανοικτές θέσεις των μοχλευμένων κεφαλαίων είναι μεγάλες.

Η επίδραση μιας διαταραχής της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ στις αποδόσεις των διετών αμερικανικών κρατικών ομολόγων είναι μεγαλύτερη όταν η ρευστότητα της αγοράς των αμερικανικών κρατικών τίτλων είναι σχετικά χαμηλή (Διάγραμμα Γ, γράφημα α).⁷ Το εύρημα συνάδει με προηγούμενες μελέτες που δείχνουν ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές τείνουν να είναι πιο ευαίσθητες όταν η ρευστότητα της αγοράς είναι περιορισμένη.⁸ Παρομοίως, η επίδραση μιας διαταραχής της

⁶ Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με το υπόδειγμα BVAR ημερήσιας συχνότητας, βλ. Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. and Van Robays, I., “What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk”, *Working Paper Series*, No 2560, ECB, Μάιος 2021.

⁷ Μια διαταραχή της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ που αντιστοιχεί σε μέση επίδραση ίση με 10 μονάδες βάσης στην απόδοση του δεκαετούς αμερικανικού κρατικού ομολόγου οδηγεί σε άνοδο κατά περίπου 13 μονάδες βάσης των αποδόσεων των αντίστοιχων διετών ομολόγων μετά από μία εβδομάδα όταν η ρευστότητα είναι χαμηλή, αλλά σε αύξηση κατά περίπου 7 μονάδες βάσης όταν η ρευστότητα της αγοράς κρατικών τίτλων είναι σχετικά υψηλή.

⁸ Βλ. για παράδειγμα Guimaraes, R., Pinter, G. and Wijnandts, J.C., “The liquidity state-dependence of monetary policy transmission”, *Staff Working Papers*, No 1045, Bank of England, Οκτώβριος 2023, de Vette, N., Klaus, B., Kördel, S. and Sowiński, A., “Why market and funding liquidity matter and how they interact”, *Financial Stability Review*, ECB, Μάιος 2023, Special Feature A, Section 2, και Adrian, T. and Shin, H.S., “Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles”, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 14, No 1, Federal Reserve Bank of New York, Ιανουάριος/Φεβρουάριος 2008.

νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ στις αποδόσεις των διετών αμερικανικών κρατικών ομολόγων τείνει να είναι μεγαλύτερη όταν τα μοχλευμένα κεφάλαια έχουν σχετικά μεγάλες καθαρές ανοικτές θέσεις σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί κρατικών τίτλων των ΗΠΑ (Διάγραμμα Γ, γράφημα β).⁹ Τα διαστήματα εμπιστοσύνης 68% των εκτιμώμενων επιδράσεων επικαλύπτονται έως έναν βαθμό, γεγονός που υποδεικνύει ότι, ενώ η ευαισθησία της αγοράς σε διαταραχές διαφέρει ανάλογα με τις συνθήκες, η διαφορά στις επιδράσεις δεν είναι πάντοτε σημαντική.

Διάγραμμα Γ

Επίδραση μιας διαταραχής της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ ανάλογα με τις συνθήκες στην αγορά κρατικών τίτλων των ΗΠΑ

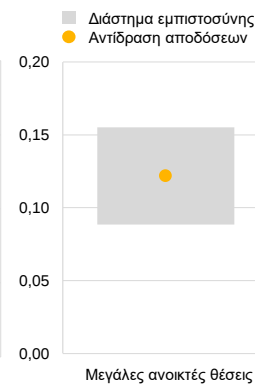
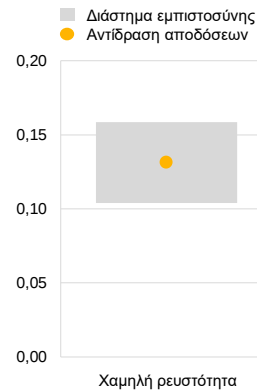
Εκτιμώμενη αντίδραση των αποδόσεων των διετών αμερικανικών κρατικών ομολόγων ανάλογα με:

α) Τη ρευστότητα της αγοράς κρατικών τίτλων των ΗΠΑ

β) Τις καθαρές ανοικτές θέσεις σε κρατικούς τίτλους των ΗΠΑ

(ποσοστιαίες μονάδες)

(ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv και υπολογισμοί των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Οι κίτρινες κουκκίδες συμβολίζουν τη μέση εκτιμώμενη αντίδραση των αποδόσεων των διετών αμερικανικών κρατικών ομολόγων σε μια διαταραχή της νομισματικής πολιτικής. Η διαταραχή αντιστοιχεί σε μείωση κατά περίπου 10 μονάδες βάσης της αποδόσεως του δεκαετούς αμερικανικού κρατικού ομολόγου σε διάστημα μίας εβδομάδας και εκτιμάται με βάση ένα υπόδειγμα BVAR ημερήσιας συχνότητας που εφαρμόζει έναν συνδυασμό περιορισμών ως προς το πρόσημο και τη σχετική ένταση. Οι άμεσες αντιδράσεις (impulse responses) παρουσιάζονται ταυτόχρονα με τη διαταραχή της νομισματικής πολιτικής και εκτιμώνται με τη χρήση τοπικών προβολών που προβλέπουν εξάρτηση από τις συνθήκες (state dependence), στο πνεύμα των Ramey, V. and Zubairy, S., "Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data", *Journal of Political Economy*, Vol. 126(2), Απρίλιος 2018, σελ. 850-901, με την παραδοχή ότι η παράμετρος μετάβασης συνθηκών γάμμα λαμβάνει την τιμή 2. Η εκτίμηση χρησιμοποιεί εβδομαδιαία στοιχεία για την περίοδο 2010-23, ελέγχοντας για την οικονομική δραστηριότητα, τις συνθήκες χρηματοδότησης, τα επιτόκια και την αβεβαιότητα στις αγορές (όπως μετρούνται από τον δείκτη οικονομικών εκπλήξεων της Citigroup (Economic Surprise Index), τη διαφορά αποδόσεων μεταξύ των δεκαετών και των διετών αμερικανικών κρατικών ομολόγων, τον δείκτη χρηματοπιστωτικών συνθηκών και τους δείκτες VIX και MOVE), και περιλαμβάνει μια ψευδομεταβλητή κρίσης για την εκδήλωση της πανδημίας την περίοδο Φεβρουαρίου-Μαΐου 2020. Οι συνθήκες ορίζονται με βάση τη ρευστότητα στην αγορά κρατικών τίτλων των ΗΠΑ (γράφημα α) και τις καθαρές θέσεις των μοχλευμένων κεφαλαίων σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί κρατικών τίτλων των ΗΠΑ (γράφημα β). Οι σκιασμένες περιοχές αναφέρονται σε διαστήματα εμπιστοσύνης 68% με βάση τα τυπικά σφάλματα κατά Newey-West.

Πιο πρόσφατη παρατήρηση: Σεπτέμβριος 2023.

Τα αποτελέσματα παρέχουν επίσης κάποιες ενδείξεις ότι οι συνθήκες στην αγορά κρατικών τίτλων των ΗΠΑ μπορούν να μεγεθύνουν τις αντιδράσεις των αγορών ομολόγων άλλων χωρών στη νομισματική πολιτική των ΗΠΑ.

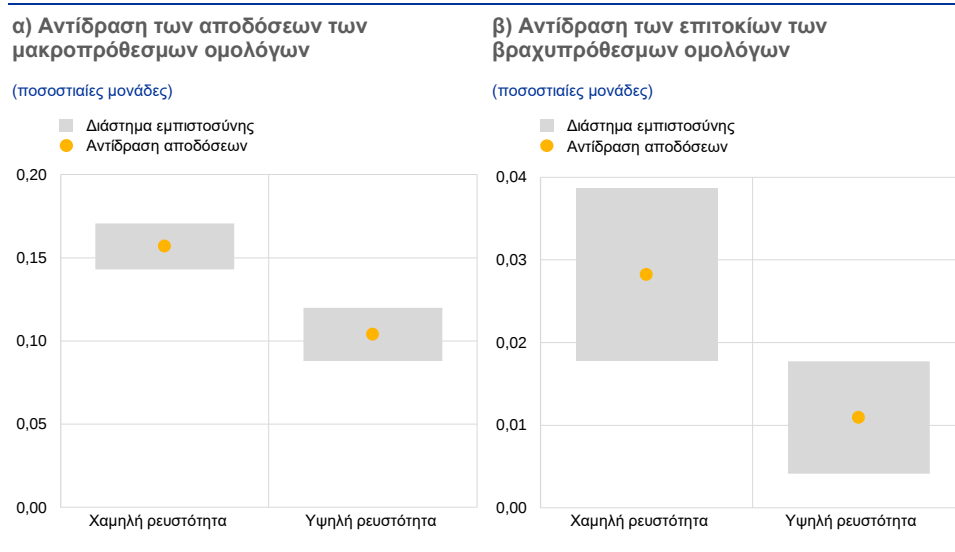
Διαπιστώνεται ότι η επίδραση μιας διαταραχής της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ στις αγορές ομολόγων σε άλλες προηγμένες οικονομίες είναι ελαφρώς μεγαλύτερη όταν οι συνθήκες ρευστότητας στις αγορές κρατικών τίτλων των ΗΠΑ είναι

⁹ Οι εκτιμήσεις υποδηλώνουν άνοδο κατά περίπου 12 μονάδες βάσης των αποδόσεων των διετών αμερικανικών κρατικών ομολόγων λόγω διαταραχής της νομισματικής πολιτικής όταν οι καθαρές ανοικτές θέσεις των μοχλευμένων κεφαλαίων είναι σημαντικές, σε σύγκριση με άνοδο κατά περίπου 9 μονάδες βάσης όταν οι εν λόγω ανοικτές θέσεις είναι σχετικά περιορισμένες.

δυσχερέστερες από ό,τι συνήθως (Διάγραμμα Δ, γραφήματα α και β).¹⁰ Το γεγονός αυτό μπορεί να σχετίζεται με τον σημαντικό ρόλο των αμερικανικών κρατικών τίτλων σε διάφορες συναλλακτικές στρατηγικές και ως ομολόγων αναφοράς για την τιμολόγηση άλλων ομολόγων (benchmark pricing), καθώς και με το ότι η επιδείνωση της ρευστότητας στις αγορές των ΗΠΑ ενδέχεται επίσης να σχετίζεται με τη μείωση της ρευστότητας στις παγκόσμιες αγορές.

Διάγραμμα Δ

Εκτιμώμενη αντίδραση των αποδόσεων των ομολόγων άλλων προηγμένων οικονομιών σε μια διαταραχή της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ ανάλογα με τις συνθήκες ρευστότητας στην αγορά κρατικών τίτλων των ΗΠΑ



Πηγές: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv και υπολογισμοί των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Οι κίτρινες κουκκίδες συμβολίζουν τη μέση εκτίμηση της αντίδρασης των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων (γράφημα α) και των επιτοκίων των βραχυπρόθεσμων ομολόγων (γράφημα β) των προηγμένων οικονομιών σε μια διαταραχή της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ. Η διαταραχή αντιστοιχεί σε μείωση κατά περίπου 10 μονάδες βάσης της απόδοσης του δεκαετούς αμερικανικού κρατικού ομολόγου σε διάστημα μιας εβδομάδας και εκτιμάται με βάση ένα υπόδειγμα BVAR ημερήσιας συχνότητας που εφαρμόζει έναν συνδυασμό περιορισμών ως προς το πρόσημο και τη σχετική ένταση. Οι άμεσες αντιδράσεις (impulse responses) παρουσιάζονται μετά από μία εβδομάδα και εκτιμώνται για την περίοδο 2010-23 από τοπικές προβολές που προβλέπουν εξάρτηση από τις συνθήκες (state dependence). Οι εκτιμήσεις των συντελεστών των τοπικών προβολών παρουσιάζονται ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά κρατικών τίτλων των ΗΠΑ. Οι συνθήκες ρευστότητας στην αγορά κρατικών τίτλων των ΗΠΑ ορίζονται με τη βοήθεια μιας προσεγγιστικής μεταβλητής που βασίζεται στα μέσα σφάλματα απόδοσης των αμερικανικών κρατικών ομολόγων από μια προσαρμοσμένη καμπύλη αμερικανικών κρατικών τίτλων. Πρόσθετοι έλεγχοι περιλαμβάνουν τον δείκτη μεταβλητότητας στην αγορά μετοχών VIX, τους δείκτες οικονομικών εκπλήξεων (Economic Surprise Index) της Citigroup για τις ΗΠΑ και το παγκόσμιο σύνολο, καθώς και υστερήσεις της εξαρτημένης μεταβλητής. Οι σκιασμένες περιοχές αναφέρονται σε διαστήματα εμπιστοσύνης 68% με βάση τα τυπικά σφάλματα κατά Newey-West. Πιο πρόσφατη παρατήρηση: Σεπτέμβριος 2023.

Συνολικά, η εμπειρική ανάλυση δείχνει ότι οι αντιδράσεις τόσο της εγχώριας όσο και των παγκόσμιων αγορών ομολόγων στη νομισματική πολιτική των ΗΠΑ ενδέχεται να είναι εντονότερες όταν επικρατούν ορισμένες συνθήκες στην αγορά αμερικανικών κρατικών τίτλων. Τα ευρήματα αυτά θα μπορούσαν να εξηγήσουν εν μέρει τις σχετικά μεγάλες αναπροσαρμογές στις αποδόσεις των αμερικανικών κρατικών ομολόγων που παρατηρήθηκαν το 2023, καθώς η φθίνουσα ρευστότητα της αγοράς κρατικών τίτλων ενδέχεται να είναι ένας από τους παράγοντες που συντελούν στην αυξημένη ευαισθησία των αποδόσεων. Τα

¹⁰ Μια διαταραχή της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ συνδέεται με αύξηση κατά περίπου 16 μονάδες βάσης στις αποδόσεις ξένων μακροπρόθεσμων ομολόγων και κατά περίπου 3 μονάδες βάσης στα επιτόκια των ξένων βραχυπρόθεσμων ομολόγων, όταν η ρευστότητα της αγοράς κρατικών τίτλων των ΗΠΑ είναι πιο περιορισμένη από ό,τι υπό κανονικές συνθήκες, έναντι περίπου 10 και 1 μονάδων βάσης αντίστοιχα υπό κανονικές συνθήκες ρευστότητας.

εμπειρικά αποτελέσματα καταδεικνύουν επίσης τη σύνδεση μεταξύ των συνθηκών στην αγορά κρατικών τίτλων των ΗΠΑ και της γενικότερης ευαισθησίας των αγορών ομολόγων στη νομισματική πολιτική.

Massimo Ferrari Minesso, Marie-Sophie Lappe και Denise Rößler

Η σχέση μεταξύ γεωπολιτικών εξελίξεων και τιμών του πετρελαίου δεν είναι σαφής. Ιστορικά, δεν υπάρχει σαφής σχέση μεταξύ των τιμών του πετρελαίου και των γεωπολιτικών γεγονότων, όπως αναδυόμενες εντάσεις μεταξύ χωρών ή τρομοκρατικές επιθέσεις. Για παράδειγμα, αμέσως μετά τις επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου 2001, οι τιμές του πετρελαίου τύπου Brent αυξήθηκαν κατά 5% (περίπου πενταπλάσια από τη μέση ημερήσια μεταβολή της τιμής πετρελαίου τύπου Brent μεταξύ 2000 και 2023). Ωστόσο, εντός των επόμενων 14 ημερών, η τιμή μειώθηκε κατά 25% περίπου, λόγω των ανησυχιών για την εξασθένηση της ζήτησης πετρελαίου. Όταν η Ρωσία εισέβαλε στην Ουκρανία τον Φεβρουάριο του 2022, οι τιμές του πετρελαίου τύπου Brent αυξήθηκαν κατά σχεδόν 30% τις δύο πρώτες εβδομάδες μετά την εισβολή. Ωστόσο, στη συνέχεια μειώθηκαν και πάλι, επανερχόμενες στα προ της εισβολής επίπεδα μετά από περίπου οκτώ εβδομάδες. Πιο πρόσφατα, οι τιμές του πετρελαίου τύπου Brent αυξήθηκαν κατά περίπου 4% μετά τις τρομοκρατικές επιθέσεις στο Ισραήλ στις 7 Οκτωβρίου 2023 και στη συνέχεια σταθεροποιήθηκαν.¹ Από μια πιο σφαιρική σκοπιά, το Διάγραμμα Α απεικονίζει τον δείκτη παγκόσμιου γεωπολιτικού κινδύνου (GPR index) των Caldara and Iacoviello (2022) σε αντιπαραβολή με τον λογάριθμο της τιμής του αργού πετρελαίου τύπου Brent.² Ο δείκτης καταρτίζεται με την εφαρμογή μεθόδων ανάλυσης κειμένου σε άρθρα εφημερίδων και την παρακολούθηση της ειδησεογραφικής κάλυψης γεγονότων που σχετίζονται με γεωπολιτικές εντάσεις παγκοσμίως.³ Οι μεγάλες εξάρσεις του δείκτη, οι οποίες αποτυπώνουν σημαντικά γεωπολιτικά γεγονότα, δεν συνδέονται συστηματικά με υψηλότερες ή πιο ευμετάβλητες τιμές πετρελαίου. Αντιθέτως, μετά από πολλά γεγονότα, οι τιμές του πετρελαίου παραμένουν χαμηλές επί αρκετούς μήνες.

¹ Μετά από ένα μήνα η τιμή του πετρελαίου τύπου Brent διαμορφώθηκε κάτω από το επίπεδο που παρατηρήθηκε την παραμονή των επιθέσεων, σε 79 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι.

² Caldara, D. and Iacoviello, M., “[Measuring Geopolitical Risk](#)”, *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 112, No 4, 2022, σελ. 1194-1225.

³ Ο δείκτης βασίζεται σε δέκα εφημερίδες (*Chicago Tribune, The Daily Telegraph, Financial Times, The Globe and Mail, The Guardian, Los Angeles Times, The New York Times, USA Today, The Wall Street Journal* και *The Washington Post*) και καταρτίζεται υπολογίζοντας τον αριθμό των άρθρων που σχετίζονται με δυσμενή γεωπολιτικά γεγονότα σε κάθε εφημερίδα για κάθε μήνα (ως ποσοστό του συνολικού αριθμού των ειδησεογραφικών άρθρων). Καταρτίζεται χωριστά για την παγκόσμια οικονομία και για 44 χώρες.

Διάγραμμα Α

Τιμές του πετρελαίου και γεωπολιτικός κίνδυνος από το 1990 και εξής

(αριστερή κλίμακα: δείκτης, δεξιά κλίμακα: λογάριθμος της τιμής αργού πετρελαίου τύπου Brent)



Πηγές: Haver, Caldara and Iacoviello (2022) και υπολογισμοί των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Οι πιο πρόσφατες παρατηρήσεις αφορούν τον Οκτώβριο του 2023. Οι αριθμημένες κορυφώσεις αφορούν τα ακόλουθα γεωπολιτικά γεγονότα: (1) Πόλεμος του Κόλπου, (2) τρομοκρατικές επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου 2001, (3) εισβολή στο Ιράκ, (4) τρομοκρατική επίθεση στο Λονδίνο, (5) Αραβική Άνοιξη και εμφύλιος πόλεμος στη Λιβύη, (6) τρομοκρατικές επιθέσεις στο Παρίσι, (7) επίθεση στην πρεσβεία των ΗΠΑ στο Ιράκ, (8) εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, (9) πόλεμος Ισραήλ-Χαμάς.

Οι γεωπολιτικές διαταραχές μπορούν να έχουν αντίκτυπο στις τιμές του πετρελαίου μέσω της μείωσης της οικονομικής δραστηριότητας ή της αύξησης των κινδύνων για τον εφοδιασμό με βασικά εμπορεύματα. Κατ' αρχήν, ο γεωπολιτικός κίνδυνος μπορεί να επηρεάσει τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων και του πετρελαίου μέσω δύο βασικών διαύλων. Πρώτον, οι υψηλότερες γεωπολιτικές εντάσεις λειτουργούν ως αρνητική διαταραχή της παγκόσμιας ζήτησης, επειδή αυξάνουν την αβεβαιότητα για τις οικονομικές προοπτικές, γεγονός που επηρεάζει αρνητικά την κατανάλωση και τις επενδύσεις και δυνητικά διαταράσσει το διεθνές εμπόριο. Συνδυαστικά, οι δυνάμεις αυτές οδηγούν σε συρρίκνωση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, επηρεάζοντας τελικά αρνητικά την παγκόσμια ζήτηση και τις τιμές του πετρελαίου. Αυτός είναι ο λεγόμενος δίαυλος οικονομικής δραστηριότητας. Δεύτερον, ο δίαυλος του κινδύνου αφορά τη δυνητική τιμολόγηση από πλευράς των χρηματοπιστωτικών αγορών υψηλότερων κινδύνων για τη μελλοντική προσφορά πετρελαίου πέραν αυτών που προκαλεί η τρέχουσα γεωπολιτική διαταραχή. Αυτό αυξάνει την αξία σε μετρητά της διακράτησης συμβολαίων πετρελαίου, που είναι γνωστή και ως απόδοση ευκολίας (convenience yield), και ασκεί ανοδικές πιέσεις στις τιμές του Brent.⁴ Αυτοί οι δύο δίαυλοι ωθούν τις αγορές πετρελαίου προς αντίθετες κατευθύνσεις και το ποιος δίαυλος τελικά επικρατεί αποτελεί ένα εμπειρικό ερώτημα. Πρόσθετο συνεπιδρώντα παράγοντα αποτελεί η τυχόν απόφαση των πετρελαιοπαραγωγών χωρών να προσαρμόσουν την παραγωγή πετρελαίου ώστε να σταθεροποιήσουν τις τιμές.

Κατά μέσο όρο, μια παγκόσμια γεωπολιτική διαταραχή ασκεί καθοδικές πιέσεις στην τιμή του πετρελαίου. Η αντίδραση των τιμών του πετρελαίου – όπως μετρούνται με βάση το πετρέλαιο τύπου Brent – στις παγκόσμιες γεωπολιτικές

⁴ Bł. Szymanowska, M., de Roon, F., Nijman, T. and van den Goorbergh, R., "An Anatomy of Commodity Futures Risk Premia", *Journal of Finance*, American Finance Association, Vol. 69, No 1, 2014, σελ. 453-482.

διαταραχές μπορεί να προσδιοριστεί με ένα υπόδειγμα VAR, το οποίο απομονώνει την αντίδραση των πετρελαιοπαραγωγών χωρών και εκτιμά την επίδρασή της στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και στο χρηματοπιστωτικό κύκλο.⁵ Το υπόδειγμα καλύπτει την περίοδο από τον Ιανουάριο του 2000 έως τον Οκτώβριο του 2023 και εκτιμάται με τη χρήση μπεϋζιανών μεθόδων (Bayesian methods).⁶ Στο Διάγραμμα Β καταγράφονται οι εκτιμώμενες αρχικές αντιδράσεις της τιμής του πετρελαίου τύπου Brent, καθώς και οι εκτιμώμενες αντιδράσεις μετά από τρεις μήνες, σε μια γεωπολιτική διαταραχή γεωπολιτικού κινδύνου κατά μία τυπική απόκλιση, η οποία αντιστοιχεί στο 1/10 περίπου της τιμής που υποθέτει ο δείκτης αμέσως μετά τις επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου 2001 (κίτρινη κουκκίδα στο διάγραμμα). Οι εκτιμώμενες ελαστικότητες υποδηλώνουν ότι απαιτείται χρόνος έως ότου οι παγκόσμιες γεωπολιτικές διαταραχές να επηρεάσουν τις τιμές του πετρελαίου τύπου Brent, οι οποίες αρχικά παραμένουν σταθερές (η ελαστικότητα δεν διαφοροποιείται σημαντικά από το μηδέν), προτού μειωθούν κατά περίπου 1,2% μετά από ένα τρίμηνο. Αυτό υποδηλώνει ότι ο δίαυλος της οικονομικής δραστηριότητας – ο αντίκτυπος της αυξημένης αβεβαιότητας στη ζήτηση – κυριαρχεί στην αντίδραση των αγορών πετρελαίου.⁷ Με άλλα λόγια, οι παγκόσμιες γεωπολιτικές διαταραχές συνήθως συνεπάγονται καθοδικούς κινδύνους για τις τιμές του πετρελαίου.

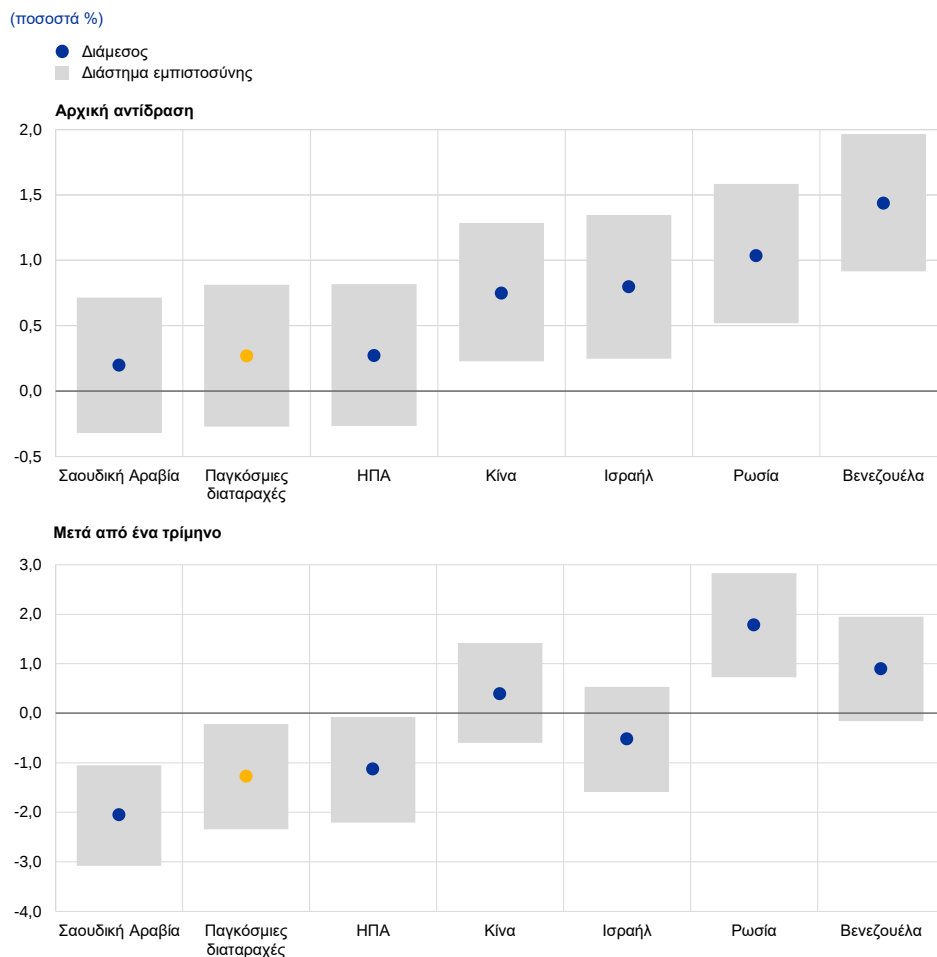
⁵ Οι διαταραχές ταυτοποιούνται μέσω της σειράς τοποθέτησης Cholesky, με πρώτο στη σειρά τον δείκτη GPR, όπως στους Caldara and Iacoviello, ό.π. Η σειρά υποδηλώνει ότι κάθε ταυτόχρονη συσχέτιση μεταξύ των οικονομικών μεταβλητών και του δείκτη GPR αντανάκλα την επίδραση των γεωπολιτικών εξελίξεων στις οικονομικές μεταβλητές και όχι το αντίστροφο. Οι Caldara and Iacoviello επιβεβαιώνουν εκτενώς αυτή την υπόθεση περί εξωγένειας.

⁶ Συγκεκριμένα, το υπόδειγμα VAR περιλαμβάνει 12 χρονικές υστερήσεις πέντε μηνιαίων μεταβλητών: του παγκόσμιου δείκτη GPR, της τιμής πετρελαίου τύπου Brent (λογάριθμος), της παγκόσμιας βιομηχανικής παραγωγής (λογάριθμος), του δείκτη τιμών μετοχών στις ΗΠΑ (λογάριθμος) και της απόδοσης του διετούς αμερικανικού ομολόγου για την αποτύπωση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού κύκλου. Το υπόδειγμα εκτιμάται με τη χρήση μπεϋζιανών μεθόδων (Bayesian methods) και τυπικών εκ των προτέρων (a priori) κατανομών πιθανοτήτων Μινεσότα (Minnesota priors). Τα αποτελέσματα παραμένουν ισχυρά ακόμη και στην περίπτωση που ληφθεί υπόψη η πανδημία του κορωνοϊού (COVID-19), όπως στους Lenza, M. and Primiceri, G.E., “How to estimate a vector autoregression after March 2020”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, No 4, 2022, σελ. 688-699. Το δείγμα καλύπτει την περίοδο από τον Ιανουάριο του 2000 έως τον Οκτώβριο του 2023.

⁷ Η παγκόσμια βιομηχανική παραγωγή συρρικνώνεται κατά περίπου 0,1% και οι τιμές των μετοχών κατά 0,5% στον ίδιο χρονικό ορίζοντα.

Διάγραμμα Β

Εκτιμώμενες αντιδράσεις των τιμών του πετρελαίου σε γεωπολιτικές διαταραχές που αφορούν συγκεκριμένες χώρες και σε παγκόσμιες γεωπολιτικές διαταραχές



Πηγές: Haver, Caldara and Iacoviello (2022) και υπολογισμοί των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Το διάγραμμα δείχνει την αντίδραση της τιμής του πετρελαίου τύπου Brent σε μια διαταραχή γεωπολιτικού κινδύνου κατά μία τυπική απόκλιση. Οι διαταραχές ταυτοποιούνται όπως στους Caldara and Iacoviello (2022), με εκτίμηση υποδειγμάτων VAR ανά χώρα, με σειρά τοποθέτησης Cholesky και με πρώτο στη σειρά τον δείκτη GPR. Κάθε VAR περιλαμβάνει ένα δείκτη GPR ανά χώρα, την παγκόσμια βιομηχανική παραγωγή, την τιμή του πετρελαίου τύπου Brent, τον εγχώριο χρηματιστηριακό δείκτη και την απόδοση του διετούς αμερικανικού ομολόγου. Όλες οι μεταβλητές εκτός του δείκτη GPR και της απόδοσης του διετούς αμερικανικού ομολόγου λαμβάνονται σε λογαριθμική μορφή. Το δείγμα καλύπτει την περίοδο από τον Ιανουάριο του 2000 έως τον Οκτώβριο του 2023. Οι χώρες αναγράφονται κατά αύξουσα σειρά μεγέθους της αρχικής αντίδρασης.

Ωστόσο, η επίδραση των γεωπολιτικών διαταραχών ποικίλλει από χώρα σε χώρα, ανάλογα με την προέλευση της εκάστοτε διαταραχής. Οι εντάσεις που προέρχονται από βασικές πετρελαιοπαραγωγούς χώρες ή από χώρες που διαδραματίζουν στρατηγικό ρόλο στη διανομή των προϊόντων πετρελαίου ενδέχεται να επηρεάσουν με διαφορετικό τρόπο τις αγορές πετρελαίου. Εάν οι χώρες που εμπλέκονται σε γεωπολιτικές εντάσεις αντιπροσωπεύουν μικρό μερίδιο της παγκόσμιας οικονομίας, είναι απίθανο να επηρεάσουν σημαντικά την παγκόσμια ανάπτυξη. Σ' αυτή την περίπτωση τείνει να αποδυναμώνεται ο διάυλος της οικονομικής δραστηριότητας στη μετάδοση των γεωπολιτικών διαταραχών. Εάν όμως οι εμπλεκόμενες χώρες αποτελούν βασικούς παραγωγούς στις παγκόσμιες αγορές πετρελαίου, οι κίνδυνοι για την προσφορά πετρελαίου θα μπορούσαν να ασκήσουν σημαντικές ανοδικές πιέσεις στις τιμές. Η υπόθεση αυτή μπορεί να ελεγχθεί με την εκτίμηση της αντίδρασης των τιμών του πετρελαίου τύπου Brent σε

γεωπολιτικές διαταραχές που δεν έχουν παγκόσμια εμβέλεια αλλά αφορούν συγκεκριμένες χώρες. Προς τον σκοπό αυτό, στο Διάγραμμα Β παρουσιάζονται επίσης οι εκτιμώμενες ελαστικότητες των τιμών του πετρελαίου σε γεωπολιτικές διαταραχές που προέρχονται από ορισμένες από τις μεγαλύτερες πετρελαιοπαραγωγούς χώρες (ΗΠΑ, Σαουδική Αραβία, Ρωσία και Κίνα), τη Βενεζουέλα (χώρα με τα μεγαλύτερα κοιτάσματα πετρελαίου) και το Ισραήλ (το οποίο δεν είναι πετρελαιοπαραγωγός χώρα αλλά βασικός παράγοντας στα πολιτικά πράγματα της Μέσης Ανατολής).⁸ Οι εκτιμήσεις υποδεικνύουν σημαντικές διαφοροποιήσεις στις αντιδράσεις ανά χώρα, από τις οποίες προκύπτει ότι δεν είναι όλες οι γεωπολιτικές διαταραχές ίδιες. Οι διαταραχές στις ΗΠΑ συμπεριφέρονται όπως και οι παγκόσμιες διαταραχές. Η αντίδραση είναι αρχικά ασήμαντη και μετά από ένα τρίμηνο γίνεται αρνητική, -1,1%. Αυτό δεν προκαλεί έκπληξη αν ληφθεί υπόψη ο σημαντικός ρόλος των Ηνωμένων Πολιτειών στην παγκόσμια οικονομία. Οι αντιδράσεις είναι διαφορετικές όταν εξετάζονται διαταραχές από άλλες πηγές. Οι διαταραχές στη Σαουδική Αραβία παραμένουν συσταλτικές, υποδηλώνοντας ότι οι γεωπολιτικές εξελίξεις σ' αυτή τη χώρα αντανakλούν τις παγκόσμιες τάσεις.⁹ Ωστόσο, οι γεωπολιτικές εντάσεις που συνδέονται με την Κίνα, το Ισραήλ, τη Ρωσία και τη Βενεζουέλα ασκούν ανοδικές πιέσεις στην τιμή του πετρελαίου τύπου Brent, η οποία αυξάνεται αμέσως κατά 0,8-1,5%.¹⁰ Για τις χώρες αυτές, ο δίαυλος του κινδύνου κυριαρχεί σαφώς: οι τιμές του πετρελαίου αυξάνονται επειδή οι συναλλασσόμενοι επί χρηματοοικονομικών προϊόντων αναμένουν διαταραχές του εφοδιασμού με πετρέλαιο στο μέλλον.

Οι πιέσεις επί των τιμών του πετρελαίου που προέρχονται από δυσμενείς γεωπολιτικές διαταραχές είναι γενικά βραχύβιες και οι ελαστικότητες γίνονται ασήμαντες μετά από ένα τρίμηνο για τις περισσότερες χώρες.¹¹ Οι πιέσεις στις τιμές λόγω γεωπολιτικών διαταραχών στις περισσότερες χώρες είναι βραχύβιες, καθώς εξαλείφονται οι ανησυχίες για τη μελλοντική προσφορά πετρελαίου.¹² Ωστόσο, οι επιδράσεις στις τιμές μπορεί να διαρκέσουν περισσότερο, ανάλογα με τη διάρκεια των γεωπολιτικών εντάσεων στο εξεταζόμενο δείγμα ή λόγω παραγόντων που αφορούν συγκεκριμένες χώρες. Συνολικά, τα εμπειρικά στοιχεία υποδηλώνουν ότι οι γεωπολιτικές διαταραχές μπορεί να έχουν διαφορετικές επιπτώσεις ανάλογα με τις εμπλεκόμενες χώρες. Η πρόσφατη αυξημένη γεωπολιτική αβεβαιότητα τονίζει την

⁸ Το Ιράν και το Ιράκ – δύο άλλες σημαντικές πετρελαιοπαραγωγείς χώρες – εξαιρούνται, επειδή δεν υπάρχουν διαθέσιμοι δείκτες για τις συγκεκριμένες χώρες. Αντίθετα, το Ισραήλ περιλαμβάνεται ως η πλησιέστερη από γεωπολιτική άποψη χώρα προς το Ιράν, καθώς οι εντάσεις στο Ισραήλ συχνά αφορούν και το Ιράν. Στην περίπτωση αυτή, οι ελαστικότητες καταρτίζονται υποκαθιστώντας τον παγκόσμιο δείκτη με έναν από τους δείκτες ανά χώρα. Το υπόδειγμα VAR περιλαμβάνει μεταβλητές για τις τοπικές και παγκόσμιες μακροοικονομικές εξελίξεις και χρησιμοποιεί το δείκτη ως εσωτερικό εργαλείο για τον εντοπισμό γεωπολιτικών διαταραχών που αφορούν συγκεκριμένες χώρες.

⁹ Ο παγκόσμιος δείκτης GPR και ο δείκτης GPR της Σαουδικής Αραβίας παρουσιάζουν έντονη συσχέτιση μεταξύ τους.

¹⁰ Τα αποτελέσματα για το Ισραήλ μπορεί να αποτυπώσουν τη δυνητική εμπλοκή του Ιράν – μίας σημαντικής πετρελαιοπαραγωγού χώρας – στις γεωπολιτικές εντάσεις.

¹¹ Όσον αφορά τη Ρωσία, οι γεωπολιτικές διαταραχές εξακολουθούν να επηρεάζουν τις αγορές πετρελαίου μετά από ένα τρίμηνο, καθώς οι τιμές παραμένουν κατά 2% υψηλότερες. Στην περίπτωση της εισβολής της Ρωσίας στην Ουκρανία το 2022, αυτό μπορεί να αντανakλά την επιβολή εμπάργκο στις εισαγωγές πετρελαίου από τη Ρωσία.

¹² Αυτό οφείλεται πιθανώς στο γεγονός ότι οι γεωπολιτικές εντάσεις είναι βραχύβιες ή στην υποκατάσταση της προσφοράς από άλλες πετρελαιοπαραγωγούς χώρες. Τα στοιχεία δεν φαίνεται να στηρίζουν την εναλλακτική εξήγηση ότι η παγκόσμια ζήτηση συρρικνώνεται μετά από περιφερειακές γεωπολιτικές διαταραχές σε αυτές τις οικονομίες, καθώς η αντίδραση του παγκόσμιου προϊόντος είναι συνήθως ασήμαντη στα υποδείγματα VAR ανά χώρα.

ανάγκη να προσδιοριστεί η φύση των γεωπολιτικών διαταραχών, προκειμένου να διαχωριστούν οι επιδράσεις τους στις τιμές του πετρελαίου και στον πληθωρισμό.

Δυνητικό προϊόν σε περιόδους πρόσκαιρων διαταραχών της προσφοράς

Guzmán González-Torres, José Emilio Gumiel και Béla Szörfi

Σύμφωνα με εκτιμήσεις μεγάλων διεθνών οργανισμών, το παραγωγικό κενό στη ζώνη του ευρώ παραμένει αρνητικό ή πολύ κοντά στο μηδέν τα τελευταία χρόνια, παρά την άνοδο του πυρήνα του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ.¹

Για λόγους πολιτικής που σχετίζονται με τη δημοσιονομική, χρηματοπιστωτική και εξωτερική ισορροπία, οι εκτιμήσεις του δυνητικού προϊόντος από διεθνείς οργανισμούς, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, υπολογίζονται με βάση την υπόθεση ότι ως επί το πλείστον το δυνητικό προϊόν παρουσιάζει διακυμάνσεις μόνο ως αντίδραση σε μεσοπρόθεσμες – δηλ. μόνιμες ή ιδιαίτερα επίμονες – διαρθρωτικές διαταραχές.² Η προσέγγιση αυτή συνέχισε να ακολουθείται κατά τη διάρκεια της πανδημίας και της συναφούς διαταραχής της προσφοράς, η οποία πολλοί υπέθεταν ότι θα ήταν παροδική, δεδομένης της αντιστροφής των περιοριστικών μέτρων και του υποστηρικτικού ρόλου των μακροοικονομικών πολιτικών.³

Ένα απλό υπόδειγμα συνολικής ζήτησης-συνολικής προσφοράς δείχνει πώς οι πρόσκαιρες διαταραχές προσφοράς, οι οποίες δεν μεταβάλλουν το δυνητικό προϊόν, δημιουργούν παραγωγικό κενό που συσχετίζεται αρνητικά με τον πληθωρισμό.⁴ Το υπόδειγμα προβλέπει ότι οι θετικές διαταραχές της συνολικής ζήτησης δημιουργούν θετικό παραγωγικό κενό, καθώς ωθούν προς τα πάνω τόσο το προϊόν όσο και τον πληθωρισμό (Διάγραμμα Α, γράφημα α). Ταυτόχρονα, πρόσκαιρες δυσμενείς διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς – δηλαδή διαταραχές προσφοράς που προκαλούν πληθωρισμό αλλά δεν μεταβάλλουν το δυνητικό προϊόν – ωθούν το προϊόν κάτω από το δυνητικό. Με άλλα λόγια, οι

¹ Βλ. “Autumn 2023 Economic Forecast: A modest recovery ahead after a challenging year”, European Commission, Brussels, Νοέμβριος 2023, “World Economic Outlook: Navigating Global Divergences”, IMF, Washington D.C., Οκτώβριος 2023, και “Economic Outlook: Restoring growth”, OECD, Paris, Νοέμβριος 2023.

² Βλ. Chalaux, T. and Guillemette, Y., “The OECD Potential Output Estimation Methodology”, *Economics Department Working Papers*, No 1563, OECD, Paris, 2019, Havik, K. et al., “The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps”, *Economic Papers*, 535, European Commission, Brussels, Νοέμβριος 2014, και De Resende, C., “IEO Evaluation Report”, *IMF Forecasts*, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, Washington D.C., Απρίλιος 2014, Chapter 5.

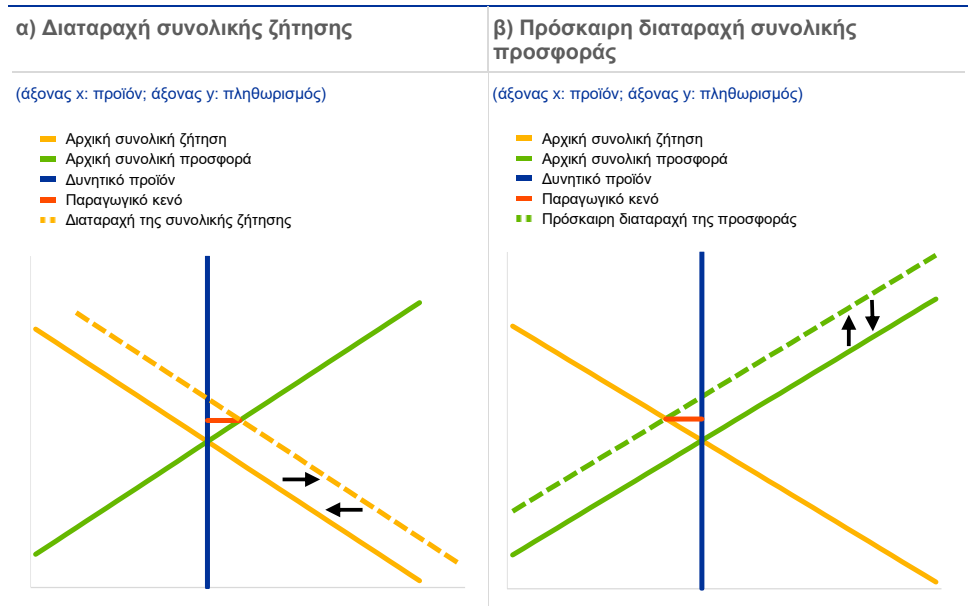
³ Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στο άρθρο με τίτλο “The impact of COVID-19 on potential output in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, Frankfurt am Main, 2020.

⁴ Η μακροοικονομική θεωρία περιλαμβάνει διάφορους ορισμούς του δυνητικού προϊόντος που διαφέρουν ως προς την ισορροπία που επιτυγχάνουν ανάμεσα αφενός στην αποτύπωση του σχετικά σταθερού μακροπρόθεσμου επιπέδου παραγωγής και αφετέρου στη σηματοδότηση πληθωριστικών πιέσεων όταν υπάρχουν πρόσκαιρες διαταραχές του παραγωγικού δυναμικού της οικονομίας. Βλ. για παράδειγμα Vetlov, I., Hlédik, T., Jonsson, M., Kucsera, H. and Pisani, M., “Potential Output in DSGE Models,” *Working Paper Series*, No 1351, ECB, Frankfurt am Main, 2011. Οι διεθνείς οργανισμοί κατά κανόνα μετρούν το δυνητικό προϊόν ως το υψηλότερο επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας που μπορεί να διατηρηθεί μακροπρόθεσμα. Κατά συνέπεια, αυτοί οι δείκτες του δυνητικού προϊόντος αντανakλούν μια μεσομακροπρόθεσμη εικόνα του προϊόντος, το οποίο παρουσιάζει σχετικά βραδείς ρυθμούς αύξησης με την πάροδο του χρόνου. Η διαφορά μεταξύ τρέχοντος προϊόντος και δυνητικού προϊόντος καλείται παραγωγικό κενό, το οποίο αντανakλά την κυκλική θέση της οικονομίας. Σε ομαλές περιόδους – δηλ. όταν οι διαταραχές της ζήτησης υπαγορεύουν τη φάση της οικονομίας – το παραγωγικό κενό θεωρείται ότι σηματοδοτεί βραχυπρόθεσμες πληθωριστικές πιέσεις.

διαταραχές αυτές προκαλούν αρνητικό παραγωγικό κενό (Διάγραμμα Α, γράφημα β). Μια ταυτόχρονη πτώση του προϊόντος και άνοδος του πληθωρισμού που δεν οδηγεί σε αρνητικό παραγωγικό κενό μπορεί να επιτευχθεί μόνο εάν το δυνητικό προϊόν μειώνεται τουλάχιστον όσο το προϊόν. Εάν το δυνητικό προϊόν δεν επηρεαστεί και εάν δεν υπάρξουν σημαντικές δευτερογενείς επιδράσεις από την αύξηση των μισθών, ο πληθωρισμός θα επανέλθει στο αρχικό επίπεδο. Στην πρώτη περίπτωση, το παραγωγικό κενό θα συγκλίνει προς το μηδέν από θετικό επίπεδο, ενώ στη δεύτερη θα επανέλθει στο μηδέν από αρνητικό επίπεδο.

Διάγραμμα Α

Απλό υπόδειγμα συνολικής ζήτησης-συνολικής προσφοράς



Πηγή: Εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Το διάγραμμα απεικονίζει το υπόδειγμα συνολικής προσφοράς-συνολικής ζήτησης,⁵ με το προϊόν στον άξονα x και τον πληθωρισμό στον άξονα y. Η καμπύλη της συνολικής προσφοράς αντιπροσωπεύει τον ρυθμό πληθωρισμού που θα προέκυπτε από τις τιμολογιακές αποφάσεις των επιχειρήσεων σε οποιοδήποτε δεδομένο επίπεδο παραγωγής βραχυπρόθεσμα. Η καμπύλη της συνολικής προσφοράς μετατοπίζεται προς τα πάνω (προς τα κάτω) αντιδρώντας σε μεταβολές στη διάρθρωση του κόστους των επιχειρήσεων – όπως αυξήσεις (μειώσεις) των τιμών των εισροών, μειώσεις (αυξήσεις) της διαθεσιμότητας εισροών και μειώσεις (αυξήσεις) της παραγωγικότητας – καθώς και αυξήσεις (μειώσεις) των προσδοκίων των επιχειρήσεων για τον πληθωρισμό. Η καμπύλη της συνολικής ζήτησης αντιπροσωπεύει την ποσότητα αγαθών και υπηρεσιών που ζητούν τα νοικοκυριά, οι επιχειρήσεις, το Δημόσιο και ο εξωτερικός τομέας βραχυπρόθεσμα, σε οποιοδήποτε δεδομένο επίπεδο πληθωρισμού. Η καμπύλη της συνολικής ζήτησης μετατοπίζεται προς τα έξω (προς τα μέσα) αντιδρώντας σε ποικίλες διαταραχές της ζήτησης, π.χ. αυξήσεις (μειώσεις) του εισοδήματος των νοικοκυριών, μειώσεις (αυξήσεις) του κόστους επενδύσεων, αυξήσεις (μειώσεις) των δημόσιων δαπανών ή υποτιμήσεις (ανατιμήσεις) της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Εφόσον οι απεικονιζόμενες διαταραχές θεωρούνται καθ' υπόθεσιν πρόσκαιρες, ωθούν τις αντίστοιχες καμπύλες να μετακινηθούν πρώτα προς τα έξω (προς τα πάνω) και στη συνέχεια να επανέλθουν στην αρχική τους θέση. Το παραγωγικό κενό μετρείται ως η οριζόντια απόσταση μεταξύ του επιπέδου ισορροπίας του προϊόντος και του δυνητικού προϊόντος. Καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου αναφοράς, διατυπώνεται η υπόθεση ότι το δυνητικό προϊόν παραμένει αμετάβλητο.

Διαρθρωτικά υποδείγματα, όπως το νέο υπόδειγμα για τη ζώνη του ευρώ (New Area-Wide Model – NAWM), μπορούν να καταδείξουν τις επιδράσεις των διαταραχών της προσφοράς στο δυνητικό προϊόν.⁶ Το NAWM χρησιμοποιείται για την ανάλυση σε προσδιοριστικούς παράγοντες του παραγωγικού κενού, όπως εκτιμάται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το οποίο επιβάλλεται ως παρατηρούμενη

⁵ Βλ. για παράδειγμα Robert, F., Bernanke, B., Antonovics, K. and Heffetz, O., "Principles of Economics", Eighth Edition, McGraw-Hill Education, New York, NY, 2022.

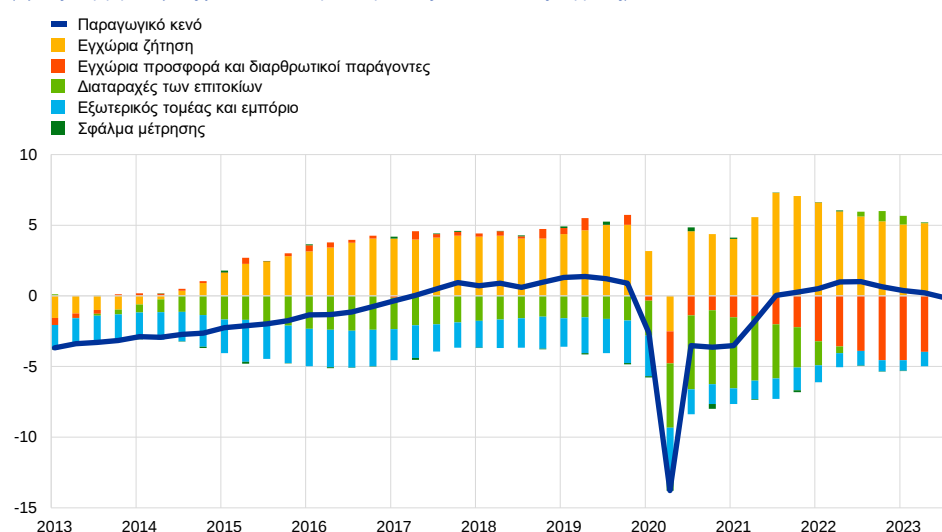
⁶ Το NAWM είναι ένα δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας, το οποίο χρησιμοποιείται στις προβολές της ΕΚΤ. Βλ. Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. and Warne, A., "The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector", Working Paper Series, No 2200, ECB, Frankfurt am Main, Νοέμβριος 2018.

μεταβλητή. Αυτό το αναλυτικό πλαίσιο επιτρέπει να ταυτοποιηθούν χωριστά οι προσδιοριστικοί παράγοντες από την πλευρά της προσφοράς και της ζήτησης αντίστοιχα (Διάγραμμα Β), μεταξύ άλλων παραγόντων. Η ανάλυση δείχνει πώς η θεώρηση του δυνητικού προϊόντος ως σχετικά ομαλού οδηγεί το υπόδειγμα να ταυτοποιήσει τις πρόσφατα παρατηρηθείσες διαταραχές της προσφοράς ως παράγοντες με μειωτική συμβολή στο παραγωγικό κενό. Υποδηλώνει επίσης ότι οι διαταραχές της προσφοράς διαδραμάτισαν περιορισμένο ρόλο την περίοδο πριν από την πανδημία, με τις διαταραχές της ζήτησης να κυριαρχούν. Συνολικά, η επικράτηση των διαταραχών της προσφοράς φαίνεται να αποτελεί εξαίρεση από όσα έχουν παρατηρηθεί ιστορικά.

Διάγραμμα Β

Ανάλυση του εκτιμώμενου από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή παραγωγικού κενού σε προσδιοριστικούς παράγοντες με χρήση του NAWM

(άξονας x: τρίμηνα; άξονας y: ποσοστό δυνητικού προϊόντος και ποσοστιαίες συμβολές)



Πηγές: Φθινοπωρινές οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το 2023 και υπολογισμοί των εμπειρογνομώνων της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δεν παρέχει τριμηνιαίες εκτιμήσεις για το παραγωγικό κενό. Ως εκ τούτου, γίνεται αναγωγή των ετήσιων εκτιμήσεων σε τριμηνιαία συχνότητα από τους εμπειρογνομόμενους της ΕΚΤ. Η κατηγορία "Εγχώρια προσφορά και διαρθρωτικοί παράγοντες" περιλαμβάνει τη συμβολή της αρχικής κατάστασης, τη διαταραχή του προεξοφλητικού επιτοκίου που υποθέτει το υπόδειγμα, τη μόνιμη τεχνολογική διαταραχή, τις πρόσκαιρες τεχνολογικές διαταραχές που επηρεάζουν συγκεκριμένες επενδύσεις, καθώς και τα περιθώρια προσαύξησης των μισθών (wage markups) και τα περιθώρια κέρδους (price markups). Η κατηγορία "Διαταραχές των επιτοκίων" αποτελείται από τη διαταραχή των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και τη διαταραχή της διαφοράς των επιτοκίων καταθέσεων λιανικής έναντι των επιτοκίων της αγοράς (markdown). Η "Εγχώρια ζήτηση" περιλαμβάνει τη διαταραχή του εγχώριου ασφαλιστικού κινδύνου και τη διαταραχή των δημόσιων δαπανών. Η κατηγορία "Εξωτερικός τομέας και εμπόριο" αποτυπώνει διαταραχές στην εξωτερική ζήτηση, τις τιμές του εξωτερικού, τα επιτόκια τριών και δέκα ετών των ΗΠΑ, τις τιμές εξαγωγών των ανταγωνιστών, τις τιμές του πετρελαίου, τη ζήτηση εισαγωγών, τις εξαγωγικές προτιμήσεις, τις διαταραχές των περιθωρίων κέρδους στις τιμές των εξαγωγών και των εισαγωγών, καθώς και μια διαταραχή του εξωτερικού ασφαλιστικού κινδύνου.

Η προσαρμογή των εκτιμήσεων του παραγωγικού κενού ως προς τις προαναφερθείσες διαταραχές της προσφοράς θα καθιστούσε τις εκτιμήσεις αυτές πιο θετικές για τα έτη 2021-2023, αλλά πιο ευμετάβλητη την εκτίμηση του δυνητικού προϊόντος. Αυτό θα ήταν άμεση συνέπεια της υπόθεσης ότι οι διαταραχές της προσφοράς που ταυτοποιήθηκαν από το NAWM ήταν μονιμότερου χαρακτήρα από ό,τι υποδηλωνόταν με βάση την παραπάνω ανάλυση σε προσδιοριστικούς παράγοντες και ως εκ τούτου απορροφήθηκαν κυρίως από το επίπεδο του δυνητικού προϊόντος και όχι από το παραγωγικό κενό (Διάγραμμα Γ, γράφημα α). Η εκτίμηση του δυνητικού προϊόντος που προκύπτει από αυτό το νοητικό πείραμα μειώνεται το 2020 και εκ νέου το 2022 λόγω πρόσκαιρων

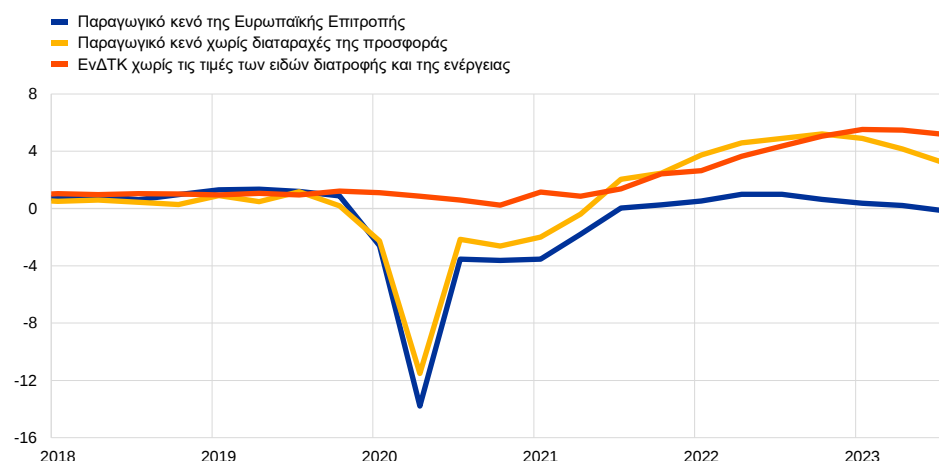
διαταραχών της προσφοράς, με σημαντική αύξηση της μεταβλητότητάς της (Διάγραμμα Γ, γράφημα β).

Διάγραμμα Γ

Συνυπολογισμός πρόσκαιρων διαταραχών της προσφοράς στην εκτίμηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το δυνητικό προϊόν

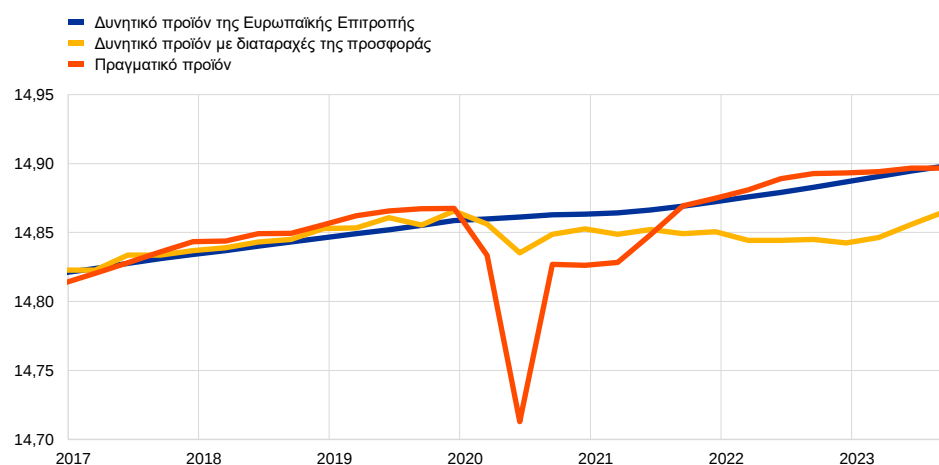
α) Εναλλακτικές εκτιμήσεις του παραγωγικού κενού και πληθωρισμός HICPX

(άξονας x: τρίμηνα, άξονας y: ποσοστό δυνητικού προϊόντος, ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



β) Εναλλακτικές εκτιμήσεις του δυνητικού προϊόντος και πραγματικό ΑΕΠ

(άξονας x: τρίμηνα, άξονας y: επίπεδα σε λογαριθμική μορφή)



Πηγές: Φθινοπωρινές οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το 2023 και υπολογισμοί των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Η σειρά "Παραγωγικό κενό χωρίς διαταραχές της προσφοράς" δείχνει το παραγωγικό κενό, όπως εκτιμάται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, αφού αφαιρεθούν οι διαταραχές της προσφοράς που ταυτοποιήθηκαν από το NAWM στο Διάγραμμα Β. Η σειρά "Δυνητικό προϊόν με διαταραχές της προσφοράς" δείχνει την έμμεση εκτίμηση του δυνητικού προϊόντος που προκύπτει από την προαναφερθείσα εκτίμηση του παραγωγικού κενού.

Οι βασιζόμενοι σε έρευνες δείκτες υποαπασχόλησης των πόρων στην οικονομία (slack) αποτυπώνουν τη χρησιμοποίηση του παραγωγικού δυναμικού ή τη σχετική ευρωστία της ζήτησης χωρίς να απαιτείται οικονομικό υπόδειγμα. Οι δείκτες αυτοί αποτελούν ένα εμπειρικό μέτρο του κατά πόσον οι πρόσκαιρες μεταβολές του παραγωγικού δυναμικού σε επίπεδο επιχείρησης επηρεάζουν το επίπεδο του δυνητικού προϊόντος που έχει σημασία για τον πληθωρισμό. Σύμφωνα με έρευνες που ζητούσαν από τις επιχειρήσεις να αναφέρουν τον βαθμό χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού τους, οι

επιχειρήσεις στους τομείς της μεταποίησης, των υπηρεσιών και των κατασκευών λειτουργούσαν με σχετικά υψηλό παραγωγικό δυναμικό κατά την έναρξη της πανδημίας, ενώ κατά τη διάρκεια της πανδημίας λειτουργούσαν με χαμηλότερο βαθμό χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού από ό,τι υποδηλώναν οι τυπικές εκτιμήσεις του παραγωγικού κενού.⁷ Ο βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού ανέκαμψε γρήγορα το 2021 και έφθασε σε ιστορικά υψηλά επίπεδα έως τις αρχές του 2022. Μειώθηκε σημαντικά στον τομέα της μεταποίησης την περίοδο 2022-2023 (αν και παρέμεινε πάνω από τον ιστορικό μέσο όρο), ενώ παρέμεινε ισχυρός στον τομέα των υπηρεσιών και των κατασκευών.

Οι δείκτες υποαπασχόλησης των πόρων που προκύπτουν από έρευνες σε επίπεδο επιχειρήσεων αντανακλούν καλύτερα τη δυναμική του πληθωρισμού των τελευταίων ετών, αλλά παρέχουν πιο ευμετάβλητους παράγοντες μεταβολής της τάσης του προϊόντος. Ο βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού παρουσιάζει αρκετά έντονη συμμεταβολή με τον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας, γεγονός που υποδηλώνει συνεχιζόμενες, αν και εν μέρει μειούμενες, ανοδικές πιέσεις στον πυρήνα του πληθωρισμού (Διάγραμμα Δ, γράφημα α). Μια οικονομετρική ανάλυση με τη χρήση μιας ανηγμένης μορφής της καμπύλης Phillips επιβεβαιώνει ότι ο βασιζόμενος σε στοιχεία ερευνών δείκτης υποαπασχόλησης των πόρων παράγει κάπως μικρότερα σφάλματα βραχυπρόθεσμων προβλέψεων για τον πληθωρισμό κατά την πρόσφατη περίοδο υψηλού πληθωρισμού. Ωστόσο, οι δείκτες υποαπασχόλησης των πόρων που βασίζονται σε έρευνες σε επίπεδο επιχειρήσεων παράγουν ακόμη πιο ευμετάβλητες τάσεις του προϊόντος κατά τη διάρκεια της πανδημίας από ό,τι ο δείκτης υποαπασχόλησης των πόρων που κατασκευάστηκε με τη χρήση του NAWM (Διάγραμμα Δ, γράφημα β). Συνεπώς, οι δείκτες αυτοί ενδέχεται να μην είναι κατάλληλοι για την παροχή εκτιμήσεων σχετικά με το μεσοπρόθεσμο δυναμικό προϊόν.

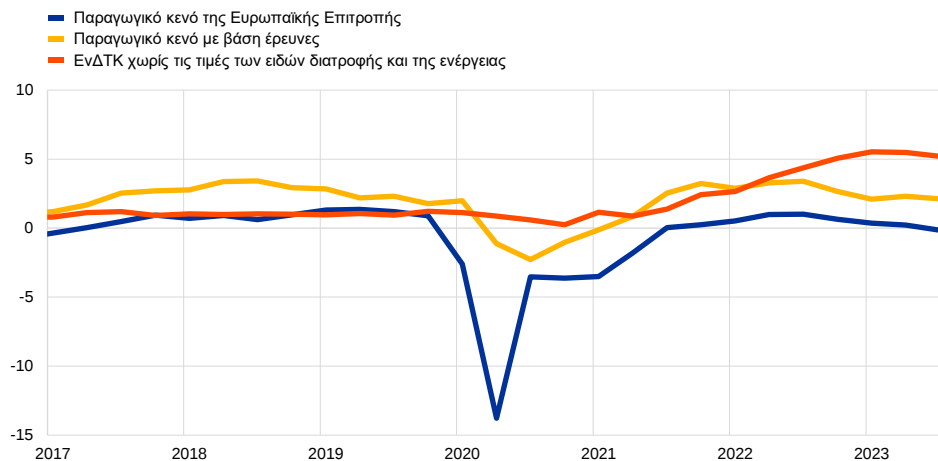
⁷ Οι έρευνες επιχειρήσεων τις οποίες διεξάγει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή μετρούν τον μέσο βαθμό χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού για τις επιχειρήσεις, καθώς και τους κύριους οικονομικούς παράγοντες που περιορίζουν την παραγωγή: ζήτηση, εργασία, άλλες εισροές (πρώτες ύλες και ενδιάμεσα αγαθά, εξοπλισμός και χώρος), χρηματοοικονομικοί περιορισμοί, καιρικές συνθήκες, άλλοι παράγοντες ή κανένας από τους προαναφερθέντες παράγοντες. Ενώ ο βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού είναι διαθέσιμος μόνο για τη μεταποίηση και τις υπηρεσίες από το 2011, οι σειρές για ορισμένους από τους περιοριστικούς παράγοντες είναι διαθέσιμες για τους δύο αυτούς τομείς καθώς και για τις κατασκευές από το 2003 και εξής. Από αυτούς τους παράγοντες, η ζήτηση ως περιοριστικός παράγοντας της παραγωγής έχει υψηλή συσχέτιση με τον βαθμό χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού. Ως εκ τούτου, η τελευταία χρησιμοποιείται ως προσεγγιστική μεταβλητή για τη μέτρηση της υποαπασχόλησης των πόρων.

Διάγραμμα Δ

Σύγκριση μεταξύ ενός δείκτη υποαπασχόλησης των πόρων που βασίζεται σε στοιχεία ερευνών και της εκτίμησης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το παραγωγικό κενό

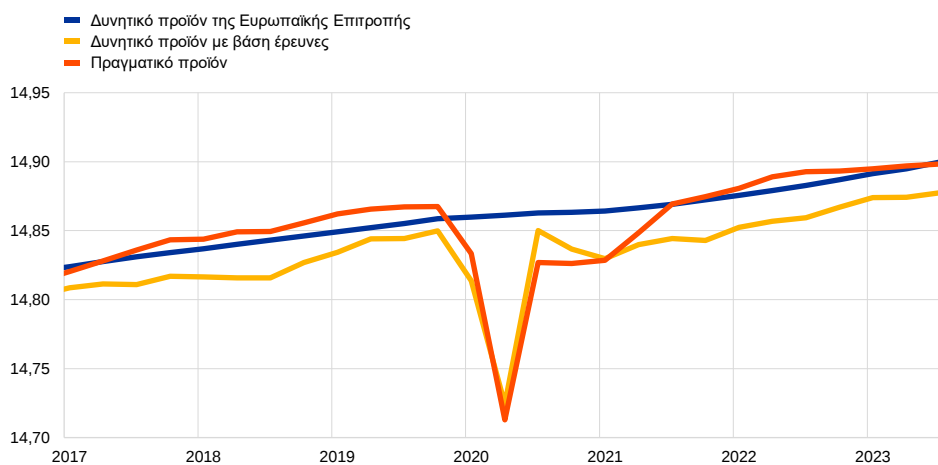
α) Εναλλακτικοί δείκτες μέτρησης του παραγωγικού κενού και πληθωρισμός HICPX

(άξονας x: τρίμηνα, άξονας y: ποσοστό δυνητικού προϊόντος, ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



β) Εναλλακτικοί δείκτες μέτρησης του δυνητικού προϊόντος και πραγματικό ΑΕΠ

(άξονας x: τρίμηνα, άξονας y: επίπεδα σε λογαριθμική μορφή)



Πηγές: Φθινοπωρινές οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το 2023, υπολογισμοί εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ και έρευνες επιχειρήσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Συμπερασματικά, εναλλακτικές εκτιμήσεις του δυνητικού προϊόντος και του παραγωγικού κενού μπορούν σε ορισμένες περιπτώσεις να συμπληρώσουν τις μεσοπρόθεσμες εκτιμήσεις μεγάλων διεθνών οργανισμών. Οι προτεινόμενοι συμπληρωματικοί δείκτες υποαπασχόλησης των πόρων φαίνεται να παρέχουν καλύτερες βραχυπρόθεσμες προβλέψεις για τον πληθωρισμό σε περιόδους πρόσκαιρων διαταραχών της προσφοράς από ό,τι μια εκτίμηση του παραγωγικού κενού που βασίζεται στην υπόθεση ότι το δυνητικό προϊόν είναι σχετικά ομαλό. Ωστόσο, οι εκτιμήσεις που βασίζονται στην υποαπασχόληση των πόρων θα πρέπει να ερμηνεύονται με επιφύλαξη ως δείκτες της φάσης του οικονομικού κύκλου, καθώς οι προκύπτουσες εκτιμήσεις του δυνητικού προϊόντος είναι πιο ευμετάβλητες,

παρέχοντας ενδεχομένως λιγότερες πληροφορίες σχετικά με τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης της οικονομίας.

Η νομισματική πολιτική και η πρόσφατη επιβράδυνση στον τομέα της μεταποίησης και των υπηρεσιών

Niccolò Battistini και Johannes Gareis

Η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ επιβραδύνθηκε τόσο στον τομέα της μεταποίησης όσο και στον τομέα των υπηρεσιών.¹ Από το τέλος του 2021 η οικονομική δραστηριότητα, μετρούμενη σε όρους πραγματικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας, αυξάνεται με σημαντικά ταχύτερο ρυθμό στον τομέα των υπηρεσιών της αγοράς – δηλ. τις υπηρεσίες εκτός της δημόσιας διοίκησης, της εκπαίδευσης, της υγείας και των κοινωνικών υπηρεσιών – από ό,τι στον τομέα της μεταποίησης (Διάγραμμα Α). Αυτό αντανακλά αφενός τη σχετικά υψηλή ζήτηση υπηρεσιών εντάσεως επαφής, η οποία στηρίχθηκε από την επανεκκίνηση της οικονομίας μετά την πανδημία, και αφετέρου την ασθενή ζήτηση αγαθών, τα προβλήματα στις παγκόσμιες αλυσίδες εφοδιασμού και, αργότερα, τις δυσμενέστερες συνθήκες χρηματοδότησης που προκάλεσαν οι παρεμβάσεις νομισματικής πολιτικής για την αντιμετώπιση της ραγδαίας και έντονης ανόδου του πληθωρισμού.² Ωστόσο, η δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών, η οποία κατά κανόνα ακολουθεί τη μεταποιητική δραστηριότητα στον οικονομικό κύκλο, επίσης εξασθένησε πρόσφατα.³ Το παρόν πλαίσιο εξετάζει τις ιδιότητες της μεταποιητικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ ως προπορευόμενου δείκτη για τις υπηρεσίες της αγοράς, με έμφαση στον ρόλο της νομισματικής πολιτικής.

¹ Ο δείκτης της μεταποιητικής δραστηριότητας αφορά το σύνολο της ζώνης του ευρώ εκτός της Ιρλανδίας, λόγω της σημαντικής μεταβλητότητας των προϊόντων διανοητικής ιδιοκτησίας στην εν λόγω χώρα. Βλ. το πλαίσιο με τίτλο “[Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

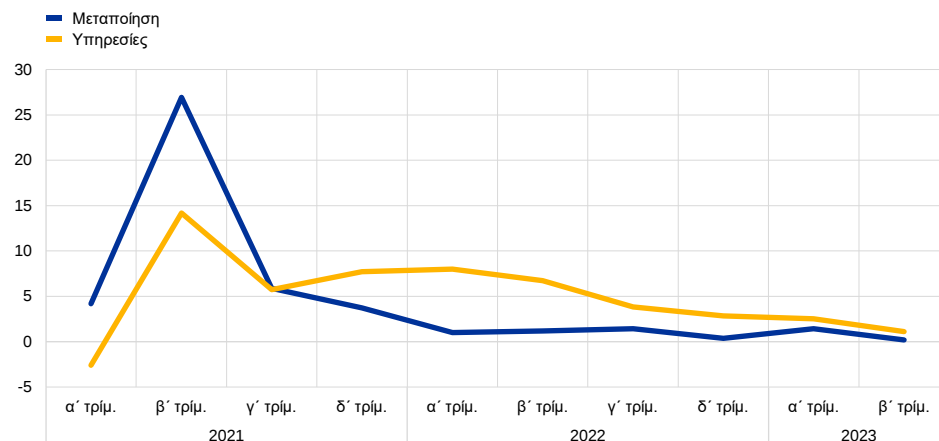
² Βλ. το πλαίσιο με τίτλο “[Οι επιδράσεις από την επανεκκίνηση της οικονομίας σε επιμέρους χώρες και τομείς](#)”, *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 6, ΕΚΤ, 2023, το πλαίσιο με τίτλο “[Η επίδραση των υψηλότερων τιμών της ενέργειας στην κατανάλωση υπηρεσιών και αγαθών στη ζώνη του ευρώ](#)”, *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 8, ΕΚΤ, 2022, καθώς και το άρθρο με τίτλο “[The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2023.

³ Για μια ανάλυση βάσει στοιχείων ερευνών βλ. το πλαίσιο με τίτλο “[The drivers of recent developments in business activity expectations across sectors](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2023.

Διάγραμμα Α

Δραστηριότητα στον τομέα της μεταποίησης και των υπηρεσιών στη ζώνη του ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Η μεταποίηση αναφέρεται στην πραγματική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία στον κλάδο δραστηριότητας C σύμφωνα με την ταξινόμηση NACE Rev. 2, πλην της Ιρλανδίας. Οι υπηρεσίες αναφέρονται στην πραγματική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία στους κλάδους δραστηριότητας G έως N και R έως U σύμφωνα με την ταξινόμηση NACE Rev. 2 (υπηρεσίες της αγοράς).

Μια ανάλυση σχέσης προπόρευσης-υστέρησης (lead-lag) δείχνει ότι η μεταποιητική δραστηριότητα προπορεύεται της δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών στον οικονομικό κύκλο. Η ανάλυση εκτιμά τους συντελεστές

συσχέτισης με διάφορα διαστήματα προπόρευσης και υστέρησης της δραστηριότητας στη μεταποίηση και στις υπηρεσίες από το α' τρίμηνο του 1999 έως το β' τρίμηνο του 2023, τόσο για το σύνολο της περιόδου όσο και για κυλιόμενα χρονικά διαστήματα πέντε ετών. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η μεταποίηση φαίνεται να προπορεύεται των υπηρεσιών, αν και πρόσφατα σε ελαφρώς μικρότερο βαθμό, ενώ δεν μπορεί να διαπιστωθεί σαφής χρονική σχέση προς την αντίθετη κατεύθυνση (Διάγραμμα Β). Τα αποτελέσματα αυτά ισχύουν σε διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες και επιβεβαιώνονται από ελέγχους αιτιότητας κατά Granger, που υποδηλώνουν ότι η μεταποιητική δραστηριότητα προβλέπει τη δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών καλύτερα από ό,τι το αντίστροφο. Αυτή η ιδιότητα της μεταποίησης μπορεί να αιτιολογείται από ορισμένα χαρακτηριστικά των αγαθών σε σύγκριση με τις υπηρεσίες, όπως η μεγαλύτερη εξάρτησή τους από την εξωτερική ζήτηση μέσω των διαύλων του εμπορίου και της ανταγωνιστικότητας, το μεγαλύτερο μήκος των αλυσίδων εφοδιασμού και το υψηλότερο κεφάλαιο κίνησης που απαιτείται για την παραγωγή τους, καθώς και η μεγαλύτερη διάρκεια ζωής τους. Επιπλέον, οι διασυνδέσεις εισροών-εκροών μεταξύ των δύο κλάδων τείνουν να επιφέρουν δευτερογενείς επιδράσεις οι οποίες, κατά μέσο όρο, έχουν κατεύθυνση κυρίως από τη μεταποίηση προς τις υπηρεσίες.⁴ Αυτά τα χαρακτηριστικά συνεπάγονται ότι η μεταποιητική δραστηριότητα συνήθως αντιδρά εντονότερα και ταχύτερα σε

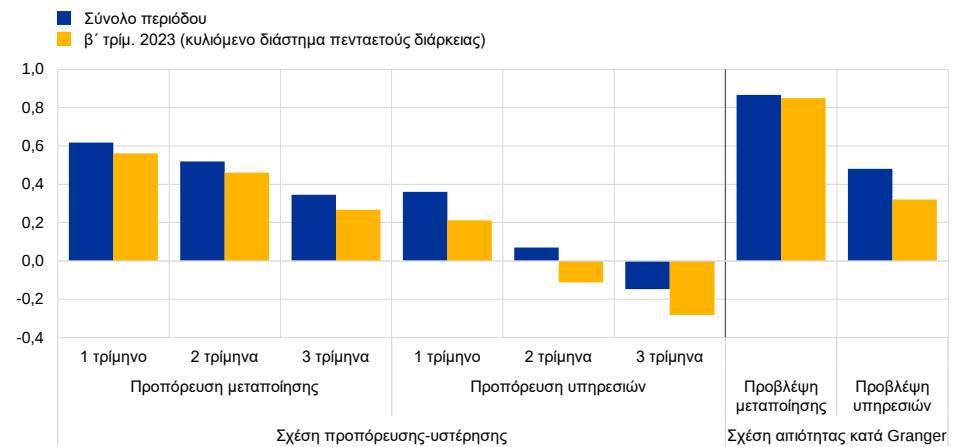
⁴ Εντός του τομέα των υπηρεσιών, αυτές οι δευτερογενείς επιδράσεις επηρεάζουν ιδιαίτερα τις επιχειρηματικές υπηρεσίες. Βλ. π.χ. το πλαίσιο με τίτλο "[Developments in the services sector and its relationship with manufacturing](#)", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2019. Ωστόσο, οι επιδράσεις μπορεί να λειτουργούν και προς την αντίθετη κατεύθυνση, δηλ. από τις υπηρεσίες προς τη μεταποίηση, σε ένα περιβάλλον μεγάλων διαταραχών που αφορούν ειδικά τον τομέα των υπηρεσιών, όπως οι περιορισμοί στις μετακινήσεις και η επανεκκίνηση της οικονομίας που παρατηρείται από την έναρξη της πανδημίας.

ορισμένες οικονομικές διαταραχές, όπως οι μεταβολές των επιτοκίων.⁵ Συνολικά, τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι η δυναμική της μεταποίησης περιέχει πληροφορίες για τη βραχυπρόθεσμη δυναμική των υπηρεσιών και συνεπώς για την υπόλοιπη οικονομία. Ωστόσο, στην παρούσα συγκυρία, αυτό μπορεί να μην είναι ακόμη πλήρως εμφανές, λόγω των επιδράσεων από την επανεκκίνηση της οικονομίας, οι οποίες στήριξαν τη δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών.⁶

Διάγραμμα Β

Σχέση προπόρευσης μεταξύ μεταποιητικής δραστηριότητας και δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών

(σχέση προπόρευσης-υστέρησης: συντελεστής συσχέτισης, Σχέση αιτιότητας κατά Granger: 1 μείον την τιμή σημαντικότητας (p value))



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Οι έλεγχοι αιτιότητας κατά Granger βασίζονται σε διανυσματικά αυτοπαλίνδρομα υποδείγματα με τρεις μεταβλητές: την πραγματική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία στη μεταποίηση, τις υπηρεσίες και την υπόλοιπη οικονομία, οι οποίες εκτιμώνται μεταξύ α' τριμήνου του 1999 και β' τριμήνου του 2023. Ο δείκτης 1 μείον την τιμή σημαντικότητας (p value) αφορά την πιθανότητα απόρριψης της μηδενικής υπόθεσης αιτιότητας κατά Granger.

Ένα εμπειρικό υπόδειγμα επιβεβαιώνει ότι οι διαταραχές νομισματικής πολιτικής έχουν μεγαλύτερο αντίκτυπο στη μεταποίηση από ό,τι στις υπηρεσίες. Ένα διαρθρωτικό διανυσματικό αυτοπαλίνδρομο υπόδειγμα κατά Bayes (BSVAR) περιλαμβάνει πραγματικές αιφνίδιες αλλαγές της νομισματικής πολιτικής, όπως αντανακλώνται στις μεταβολές των επιτοκίων μηδενικού κινδύνου ενός έτους για συμφωνίες ανταλλαγής επί του δείκτη μίας ημέρας (OIS) σε ημερομηνίες πέριξ των ανακοινώσεων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, με σκοπό τον προσδιορισμό των διαταραχών νομισματικής πολιτικής (δηλ. των απροσδόκητων μεταβολών των επιτοκίων). Περιλαμβάνει επίσης την απόδοση των κρατικών ομολόγων, την οικονομική δραστηριότητα στη μεταποίηση, τις υπηρεσίες και την υπόλοιπη

⁵ Βλ. π.χ. Dedola, L. and Lippi, F., "The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries", *European Economic Review*, Vol. 49, No 6, 2005, σελ. 1543-1569, Peersman, G. and Smets, F., "The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area", *The Economic Journal*, Vol. 115, No 503, 2005, σελ. 319-342, και Hahn, E., "The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area", *Working Paper Series*, No 796, ECB, 2007.

⁶ Βλ. το πλαίσιο με τίτλο "Οι επιδράσεις από την επανεκκίνηση της οικονομίας σε επιμέρους χώρες και τομείς", *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 6, 2023.

οικονομία, καθώς και άλλες εγχώριες και ξένες μεταβλητές.⁷ Το υπόδειγμα υποθέτει ότι οι διαταραχές νομισματικής πολιτικής οδηγούν άμεσα σε αύξηση της μεταβλητότητας των επιτοκίων OIS και της απόδοσης των κρατικών ομολόγων και σε μείωση της οικονομικής δραστηριότητας το επόμενο έτος. Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι διαταραχές νομισματικής πολιτικής επιδρούν στον τομέα της μεταποίησης με σχεδόν διπλάσια ένταση και κατά περίπου δύο τρίμηνα ταχύτερα από ό,τι στις υπηρεσίες, συμπίεσμα που σε γενικές γραμμές συνάδει με πρόσφατα ευρήματα από διάφορα εμπειρικά εργαλεία (Διάγραμμα Γ).⁸ Η εντονότερη και ταχύτερη αντίδραση της μεταποίησης σε απροσδόκητες μεταβολές των επιτοκίων εξηγεί την ιδιότητά της να προπορεύεται στον οικονομικό κύκλο και υποδηλώνει ότι η υιοθέτηση πιο περιοριστικής νομισματικής πολιτικής μπορεί, μεταξύ άλλων παραγόντων, να διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην ταχύτητα επιβράδυνσης της δραστηριότητας στον τομέα της μεταποίησης και των υπηρεσιών.

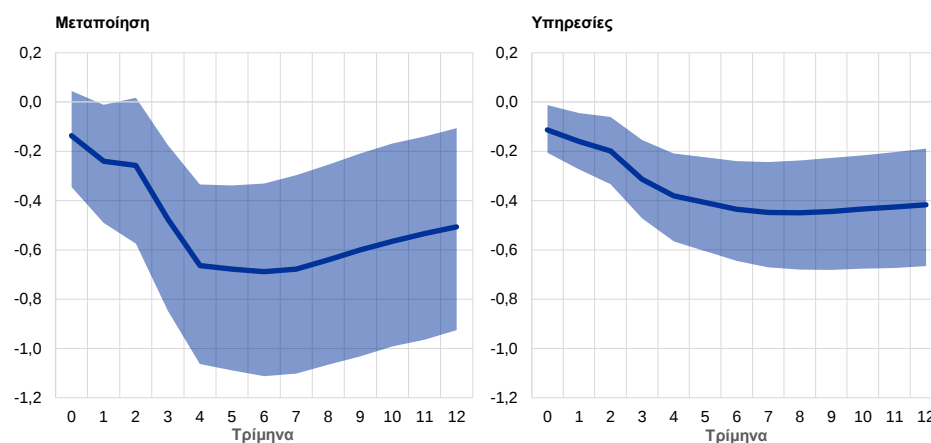
⁷ Το υπόδειγμα BSVAR χρησιμοποιεί στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ από το α' τρίμηνο του 1999 έως το β' τρίμηνο του 2023. Εκτός από τις πραγματικές αιφνιδιαστικές αλλαγές νομισματικής πολιτικής, την απόδοση μονοετών κρατικών ομολόγων και τις μεταβλητές της πραγματικής δραστηριότητας, περιλαμβάνει επίσης τον αποπληθωριστή της ιδιωτικής κατανάλωσης, τη σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία, την εξωτερική ζήτηση και τον δείκτη Global Supply Chain Pressure της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης. Το υπόδειγμα λαμβάνει υπόψη την έντονη μεταβλητότητα των μακροοικονομικών δεδομένων το 2020 χρησιμοποιώντας μια προσαρμογή για την ετεροσκεδαστικότητα λόγω πανδημίας. Βλ. Lenza, M. and Primiceri, G., "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, Issue 4, Ιούνιος/Ιούλιος 2022, σελ. 688-699. Οι πραγματικές αιφνιδιαστικές αλλαγές νομισματικής πολιτικής ταυτοποιούνται με προσημικούς περιορισμούς με βάση τις μεταβολές των επιτοκίων OIS ενός έτους και τις τιμές των μετοχών σε ημερομηνίες γύρω από ανακοινώσεις μεταβολών της νομισματικής πολιτικής, που λαμβάνονται από τη βάση δεδομένων για τη νομισματική πολιτική της ζώνης του ευρώ. Διατυπώνεται η υπόθεση ότι μια αιφνιδιαστική αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής αυξάνει τα επιτόκια OIS και μειώνει τις τιμές των μετοχών εντός μικρής χρονικής απόστασης από την ανακοίνωση νομισματικής πολιτικής, ενώ το αντίθετο ισχύει σε αιφνιδιαστική χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Στη συνέχεια, οι αιφνιδιαστικές αυτές αλλαγές αθροίζονται για το αντίστοιχο τρίμηνο έτσι ώστε να προκύψει η ίδια τριμηνιαία βάση όπως για τις μεταβλητές της πραγματικής δραστηριότητας. Βλ. Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R., Motto, R. and Ragusa, G., "Measuring euro area monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 108, Δεκέμβριος 2019, σελ. 162-179, και Jarociński, M. and Karadi, P., "Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 12, No 2, Απρίλιος 2020, σελ. 1-43.

⁸ Τα αποτελέσματα αυτά συμφωνούν ποιοτικά και ποσοτικά με προηγούμενες μελέτες που δείχνουν μεγαλύτερη επίδραση της νομισματικής πολιτικής στη μεταποίηση και ελαφρώς πιο επίμονη επίδραση στις υπηρεσίες. Βλ. Hauptmeier, S., Holm-Hadulla, F. and Nikalexi, K., "Monetary policy and regional inequality", *Working Paper Series*, No 2385, ECB, 2020. Βλ. επίσης το πλαίσιο με τίτλο "Industry structure and the real effects of monetary policy", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2023.

Διάγραμμα Γ

Μέση επίδραση μιας συστατικής διαταραχής της νομισματικής πολιτικής στη δραστηριότητα του τομέα της μεταποίησης και των υπηρεσιών

(ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Eurostat, Eurosystem, Altavilla et al., ό.π., και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Το διάγραμμα δείχνει τις εκτιμώμενες με βάση το BSVAR συναρτήσεις άμεσης αντίδρασης (impulse response functions) της δραστηριότητας της μεταποίησης και των υπηρεσιών σε μια συστατική διαταραχή της νομισματικής πολιτικής κατά μία τυπική απόκλιση. Οι συμπαγείς γραμμές αντιπροσωπεύουν τις διάμεσες αντιδράσεις και οι σκιασμένες περιοχές τα περιθώρια στατιστικής σημαντικότητας 68% (οι αντιδράσεις είναι επίσης σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 90%). Οι διαταραχές νομισματικής πολιτικής ταυτοποιούνται με την εφαρμογή προσημικών περιορισμών με βάση πραγματικές αιφνιδιαστικές αλλαγές της νομισματικής πολιτικής, όπως αντανακλώνται στις μεταβολές των επιτοκίων OIS ενός έτους σε ημερομηνίες περί τις ανακοινώσεις νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ ως βοηθητικές μεταβλητές. Το υπόδειγμα υποθέτει ότι οι διαταραχές νομισματικής πολιτικής οδηγούν άμεσα σε αύξηση της μεταβλητότητας των επιτοκίων OIS και της απόδοσης των κρατικών ομολόγων και σε μείωση της οικονομικής δραστηριότητας το επόμενο έτος και ότι όλες οι υπόλοιπες διαταραχές που περιλαμβάνονται στο υπόδειγμα έχουν μικρότερη απόλυτη επίδραση στις μεταβολές των επιτοκίων OIS από ό,τι οι διαταραχές νομισματικής πολιτικής.

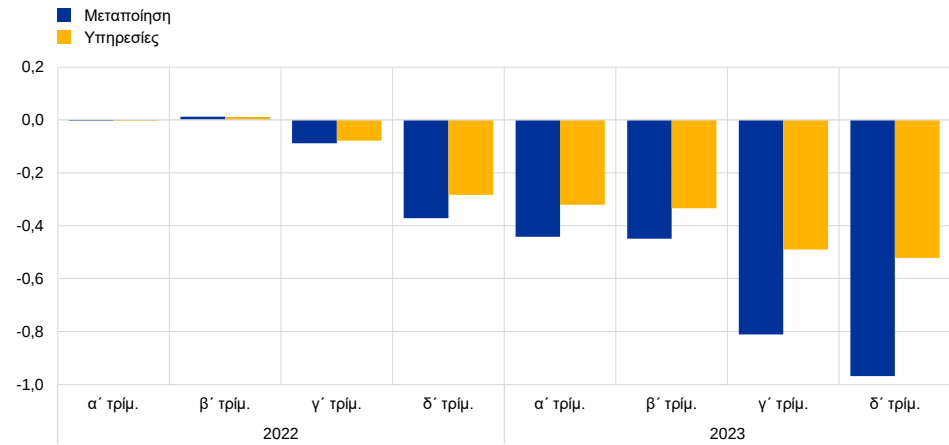
Η πρόσφατη αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής επηρέασε ολοένα περισσότερο την οικονομική δραστηριότητα στη διάρκεια του 2023. Σύμφωνα με το υπόδειγμα, η αυστηροποίηση που προκάλεσαν οι διαταραχές νομισματικής πολιτικής άρχισε να επηρεάζει την οικονομική δραστηριότητα ήδη από το γ' τρίμηνο του 2022, όταν η ΕΚΤ αύξησε για πρώτη φορά τα επιτόκια, μερικά τρίμηνα μετά την πρώτη ανακοίνωση για εξομάλυνση της νομισματικής πολιτικής στο τέλος του 2021 (Διάγραμμα Δ). Καθώς η αύξηση των επιτοκίων συνεχίστηκε και η επίδραση προηγούμενων διαταραχών συσσωρεύθηκε με την πάροδο του χρόνου, οι αρνητικές συνέπειες της νομισματικής συστολής εντάθηκαν το πρώτο εξάμηνο του 2023, επηρεάζοντας τη μεταποίηση με ταχύτερο ρυθμό και σε μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι τον τομέα των υπηρεσιών. Σύμφωνα με το υπόδειγμα, οι επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής ενδέχεται επίσης να εντάθηκαν περαιτέρω το δεύτερο εξάμηνο του 2023, καθώς συνέχισαν να μεταδίδονται στην οικονομία, εν μέρει λόγω της σημαντικής χρονικής υστέρησης της αντίδρασης του τομέα των υπηρεσιών. Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι τα αποτελέσματα αυτά αποτυπώνουν μόνο την επίδραση των διαταραχών νομισματικής πολιτικής και όχι την ευρύτερη αύξηση των επιτοκίων ως συστηματική αντίδραση της νομισματικής πολιτικής στην άνοδο του πληθωρισμού, η οποία θα συνεπαγόταν μεγαλύτερη επίδραση της πρόσφατης αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής στην οικονομική δραστηριότητα, πέρα

από την επίδραση των διαταραχών νομισματικής πολιτικής που ταυτοποιήθηκαν στην παρούσα ανάλυση.⁹

Διάγραμμα Δ

Πραγματικές επιδράσεις των διαταραχών νομισματικής πολιτικής στη δραστηριότητα της μεταποίησης και των υπηρεσιών

(ποσοστιαίες μεταβολές από το δ' τρίμηνο του 2021)



Πηγές: Eurostat, Eurosystem, Altavilla et al., ό.π., και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Το διάγραμμα παρουσιάζει τις εκτιμώμενες με το υπόδειγμα BSVAR επιδράσεις των διαταραχών νομισματικής πολιτικής στη δραστηριότητα της μεταποίησης και των υπηρεσιών από το α' τρίμηνο του 2022 έως το δ' τρίμηνο του 2023. Οι επιδράσεις για το γ' και το δ' τρίμηνο του 2023 βασίζονται στις προβλεπόμενες επιδράσεις των εκτιμώμενων διαταραχών νομισματικής πολιτικής έως το β' τρίμηνο του 2023. Για λεπτομέρειες σχετικά με την ταυτοποίηση των διαταραχών νομισματικής πολιτικής, βλ. τις σημειώσεις στο Διάγραμμα Γ.

⁹ Για μια αξιολόγηση των μακροοικονομικών επιδράσεων της πρόσφατης αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ με βάση μια σειρά διαφορετικών υποδειγμάτων, βλ. το πλαίσιο με τίτλο "A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB's monetary policy tightening since December 2021", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

Johannes Gareis, Omiros Kouvavas και Pedro Neves

Υπό το πρίσμα πρόσφατων αποτελεσμάτων ερευνών, το παρόν πλαίσιο εξετάζει τις τελευταίες εξελίξεις στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, εστιάζοντας σε ορισμένα εννοιολογικά ζητήματα, καθώς και σε ζητήματα μέτρησης. Σύμφωνα με την Έρευνα Προσδοκιών των Καταναλωτών (CES) της ΕΚΤ, στο τέλος Σεπτεμβρίου 2023 21% περίπου των νοικοκυριών στη ζώνη του ευρώ ανέφεραν αύξηση του εισοδήματός τους υψηλότερη ή ίση με τον πληθωρισμό κατά το προηγούμενο 12μηνο, 54% αύξηση χαμηλότερη του πληθωρισμού, ενώ 25% μείωση του εισοδήματός τους (Διάγραμμα Α, γράφημα α). Αυτή η σχετικά αρνητική αξιολόγηση των πρόσφατων εξελίξεων του πραγματικού εισοδήματος παρατηρείται αρκετά ομοιόμορφα στα διάφορα κλιμάκια κατανομής του εισοδήματος.¹ Επιπλέον, συνάδει με τα αποτελέσματα της έρευνας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, σύμφωνα με τα οποία οι εκτιμήσεις των καταναλωτών σχετικά με την οικονομική τους κατάσταση κατά το τελευταίο 12μηνο είναι σημαντικά χαμηλότερες από τον αντίστοιχο μακροχρόνιο μέσο όρο, ιδίως αφότου ο πληθωρισμός αυξήθηκε απότομα μετά την έναρξη του πολέμου στην Ουκρανία (Διάγραμμα Α, γράφημα β). Ωστόσο, η παραπάνω αξιολόγηση έρχεται σε αντίθεση με τη θετική δυναμική του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, όπως μετρείται στους εθνικούς λογαριασμούς, το οποίο αυξήθηκε κατά μέσο όρο κατά 8,6% το πρώτο εξάμηνο του 2023 έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2022 (Διάγραμμα Β), μεταβολή που αντιστοιχεί σε αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος κατά 1,1% την ίδια περίοδο.² Με δεδομένη αυτή την απόκλιση μεταξύ των αποτελεσμάτων ερευνών και των στοιχείων των εθνικών λογαριασμών, είναι σκόπιμο να εξεταστούν λεπτομερέστερα οι πρόσφατες τάσεις του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και τι συνεπάγονται για τις προοπτικές της ιδιωτικής κατανάλωσης.

¹ Ενώ στα χαμηλά εισοδηματικά κλιμάκια το ποσοστό των νοικοκυριών που ανέφεραν μείωση του εισοδήματός τους είναι υψηλότερο από ό,τι σε άλλα εισοδηματικά κλιμάκια, το ποσοστό των συμμετεχόντων που ανέφεραν αύξηση του πραγματικού εισοδήματός τους είναι σχετικά χαμηλό και σταθερό σε όλο το εύρος της κατανομής εισοδήματος.

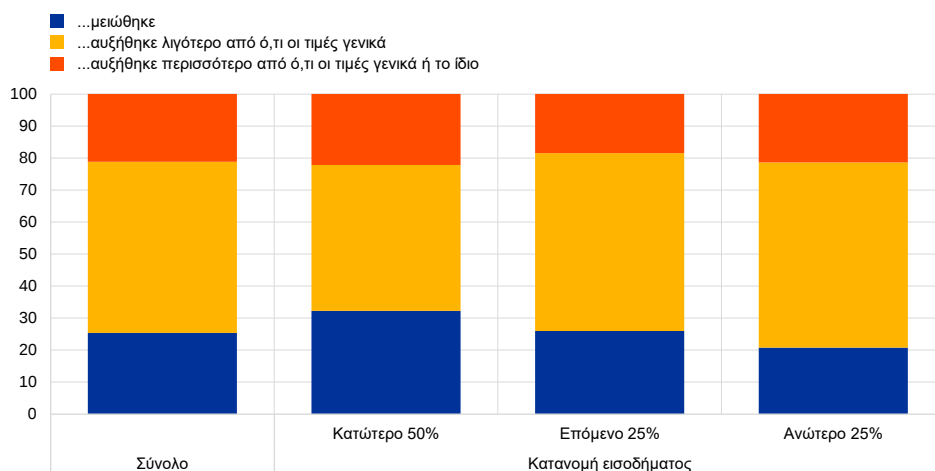
² Συγκεκριμένα, το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών υπολογίζεται στις επίσημες στατιστικές με τους λεγόμενους τομεακούς λογαριασμούς, οι οποίοι περιέχουν λεπτομερή στοιχεία εθνικών λογαριασμών με ανάλυση ανά θεσμικό τομέα, δηλ. νοικοκυριά και μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν νοικοκυριά, γενική κυβέρνηση και χρηματοπιστωτικές και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Στο παρόν πλαίσιο, χρησιμοποιείται ο όρος "εθνικοί λογαριασμοί" όταν γίνεται αναφορά σε επίσημα στοιχεία για το διαθέσιμο εισόδημα.

Διάγραμμα Α

Εκτιμήσεις των καταναλωτών για την εξέλιξη του εισοδήματος και της οικονομικής τους κατάστασης

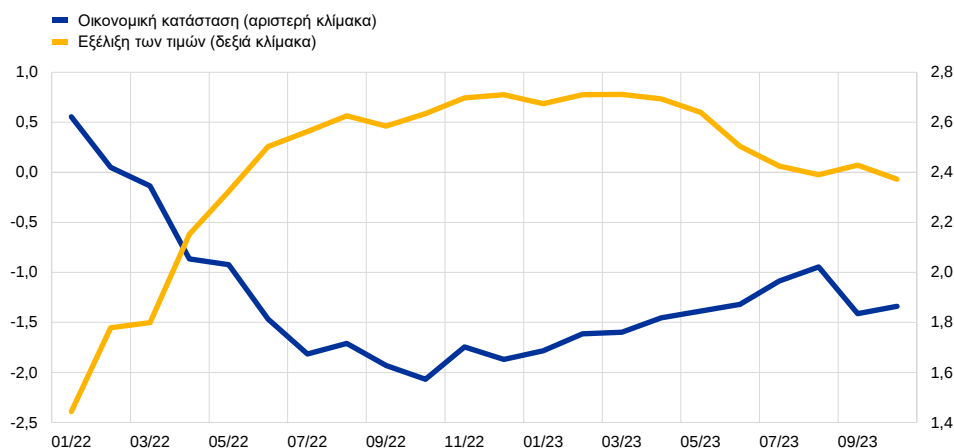
α) Εκτιμήσεις για το εισόδημά τους σε σχέση με τις τιμές κατά το τελευταίο 12μηνο

(ποσοστά καταναλωτών)



β) Εκτιμήσεις για την οικονομική τους κατάσταση κατά το παρελθόν και την εξέλιξη των τιμών

(τυποποιημένη διαφορά ποσοστών θετικών-αρνητικών απαντήσεων)



Πηγές: CES, Ευρωπαϊκή Επιτροπή και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Το γράφημα α) αφορά τις απαντήσεις που έδωσαν οι συμμετέχοντες στην έρευνα, στο τέλος Σεπτεμβρίου 2023, στο ερώτημα αν κατά το τελευταίο 12μηνο το συνολικό καθαρό τους εισόδημα αυξήθηκε περισσότερο από ό,τι οι τιμές γενικά, μειώθηκε ή αυξήθηκε περίπου όσο και οι τιμές γενικά. Στο γράφημα β) οι εκτιμήσεις των νοικοκυριών για την οικονομική τους κατάσταση κατά το παρελθόν και την εξέλιξη των τιμών παρουσιάζονται ως τυποποιημένες διαφορές θετικών-αρνητικών απαντήσεων για την περίοδο 2000-19.

Το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών επηρεάστηκε θετικά από την άνοδο του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας και τη συνεχιζόμενη ισχυρή αύξηση των εισοδημάτων από άλλες πηγές. Τόσο οι αμοιβές εξαρτημένης εργασίας όσο και όλες οι άλλες συνιστώσες του εισοδήματος των νοικοκυριών, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη το καθαρό δημοσιονομικό εισόδημα, συνέχισαν να καταγράφουν σημαντική αύξηση το πρώτο εξάμηνο του 2023 σε ετήσια βάση. Οι αμοιβές εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκαν κατά 7,1% κατά μέσο όρο την εν λόγω περίοδο, ενώ τα μη μισθολογικά εισοδήματα, πλην του καθαρού δημοσιονομικού εισοδήματος, αυξήθηκαν κατά 8,3%, με αποτέλεσμα και οι δύο συνιστώσες να έχουν σημαντική συμβολή στην αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος (Διάγραμμα Β). Το καθαρό δημοσιονομικό εισόδημα δεν επηρέασε ιδιαίτερα τη δυναμική του

εισοδήματος των νοικοκυριών το δεύτερο εξάμηνο του 2022 και το πρώτο εξάμηνο του 2023, η δε συμβολή του στο εισόδημα των νοικοκυριών το πρώτο εξάμηνο του 2022 ήταν αρνητική.³ Από μια λεπτομερή εξέταση του εισοδήματος των νοικοκυριών από άλλες πηγές (πλην της εξαρτημένης εργασίας), χωρίς να λαμβάνεται υπόψη το καθαρό δημοσιονομικό εισόδημα, διαπιστώνεται σημαντική αύξηση σε όλες οι βασικές συνιστώσες το πρώτο εξάμηνο του 2023. Το μικτό εισόδημα (των αυτοαπασχολούμενων) αυξήθηκε κατά 6,8%, το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα κατά 9,6% και το καθαρό εισόδημα περιουσίας κατά 8,8%.⁴ Ενώ η αύξηση του μικτού εισοδήματος ήταν σχετικά σταθερή, η αύξηση του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος επιταχύνθηκε σημαντικά, καταγράφοντας το πρώτο εξάμηνο του 2023 τον υψηλότερο ρυθμό αύξησης που έχει παρατηρηθεί από την έναρξη της σειράς δεδομένων το 1999. Το καθαρό εισόδημα περιουσίας, εξαιρουμένων των υπηρεσιών χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης που μετρούνται έμμεσα (ΥΧΔΜΕ), ενισχύθηκε από την έντονη αύξηση των μερισμάτων το 2022.⁵ Στη συνέχεια, οι ΥΧΔΜΕ αυξήθηκαν σημαντικά και, παρότι αντιπροσωπεύουν μικρό μερίδιο του συνολικού εισοδήματος, συνέβαλαν κατά 0,6 της ποσοστιαίας μονάδας στην αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών το πρώτο εξάμηνο του 2023.

³ Η αρνητική αυτή επίδραση των καθαρών φορολογικών εσόδων το πρώτο εξάμηνο του 2022 συνδεόταν με την άρση των μέτρων στήριξης λόγω της πανδημίας (COVID-19), η οποία επηρέασε αρνητικά τον ετήσιο ρυθμό αύξησης του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών από το β' τρίμηνο του 2021.

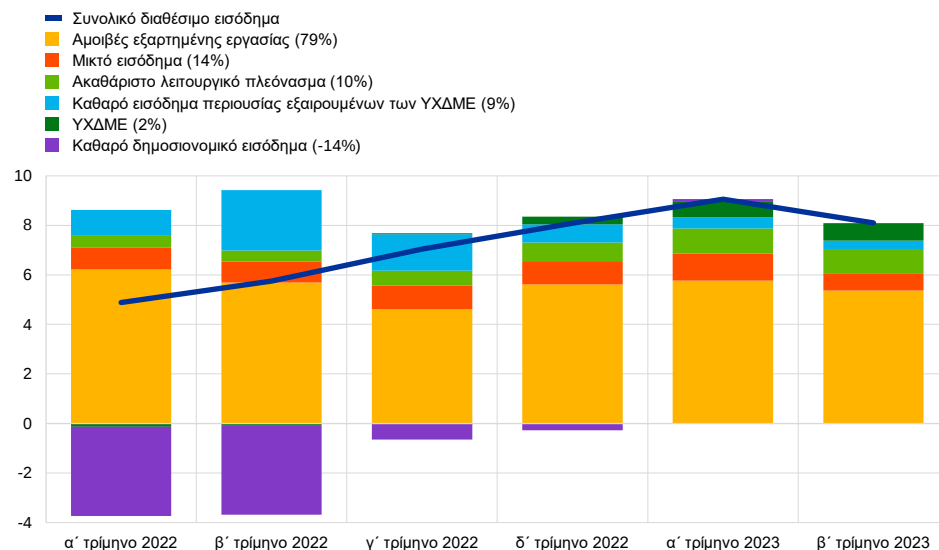
⁴ Το μικτό εισόδημα είναι στενά συνδεδεμένο με το εισόδημα των αυτοαπασχολούμενων, καθώς μετρά το πλεόνασμα (ή έλλειμμα) που προκύπτει από την παραγωγή επιχειρήσεων μη εταιρικής μορφής που ανήκουν σε νοικοκυριά. Το εισόδημα περιουσίας αντιστοιχεί στο εισόδημα που προκύπτει από την κυριότητα χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων ή ενσώματων, μη παραχθέντων περιουσιακών στοιχείων (ειδικότερα, η γη αποτελεί ενσώματο, μη παραχθέν περιουσιακό στοιχείο και, ως εκ τούτου, οι γαιοπρόσοδοι υπάγονται στο εισόδημα περιουσίας, ενώ τα μισθώματα κατοικιών, που αποτελούν ενσώματα, παραχθέντα περιουσιακά στοιχεία, υπάγονται στο μικτό εισόδημα). Το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα συνιστά κατά κύριο λόγο μια τεκμαρτή ροή, καθώς περιλαμβάνει ως επί το πλείστον τεκμαρτά εισοδήματα από ιδιοκατοίκηση, δηλ. τα μισθώματα που θα εισέπρατταν τα νοικοκυριά εάν είχαν εκμισθώσει την ιδιότητα κατοικία τους.

⁵ Οι υπηρεσίες χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης που μετρούνται έμμεσα (ΥΧΔΜΕ) χρησιμοποιούνται στους εθνικούς λογαριασμούς για τον υπολογισμό της προστιθέμενης αξίας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (π.χ. των τραπεζών) αναφορικά με τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες που παρέχουν χωρίς να χρεώνουν ρητώς αμοιβές παροχής υπηρεσιών. Ως εκ τούτου, το καθαρό εισόδημα περιουσίας πλην των ΥΧΔΜΕ καθορίζεται, μεταξύ άλλων, από τα καθαρά έσοδα των νοικοκυριών από τόκους, πέραν του διανεμόμενου εισοδήματος από επιχειρήσεις, δηλαδή των μερισμάτων. Σχετικά με τις πρόσφατες εξελίξεις στα καθαρά έσοδα από τόκους των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ, βλ. το πλαίσιο με τίτλο "Καθαρό εισόδημα νοικοκυριών και επιχειρήσεων από τόκους" στο παρόν τεύχος του Οικονομικού Δελτίου. Σχετικά με την εξέλιξη των κερδών των εταιριών της ζώνης του ευρώ, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των ιδίων των εταιριών, βλ. το πλαίσιο με τίτλο "[Διασκέψεις κερδών: νέα στοιχεία σχετικά με τα εταιρικά κέρδη, τις επενδύσεις και τις συνθήκες χρηματοδότησης](#)", *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 4, ΕΚΤ, 2023.

Διάγραμμα Β

Εξελίξεις στο ονομαστικό εισόδημα των νοικοκυριών

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τριμηνιαίοι τομεακοί λογαριασμοί (ΕΚΤ και Eurostat) και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημείωση: Τα ποσοστά εντός παρενθέσεως εκφράζουν τα μερίδια του διαθέσιμου εισοδήματος που αντιστοιχούν στις αναγραφόμενες κατηγορίες εισοδήματος για το 2022.

Οι συνιστώσες του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών δεν

δημιουργούν όλες θετικές ταμειακές ροές προς τα νοικοκυριά. Η μέτρηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών στους εθνικούς λογαριασμούς διαφέρει από τις ταμειακές ροές των νοικοκυριών και αυτό οφείλεται σε εννοιολογικούς λόγους, καθώς σκοπός των εθνικών λογαριασμών είναι να μετρούν την οικονομική δραστηριότητα, συμπεριλαμβανομένου του εισοδήματος των νοικοκυριών, όσο το δυνατόν πληρέστερα και ακριβέστερα. Αυτό συνεπάγεται ότι πρέπει να συνδυαστούν δεδομένα από πολλές διαφορετικές πηγές και να εκτιμηθούν εκείνες οι μεταβλητές για τις οποίες δεν υπάρχουν στοιχεία άμεσα διαθέσιμα.⁶ Επομένως, οι συνιστώσες του διαθέσιμου εισοδήματος που μετρούνται στους εθνικούς λογαριασμούς δεν διατίθενται όλες στα νοικοκυριά ως θετικές ταμειακές ροές και, κατά συνέπεια, ενδέχεται να μην αντανakλύνται στις εκτιμήσεις των νοικοκυριών σχετικά με το εισόδημά τους (Πίνακας Α). Αυτό ισχύει κυρίως για το εισόδημα από άλλες πηγές εκτός εξαρτημένης εργασίας, εξαιρουμένου του καθαρού δημοσιονομικού εισοδήματος, το οποίο επηρεάστηκε θετικά το πρώτο εξάμηνο του 2023 σε σχέση με το δεύτερο εξάμηνο του 2022 κυρίως από την εξαιρετικά υψηλή αύξηση του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος και από την έντονη άνοδο των ΥΧΔΜΕ, δύο συνιστώσες που δεν δημιούργησαν θετικές ταμειακές ροές για τα νοικοκυριά (Διάγραμμα Β).

⁶ Σχετικά με την εναρμόνιση των στοιχείων των εθνικών λογαριασμών για το εισόδημα με τα δεδομένα της Έρευνας Εισοδήματος και Συνθηκών Διαβίωσης (EU-SILC), βλ. Törmälehto, V., "Reconciliation of EU statistics on income and living conditions (EU-SILC) data and national accounts", *Statistical working papers*, Eurostat, 2019.

Πίνακας Α

Συνιστώσες εισοδήματος και διαθεσιμότητά τους ως ταμειακών ροών

Συνιστώσα εισοδήματος		Εθνικοί λογαριασμοί	Δημιουργία ταμειακών ροών;
Εισόδημα εξαρτημένης εργασίας	Αμοιβές εργασίας	Μισθοί και ημερομίσθια (σε χρήμα και σε είδος)	Ναι
		Πραγματικές εργοδοτικές εισφορές κοινωνικής ασφάλισης	Όχι
		Τεκμαρτές εργοδοτικές εισφορές κοινωνικής ασφάλισης	Όχι
Εισόδημα από άλλες πηγές εκτός εξαρτημένης εργασίας, εξαιρουμένου του καθαρού δημοσιονομικού εισοδήματος	Εισόδημα αυτοαπασχολούμενων	Μικτό εισόδημα	Ναι
	Εισόδημα από εκμίσθωση οικιστικών και άλλων ακινήτων	Μικτό εισόδημα	Ναι
	Τεκμαρτά μισθώματα	Λειτουργικό πλεόνασμα	Όχι
	Εισπραχθέντες τόκοι πριν από την κατανομή των ΥΧΔΜΕ	Εισπραχθέν εισόδημα περιουσίας	Ναι
	Καταβληθέντες τόκοι πριν από την κατανομή των ΥΧΔΜΕ	Καταβληθέν εισόδημα περιουσίας	Ναι
	ΥΧΔΜΕ	Μικτό εισόδημα, λειτουργικό πλεόνασμα, καθαρό εισόδημα περιουσίας	Όχι
	Εισπραχθέν εισόδημα από άλλες επενδύσεις (π.χ. μερίσματα) και πρόσοδοι (γη και υπεδάφιοι πόροι)	Εισπραχθέν εισόδημα περιουσίας	Ναι
Καθαρό δημοσιονομικό εισόδημα	Εισόδημα περιουσίας που αποδίδεται στους ασφαλισμένους	Εισπραχθέν εισόδημα περιουσίας	Όχι
		Εισπραχθείσες κοινωνικές παροχές (πλην κοινωνικών μεταβιβάσεων σε είδος), εισφορές κοινωνικής ασφάλισης (συμπεριλαμβανομένων των εργοδοτικών), καταβληθέντες φόροι εισοδήματος και καταβληθέντες φόροι περιουσίας	Ναι
		Εισπραχθείσες κοινωνικές μεταβιβάσεις σε είδος	Όχι

Πηγές: Eurostat και εκτιμήσεις εμπειρογνομώνων της ΕΚΤ.

Σημείωση: Οι εργοδοτικές (πραγματικές και τεκμαρτές) εισφορές κοινωνικής ασφάλισης δεν επηρεάζουν το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, καθώς αποτελούν μέρος τόσο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας, οπότε αυξάνουν το εισόδημα, όσο και του καθαρού δημοσιονομικού εισοδήματος, οπότε μειώνουν το εισόδημα.

Οι ΥΧΔΜΕ αντιπροσωπεύουν τις υπηρεσίες χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης που παρέχονται από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι οποίες δεν τιμολογούνται μεν ρητώς, αλλά έχουν σημασία για τη μέτρηση της απόδοσης των τραπεζών και, κατ' αυτόν τον τρόπο, ενδέχεται να έχουν αντίκτυπο στο ΑΕΠ και στο εθνικό εισόδημα.⁷ Οι δαπάνες των νοικοκυριών για τόκους καταναλωτικών και στεγαστικών δανείων και τα έσοδά τους από τόκους καταθέσεων καταγράφονται στους εθνικούς λογαριασμούς με βάση το διατραπεζικό επιτόκιο αναχρηματοδότησης.⁸ Ωστόσο, το επιτόκιο αυτό διαφέρει από τα επιτόκια που αντιμετωπίζουν τα νοικοκυριά στην πραγματικότητα, καθώς τα επιτόκια χορηγήσεων είναι γενικώς υψηλότερα και τα επιτόκια καταθέσεων χαμηλότερα από το διατραπεζικό επιτόκιο. Η διαφορά των καταβληθέντων και εισπραχθέντων τόκων, όπως υπολογίζονται στους εθνικούς λογαριασμούς, σε σχέση με τα πραγματικά ποσά καταγράφεται ως έμμεση αμοιβή που καταβάλλουν τα νοικοκυριά για τις

⁷ Σχετικά με την έννοια των ΥΧΔΜΕ και τη χρήση της στους εθνικούς λογαριασμούς, βλ. Κεφάλαιο 14 του εγχειριδίου για το Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών (ΕΣΛ 2010).

⁸ Πρόκειται για το επιτόκιο με το οποίο ένα νοικοκυριό θα ήταν υποθετικά διατεθειμένο να συνάψει συναλλαγή τόσο με την ιδιότητα του δανειστή όσο και με αυτή του δανειολήπτη.

υπηρεσίες που τους παρέχει ο χρηματοπιστωτικός τομέας, η οποία καταγράφεται στους εθνικούς λογαριασμούς ως ΥΧΔΜΕ. Ως εκ τούτου, οι ΥΧΔΜΕ χρησιμοποιούνται στους εθνικούς λογαριασμούς για τον υπολογισμό της προστιθέμενης αξίας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (π.χ. των τραπεζών) για χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες που παρέχουν χωρίς να χρεώνουν ρητώς αμοιβές παροχής υπηρεσιών. Όσον αφορά τον τομέα των νοικοκυριών, το εν λόγω έμμεσα υπολογιζόμενο περιθώριο κατανέμεται τόσο στην κατανάλωση (ως χρηματοπιστωτική υπηρεσία προς τα νοικοκυριά) όσο και στο διαθέσιμο εισόδημα (ως αντιστάθμιση της έμμεσης απώλειας εισοδήματος που υφίστανται λόγω των λιγότερο ευνοϊκών επιτοκίων που αντιμετωπίζουν τα νοικοκυριά), χωρίς να επηρεάζεται η αποταμίευση των νοικοκυριών.

Στο τρέχον περιβάλλον έντονης αύξησης των επιτοκίων, οι ΥΧΔΜΕ διαδραματίζουν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στο εισόδημα και την κατανάλωση των νοικοκυριών.⁹ Οι ΥΧΔΜΕ έχουν αισθητή επίδραση στη δυναμική του

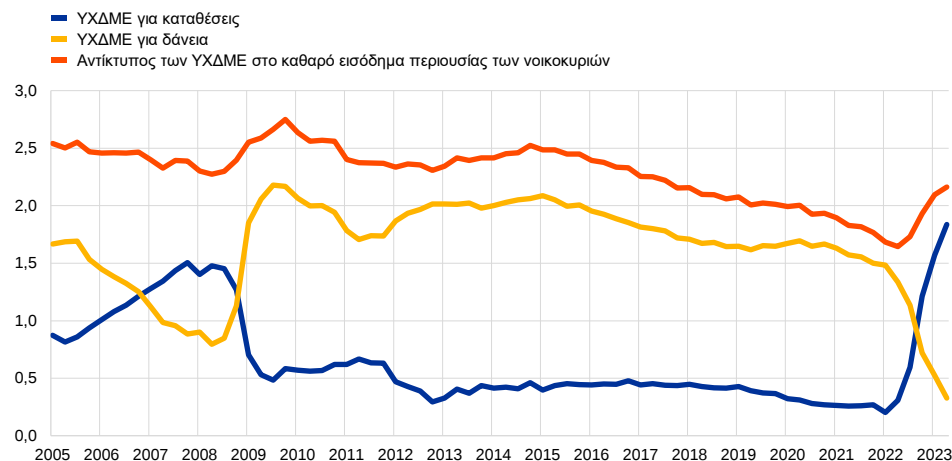
διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών σε περιόδους μεγάλων μεταβολών των επιτοκίων, όπως στην παρούσα φάση αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής (Διάγραμμα Γ). Καθώς τα επιτόκια στα υφιστάμενα δάνεια και στις καταθέσεις των νοικοκυριών προσαρμόζονται γενικά με βραδύ ρυθμό, η αύξηση του διατραπεζικού επιτοκίου λόγω της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής από το καλοκαίρι του 2022 και εξής οδήγησε σε έντονη αύξηση των ΥΧΔΜΕ για τις καταθέσεις και σε απότομη πτώση των ΥΧΔΜΕ για τα δάνεια. Δεδομένου του μεγέθους των καταθέσεων των νοικοκυριών σε σύγκριση με τα αντίστοιχα δάνεια, οι ΥΧΔΜΕ είχαν τελικά θετική συμβολή στο καθαρό εισόδημα περιουσίας των νοικοκυριών, το δε μερίδιό τους στο διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών αυξήθηκε, κατά μέσο όρο, από 1,7% το πρώτο εξάμηνο του 2022 σε 2,1% το πρώτο εξάμηνο του 2023.

⁹ Για αξιολόγηση των επιπτώσεων των ΥΧΔΜΕ στην περίπτωση της Γαλλίας με έμφαση στις τιμές καταναλωτή, βλ. INSEE, "Economic Outlook - Cooling", *Conjoncture in France*, Δεκέμβριος 2022.

Διάγραμμα Γ

Υπηρεσίες χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης που μετρούνται έμμεσα

(ποσοστά διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών)



Πηγές: Τριμηνιαίοι τομεακοί λογαριασμοί (ΕΚΤ και Eurostat) και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Οι ΥΧΔΜΕ για τις καταθέσεις υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ των τόκων των νοικοκυριών μετά την κατανομή των ΥΧΔΜΕ και των τόκων που πράγματι εισπράχθηκαν. Οι δε ΥΧΔΜΕ για τα δάνεια αντιπροσωπεύουν τη διαφορά μεταξύ των τόκων που πράγματι καταβλήθηκαν και των τόκων μετά την κατανομή των ΥΧΔΜΕ. Η καθαρή επίδραση των ΥΧΔΜΕ στο καθαρό εισόδημα των νοικοκυριών από τόκους και, κατ' επέκταση, στο καθαρό εισόδημα περιουσίας των νοικοκυριών είναι συνεπώς το άθροισμα των ΥΧΔΜΕ για τις καταθέσεις και τα δάνεια. Πιο πρόσφατη παρατήρηση: β' τρίμηνο 2023.

Το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών περιλαμβάνει επίσης τα τεκμαρτά εισοδήματα από ιδιοκατοίκηση, τα οποία επηρεάζουν το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των νοικοκυριών.

Το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των νοικοκυριών, όπως καταγράφεται στους εθνικούς λογαριασμούς, υπολογίζει την απόδοση υπηρεσιών στέγασης για ίδια κατανάλωση των νοικοκυριών, μείον τις ενδιάμεσες αναλώσεις που απαιτούνται για να παραχθεί η εν λόγω απόδοση (π.χ. ΥΧΔΜΕ για στεγαστικά δάνεια) και τους φόρους. Η απόδοση των υπηρεσιών στέγασης για ίδια κατανάλωση των νοικοκυριών συνίσταται στα τεκμαρτά μισθώματα που θα είχαν εισπράξει τα νοικοκυριά εάν είχαν εκμισθώσει την ιδιόκτητη κατοικία τους.¹⁰

Η εξαιρετικά έντονη αύξηση του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος το πρώτο εξάμηνο του 2023 οφείλεται τόσο στα υψηλότερα τεκμαρτά μισθώματα όσο και στη μείωση των ΥΧΔΜΕ για τα στεγαστικά δάνεια.

Τα τεκμαρτά μισθώματα ενδεχομένως επηρεάστηκαν θετικά από την αύξηση του πληθωρισμού των μισθωμάτων, ο οποίος – σύμφωνα με τον δείκτη τιμών ενοικίων που, για τους σκοπούς του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, μετρά τα μισθώματα που πράγματι καταβάλλουν οι ενοικιαστές– κατέγραψε αύξηση από 2%, κατά μέσο όρο, το δεύτερο εξάμηνο του 2022 σε 2,6% το πρώτο εξάμηνο του 2023, φθάνοντας σε ιστορικά υψηλά επίπεδα (Διάγραμμα Δ). Ταυτόχρονα, είναι πιθανόν οι ΥΧΔΜΕ επί των στεγαστικών δανείων να μειώθηκαν σημαντικά, συμβαδίζοντας με τη μείωση των ΥΧΔΜΕ για το σύνολο των δανείων το πρώτο εξάμηνο του 2023 (Διάγραμμα Γ).

¹⁰ Η συμπερίληψη των τεκμαρτών μισθωμάτων στους εθνικούς λογαριασμούς είναι σημαντική για την πλήρη κάλυψη των δραστηριοτήτων διαχείρισης ακίνητης περιουσίας (ενοικιαστές και ιδιοκατοικούντες). Με τον τρόπο αυτόν διασφαλίζεται η συγκρισιμότητα του ΑΕΠ και του εθνικού εισοδήματος σε διεθνές επίπεδο, καθώς τα ποσοστά ιδιοκατοίκησης μπορεί να διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των χωρών. Ωστόσο, το τεκμαρτό εισόδημα από ιδιοκατοίκηση δεν είναι παρατηρήσιμο μέγεθος, συνεπώς πρέπει να γίνει εκτίμηση αυτού.

Και οι δύο παράγοντες, δηλαδή η αύξηση των τεκμαρτών μισθωμάτων και η μείωση των ΥΧΔΜΕ για τα στεγαστικά δάνεια, μπορούν να εξηγήσουν τη σημαντική αύξηση του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος των νοικοκυριών το πρώτο εξάμηνο του 2023.¹¹

Διάγραμμα Δ

Πληθωρισμός μισθωμάτων

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, τριμηνιαίοι μέσοι όροι)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημείωση: Οι πιο πρόσφατες παρατηρήσεις αφορούν το γ' τρίμηνο του 2023 και αναφέρονται στον Οκτώβριο του 2023.

Οι συγκρατημένες προοπτικές όσον αφορά την ιδιωτική κατανάλωση φαίνεται να συμβαδίζουν με την αρνητική εκτίμηση των καταναλωτών για τις πρόσφατες εξελίξεις στο πραγματικό εισόδημα. Παρόλο που οι ΥΧΔΜΕ και τα τεκμαρτά μισθώματα προστίθενται στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών στους εθνικούς λογαριασμούς, δεν συμβάλλουν σε ταμειακές ροές προς τα νοικοκυριά και συνεπώς τα νοικοκυριά μπορεί να μην τις λαμβάνουν υπόψη στον τρόπο που αντιλαμβάνονται το εισόδημά τους. Ως εκ τούτου, οι εν λόγω πηγές εισοδήματος δεν είναι πιθανόν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στις εξελίξεις της ιδιωτικής κατανάλωσης.¹² Ένας δείκτης της αύξησης του εισοδήματος των νοικοκυριών που είναι πλησιέστερος σε αυτό που τα νοικοκυριά πραγματικά αντιλαμβάνονται ως εισόδημα είναι το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας. Πράγματι, αν από τις αμοιβές εργασίας και τη μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό αφαιρεθεί ο πληθωρισμός με τον αποπληθωριστή ιδιωτικής κατανάλωσης, η αύξηση του πραγματικού εισοδήματος, όπως εκτιμάται ότι το αντιλαμβάνονται τα νοικοκυριά, ήταν μικρότερη από την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, όπως υπολογίζεται στους εθνικούς λογαριασμούς (Διάγραμμα Ε). Και αυτό με τη σειρά του συνάδει με τις

¹¹ Το γεγονός ότι οι ΥΧΔΜΕ για τα στεγαστικά δάνεια προστίθενται στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών μέσω του καθαρού εισοδήματος περιουσίας και αφαιρούνται από το εισόδημα των νοικοκυριών μέσω του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος (και μέσω του μικτού εισοδήματος για τα νοικοκυριά που αποτελούν στην πραγματικότητα εκμισθωτές) συνεπάγεται ότι αυτό δεν επηρεάζει το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, με αποτέλεσμα η συνολική συμβολή των ΥΧΔΜΕ στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών να καθορίζεται επί της ουσίας από τις ΥΧΔΜΕ στις καταθέσεις και τα καταναλωτικά δάνεια. Η συμβολή αυτή δεν αντιστοιχεί στις ΥΧΔΜΕ που αναφέρονται στο Διάγραμμα Β και στο Διάγραμμα Γ, τα οποία παρουσιάζουν τη συμβολή των ΥΧΔΜΕ στο καθαρό εισόδημα περιουσίας των νοικοκυριών, για το οποίο υπάρχουν επίσημα στοιχεία.

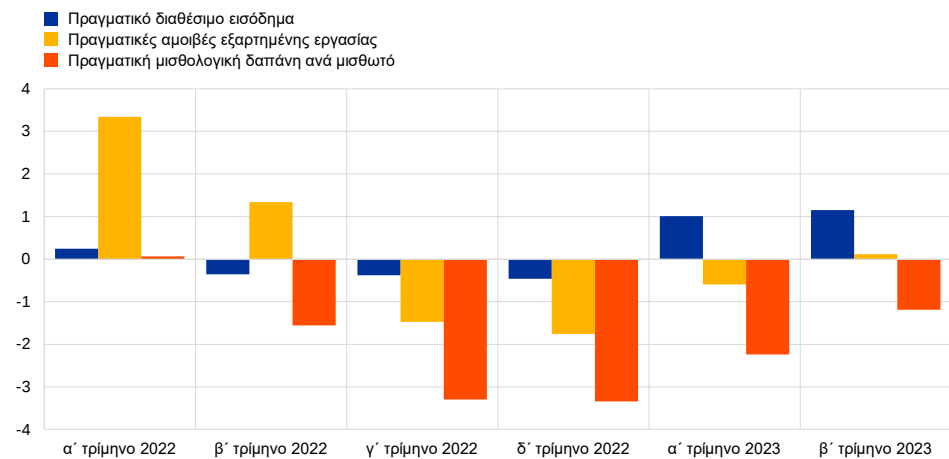
¹² Αυτό συνάδει επίσης με το εύρημα ότι η ροπή προς κατανάλωση φαίνεται να είναι υψηλότερη στις κατηγορίες με τη μεγαλύτερη ρευστότητα (όπως το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας) και αντίστροφα. Βλ. de Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P. and Zekaite, Z., "Disaggregate income and wealth effects in the greater euro area countries", Working Paper Series, No. 2343, ECB, Δεκέμβριος 2019.

απαισιόδοξες εκτιμήσεις των καταναλωτών για τις πρόσφατες εξελίξεις του πραγματικού εισοδήματος σύμφωνα με έρευνες (όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Α) και, ως εκ τούτου, με τις συγκρατημένες προοπτικές της ιδιωτικής κατανάλωσης.¹³

Διάγραμμα Ε

Εξελίξεις στο πραγματικό εισόδημα των νοικοκυριών

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημείωση: Οι εξελίξεις στο πραγματικό εισόδημα υπολογίζονται με τη χρήση του αποπληθωριστή ιδιωτικής κατανάλωσης, προκειμένου να αφαιρεθεί ο πληθωρισμός από το ονομαστικό εισόδημα.

¹³ Για μια αξιολόγηση των προοπτικών της ιδιωτικής κατανάλωσης, βλ. την ενότητα "Οικονομική δραστηριότητα" στο παρόν τεύχος του Οικονομικού Δελτίου.

Συνθήκες ρευστότητας και πράξεις νομισματικής πολιτικής από 2 Αυγούστου έως 31 Οκτωβρίου 2023

Denis Lungu και Kristian Tötterman

Το παρόν πλαίσιο περιγράφει τις συνθήκες ρευστότητας και τις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος κατά την πέμπτη και έκτη περίοδο τήρησης ελάχιστων αποθεματικών του 2023. Αυτές οι δύο περιόδοι τήρησης διήρκεσαν από τις 2 Αυγούστου έως τις 31 Οκτωβρίου 2023 (η “εξεταζόμενη περίοδος”).

Το Διοικητικό Συμβούλιο αύξησε τα τρία επιτόκια πολιτικής της ΕΚΤ κατά 25 μονάδες βάσης σε καθεμία από τις συνεδριάσεις του στις 27 Ιουλίου και στις 14 Σεπτεμβρίου 2023. Αυτές οι αυξήσεις τέθηκαν σε ισχύ την πέμπτη και την έκτη περίοδο τήρησης του 2023 αντίστοιχα. Στη συνεδριάσή του στις 27 Ιουλίου, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε επίσης να μειώσει σε 0% το επιτόκιο των ελάχιστων αποθεματικών που απαιτείται να τηρούν οι τράπεζες στην οικεία εθνική κεντρική τράπεζα στο Ευρωσύστημα. Η μείωση αυτή τέθηκε σε ισχύ στην αρχή της έκτης περιόδου τήρησης.

Η υπερβάλλουσα ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ συνέχισε να μειώνεται κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Η μείωση αυτή οφειλόταν κυρίως στη λήξη της πέμπτης πράξης στο πλαίσιο της τρίτης σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO III) και στις πρόωρες αποπληρωμές, στις 27 Σεπτεμβρίου 2023, ποσών που είχαν αντληθεί από τις τράπεζες μέσω άλλων πράξεων TLTRO. Σε κάποιον βαθμό, ήταν επίσης αποτέλεσμα της μείωσης του χαρτοφυλακίου του προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού (APP) από τότε που το Ευρωσύστημα διέκοψε τις επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του προγράμματος αρχής γενομένης από την 1η Ιουλίου. Ωστόσο, η μείωση της παροχής ρευστότητας αντισταθμίστηκε μερικώς από τη συνεχιζόμενη υποχώρηση των καθαρών αυτόνομων παραγόντων που είχε ξεκινήσει μετά τον τέλος του περιβάλλοντος αρνητικών επιτοκίων τον Ιούλιο του 2022, κυρίως εξαιτίας της μείωσης των καταθέσεων του Δημοσίου.

Ανάγκες ρευστότητας

Οι μέσες ημερήσιες ανάγκες ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος, οι οποίες ορίζονται ως το άθροισμα των καθαρών αυτόνομων παραγόντων και των υποχρεωτικών αποθεματικών, υποχώρησαν κατά 101,3 δισεκ. ευρώ σε 1.735,0 δισεκ. ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Συγκριτικά με την τρίτη και τέταρτη περίοδο τήρησης του 2023, η μείωση αυτή προήλθε αποκλειστικά από τη μείωση κατά 101,3 δισεκ. ευρώ των καθαρών αυτόνομων παραγόντων σε 1.570,0 δισεκ. ευρώ (βλ. το τμήμα του Πίνακα Α με τίτλο “Άλλες πληροφορίες σχετικά με τη ρευστότητα”), καθώς οι αυτόνομοι παράγοντες απορρόφησης ρευστότητας μειώθηκαν και οι αυτόνομοι παράγοντες χορήγησης ρευστότητας αυξήθηκαν. Τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά παρέμειναν αμετάβλητα σε 165 δισεκ. ευρώ.

Οι αυτόνομοι παράγοντες απορρόφησης ρευστότητας υποχώρησαν κατά 83,0 δισεκ. ευρώ σε 2.720,6 δισεκ. ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο κυρίως λόγω της μείωσης των καταθέσεων του Δημοσίου και των λοιπών αυτόνομων παραγόντων. Οι καταθέσεις του Δημοσίου (βλ. το τμήμα του Πίνακα Α με τίτλο “Υποχρεώσεις”) μειώθηκαν κατά 32,8 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο την εξεταζόμενη περίοδο σε 222,6 δισεκ. ευρώ, με το μεγαλύτερο μέρος της μείωσης να λαμβάνει χώρα την πέμπτη περίοδο τήρησης. Η μείωση αυτή αντανακλά τη συνεχιζόμενη ομαλοποίηση του συνολικού όγκου των ταμειακών αποθεμάτων ασφαλείας που διακρατούν τα εθνικά υπουργεία οικονομικών και την αναπροσαρμογή των συναφών στρατηγικών ταμειακής διαχείρισης λόγω των μεταβολών στον εκτοκισμό των καταθέσεων του Δημοσίου στο Ευρωσύστημα που κατέστησαν επικερδέστερες τις τοποθετήσεις κεφαλαίων στις αγορές.

Ειδικότερα, η ΕΚΤ μείωσε το ανώτατο όριο εκτοκισμού των καταθέσεων του Δημοσίου που διακρατούνται στο Ευρωσύστημα στο επίπεδο του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου του ευρώ (€STR) μείον 20 μονάδες βάσης αρχής γενομένης από την 1η Μαΐου 2023. Βάσει της έννοιας του ανώτατου ορίου, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος δύνανται να αποκλίνουν από το ανώτατο όριο και να τοκίζουν τις καταθέσεις του Δημοσίου με επιτόκιο χαμηλότερο από το ανώτατο όριο. Για παράδειγμα, η Deutsche Bundesbank όρισε επιτόκιο 0% για τον εκτοκισμό των εγχώριων καταθέσεων του Δημοσίου από την 1η Οκτωβρίου 2023. Ωστόσο, η καθοδική επίδραση αυτής της μεταβολής στις επηρεαζόμενες καταθέσεις του Δημοσίου αντισταθμίστηκε από ανοδικές εποχικές μεταβολές σε άλλες καταθέσεις του Δημοσίου. Η ομαλοποίηση των συνθηκών στις αγορές συμβολαίων επαναγοράς και τα υψηλότερα – σε σχέση με το €STR – επιτόκια των συμβολαίων επαναγοράς ήταν περαιτέρω παράγοντες που κατέστησαν τις τοποθετήσεις στις αγορές ελκυστικότερη εναλλακτική επιλογή από ό,τι τις καταθέσεις στο Ευρωσύστημα. Η μέση αξία των τραπεζογραμμάτων σε κυκλοφορία μειώθηκε κατά την εξεταζόμενη περίοδο κατά 5,5 δισεκ. ευρώ σε 1.559,8 δισεκ. ευρώ, αντανακλώντας τη συνέχιση της μείωσης της διακράτησης τραπεζογραμμάτων που παρατηρείται αφότου τα επιτόκια πολιτικής της ΕΚΤ έπαυσαν να βρίσκονται σε αρνητικά επίπεδα. Οι λοιποί αυτόνομοι παράγοντες επίσης μειώθηκαν κατά 44,7 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο. Η μείωση αυτή αντανακλά σειρά αλλαγών στις λοιπές διάφορες απαιτήσεις και στον λογαριασμό αναπροσαρμογής.

Οι αυτόνομοι παράγοντες χορήγησης ρευστότητας αυξήθηκαν κατά 18 δισεκ. ευρώ σε 1.150,8 δισεκ. ευρώ. Οι καθαρές απαιτήσεις σε ευρώ αυξήθηκαν κατά 28,5 δισεκ. ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Αυτή η αύξηση οφειλόταν εν πολλοίς στη συνεχιζόμενη μείωση των υποχρεώσεων σε ευρώ έναντι μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ. Το γεγονός αυτό με τη σειρά του αντανακλά την αναπροσαρμογή των στρατηγικών ταμειακής διαχείρισης των πελατών των Υπηρεσιών Διαχείρισης Συναλλαγματικών Διαθεσίμων του Ευρωσυστήματος (ERMS), δεδομένου ότι το επιτόκιο των καταθέσεων που διακρατούνται στο πλαίσιο του ERMS αναπροσαρμόστηκε και αυτό από την 1η Μαΐου 2023. Οι καθαρές απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού μειώθηκαν κατά 10,5 δισεκ. ευρώ, αντισταθμίζοντας μερικώς την προαναφερθείσα υποχώρηση των λοιπών αυτόνομων παραγόντων.

Ο Πίνακας Α παρουσιάζει τις συνθήκες ρευστότητας του Ευρωσυστήματος, συμπεριλαμβανομένων των μεταβολών των αυτόνομων παραγόντων που αναλύθηκαν παραπάνω.¹

Πίνακας Α
Συνθήκες ρευστότητας του Ευρωσυστήματος

Υποχρεώσεις

(μέσοι όροι, δισεκ. ευρώ)

	Τρέχουσα εξεταζόμενη περίοδος: 2 Αυγούστου 2023-31 Οκτωβρίου 2023						Προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδος: 10 Μαΐου 2023-1 Αυγούστου 2023	
	Πέμπτη και έκτη περίοδος τήρησης		Πέμπτη περίοδος τήρησης: 2 Αυγούστου-19 Σεπτεμβρίου		Έκτη περίοδος τήρησης: 20 Σεπτεμβρίου-31 Οκτωβρίου		Τρίτη και τέταρτη περίοδος τήρησης	
Αυτόνομοι παράγοντες απορρόφησης ρευστότητας	2.720,6	(-83,0)	2.735,5	(-48,0)	2.703,3	(-32,1)	2.803,6	(-128,3)
Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία	1.559,8	(-5,5)	1.564,2	(-2,8)	1.554,7	(-9,5)	1.565,4	(+8,2)
Καταθέσεις Δημοσίου	222,6	(-32,8)	222,5	(-31,9)	222,7	(+0,3)	255,4	(-114,3)
Λοιποί αυτόνομοι παράγοντες (καθαροί) ¹⁾	938,2	(-44,7)	948,8	(-13,3)	925,8	(-23,0)	982,9	(-22,3)
Τρεχούμενοι λογαριασμοί πέραν των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών	9,5	(-5,1)	9,0	(-3,3)	10,0	(+1,0)	14,5	(-6,8)
Υποχρεωτικά αποθεματικά ²⁾	165,0	(-0,0)	165,3	(+0,2)	164,5	(-0,7)	165,0	(-0,3)
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	3.615,1	(-300,3)	3.647,4	(-57,0)	3.577,4	(-70,1)	3.915,4	(-130,0)
Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας για απορρόφηση ρευστότητας	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Πηγή: ΕΚΤ.
Σημειώσεις: Όλα τα μεγέθη του πίνακα έχουν στρογγυλοποιηθεί στο πλησιέστερο 0,1 δισεκ. ευρώ. Εντός παρενθέσεως, η μεταβολή σε σχέση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο ή περίοδο τήρησης.
1) Υπολογίζονται ως το άθροισμα των λογαριασμών αναπροσαρμογής, των λοιπών απαιτήσεων και υποχρεώσεων των κατοίκων της ζώνης του ευρώ, του κεφαλαίου και των αποθεματικών.
2) Υπόμνηση η οποία δεν εμφανίζεται στον ισολογισμό του Ευρωσυστήματος και για τον λόγο αυτό δεν θα πρέπει να συμπεριληφθεί στον υπολογισμό των συνολικών υποχρεώσεων.

¹ Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τους αυτόνομους παράγοντες, βλ. το άρθρο με τίτλο “The liquidity management of the ECB”, *Monthly Bulletin*, ECB, Μάιος 2002.

Απαιτήσεις

(μέσοι όροι, δισεκ. ευρώ)

	Τρέχουσα εξεταζόμενη περίοδος: 2 Αυγούστου 2023-31 Οκτωβρίου 2023						Προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδος: 10 Μαΐου 2023-1 Αυγούστου 2023	
	Πέμπτη και έκτη περίοδος τήρησης		Πέμπτη περίοδος τήρησης: 2 Αυγούστου-19 Σεπτεμβρίου		Έκτη περίοδος τήρησης: 20 Σεπτεμβρίου-31 Οκτωβρίου		Τρίτη και τέταρτη περίοδος τήρησης	
Αυτόνομοι παράγοντες παροχής ρευστότητας	1.150,8	(+18,0)	1.139,5	(+19,6)	1.164,0	(+24,5)	1.132,8	(+61,8)
Καθαρές απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού	927,5	(-10,5)	924,3	(-3,4)	931,2	(+6,9)	938,0	(+6,1)
Καθαρές απαιτήσεις σε ευρώ	223,3	(+28,5)	215,2	(+23,1)	232,8	(+17,7)	194,8	(+55,8)
Μέσα νομισματικής πολιτικής	5.359,5	(-406,7)	5.417,9	(-128,1)	5.291,5	(-126,4)	5.766,2	(-327,1)
Πράξεις ανοικτής αγοράς	5.359,4	(-406,7)	5.417,8	(-128,1)	5.291,4	(-126,4)	5.766,1	(-327,2)
Πιστοδοτικές πράξεις	568,2	(-329,3)	606,6	(-86,3)	523,5	(-83,1)	897,5	(-274,7)
MRO	6,8	(+0,5)	5,6	(-5,3)	8,1	(+2,6)	6,3	(+5,0)
LTRO διάρκειας 3 μηνών	8,2	(+4,3)	8,9	(+3,4)	7,4	(-1,5)	3,8	(+1,4)
TLTRO III	553,3	(-334,2)	592,2	(-84,4)	508,0	(-84,1)	887,5	(-281,1)
Χαρτοφυλάκια οριστικών αγορών ¹⁾	4.791,2	(-77,3)	4.811,2	(-41,8)	4.767,9	(-43,3)	4.868,6	(-52,5)
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Πηγή: ΕΚΤ.
Σημειώσεις: Όλα τα μεγέθη του πίνακα έχουν στρογγυλοποιηθεί στο πλησιέστερο 0,1 δισεκ. ευρώ. Εντός παρενθέσεων, η μεταβολή σε σχέση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο ή περίοδο τήρησης. "MRO": πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και "LTRO": πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης.
1) Λόγω της διακοπής των καθαρών αγορών τίτλων, η επιμέρους ανάλυση των χαρτοφυλακίων οριστικών αγορών δεν παρουσιάζεται πλέον.

Άλλες πληροφορίες σχετικά με τη ρευστότητα

(μέσοι όροι, δισεκ. ευρώ)

	Τρέχουσα εξεταζόμενη περίοδος: 2 Αυγούστου 2023-31 Οκτωβρίου 2023						Προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδος: 10 Μαΐου 2023-1 Αυγούστου 2023	
	Πέμπτη και έκτη περίοδος τήρησης		Πέμπτη περίοδος τήρησης: 2 Αυγούστου-19 Σεπτεμβρίου		Έκτη περίοδος τήρησης: 20 Σεπτεμβρίου-31 Οκτωβρίου		Τρίτη και τέταρτη περίοδος τήρησης	
Συνολικές ανάγκες ρευστότητας ¹⁾	1.735,0	(-101,3)	1.761,4	(-67,8)	1.704,1	(-57,3)	1.836,3	(-190,4)
Καθαροί αυτόνομοι παράγοντες ²⁾	1.570,0	(-101,3)	1.596,1	(-68,0)	1.539,6	(-56,6)	1.671,3	(-190,1)
Υπερβάλλουσα ρευστότητα ³⁾	3.624,5	(-305,3)	3.656,4	(-60,2)	3.587,3	(-69,0)	3.929,8	(-136,8)

Πηγή: ΕΚΤ.
Σημειώσεις: Όλα τα μεγέθη του πίνακα έχουν στρογγυλοποιηθεί στο πλησιέστερο 0,1 δισεκ. ευρώ. Εντός παρενθέσεων, η μεταβολή σε σχέση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο ή περίοδο τήρησης.
1) Υπολογίζονται ως το άθροισμα των καθαρών αυτόνομων παραγόντων και των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών.
2) Υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ των αυτόνομων παραγόντων ρευστότητας από την πλευρά των υποχρεώσεων και των αυτόνομων παραγόντων ρευστότητας από την πλευρά των απαιτήσεων. Για τους σκοπούς του πίνακα, τα "τακτοποιητέα στοιχεία" προστίθενται και αυτά στους καθαρούς αυτόνομους παράγοντες.
3) Υπολογίζεται ως το άθροισμα των τρεχούμενων λογαριασμών πέραν των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών και της προσφυγής στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων μείον την προσφυγή στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης.

ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

(μέσοι όροι, ποσοστά % και ποσοστιαίες μονάδες)

	Τρέχουσα εξεταζόμενη περίοδος: 2 Αυγούστου 2023-31 Οκτωβρίου 2023				Προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδος: 10 Μαΐου 2023- 1 Αυγούστου 2023			
	Πέμπτη περίοδος τήρησης: 2 Αυγούστου-19 Σεπτεμβρίου		Έκτη περίοδος τήρησης: 20 Σεπτεμβρίου-31 Οκτωβρίου		Τρίτη περίοδος τήρησης		Τέταρτη περίοδος τήρησης	
MRO	4,37	(+0,49)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)	3,88	(+0,61)
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	4,62	(+0,49)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)	4,13	(+0,61)
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	3,87	(+0,49)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,38	(+0,61)
€STR	3,767	(+0,492)	3,652	(+0,251)	3,901	(+0,249)	3,275	(+0,607)
RepoFunds Rate Euro Index	3,797	(+0,529)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)	3,267	(+0,607)

Πηγές: EKT, CME Group και Bloomberg.

Σημειώσεις: Εντός παρενθέσεων, η μεταβολή σε ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο ή περίοδο τήρησης. Το €STR είναι το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο του ευρώ.

Χορήγηση ρευστότητας μέσω των εργαλείων νομισματικής πολιτικής

Το μέσο ύψος της ρευστότητας που χορηγήθηκε μέσω των εργαλείων νομισματικής πολιτικής μειώθηκε κατά 406,7 δισεκ. ευρώ σε 5.359,5 δισεκ. ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο (Διάγραμμα Α). Η μείωση της ρευστότητας προήλθε πρωτίστως από τη μείωση των πιστοδοτικών πράξεων.

Το μέσο ύψος της ρευστότητας που χορηγήθηκε μέσω πιστοδοτικών πράξεων μειώθηκε κατά 329,3 δισεκ. ευρώ σε 568,2 δισεκ. ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Η μείωση αυτή αντανάκλα εν πολλοίς την υποχώρηση των υπολοίπων των πράξεων TLTRO III λόγω (α) της λήξης της πέμπτης πράξης στο πλαίσιο των TLTRO III (66,7 δισεκ. ευρώ) και των πρόωρων αποπληρωμών, στις 27 Σεπτεμβρίου, ποσών που είχαν αντληθεί μέσω άλλων TLTRO (34,2 δισεκ. ευρώ) και (β) της λήξης της τέταρτης πράξης στο πλαίσιο των TLTRO III (476,8 δισεκ. ευρώ) και των πρόωρων αποπληρωμών, στις 28 Ιουνίου, ποσών που είχαν αντληθεί μέσω άλλων TLTRO (29,5 δισεκ. ευρώ), που εξακολουθούσαν να επηρεάζουν το μέσο επίπεδο των πιστοδοτικών πράξεων κατά την προηγούμενη εξεταζόμενη περίοδο. Καθώς αυξήθηκαν κατά μέσο όρο κατά 0,5 δισεκ. ευρώ και κατά 4,3 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα, οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών μηνών αντιστάθμισαν μόνο ένα μικρό μέρος της ρευστότητας που απορροφήθηκε από τις αποπληρωμές των πράξεων TLTRO III. Οι περιορισμένες αυξήσεις αυτών των πράξεων αντανακλούν τις άνετες συνθήκες ρευστότητας των τραπεζών καθώς και τη διαθεσιμότητα εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης.

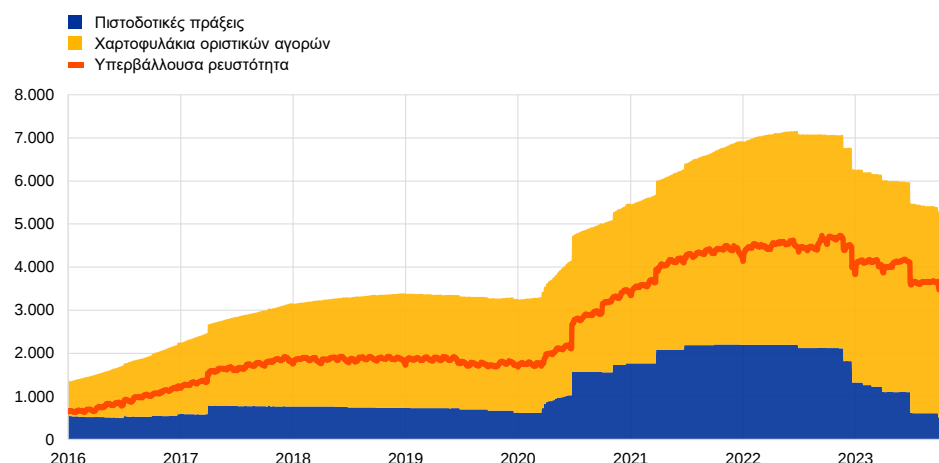
Το μέσο ύψος της ρευστότητας που χορηγήθηκε μέσω των τίτλων που διακρατούνται στα χαρτοφυλάκια οριστικών αγορών μειώθηκε κατά 77,3 δισεκ. ευρώ την εξεταζόμενη περίοδο. Η μείωση αυτή οφειλόταν στον τερματισμό, από την 1η Ιουλίου 2023, των επανεπενδύσεων του προϊόντος της εξόφλησης τίτλων κατά τη λήξη τους στο πλαίσιο του APP. Όσον αφορά το έκτακτο προγράμμα

αγοράς στοιχείων ενεργητικού λόγω της πανδημίας, τα ποσά κεφαλαίου από την εξόφληση των τίτλων που έληγαν έχουν επανεπενδυθεί στο ακέραιο αφότου τερματίστηκαν οι καθαρές αγορές τίτλων στο τέλος Μαρτίου 2022.²

Διάγραμμα Α

Μεταβολές στη ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς και στην υπερβάλλουσα ρευστότητα

(δισεκ. ευρώ)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: 31 Οκτωβρίου 2023.

Υπερβάλλουσα ρευστότητα

Η μέση υπερβάλλουσα ρευστότητα μειώθηκε κατά 305,3 δισεκ. ευρώ σε 3.624,5 δισεκ. ευρώ (Διάγραμμα Α). Η υπερβάλλουσα ρευστότητα αποτελεί το άθροισμα των αποθεματικών των τραπεζών πέραν των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών και της προσφυγής στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων μείον την προσφυγή στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης. Αντανακλά τη διαφορά μεταξύ της συνολικής ρευστότητας που χορηγείται στο τραπεζικό σύστημα και των αναγκών των τραπεζών σε ρευστότητα για την κάλυψη των ελάχιστων αποθεματικών. Αφότου κορυφώθηκε σε 4,748 δισεκ. ευρώ τον Νοέμβριο του 2022, η μέση υπερβάλλουσα ρευστότητα βαίνει σταθερά μειούμενη, κυρίως λόγω των πράξεων που λήγουν και των πρόωρων αποπληρωμών στο πλαίσιο των TLTRO III. Ο τερματισμός των επανεπενδύσεων στο πλαίσιο του APP από την 1η Ιουλίου 2023 έχει επίσης συμβάλει στην εν λόγω μείωση.

Εξελίξεις στα επιτόκια

Το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο του ευρώ (€STR) αυξήθηκε κατά 47,8 μονάδες βάσης, από 3,404% την 1η Αυγούστου, τελευταία ημέρα της προηγούμενης

² Οι τίτλοι που διακρατούνται στα χαρτοφυλάκια οριστικών αγορών τηρούνται στο αναπόσβεστο κόστος και αποτιμώνται εκ νέου στο τέλος κάθε τριμήνου, γεγονός που επίσης επιδρά στους συνολικούς μέσους όρους και στις μεταβολές στα χαρτοφυλάκια οριστικών αγορών.

εξεταζόμενης περιόδου, σε 3,882% στις 31 Οκτωβρίου, τελευταία ημέρα της τρέχουσας εξεταζόμενης περιόδου, αντανakλώντας τις αυξήσεις των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ.³ Η μετακύλιση των αυξήσεων των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ που τέθηκαν σε ισχύ τον Αύγουστο και τον Σεπτέμβριο του 2023 στα επιτόκια μίας ημέρας της αγοράς χρήματος χωρίς παροχή ασφάλειας υπήρξε άμεση και πλήρης. Οι επιδράσεις τέλους τριμήνου και τέλους μηνός στο επιτόκιο €STR ήταν ελαφρώς πιο έντονες τον Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο. Το γεγονός αυτό δύναται να αποδοθεί στις προσπάθειες των τραπεζών να βελτιστοποιήσουν τη βάση ελάχιστων αποθεματικών τους, προκειμένου να μειώσουν τα απαιτούμενα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά τους κατά την έβδομη και την όγδοη περίοδο τήρησης του 2023 αντίστοιχα. Το επιτόκιο €STR κυμαινόταν στις 12 και 11,8 μονάδες βάσης κάτω από το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο τέλος Σεπτεμβρίου και Οκτωβρίου αντίστοιχα, το οποίο αντιπροσωπεύει ελαφρά αύξηση σε σχέση με τη μέση διαφορά των 10,8 μονάδων βάσης για τα τέλη τριμήνου και τα τέλη μηνός το 2023.

Το μέσο επιτόκιο των συμφωνιών επαναγοράς στη ζώνη του ευρώ, όπως μετρείται βάσει του δείκτη RepoFunds Rate Euro Index, αυξήθηκε κατά 49,6 μονάδες βάσης, από 3,438% την 1η Αυγούστου σε 3,934% στις 31 Οκτωβρίου. Όπως συνέβη και με την αγορά χρήματος χωρίς παροχή ασφάλειας, η μετακύλιση των αυξήσεων των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ στην αγορά χρήματος με παροχή ασφάλειας υπήρξε άμεση και πλήρης. Η λειτουργία της αγοράς συμβολαίων επαναγοράς παρέμεινε ομαλή λόγω μιας σειράς παραγόντων, συμπεριλαμβανομένων των αυξημένων καθαρών εκδόσεων από την αρχή του έτους και της απελευθέρωσης χορηγηθεισών εξασφαλίσεων ως αποτέλεσμα της λήξης πράξεων TLTRO, όπως επίσης και της μείωσης του υπολοίπου του χαρτοφυλακίου APP.

³ Το επιτόκιο στις 31 Οκτωβρίου επηρεάστηκε από τις επιδράσεις τέλους μηνός εκείνο τον μήνα.

Καθαρό εισόδημα νοικοκυριών και επιχειρήσεων από τόκους¹

Gabe de Bondt, Georgi Krustev, Michal Slavik και Mika Tujula

Το παρόν πλαίσιο επικεντρώνεται στην εξέλιξη του καθαρού εισοδήματος νοικοκυριών και επιχειρήσεων από τόκους εν μέσω ανόδου των επιτοκίων.

Μετά από μια δεκαετία χαμηλών επιτοκίων, η ΕΚΤ ξεκίνησε μια σειρά αυξήσεων στα επιτόκια πολιτικής τον Ιούλιο του 2022. Οι μεταβολές των επιτοκίων πολιτικής επηρεάζουν τα εισπραττόμενα επιτόκια επί τοκοφόρων τοποθετήσεων, λ.χ. των τραπεζικών καταθέσεων, καθώς και τα καταβαλλόμενα επιτόκια επί τοκοφόρων υποχρεώσεων, λ.χ. δανείων και ομολόγων. Τα επιτόκια αυτά επηρεάζουν με τη σειρά τους το εισόδημα από τόκους που εισπράττεται και καταβάλλεται από νοικοκυριά και επιχειρήσεις, ενώ άλλοι παράγοντες που το επηρεάζουν είναι το ύψος, η εναπομένουσα διάρκεια και το χρονικό διάστημα μέχρι την ανατιμολόγηση των τοκοφόρων απαιτήσεων και υποχρεώσεών τους. Το καθαρό εισόδημα από τόκους, δηλαδή οι εισπραχθέντες τόκοι μείον τους καταβληθέντες τόκους, αποτυπώνουν έναν άμεσο δίαυλο μετάδοσης των μεταβολών των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ στους αποταμιευτές και στους δανειολήπτες μέσω των επιτοκίων των απαιτήσεων και των υποχρεώσεών τους.² Αυτός ο δίαυλος λειτουργεί επιπρόσθετα προς τα κίνητρα που παρέχουν τα προσφερόμενα επιτόκια νέων δανείων και αποταμιευτικών προϊόντων, καθώς και προς άλλους διαύλους μετάδοσης που επηρεάζουν τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις αλλά δεν εμπίπτουν στο αντικείμενο του παρόντος πλαισίου.³

Τα τελευταία χρόνια τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις είχαν αρνητικό καθαρό εισόδημα από τόκους σε επίπεδο συνόλου ζώνης του ευρώ. Ομοίως, τομέας όπως ο “τομέας της γενικής κυβέρνησης” και, σε πολύ μικρότερο βαθμό, ο “υπόλοιπος κόσμος” κατέγραψαν επίσης αρνητικό καθαρό εισόδημα από τόκους. Αντίθετα, οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις κατέγραψαν υψηλό θετικό καθαρό

¹ Το κείμενο αυτό επικαιροποιήθηκε στις 30.1.2024 με την απαλοιφή του κειμένου που αφορούσε τις εξελίξεις στο καθαρό εισόδημα από τόκους για τα νοικοκυριά στην Ισπανία. Στην προηγούμενη μορφή του κειμένου το Διάγραμμα Γ περιείχε ένα σφάλμα αναφορικά με τα ισπανικά νοικοκυριά, που είχε ως συνέπεια την υπερεκτίμηση των εξελίξεων στην Ισπανία.

² Το παρόν πλαίσιο επικεντρώνεται στο καθαρό εισόδημα από τόκους πριν από την κατανομή των υπηρεσιών χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης που μετρούνται έμμεσα (ΥΧΔΜΕ), καθώς αυτό αποτυπώνει ακριβέστερα τα όντως ισχύοντα επιτόκια των δανείων και καταθέσεων. Αντιθέτως, το καθαρό εισόδημα από τόκους στους εθνικούς λογαριασμούς καταγράφεται μετά την κατανομή των ΥΧΔΜΕ, δηλαδή οι δαπάνες για τόκους και το εισόδημα από τόκους υπολογίζονται όπως εάν οι καταθέσεις και τα δάνεια εκτοκίζονταν με βάση ένα επιτόκιο αναφοράς ή με το διατραπεζικό επιτόκιο αναχρηματοδότησης. Οι ΥΧΔΜΕ χρησιμοποιούνται στους εθνικούς λογαριασμούς για τον υπολογισμό της αξίας των υπηρεσιών διαμεσολάβησης που παρέχονται από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και για τις οποίες δεν προβλέπονται ρητές χρεώσεις. Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. Κεφάλαιο 14 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 549/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Μαΐου 2013, για το ευρωπαϊκό σύστημα εθνικών και περιφερειακών λογαριασμών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ L 174 της 26.6.2013, σελ. 1), και “Household Income”, *Economic Outlook*, INSEE, 15 Δεκεμβρίου 2022.

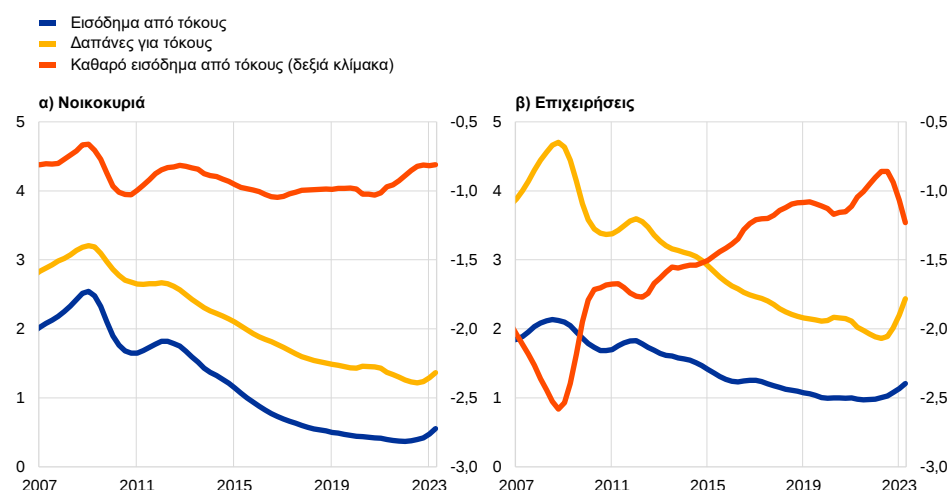
³ Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το θέμα αυτό, βλ. το πλαίσιο με τίτλο “Χαμηλά επιτόκια και καθαρά έσοδα των νοικοκυριών από τόκους”, Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 4, ΕΚΤ, 2016. Για μια περιγραφή των κύριων διαύλων μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, βλ. Lane, P. R., “The banking channel of monetary policy tightening in the euro area”, παρατηρήσεις στο Panel Discussion on Banking Solvency and Monetary Policy, NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop, 12 Ιουλίου 2023.

εισόδημα από τόκους. Από το 2007 και εξής οι δαπάνες για τόκους υπερβαίνουν το εισόδημα από τόκους κατά ένα ποσοστό έως και 1% του ΑΕΠ για τα νοικοκυριά και έως και 2,5% για τις επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ (Διάγραμμα Α). Η προσαρμογή του καθαρού εισοδήματος από τόκους κατά τη διάρκεια του τελευταίου κύκλου ανόδου των επιτοκίων της ΕΚΤ διαφέρει μεταξύ των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Το καθαρό εισόδημα των επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ από τόκους ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε κατά 0,3 της ποσοστιαίας μονάδας σε σχέση με το τέλος του 2021, ενώ το καθαρό εισόδημα των νοικοκυριών από τόκους αυξήθηκε κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας. Αυτή η αντίρροπη εξέλιξη αντανακλά την πιο σταδιακή ανατιμολόγηση των τόκων που καταβάλλουν τα νοικοκυριά για τα υπόλοιπα των δανείων τους σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις, η οποία σχετίζεται εν πολλοίς με το ότι τα δάνεια προς τα νοικοκυριά είναι σε μεγαλύτερο ποσοστό σταθερού επιτοκίου.⁴

Διάγραμμα Α

Εισόδημα από τόκους, δαπάνες για τόκους και καθαρό εισόδημα από τόκους νοικοκυριών και επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ

(ροές τεσσάρων τριμήνων ως ποσοστό του ονομαστικού ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος)



Πηγές: Eurostat και ΕΚΤ, τριμηνιαίοι τομεακοί λογαριασμοί, και υπολογισμοί των συγγραφέων.
Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: β' τρίμηνο του 2023.

Η διαφορά μεταξύ του εισπραχθέντος εισοδήματος από τόκους επί απαιτήσεων και των δαπανών για τόκους από υποχρεώσεις είναι σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας του καθαρού εισοδήματος. Παρότι η καθαρή θέση των νοικοκυριών είναι σε ονομαστικούς όρους θετική, το αρνητικό καθαρό εισόδημά τους από τόκους σε επίπεδο συνόλου ζώνης του ευρώ δείχνει ότι το μέσο επιτόκιο που καταβάλλουν για τα υπόλοιπα των δανείων τους είναι υψηλότερο από το μέσο επιτόκιο που ισχύει για τις υφιστάμενες καταθέσεις τους λόγω των υπηρεσιών μετασχηματισμού ληκτότητας που παρέχουν οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και των συναφών περιθωρίων χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης (Διάγραμμα Β). Όσον αφορά τη δυναμική, από το τέλος του 2021 και εξής το καθαρό εισόδημα από τόκους των νοικοκυριών της ζώνης του ευρώ έχει επηρεαστεί θετικά από τη

⁴ Για το ποσοστό των δανείων σταθερού επιτοκίου προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ, βλ. Lane, P. R., ό.π.

σταδιακή αναπροσαρμογή των επιτοκίων επί των ανεξόφλητων υπολοίπων στεγαστικών δανείων λόγω της μεγαλύτερης διάρκειάς τους. Και αυτό παρά την παρατηρούμενη ταχεία αύξηση των επιτοκίων στα νέα στεγαστικά δάνεια. Παρότι τα νοικοκυριά ανακατανέμουν ενεργά τα χαρτοφυλάκιά τους με στροφή προς τις προθεσμιακές καταθέσεις και τα χρεόγραφα, το εισόδημα από τόκους περιορίστηκε λόγω του μεγάλου όγκου των αποταμιεύσεων που τηρούνται σε καταθέσεις μίας ημέρας. Αυτές τείνουν να έχουν χαμηλότερες αποδόσεις και να επηρεάζονται λιγότερο από τις μεταβολές των επιτοκίων πολιτικής. Το επιτόκιο που προκύπτει από το εισόδημα από τόκους των νοικοκυριών ακολουθεί παρόμοια πορεία με το μεσοσταθμικό επιτόκιο των καταθέσεων των νοικοκυριών. Συγκρίσιμη εικόνα εμφανίζουν τα επιτόκια που καταβάλλουν και εισπράττουν οι επιχειρήσεις, αν και το επιτόκιο που προκύπτει από το εισόδημα από τόκους είναι πολύ υψηλότερο από το μεσοσταθμικό επιτόκιο των υφιστάμενων καταθέσεων. Οι καταθέσεις αυτές αντιπροσωπεύουν μόνο το 1/3 περίπου των τοκοφόρων τοποθετήσεων των επιχειρήσεων και στην πλειονότητά τους συνδέονται με ενδοομιλικά δάνεια με υψηλότερες αποδόσεις.

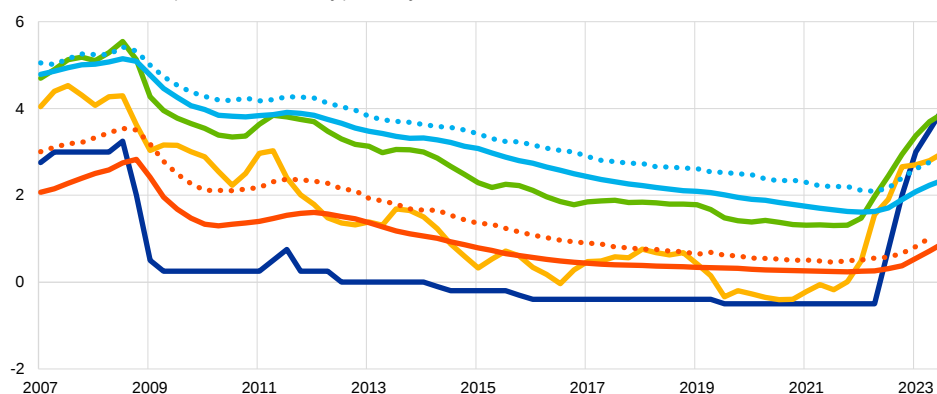
Διάγραμμα Β

Επιτόκια καταθέσεων και δανείων προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ

α) Νοικοκυριά

(ποσοστά % ετησίως)

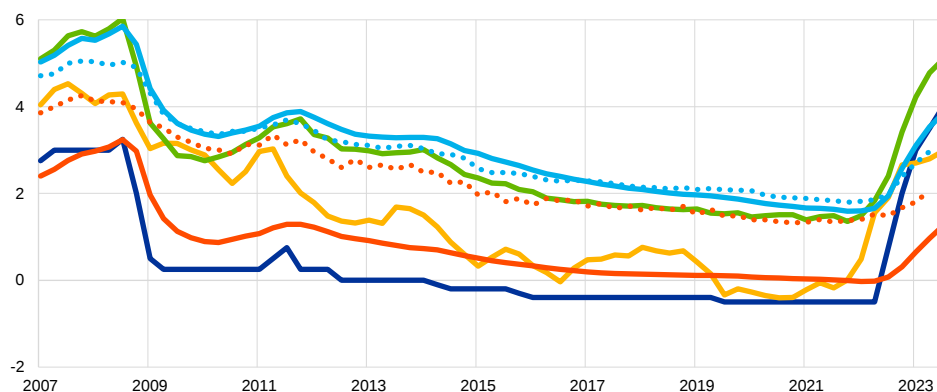
- Επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ
- Δεκαετές επιτόκιο συμφωνιών ανταλλαγής επί του δείκτη μίας ημέρας (OIS)
- Σύνθετος δείκτης επιτοκίων υφιστάμενων καταθέσεων
- Δείκτης κόστους δανεισμού για αγορά κατοικίας
- Μεσοσταθμικό επιτόκιο ανεξόφλητων στεγαστικών δανείων
- Επιτόκιο που προκύπτει από εισόδημα από τόκους
- Επιτόκιο που προκύπτει από δαπάνες για τόκους



β) Επιχειρήσεις

(ποσοστά % ετησίως)

- Επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ
- Δεκαετές επιτόκιο συμφωνιών ανταλλαγής επί του δείκτη μίας ημέρας (OIS)
- Σύνθετος δείκτης επιτοκίων υφιστάμενων καταθέσεων
- Δείκτης κόστους δανεισμού
- Μεσοσταθμικό επιτόκιο ανεξόφλητων δανείων
- Επιτόκιο που προκύπτει από εισόδημα από τόκους
- Επιτόκιο που προκύπτει από δαπάνες για τόκους



Πηγές: Eurostat και ΕΚΤ, τριμηνιαίοι τομεακοί λογαριασμοί, στοιχεία για τα επιτόκια των NXI, στοιχεία στατιστικής ισολογισμών (BSI) και υπολογισμοί των συγγραφέων.

Σημειώσεις: Οι πιο πρόσφατες παρατηρήσεις αφορούν το β' τρίμηνο του 2023 για τα επιτόκια που προκύπτουν και το γ' τρίμηνο του 2023 για τους λοιπούς δείκτες. Ο σύνθετος δείκτης επιτοκίων καταθέσεων για τα νοικοκυριά είναι ο σταθμισμένος μέσος όρος των επιτοκίων των καταθέσεων μίας ημέρας, των καταθέσεων προθεσμίας και των καταθέσεων υπό προειδοποίηση. Ο σύνθετος δείκτης επιτοκίων καταθέσεων των επιχειρήσεων είναι ο μέσος όρος των επιτοκίων των καταθέσεων μίας ημέρας, των καταθέσεων προθεσμίας και των συμφωνιών επαναγοράς, σταθμισμένων ως προς τα αντίστοιχα μερίδια τους επί των συνολικών καταθέσεων.

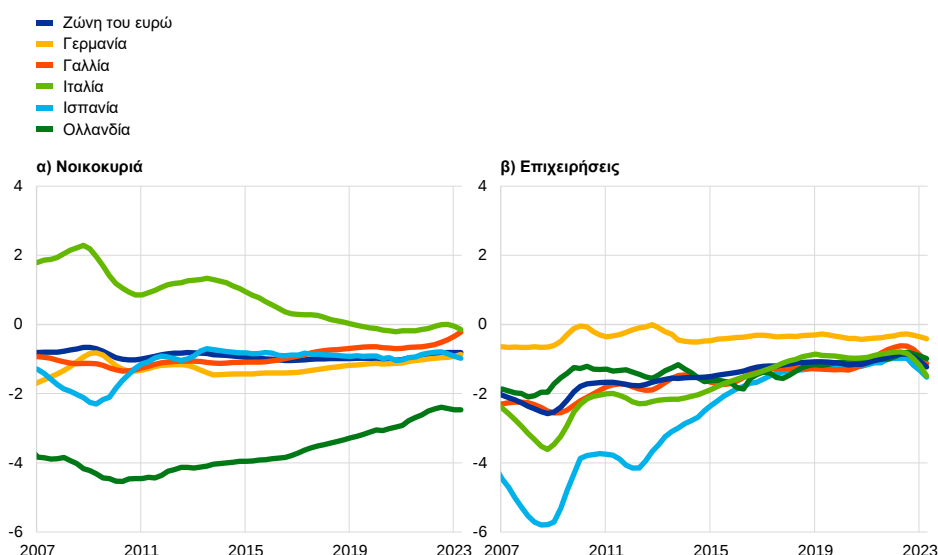
Το καθαρό εισόδημα από τόκους σε επίπεδο ζώνης του ευρώ υποκρύπτει σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών, οι οποίες αντανakλούν κυρίως τη διαφορετική καθαρή θέση των επιμέρους τομέων ως προς τις απαιτήσεις. Από τις πέντε μεγαλύτερες χώρες της ζώνης του ευρώ, το καθαρό εισόδημα από τόκους των νοικοκυριών είναι σημαντικά πιο αρνητικό στην Ολλανδία (Διάγραμμα Γ). Το

2023 το καθαρό εισόδημα από τόκους των νοικοκυριών αντιστοιχούσε σε περίπου -2% του ΑΕΠ στην Ολλανδία, ενώ στις άλλες μεγάλες χώρες της ζώνης του ευρώ το ποσοστό του ήταν σχεδόν μηδενικό. Τα ιταλικά νοικοκυριά βρίσκονται στο άλλο άκρο του φάσματος, με μακροχρόνιο θετικό εισόδημα από τόκους, το οποίο μόνο το 2020 έγινε ελαφρώς αρνητικό. Όσον αφορά τα τελευταία τρίμηνα, το καθαρό εισόδημα από τόκους των νοικοκυριών παρέμεινε σχετικά σταθερό σε όλες τις μεγαλύτερες χώρες της ζώνης του ευρώ. Το καθαρό εισόδημα από τόκους για τις επιχειρήσεις μειώθηκε σε όλες τις χώρες από την έναρξη του κύκλου ανόδου των επιτοκίων το 2022, αντανακλώντας τον μεγάλο όγκο εταιρικού χρέους με μικρές διάρκειες ή κυμαινόμενα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, αν και με σημαντικές διαφορές από χώρα σε χώρα.

Διάγραμμα Γ

Καθαρό εισόδημα από τόκους στις μεγαλύτερες χώρες της ζώνης του ευρώ

(ροές τεσσάρων τριμήνων ως ποσοστό του ονομαστικού ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος)



Πηγές: Στοιχεία της Eurostat και των τριμηνιαίων τομεακών λογαριασμών της ΕΚΤ και υπολογισμοί των συγγραφέων. Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: β' τρίμηνο του 2023.

Οι καθαρές τοκοφόρες τοποθετήσεις έχουν επίσης συμβάλει σημαντικά στις εξελίξεις του καθαρού εισοδήματος από τόκους και παρουσιάζουν εντυπωσιακή διαφοροποίηση μεταξύ των χωρών.

Για τα νοικοκυριά, οι τοκοφόρες απαιτήσεις υπερβαίνουν τις υποχρεώσεις σε όλες τις μεγαλύτερες χώρες της ζώνης του ευρώ με εξαίρεση την Ολλανδία (Διάγραμμα Δ).⁵ Οι καθαρές τοκοφόρες απαιτήσεις ήταν σταθερά υψηλότερες στην Ιταλία από ό,τι στις άλλες μεγάλες χώρες της ζώνης του ευρώ, αντανακλώντας το χαμηλότερο επίπεδο του χρέους και τις αυξημένες τοποθετήσεις σε τοκοφόρες απαιτήσεις, ιδίως σε χρεόγραφα που εκδίδονται από τον τομέα της γενικής κυβέρνησης. Ωστόσο, οι καθαρές τοκοφόρες απαιτήσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ έχουν μειωθεί στην Ιταλία σε σχέση με το τέλος του 2009. Αυτό αντανάκλα τη μείωση της διακράτησης

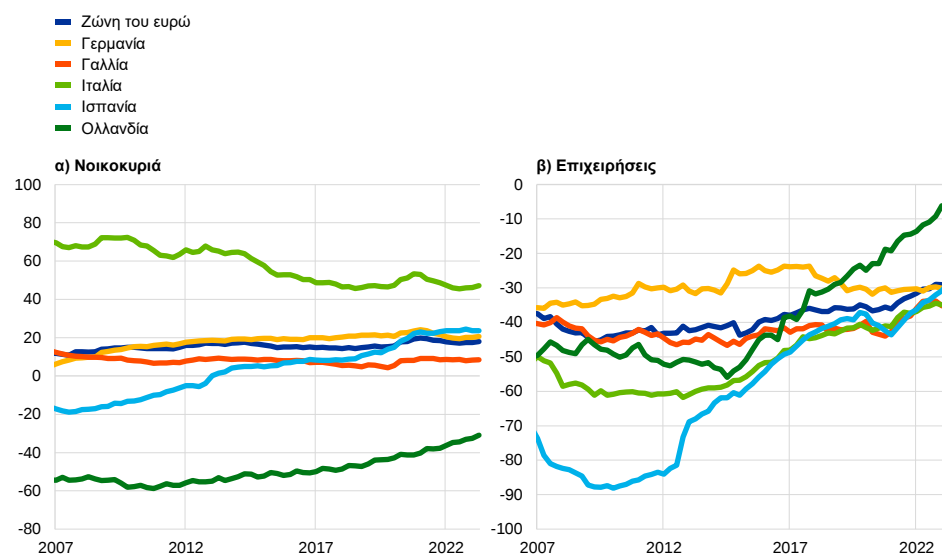
⁵ Εκτός από τις καταθέσεις και τα χρεόγραφα, τα νοικοκυριά μπορούν επίσης να αποταμιεύουν αγοράζοντας μετοχές, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, ασφάλειες ζωής, συνταξιοδοτικά προϊόντα και ακίνητα. Η καθαρή περιουσιακή θέση των νοικοκυριών, δηλαδή η διαφορά μεταξύ των συνολικών απαιτήσεων και των συνολικών δανειακών υποχρεώσεών τους, διαμορφώθηκε σε 420%-607% του ΑΕΠ στις πέντε μεγαλύτερες χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ το β' τρίμηνο του 2023.

χρεογράφων, η οποία εξηγεί τη σύγκλιση του καθαρού εισοδήματος από τόκους προς το σύνολο της ζώνης του ευρώ. Στην Ολλανδία, η προηγούμενη ευρύτατη διάδοση των στεγαστικών δανείων με καταβολή μόνο τόκων εξηγεί γιατί οι υποχρεώσεις υπερβαίνουν τις τοκοφόρες απαιτήσεις και γιατί το καθαρό εισόδημα από τόκους είναι χαμηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Οι καθαρές τοκοφόρες απαιτήσεις έχουν αυξηθεί στην Ισπανία μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, αντανakλώνοντας μείωση της δανειακής επιβάρυνσης, η οποία, σε συνδυασμό με το υψηλό μερίδιο των δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου και τη μείωση των επιτοκίων, οδήγησε σε βελτίωση του καθαρού εισοδήματος από τόκους. Για τις επιχειρήσεις, οι τοκοφόρες υποχρεώσεις υπερτερούν των απαιτήσεων σε όλες τις μεγαλύτερες χώρες της ζώνης του ευρώ. Οι καθαρές τοκοφόρες απαιτήσεις, ως ποσοστό του ΑΕΠ, παρέμειναν σχετικά αμετάβλητες στη Γερμανία και τη Γαλλία κατά την τελευταία δεκαετία, αλλά παρουσίασαν σταθερά ανοδική τάση στην Ισπανία, την Ιταλία και την Ολλανδία. Στην Ισπανία και την Ιταλία, η βελτίωση του καθαρού εισοδήματος από τόκους από το 2012 εξηγείται κυρίως από τη μείωση της δανειακής επιβάρυνσης, σε συνδυασμό με το υψηλό ποσοστό του χρέους κυμαινόμενου επιτοκίου και τα χαμηλότερα επιτόκια.

Διάγραμμα Δ

Καθαρές τοκοφόρες απαιτήσεις στη ζώνη του ευρώ και στις μεγαλύτερες χώρες της ζώνης του ευρώ

(υπόλοιπα ως ποσοστό των ροών τεσσάρων τριμήνων του ονομαστικού ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος)



Πηγές: Στοιχεία της Eurostat και των τριμηνιαίων τομεακών λογαριασμών της ΕΚΤ και υπολογισμοί των συγγραφέων. Σημειώσεις: Οι καθαρές ένογκες απαιτήσεις είναι οι συνολικές τοκοφόρες απαιτήσεις ενός θεσμικού τομέα μείον τις δανειακές υποχρεώσεις του. Οι τοκοφόρες απαιτήσεις περιλαμβάνουν καταθέσεις, άμεσα διακρατούμενα χρεόγραφα και χορηγηθέντα δάνεια. Στην περίπτωση των νοικοκυριών, οι δανειακές υποχρεώσεις περιλαμβάνουν δάνεια που έχουν ληφθεί από όλους τους θεσμικούς τομείς. Για τις επιχειρήσεις, οι δανειακές υποχρεώσεις περιλαμβάνουν επίσης και εκδοθέντα χρεόγραφα. Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: β' τρίμηνο του 2023.

Συνοπτικά, η επίδραση των αυξήσεων των επιτοκίων στο καθαρό εισόδημα από τόκους εξαρτάται από το αν ο θεσμικός τομέας είναι, σε καθαρή βάση, δανειστής ή δανειολήπτης. Τα αυξανόμενα επιτόκια επηρεάζουν αρνητικά τους θεσμικούς τομείς που χρειάζεται να δανειστούν κεφάλαια λόγω του υψηλότερου κόστους χρηματοδότησης. Αντιθέτως, οι καθαροί αποταμιευτές κερδίζουν περισσότερα γιατί μπορούν να επωφεληθούν από τα υψηλότερα επιτόκια επί των

τοποθετήσεών τους. Επιπλέον, οι μεταβολές των επιτοκίων που εισπράττονται και καταβάλλονται επί απαιτήσεων και υποχρεώσεων πραγματοποιούνται σταδιακά, καθώς ανατιμολογούνται τα μέσα κυμαινόμενου επιτοκίου και λήγουν τα υφιστάμενα μέσα σταθερού επιτοκίου. Το καθαρό εισόδημα από τόκους των νοικοκυριών της ζώνης του ευρώ έχει αυξηθεί κατά 0,1% του ΑΕΠ από το τέλος του 2021 και έχει συμβάλει σε ελαφρά ενίσχυση των δαπανών ιδιωτικής κατανάλωσης μέσω της οριακής ροπής προς κατανάλωση που χαρακτηρίζει το εισόδημα από τόκους. Ωστόσο, η θετική του επίδραση στην κατανάλωση ήταν μικρότερη από την αρνητική επίδραση των υψηλότερων επιτοκίων που μεταδίδεται μέσω άλλων διαύλων. Αντιθέτως, το καθαρό εισόδημα των επιχειρήσεων από τόκους έχει μειωθεί κατά 0,3% του ΑΕΠ σε σχέση με το τέλος του 2021, με αποτέλεσμα τη μείωση των επενδύσεων λόγω της ευαισθησίας τους στις ταμειακές ροές.

Η νομισματική δυναμική στη διάρκεια του κύκλου αusterοποίησης της νομισματικής πολιτικής

Ramón Adalid, Max Lampe και Silvia Scopel

Ο κύκλος αυξήσεων των επιτοκίων πολιτικής που ξεκίνησε στα μέσα του 2022 ώθησε τις τράπεζες να αυξήσουν τα επιτόκια καταθέσεων που προσφέρουν.

Μέχρι στιγμής, η ΕΚΤ έχει αυξήσει τα τρία βασικά επιτόκια της κατά 450 μονάδες βάσης στη διάρκεια του κύκλου αusterοποίησης. Σε σύγκριση με τα επίπεδα που παρατηρούνταν στο τέλος Μαΐου του 2022, λίγο πριν ανακοινωθεί η πρόθεση αύξησης των επιτοκίων στη συνέντευξη τύπου του Ιουνίου, τα επιτόκια των νέων προθεσμιακών καταθέσεων έχουν αυξηθεί κατά 372 μονάδες βάσης και τα επιτόκια των καταθέσεων μίας ημέρας κατά 50 μονάδες βάσης.

Πάντως, συγκρινόμενα με τα επιτόκια πολιτικής, τα επιτόκια καταθέσεων υπολείπονται κάπως σε σχέση με τις ιστορικές κανονικότητες, ιδίως για τα νοικοκυριά, και κυρίως για τις καταθέσεις τους με διάρκεια μίας ημέρας. Όταν τα επιτόκια είναι θετικά, η απόδοση των προθεσμιακών καταθέσεων τείνει να ακολουθεί στενά το επιτόκιο πολιτικής.¹ Τον Οκτώβριο του 2023 το ετήσιο επιτόκιο που προσφερόταν στις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά της ζώνης του ευρώ για νέες προθεσμιακές καταθέσεις διάρκειας έως δύο έτη ήταν κατά μέσο όρο 3,70% και 3,27% αντίστοιχα, το οποίο συνεπάγεται διαφορές -30 και -73 μονάδων βάσης αντίστοιχα έναντι του επιτοκίου πολιτικής. Τον Οκτώβριο η διαφορά για τις προθεσμιακές καταθέσεις των επιχειρήσεων ήταν εντός του ιστορικού εύρους, ενώ για τις προθεσμιακές καταθέσεις των νοικοκυριών ήταν κάπως μεγαλύτερη αλλά όχι πρωτοφανής, καθώς ήταν παρόμοια με τη διαφορά που καταγραφόταν στις αρχές του 2001, στην κορύφωση του κύκλου αusterοποίησης του 2000-01. Σε αντίθεση με τις προθεσμιακές καταθέσεις, η απόδοση των καταθέσεων μίας ημέρας παραμένει συνήθως πολύ χαμηλότερη από το επιτόκιο πολιτικής όταν τα επιτόκια βρίσκονται πολύ πάνω από το μηδέν, αντισταθμίζοντας τις υπηρεσίες πληρωμών και ρευστότητας ή άλλες διευκολύνσεις που προσφέρουν οι καταθέσεις όψεως (Διάγραμμα Α (α)).² Επίσης, η απόδοσή τους μεταβάλλεται αργά, με αποτέλεσμα η διαφορά που προκύπτει έναντι του επιτοκίου πολιτικής να τείνει να διευρύνεται στη διάρκεια κύκλων αusterοποίησης. Η διεύρυνση της διαφοράς αυτής συνάδει με την άποψη ότι το υψηλό κόστος αλλαγής τράπεζας αυξάνει την ισχύ των τραπεζών στην αγορά, ιδίως στο τμήμα των καταθέσεων όψεως.³ Τον Οκτώβριο του 2023 οι

¹ Το επιτόκιο πολιτικής είναι το επιτόκιο μέσω του οποίου μια κεντρική τράπεζα σηματοδοτεί την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης χρησίμευε ως το επιτόκιο αναφοράς για τον υπολογισμό των διαφορών έναντι των επιτοκίων καταθέσεων κατά την πρώτη δεκαετία του ευρώ, καθώς, σε ένα περιβάλλον εξαιρετικά χαμηλών επιπέδων υπερβάλλουσας ρευστότητας, το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης ήταν το βασικό σημείο αναφοράς για τα επιτόκια της αγοράς. Αντίθετα, για το μεγαλύτερο μέρος της προηγούμενης δεκαετίας το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων έγινε το βασικό σημείο αναφοράς για τα επιτόκια της αγοράς στο ισχύον περιβάλλον άφθονης υπερβάλλουσας ρευστότητας. Αντίστοιχα, ο υπολογισμός των διαφορών έναντι των επιτοκίων καταθέσεων κατά την περίοδο εκείνη γινόταν με βάση αυτό το επιτόκιο.

² Βλ. Drechsler, I., Savov, A. and Schnabl, P., "The deposits channel of monetary policy", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 132, No 4, 2017, 1819-1876.

³ Βλ. Polo, A., "Imperfect pass-through to deposit rates and monetary policy transmission", *Staff Working Paper*, No 933, Bank of England, 2021.

καταθέσεις όψεως προσέφεραν σημαντικά μεγαλύτερη αρνητική διαφορά σε σχέση με την περίοδο 2007-08, όταν τα επιτόκια σταθεροποιήθηκαν στην κορύφωση του κύκλου αυξήσεων, αλλά μικρότερη σε σύγκριση με το ανώτατο σημείο όπου είχαν φθάσει στον κύκλο του 2000. Ωστόσο, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι η απόδοση των καταθέσεων την περίοδο 2007-08 ενδέχεται να ενισχύθηκε εν μέρει και από τις ανάγκες ρευστότητας των τραπεζών, καθώς είχε αρχίσει να εκδηλώνεται η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Αντίστοιχα, η δυναμική κατά τον τρέχοντα κύκλο φαίνεται επίσης να επηρεάζεται εν μέρει από τις χαμηλές χρηματοδοτικές ανάγκες των τραπεζών υπό συνθήκες υποτονικών χορηγήσεων και χαμηλότερου ανταγωνισμού σε ορισμένα τμήματα της αγοράς καταθέσεων.⁴

Οι σωρευτικές μεταβολές των επιτοκίων καταθέσεων ήταν σχετικά μικρές, εν μέρει επειδή τα επιτόκια καταθέσεων ήταν υψηλότερα από το επιτόκιο πολιτικής κατά την περίοδο αρνητικών επιτοκίων που προηγήθηκε του τρέχοντος κύκλου, αλλά και λόγω της σαφώς ασθενέστερης μετάδοσης στα επιτόκια των καταθέσεων μίας ημέρας των νοικοκυριών. Ο λόγος της αύξησης των επιτοκίων καταθέσεων προς την αύξηση των επιτοκίων πολιτικής είναι ένας ευρέως χρησιμοποιούμενος δείκτης για τη σύγκριση του βαθμού μετακύλισης των επιτοκίων πολιτικής στα επιτόκια καταθέσεων μεταξύ των διαφόρων κύκλων αυστηροποίησης. Ο λόγος αυτός αναφέρεται συνήθως ως ο συντελεστής βήτα των καταθέσεων (deposit beta). Ωστόσο, ο δείκτης αυτός είναι ευαίσθητος στο αρχικό επίπεδο, ιδίως αν η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου καταθέσεων και του επιτοκίου πολιτικής τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή διαφέρει σε σχέση με την ιστορική κανονικότητα. Αυτό ακριβώς συνέβη και στην αρχή του τρέχοντος κύκλου αυστηροποίησης, καθώς στα μέσα του 2022 οι διαφορές μεταξύ επιτοκίων καταθέσεων και επιτοκίων πολιτικής ήταν αρνητικές (Διάγραμμα Α (α), δεξιά γραφήματα). Αυτές οι ανεστραμμένες διαφορές των επιτοκίων καταθέσεων αντανακλούν το γεγονός ότι οι τράπεζες ήταν απρόθυμες να μετακυλίσουν τα αρνητικά επιτόκια στους καταθέτες λιανικής εξαιτίας νομικών ζητημάτων και κινδύνων δικαστικής διένεξης ή ανησυχιών για απόσυρση καταθέσεων.⁵ Το τέλος της περιόδου αρνητικών και εξαιρετικά χαμηλών επιτοκίων επέτρεψε στις διαφορές μεταξύ του επιτοκίου πολιτικής και των επιτοκίων καταθέσεων να επανέλθουν στις ιστορικές κανονικότητες, σηματοδοτώντας μια περίοδο κατά την οποία οι αυξήσεις των επιτοκίων πολιτικής συνοδεύονταν από ελάχιστες μόνο αυξήσεις των επιτοκίων καταθέσεων. Για τον λόγο αυτό, είναι σημαντικό να εξαιρεθεί η περίοδος των χαμηλών επιτοκίων πολιτικής κατά τη χρήση των συντελεστών βήτα των καταθέσεων για τη σύγκριση του βαθμού μετακύλισης στα επιτόκια καταθέσεων σε σχέση με παλαιότερα επεισόδια. Για παράδειγμα, θα μπορούσε να εξαιρεθεί η περίοδος κατά την οποία το επιτόκιο πολιτικής ήταν κάτω του 2%, δηλ. του επιπέδου στην αρχή του προηγούμενου κύκλου αυστηροποίησης. Με τον τρόπο αυτό, οι συντελεστές βήτα των καταθέσεων αυξάνονται για το σύνολο των καταθέσεων μίας ημέρας, αλλά και για τις καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών. Το γεγονός ότι το μερίδιο των καταθέσεων μίας ημέρας στις συνολικές καταθέσεις των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών είναι πλέον υψηλότερο από ό,τι στο παρελθόν είναι άλλος ένας

⁴ Βλ. Mayordomo, S. and Roibás, I., “[The pass-through of market interest rates to bank interest rates](#)”, *Documentos Ocasionales*, No 2312, Banco de España, 2023.

⁵ Βλ. το άρθρο “[Negative rates and the transmission of monetary policy](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2020.

παράγοντας που επηρεάζει τους συνολικούς συντελεστές βήτα των καταθέσεων, οι οποίοι σταθμίζουν τις αυξήσεις των επιτοκίων καταθέσεων στις διάφορες κατηγορίες καταθέσεων με βάση τα υφιστάμενα υπόλοιπα (Διάγραμμα Β (β)). Αν σ' αυτόν τον υπολογισμό, που συνδυάζει τις αποδόσεις των καταθέσεων μίας ημέρας και προθεσμίας, χρησιμοποιηθούν τα μερίδια των καταθέσεων από τον κύκλο αυστηροποίησης της περιόδου 2005-07 (αντί για τα τρέχοντα μερίδια), ο συντελεστής βήτα των καταθέσεων που προκύπτει προσεγγίζει αυτόν των προηγούμενων κύκλων αυξήσεων επιτοκίων, παρόλο που εξακολουθεί να είναι κάπως χαμηλότερος (Διάγραμμα Α (β)). Αυτό οφείλεται κυρίως στην ασθενέστερη μετάδοση των αυξήσεων των επιτοκίων πολιτικής στις καταθέσεις μίας ημέρας των νοικοκυριών.

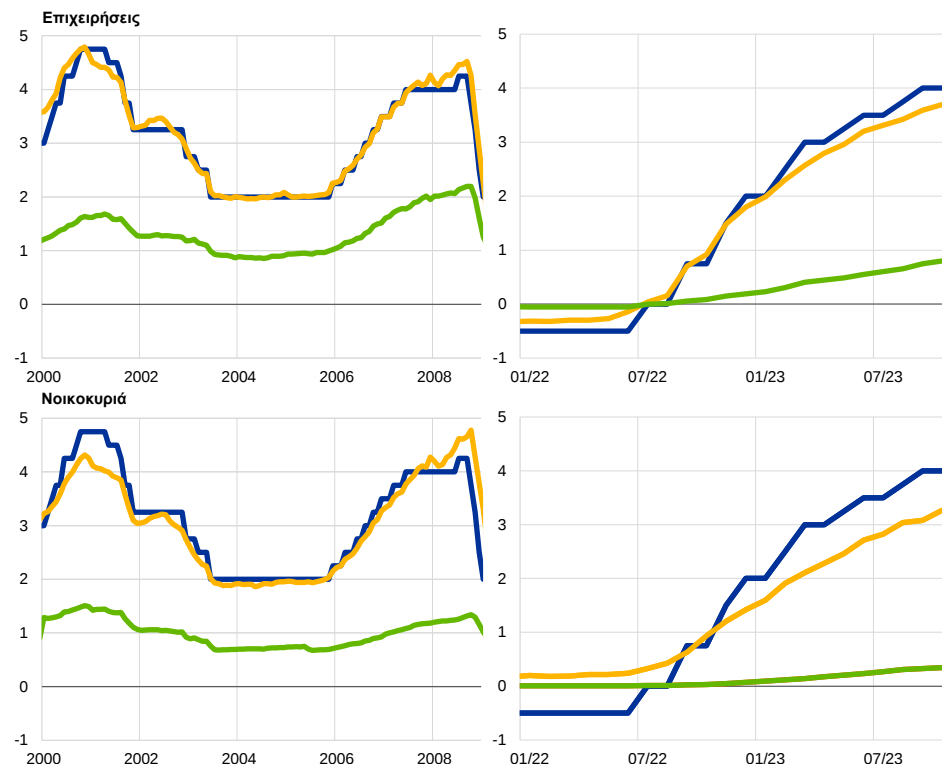
Διάγραμμα Α

Μετακύλιση των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ

α) Επίπεδα επιτοκίων

(ποσοστά % ετησίως)

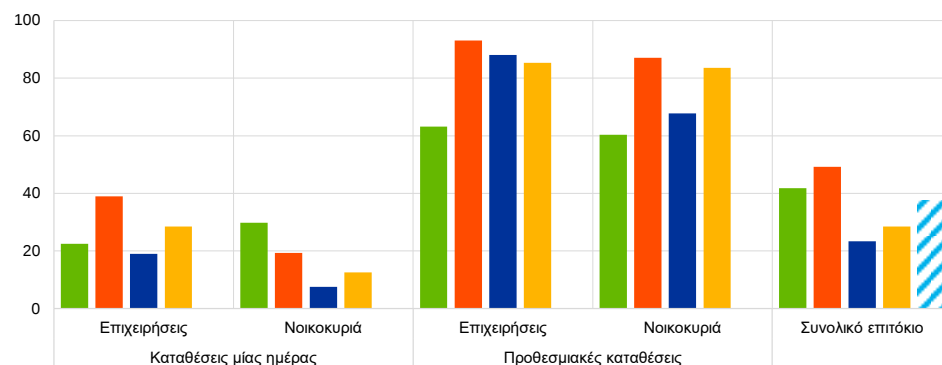
- Σχετικό επιτόκιο πολιτικής της ΕΚΤ
- Προθεσμιακές καταθέσεις
- Καταθέσεις μίας ημέρας



β) Συντελεστές βήτα των καταθέσεων

(ποσοστά %)

- Κύκλος 1999-2000
- Κύκλος 2005-07
- Τρέχων κύκλος
- Τρέχων κύκλος (αφότου το επιτόκιο πολιτικής έφθασε το 2%)
- Τρέχων κύκλος (αφότου το επιτόκιο πολιτικής έφθασε το 2%) με βάση τα μερίδια της περιόδου 2005-07



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Οι προθεσμιακές καταθέσεις αφορούν τα επιτόκια νέων συμβάσεων διάρκειας έως δύο έτη. Οι συντελεστές βήτα των καταθέσεων ορίζονται ως ο λόγος της αύξησης των επιτοκίων καταθέσεων προς την αύξηση των επιτοκίων πολιτικής. Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Οκτώβριος 2023.

Οι αυξημένες αποδόσεις των προθεσμιακών καταθέσεων και των ομολόγων μετά από μια μακρά περίοδο χαμηλών ή αρνητικών επιτοκίων έχει

πυροδοτήσει μετακινήσεις από τις καταθέσεις μίας ημέρας και άλλες χαμηλότοκες καταθέσεις προς τα μέσα αυτά. Κατά την περίοδο χαμηλών

επιτοκίων, το κόστος ευκαιρίας των καταθέσεων μίας ημέρας ήταν πολύ χαμηλό, με συνέπεια τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις να συσσωρεύουν σχεδόν όλα τα νέα τους ρευστά διαθέσιμα σε καταθέσεις μίας ημέρας (Διάγραμμα Β (α)). Η τρέχουσα αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, αλλά και η μετάδοσή της στα επιτόκια καταθέσεων και στις αποδόσεις άλλων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, έχει αυξήσει το κόστος ευκαιρίας των καταθέσεων μίας ημέρας σε επίπεδα παρόμοια με εκείνα που είχαν παρατηρηθεί σε προηγούμενους κύκλους αυξήσεων των επιτοκίων. Το γεγονός αυτό έχει ωθήσει τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά να μεταφέρουν σημαντικό μέρος των ασυνήθιστα υψηλών καταθέσεών τους με διάρκεια μίας ημέρας σε καταθέσεις προθεσμίας και ομόλογα. Το απόθεμα των καταθέσεων μίας ημέρας έχει συρρικνωθεί σε σύγκριση με τα μέσα του 2022, αλλά παραμένει υψηλό σε σχέση με τα ιστορικά δεδομένα. Αυτό ισχύει πολύ περισσότερο για τα νοικοκυριά παρά για τις επιχειρήσεις (Διάγραμμα Β (β)),⁶ γεγονός που ίσως εξηγεί τις υποτονικότερες μετατοπίσεις που παρατηρούνται στις επιχειρηματικές καταθέσεις τα δύο τελευταία τρίμηνα.

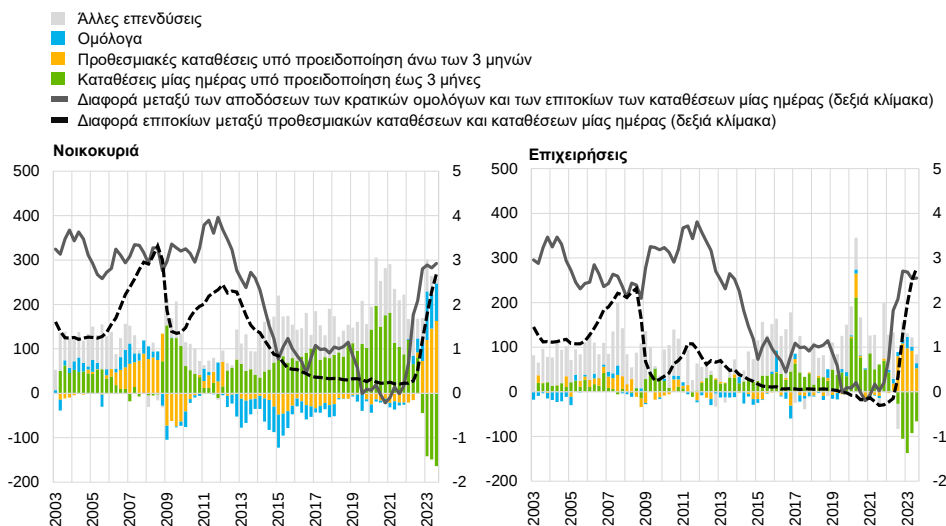
⁶ Το δ' τρίμηνο του 2005 λαμβάνεται ως βάση σύγκρισης, διότι τότε ξεκίνησε ο κύκλος αυστηροποίησης του 2005. Ακόμη και αν η σύγκριση γίνει με τον μέσο όρο μιας μακρότερης περιόδου (όπως στην περίπτωση του Διαγράμματος Α (α), δεξιά γραφήματα), δεν θα άλλαζε το συμπέρασμα ότι το μερίδιο των καταθέσεων μίας ημέρας στο σύνολο των καταθέσεων παραμένει σημαντικά υψηλότερο από ό,τι στο παρελθόν, ιδίως για τον τομέα των νοικοκυριών.

Διάγραμμα Β

Ανακατανομή χαρτοφυλακίων

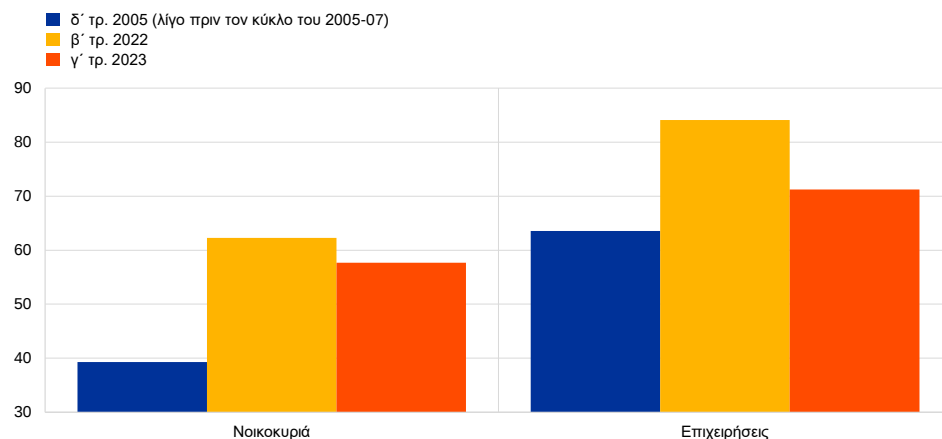
α) Χρηματοοικονομικές επενδύσεις επιχειρήσεων και νοικοκυριών

(αριστερή κλίμακα: τριμηνιαίες ροές, δισεκ. ευρώ, δεξιά κλίμακα: ποσοστιαίες μονάδες)



β) Καταθέσεις μίας ημέρας

(% των συνολικών καταθέσεων)



Πηγή: ΕΚΤ.

Γενικότερα, οι μεταβολές της νομισματικής πολιτικής, εκτός του ότι επηρεάζουν τις αποφάσεις των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων σχετικά με τη διάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους, επιδρούν στη δημιουργία χρήματος με διάφορους τρόπους. Πρώτον, μέσω της δημιουργίας πιστώσεων, καθώς, όταν οι τράπεζες χορηγούν πιστώσεις, αυτό αντανakλάται αμέσως σε αύξηση των υπολοίπων των καταθέσεων των δανειοληπτών, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιήσουν για πληρωμές και άλλες συναλλαγές τους.⁷ Δεύτερον, με παρόμοιο τρόπο, τα υπόλοιπα της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια

⁷ Αυτό δεν σημαίνει ότι οι τράπεζες μπορούν να δημιουργούν απεριόριστες καταθέσεις. Πρώτον, οι καταθέσεις που δημιουργούνται είναι πολύ πιθανόν να καταλήξουν σε άλλες τράπεζες. Δεύτερον, για να χορηγήσουν πιστώσεις, οι τράπεζες πρέπει, μεταξύ άλλων, να λαμβάνουν υπόψη τη γενικότερη χρηματοδοτική τους θέση, τη φερεγγυότητά τους και τον κίνδυνο που ενέχουν τα ανοίγματά τους και να συμμορφώνονται με τους κανονιστικούς περιορισμούς.

αυξάνονται όταν η κεντρική τράπεζα αποκτά στοιχεία ενεργητικού από κατοίκους της ζώνης του ευρώ πλην των τραπεζών, καθώς και όταν μη κάτοικοι αποκτούν αγαθά, υπηρεσίες και χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία από κατοίκους της ζώνης του ευρώ πλην των τραπεζών.⁸ Τέλος, η χρηματοδότηση που λαμβάνουν οι τράπεζες από την κεντρική τράπεζα μπορεί επίσης να οδηγήσει σε δημιουργία χρήματος στον βαθμό που υποκαθιστά τη χρηματοδότηση μέσω έκδοσης ομολόγων, με αποτέλεσμα να απελευθερώνονται κεφάλαια τα οποία οι καταθέτες μπορούν να διατηρήσουν στους λογαριασμούς τους.

Η τρέχουσα αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής έχει αποδυναμώσει τη δημιουργία χρήματος με την ευρεία έννοια, ωθώντας τη σε αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής που έχουν φθάσει σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο. Από την έναρξη του τρέχοντος κύκλου αυστηροποίησης, τα υψηλότερα επιτόκια έχουν συμβάλει στη σημαντική υποχώρηση τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς δανείων. Το γεγονός αυτό έχει μειώσει δραστικά τους όγκους των πιστώσεων, οι οποίες αποτελούν μια παραδοσιακή πηγή δημιουργίας χρήματος. Επιπλέον, η συρρίκνωση του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος έχει ενισχύσει τον ρυθμό μείωσης της προσφοράς πιστώσεων και έχει άμεση συσταλτική επίδραση στο M3 μέσω δύο διαύλων: (α) των αποπληρωμών των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO), οι οποίες δίνουν κίνητρο στις τράπεζες να εκδίδουν μακροπρόθεσμα ομόλογα, μειώνοντας έτσι τα υπόλοιπα της ποσότητας χρήματος καθώς οι καταθέτες αποκτούν αυτά τα ομόλογα, και (β) της σταδιακής εξόφλησης των τίτλων που αποκτήθηκαν στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς στοιχείων του ενεργητικού (APP), η οποία θέτει ποσότητες χρήματος εκτός κυκλοφορίας.⁹ Ως εκ τούτου, η συμβολή των δανείων προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά στην ετήσια μεταβολή του M3 σχεδόν μηδενίστηκε τον Οκτώβριο του 2023 από 4 ποσοστιαίες μονάδες στα μέσα του 2022, ενώ η έκδοση τραπεζικών ομολόγων έχει επί του παρόντος αρνητική συμβολή γύρω στη μιάμιση ποσοστιαία μονάδα. Η άμεση συμβολή των αγορών του Ευρωσυστήματος έγινε αρνητική και διαμορφώθηκε από σχεδόν 6 ποσοστιαίες μονάδες στις αρχές του 2022 σε -1 ποσοστιαία μονάδα τον Οκτώβριο του 2023. Η εξέλιξη αυτή όμως αντισταθμίστηκε σε μεγάλο βαθμό με αγορές κρατικών ομολόγων από ξένους επενδυτές, παρόλο που αυτή τη στιγμή οι αγορές ομολόγων από τα νοικοκυριά έχουν ελαφρά δυσμενή επίδραση στη νομισματική δυναμική. Η ανάκαμψη του πλεονάσματος των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαίων, που εν μέρει αντανάκλα την εξασθένηση της εγχώριας ζήτησης για εισαγόμενα αγαθά, έχει επίσης ενισχύσει περαιτέρω τις εξωτερικές καθαρές νομισματικές εισροές από τα τέλη του 2022 (Διάγραμμα Γ (α)).

⁸ Το νομισματικό μέγεθος M3 περιλαμβάνει πρωτίστως τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς και τις υποχρεώσεις τους με υψηλό βαθμό ρευστότητας, τις οποίες διακρατεί ο τομέας διακράτησης χρήματος.

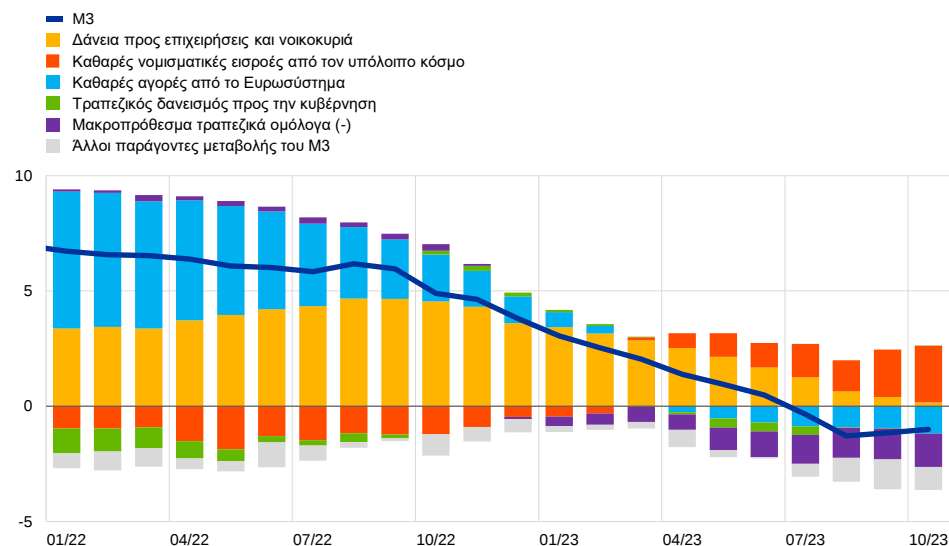
⁹ Βλ. Lane, P., “[The banking channel of monetary policy tightening in the euro area](#)”, παρατηρήσεις στο Panel Discussion on Banking Solvency and Monetary Policy, NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop, 12 Ιουλίου 2023.

Διάγραμμα Γ

Νομισματικά μεγέθη

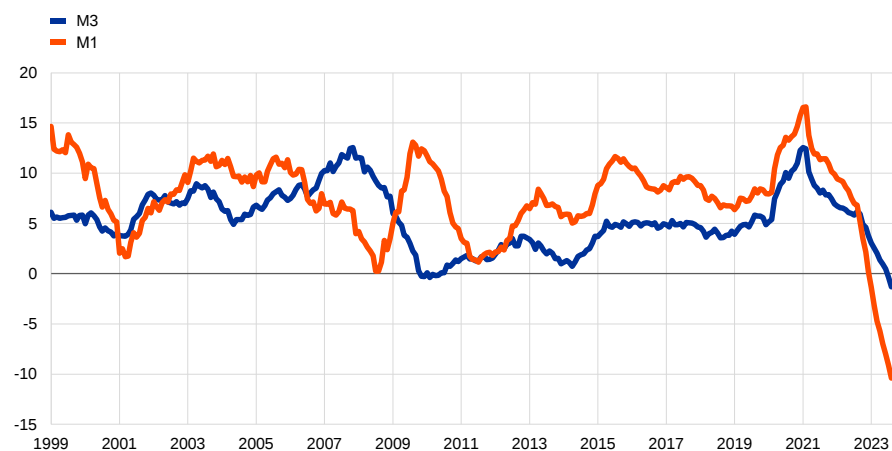
α) Πηγές δημιουργίας χρήματος

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, συμβολές στις ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



β) Νομισματικά μεγέθη

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Πιο πρόσφατες παρατηρήσεις: Οκτώβριος 2023.

Οι μετατοπίσεις των καταθέσεων και η συρρίκνωση του χρήματος με την ευρεία έννοια είχαν αποτέλεσμα την καταγραφή πρωτοφανών αρνητικών ρυθμών μεταβολής για το στενό νομισματικό μέγεθος M1. Καθώς οι καταθέσεις μίας ημέρας είναι η βασική συνιστώσα του M1, η απομάκρυνση από αυτές είχε αποτέλεσμα μια άνευ προηγουμένου συρρίκνωση του εν λόγω νομισματικού μεγέθους (κατά σχεδόν 10% από το καλοκαίρι και μετά, βλ. Διάγραμμα Γ (β)). Δεδομένου ότι ο ρυθμός αύξησης του M1 έχει διαχρονικά καλή προβλεπτική ισχύ για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, το γεγονός αυτό έχει προκαλέσει ανησυχίες για περαιτέρω επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας.¹⁰ Εν μέρει,

¹⁰ Βλ. το πλαίσιο με τίτλο “The predictive power of real M1 for real economic activity in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2019.

η σύνδεση αυτή λειτουργεί μέσω των καταναλωτικών, αποταμιευτικών και επενδυτικών αποφάσεων, καθώς το M1 είναι σημαντικός δείκτης του βαθμού ρευστότητας στην οικονομία. Στην παρούσα συγκυρία όμως, οι συνεχιζόμενες μετατοπίσεις σε βάρος των καταθέσεων μίας ημέρας και ο προηγούμενος έντονος ρυθμός αύξησης του M1 από το 2015 – που σε μεγάλο βαθμό συνδεόταν με τον συνδυασμό καθαρών αγορών τίτλων και χαμηλών επιτοκίων – ενδέχεται να περιορίζουν τη συνήθη προβλεπτική ικανότητα αυτού του μεγέθους. Με άλλα λόγια, η μείωση του M1, που οφείλεται στην ανακατανομή χαρτοφυλακίων σε βάρος των καταθέσεων μίας ημέρας, αναμένεται, κατ' αρχήν, να έχει πιο περιορισμένη επίδραση στην ικανότητα των οικονομικών φορέων να δαπανούν. Συνεπώς, εκτιμάται ότι ασκεί μικρότερη αρνητική επίδραση στο ΑΕΠ από ό,τι μια τυπική μείωση του M1, ιδίως όταν το απόθεμα των καταθέσεων μίας ημέρας διατηρείται σε σχετικώς υψηλά επίπεδα σε σύγκριση με τα ιστορικά δεδομένα. Ωστόσο, αυτό δεν ακυρώνει εντελώς τη χρησιμότητα του M1, ιδίως αν ταυτόχρονα παρατηρούνται εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές και αυξημένη ζήτηση ρευστότητας.

Στατιστικά στοιχεία

Περιεχόμενα

1 Εξωτερικό περιβάλλον	S 2
2 Οικονομική δραστηριότητα	S 3
3 Τιμές και κόστος	S 9
4 Εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές	S 13
5 Συνθήκες χρηματοδότησης και πιστωτικές εξελίξεις	S 18
6 Δημοσιονομικές εξελίξεις	S 23

Περισσότερες πληροφορίες

Τα στοιχεία που δημοσιεύει η ΕΚΤ είναι προσβάσιμα από την πύλη ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/
Αναλυτικοί πίνακες είναι διαθέσιμοι στην ενότητα "Publications" του ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/publications
Μεθοδολογικοί ορισμοί, καθώς και Γενικές σημειώσεις και Τεχνικές σημειώσεις για τους πίνακες στατιστικής, δημοσιεύονται στην ενότητα "Methodology" του ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/methodology
Επεξήγηση όρων και συντομογραφιών δημοσιεύεται στο στατιστικό γλωσσάριο της ΕΚΤ:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Στους πίνακες εμφανίζονται τα εξής σύμβολα:

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

1 Εξωτερικό περιβάλλον

1.1 Κυριότεροι εμπορικοί εταίροι, ΑΕΠ και ΔΤΚ

	ΑΕΠ ¹⁾ (ποσοστιαίες μεταβολές έναντι της προηγούμενης περιόδου)						ΔΤΚ (ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)						
	G20	ΗΠΑ	Ηνωμένο Βασίλειο	Ιαπωνία	Κίνα	Υπόμνηση: ζώνη του ευρώ	Χώρες του ΟΟΣΑ		ΗΠΑ	Ηνωμένο Βασίλειο (ΕνΔΤΚ)	Ιαπωνία	Κίνα	Υπόμνηση: ζώνη του ευρώ ²⁾ (ΕνΔΤΚ)
							Σύνολο	χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	-2,9	-2,2	-10,4	-4,1	2,2	-6,1	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,6	0,3
2021	6,5	5,8	8,7	2,6	8,4	5,9	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2022	3,2	1,9	4,3	1,0	3,0	3,4	9,5	6,7	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4
2022 δ' τρ.	0,5	0,6	0,1	0,2	0,8	-0,1	10,1	7,5	7,1	10,8	3,8	1,8	10,0
2023 α' τρ.	1,0	0,6	0,3	1,2	2,3	0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0
β' τρ.	0,6	0,5	0,2	0,9	0,5	0,1	6,5	6,9	4,0	8,4	3,3	0,1	6,2
γ' τρ.	0,7	1,3	0,0	-0,7	1,3	-0,1	6,2	6,7	3,5	6,7	3,2	.	5,0
2023 Ιούν.	-	-	-	-	-	-	5,7	6,6	3,0	7,9	3,3	0,0	5,5
Ιούλ.	-	-	-	-	-	-	5,9	6,7	3,2	6,8	3,3	-0,3	5,3
Αύγ.	-	-	-	-	-	-	6,4	6,8	3,7	6,7	3,2	0,1	5,2
Σεπτ.	-	-	-	-	-	-	6,2	6,6	3,7	6,7	3,0	0,0	4,3
Οκτ.	-	-	-	-	-	-	5,6	6,5	3,2	4,6	3,3	-0,2	2,9
Νοέμ. ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	3,1	.	.	.	2,4

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

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

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

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

1.2 Κυριότεροι εμπορικοί εταίροι, Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών και παγκόσμιο εμπόριο

	Έρευνες των Υπευθύνων Προμηθειών (δείκτες διάχυσης, ε.δ.)									Εισαγωγές εμπορευμάτων ¹⁾		
	Σύνθετος Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών						Παγκόσμιος Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών ²⁾			Παγκό- σμιο σύνολο	Προηγ- μένες οικο- νομίες	Αναδυό- μενες οικονομίες της αγοράς
	Παγκό- σμιο σύνολο ²⁾	ΗΠΑ	Ηνωμένο Βασίλειο	Ιαπωνία	Κίνα	Υπόμνηση: ζώνη του ευρώ	Μεταποίηση	Υψηλές	Νέες παραγγελίες εξαγωγών			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	47,3	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,1	45,3	-4,1	-4,1	-4,0
2021	54,7	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,0	52,1	11,3	9,9	12,8
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	2,6	4,3	0,9
2022 α' τρ.	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	0,8	2,8	-1,3
β' τρ.	51,7	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	-0,2	-0,2	-0,2
γ' τρ.	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,0	47,6	0,6	-0,4	1,7
δ' τρ.	48,4	46,5	48,5	50,1	47,9	48,2	48,7	48,3	47,0	-1,8	-1,9	-1,7
2022 Ιούλ.	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	50,9	48,6	1,1	0,6	1,8
Αύγ.	49,2	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,0	47,5	1,0	-0,4	2,5
Σεπτ.	49,8	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,1	46,5	0,6	-0,4	1,7
Οκτ.	49,2	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	-0,1	-0,8	0,7
Νοέμ.	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-1,0	-1,5	-0,4
Δεκ.	47,9	45,0	49,0	49,7	48,3	49,3	48,6	47,7	46,7	-1,8	-1,9	-1,7

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

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

2) Χωρίς τη ζώνη του ευρώ.

2 Οικονομική δραστηριότητα

2.1 ΑΕΠ και συνιστώσες της δαπάνης

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

	ΑΕΠ									Εξωτερικό ισοζύγιο ¹⁾		
	Σύνολο	Εγχώρια ζήτηση							Μεταβολές αποθεμάτων ²⁾	Σύνολο	Εξαγωγές ¹⁾	Εισαγωγές ¹⁾
		Σύνολο	Ιδιωτική κατανάλωση	Δημόσια κατανάλωση	Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου			Προϊόντα διανοητικής ιδιοκτησίας				
	1	2	3	4	5	Σύνολο κατασκευών	Σύνολο μη-χανολογικού εξοπλισμού	8	9	10	11	12
Τρέχουσες τιμές (δισεκ. ευρώ)												
2020	11.517,2	11.106,0	5.951,3	2.579,7	2.534,3	1.236,1	689,6	601,8	40,6	411,2	5.222,9	4.811,7
2021	12.475,1	11.979,7	6.351,9	2.737,4	2.728,4	1.390,3	761,2	570,3	162,0	495,5	6.171,6	5.676,2
2022	13.492,2	13.248,4	7.062,9	2.899,4	3.019,7	1.561,8	847,0	603,7	266,4	243,7	7.436,2	7.192,5
2022 δ' τρ.	3.457,9	3.383,8	1.828,1	742,7	774,6	398,3	219,0	155,6	38,3	74,1	1.912,6	1.838,5
2023 α' τρ.	3.526,3	3.391,4	1.853,8	738,7	783,5	405,2	223,5	153,1	15,3	134,9	1.898,2	1.763,3
β' τρ.	3.570,4	3.432,4	1.871,5	751,3	788,2	404,3	226,3	155,6	21,4	138,0	1.863,6	1.725,7
γ' τρ.	3.591,7	3.452,8	1.895,1	759,3	795,0	406,7	229,0	157,3	3,4	138,9	1.834,4	1.695,5
ως ποσοστό του ΑΕΠ												
2022	100,0	98,2	52,3	21,5	22,4	11,6	6,3	4,5	2,0	1,8	-	-
Αλυσωτοί δείκτες όγκου (τιμές προηγούμενου έτους)												
τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές												
2022 δ' τρ.	-0,1	-0,5	-0,8	0,5	-0,4	-0,6	-0,8	0,6	-	-	-0,3	-1,1
2023 α' τρ.	0,1	-0,6	0,0	-0,5	0,4	0,8	2,0	-2,8	-	-	-0,3	-1,6
β' τρ.	0,1	0,8	0,0	0,2	-0,1	-0,8	0,3	1,4	-	-	-1,1	0,0
γ' τρ.	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,0	-0,3	0,4	0,4	-	-	-1,1	-1,2
ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,0	-5,9	-3,4	-11,6	-3,9	-	-	-9,1	-8,5
2021	5,9	4,7	4,4	4,2	3,5	5,9	8,0	-6,5	-	-	11,5	9,2
2022	3,4	3,5	4,2	1,6	2,6	1,4	4,9	2,8	-	-	7,2	7,9
2022 δ' τρ.	1,8	1,2	1,3	0,7	0,9	-0,2	7,1	-3,9	-	-	4,6	3,3
2023 α' τρ.	1,3	0,6	1,3	-0,2	1,8	-1,0	5,6	3,5	-	-	2,7	1,5
β' τρ.	0,6	0,7	0,6	0,1	1,2	-1,3	4,7	2,5	-	-	-0,4	-0,3
γ' τρ.	0,0	-0,5	-0,4	0,5	-0,1	-0,9	1,8	-0,4	-	-	-2,8	-3,8
συμβολές στις τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές του ΑΕΠ, ποσοστιαίες μονάδες												
2022 δ' τρ.	-0,1	-0,5	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,4	-	-
2023 α' τρ.	0,1	-0,6	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,7	-	-
β' τρ.	0,1	0,8	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,7	-0,6	-	-
γ' τρ.	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	-	-
συμβολές στις ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές του ΑΕΠ, ποσοστιαίες μονάδες												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,3	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,6	-	-
2021	5,9	4,8	2,4	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,4	3,5	2,2	0,4	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2022 δ' τρ.	1,8	1,1	0,7	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,2	0,1	0,8	-	-
2023 α' τρ.	1,3	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,4	0,7	-	-
β' τρ.	0,6	0,7	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,1	-0,1	-	-
γ' τρ.	0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,4	0,5	-	-

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

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

2) Συμπεριλαμβάνεται η κτήση μείον διάθεση τιμαλφών.

2 Οικονομική δραστηριότητα

2.2 Προστιθέμενη αξία κατά οικονομική δραστηριότητα

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

	Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία (βασικές τιμές)											Φόροι μείον επιδο- τήσεις προϊό- ντων
	Σύνολο	Γεωργία, δασοκο- μία και αλιεία	Μεταποίηση, ενέργεια και υπηρεσίες κοινής ωφέλειας	Κατα- σκευές	Εμπόριο, μεταφορές, υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	Ενημέ- ρωση και επικοινωνία	Χρηματο- πιστωτικές και ασφα- λιστικές δραστηρι- ότητες	Δρα- στηρι- ότητες σχετικές με ακίνητη περιου- σία	Επαγγελ- ματικές, επιχειρη- ματικές και υποστη- ρικτικές υπηρεσίες	Δημόσια δι- οίκηση, παι- δεία, υγεία και κοινωνική μέριμνα	Τέχνες, ψυχαγω- γία και λοιπές υπηρεσίες	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Τρέχουσες τιμές (δισεκ. ευρώ)												
2020	10.378,7	175,2	2.009,2	549,4	1.807,3	546,9	486,6	1.210,9	1.203,5	2.066,4	323,2	1.138,5
2021	11.192,0	186,6	2.220,3	594,6	2.021,6	598,5	515,1	1.247,2	1.297,7	2.173,0	337,6	1.283,1
2022	12.153,0	213,1	2.456,7	655,3	2.330,2	633,3	523,6	1.304,0	1.396,7	2.269,7	370,4	1.339,2
2022 δ' τρ.	3.134,3	55,8	639,2	169,3	600,9	161,8	138,2	335,5	359,8	579,7	94,2	323,5
2023 α' τρ.	3.197,7	56,3	663,7	178,1	604,7	164,0	144,4	344,5	364,2	581,1	96,7	328,6
β' τρ.	3.232,4	54,4	662,9	179,2	610,7	168,5	149,1	349,1	371,0	589,3	98,2	338,0
γ' τρ.	3.245,7	55,3	653,4	180,9	612,7	170,0	150,3	352,9	373,3	597,4	99,5	346,0
ως ποσοστό της προστιθέμενης αξίας												
2022	100,0	1,8	20,2	5,4	19,2	5,2	4,3	10,7	11,5	18,7	3,0	-
Αλυσωτοί δείκτες όγκου (τιμές προηγούμενου έτους)												
τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές												
2022 δ' τρ.	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	-1,2	0,0
2023 α' τρ.	0,2	1,0	-1,1	1,9	0,2	0,9	-0,4	0,9	0,1	0,3	2,0	-0,7
β' τρ.	0,0	0,1	-0,4	-0,9	0,0	1,4	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,6	1,0
γ' τρ.	0,0	-0,9	-1,0	-0,1	0,0	1,0	-0,1	0,2	0,1	0,2	1,6	-0,7
ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές												
2020	-5,9	-1,8	-6,0	-5,3	-13,9	2,2	-0,5	-0,9	-5,4	-2,9	-18,1	-7,3
2021	5,8	1,1	8,8	2,9	7,9	9,3	5,6	1,9	6,6	3,5	4,3	7,1
2022	3,5	-3,2	1,3	1,1	7,5	5,8	0,2	2,3	4,7	1,9	11,9	2,5
2022 δ' τρ.	2,2	-3,2	1,5	-0,6	2,9	4,2	0,4	1,7	3,0	2,1	7,4	-0,9
2023 α' τρ.	1,7	0,2	-0,1	0,7	2,5	5,1	0,2	1,9	1,8	1,7	6,6	-2,5
β' τρ.	0,7	1,0	-1,0	-0,2	0,2	4,7	0,6	1,1	1,4	1,2	3,2	-0,5
γ' τρ.	0,1	0,3	-2,8	0,7	-0,4	3,5	0,4	1,1	1,0	0,9	2,9	-0,4
συμβολές στις τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές της προστιθέμενης αξίας, ποσοστιαίες μονάδες												
2022 δ' τρ.	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2023 α' τρ.	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-
β' τρ.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
γ' τρ.	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-
συμβολές στις ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές της προστιθέμενης αξίας, ποσοστιαίες μονάδες												
2020	-5,9	0,0	-1,2	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,5	-0,6	-
2021	5,8	0,0	1,8	0,2	1,4	0,5	0,3	0,2	0,8	0,7	0,1	-
2022	3,5	-0,1	0,3	0,1	1,4	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-
2022 δ' τρ.	2,2	-0,1	0,3	0,0	0,5	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,2	-
2023 α' τρ.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-
β' τρ.	0,7	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
γ' τρ.	0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

2 Οικονομική δραστηριότητα

2.3 Απασχόληση¹⁾

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

	Σύνολο	Κατά εργασιακό καθεστώς		Κατά οικονομική δραστηριότητα									
		Μισθωτοί	Αυτοαπασχολούμενοι	Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	Μεταποίηση, ενέργεια και υπηρεσίες κοινής ωφέλειας	Κατασκευές	Εμπόριο, μεταφορές, υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	Ενημέρωση και επικοινωνία	Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	Δραστηριότητες σχετικές με ακίνητη περιουσία	Επαγγελματικές, επιχειρηματικές και υποστηρικτικές υπηρεσίες	Δημόσια διοίκηση, παιδεία, υγεία και κοινωνική μέριμνα	Τέχνες, ψυχαγωγία και λοιπές υπηρεσίες
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Αριθμός απασχολούμενων													
ως ποσοστό του συνολικού αριθμού απασχολούμενων													
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,8	24,8	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,4	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,0	25,0	6,6
2022	100,0	86,2	13,8	2,9	14,2	6,4	24,4	3,2	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές													
2020	-1,4	-1,5	-1,1	-2,5	-1,9	0,7	-3,9	1,9	0,4	0,7	-2,0	1,0	-3,0
2021	1,4	1,6	0,4	0,2	0,0	3,2	0,3	4,5	0,6	0,4	2,9	2,1	0,9
2022	2,3	2,4	1,2	-0,9	1,2	3,1	3,4	5,8	0,0	2,9	3,0	1,6	1,4
2022 δ' τρ.	1,5	1,7	0,8	-1,3	1,0	2,1	1,8	4,7	0,5	3,2	2,0	1,3	0,9
2023 α' τρ.	1,6	1,7	1,4	-1,4	1,3	1,5	2,3	4,7	1,2	2,6	2,0	1,2	1,1
β' τρ.	1,4	1,4	1,4	-2,3	1,1	0,7	2,0	3,8	1,2	2,7	2,1	1,1	0,3
γ' τρ.	1,3	1,3	1,5	-1,1	0,8	1,1	2,2	2,4	1,3	1,7	1,5	1,2	-0,1
Πραγματικές ώρες εργασίας													
ως ποσοστό των συνολικών ωρών εργασίας													
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,1	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,7	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,2	3,5	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές													
2020	-8,0	-7,3	-11,2	-3,5	-7,6	-6,1	-14,7	-1,8	-2,2	-5,4	-8,2	-2,0	-12,7
2021	5,9	5,7	6,7	1,1	5,1	9,8	6,8	7,9	3,0	5,9	8,2	3,9	6,5
2022	3,4	3,5	3,0	-1,5	0,9	3,2	7,5	5,9	-0,1	4,6	4,0	0,6	5,8
2022 δ' τρ.	2,1	2,2	1,9	-1,3	1,1	3,0	3,1	5,0	1,2	3,8	2,8	1,0	2,6
2023 α' τρ.	2,0	2,3	0,6	-1,0	1,7	1,4	2,9	4,4	1,3	1,9	2,3	1,3	2,1
β' τρ.	1,5	1,6	1,0	-2,7	1,3	1,1	1,7	3,8	1,5	2,2	2,3	1,5	1,0
γ' τρ.	1,3	1,3	1,1	-1,3	0,6	1,4	1,8	1,7	1,2	2,0	1,5	1,3	0,9
Πραγματικές ώρες εργασίας ανά απασχολούμενο													
ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές													
2020	-6,7	-5,9	-10,2	-0,9	-5,8	-6,7	-11,3	-3,7	-2,6	-6,0	-6,4	-3,1	-10,0
2021	4,4	4,1	6,3	0,9	5,1	6,4	6,4	3,2	2,3	5,4	5,1	1,7	5,6
2022	1,1	1,1	1,7	-0,5	-0,3	0,1	4,0	0,2	-0,1	1,7	1,0	-0,9	4,3
2022 δ' τρ.	0,6	0,5	1,1	0,0	0,2	0,9	1,3	0,3	0,7	0,5	0,8	-0,4	1,7
2023 α' τρ.	0,3	0,6	-0,8	0,5	0,4	-0,1	0,6	-0,3	0,1	-0,7	0,3	0,1	1,1
β' τρ.	0,1	0,2	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	0,0	0,3	-0,5	0,2	0,4	0,7
γ' τρ.	0,0	0,0	-0,4	-0,3	-0,1	0,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,3	0,1	0,2	0,9

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

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

2 Οικονομική δραστηριότητα

2.4 Εργατικό δυναμικό, ανεργία και κενές θέσεις εργασίας

(με εποχική διόρθωση, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Εργατικό δυναμι- κό, εκα- τομμύρια άτομα	Υποαπα- σχόληση, % του εργατικού δυναμικού	Ανεργία ¹⁾											Ποσοστό κενών θέσεων εργασίας ³⁾ % των συ- νολικών θέσεων εργασίας
			Σύνολο		Μακρο- χρόνια ανεργία, % του εργατικού δυναμι- κού ²⁾	Κατά ηλικία				Κατά φύλο				
						Ενήλικες		Νέοι		Άνδρες		Γυναίκες		
			Εκατομ- μύρια άτομα	% του εργα- τικού δυναμι- κού		Εκατομ- μύρια άτομα	% του εργα- τικού δυναμι- κού	Εκατομ- μύρια άτομα	% του εργα- τικού δυναμι- κού	Εκατομ- μύρια άτομα	% του εργα- τικού δυναμι- κού	Εκατομ- μύρια άτομα	% του εργα- τικού δυναμι- κού	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% του συνόλου το 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2020	162,758	3,5	12,964	8,0	3,0	10,381	7,0	2,584	18,2	6,644	7,6	6,320	8,3	1,8
2021	165,051	3,4	12,787	7,8	3,2	10,303	6,9	2,483	16,9	6,517	7,4	6,270	8,1	2,4
2022	167,815	3,1	11,338	6,8	2,7	9,080	6,0	2,259	14,6	5,687	6,4	5,651	7,2	3,1
2022 δ' τρ.	168,610	3,0	11,205	6,6	2,5	8,947	5,9	2,258	14,4	5,592	6,2	5,613	7,1	3,1
2023 α' τρ.	169,441	3,0	11,102	6,6	2,5	8,909	5,8	2,193	13,9	5,580	6,2	5,522	7,0	3,1
2023 β' τρ.	169,791	3,0	10,962	6,5	2,3	8,714	5,7	2,248	14,1	5,532	6,1	5,430	6,8	3,0
2023 γ' τρ.	.	.	.	6,5	.	.	5,7	.	14,6	.	6,2	.	6,9	2,9
2023 Μάιος	-	-	10,995	6,5	-	8,755	5,7	2,240	14,1	5,516	6,1	5,478	6,9	-
2023 Ιούν.	-	-	10,974	6,5	-	8,733	5,7	2,241	14,1	5,542	6,1	5,432	6,8	-
2023 Ιούλ.	-	-	11,156	6,6	-	8,834	5,7	2,322	14,6	5,632	6,2	5,524	6,9	-
2023 Αύγ.	-	-	11,042	6,5	-	8,716	5,7	2,326	14,6	5,584	6,2	5,458	6,9	-
2023 Σεπτ.	-	-	11,100	6,5	-	8,748	5,7	2,352	14,7	5,589	6,2	5,512	6,9	-
2023 Οκτ.	-	-	11,120	6,5	-	8,722	5,7	2,398	14,9	5,583	6,2	5,537	6,9	-

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Όπου δεν έχουν δημοσιευθεί ακόμη τριμηνιαία και ετήσια στοιχεία από την Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, αυτά υπολογίζονται ως απλοί μέσοι όροι των μηνιαίων στοιχείων. Υπάρχει ασυνέχεια της σειράς από το α' τρίμηνο του 2021 λόγω της εφαρμογής του Κανονισμού για τις Ολοκληρωμένες Ευρωπαϊκές Κοινωνικές Στατιστικές. Λόγω τεχνικών ζητημάτων σχετικά με την εισαγωγή του νέου γεωγραφικού συστήματος ολοκληρωμένων ερευνών για τα νοικοκυριά, συμπεριλαμβανομένης της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού, τα στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ περιλαμβάνουν δεδομένα από τη Γερμανία, από το α' τρίμηνο του 2020 και εξής, τα οποία δεν αποτελούν άμεσες εκτιμήσεις από τα μικροδομημένα της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού, αλλά βασίζονται σε ένα μεγαλύτερο δείγμα που περιλαμβάνει δεδομένα από άλλες ολοκληρωμένες έρευνες για τα νοικοκυριά.

2) Χωρίς εποχική διόρθωση.

3) Το ποσοστό κενών θέσεων εργασίας ισούται με το πηλίκο του αριθμού των κενών θέσεων εργασίας προς τον συνολικό αριθμό θέσεων εργασίας (άθροισμα κατελιγμένων και κενών), εκφραζόμενο ως ποσοστό. Τα δεδομένα είναι χωρίς εποχική διόρθωση και καλύπτουν τη βιομηχανία, τις κατασκευές και τις υπηρεσίες (εξαιρουμένων των νοικοκυριών ως εργοδωτών και των ετερόδικων οργανισμών και φορέων).

2.5 Βραχυχρόνιοι δείκτες επιχειρηματικής δραστηριότητας

		Βιομηχανική παραγωγή					Παραγωγή τομέα κατασκευών	Λιανικές πωλήσεις				Παραγωγή τομέα υπηρεσιών ¹⁾	Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	
		Σύνολο (εκτός των κατασκευών)		Κύριες ομάδες βιομηχανικών κλάδων				Σύνολο	Είδη διατροφής-ποτά-καπνός	Προϊόντα πλην ειδών διατροφής	Καύσιμα			
				Μεταποίηση	Ενδιάμεσα αγαθά	Κεφαλαιακά αγαθά								Καταναλωτικά αγαθά
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% του συνόλου το 2015		100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές														
2020		-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,3	-4,4	-5,3	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,8	-24,3
2021		8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,5	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022		2,3	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,4	0,7	-2,8	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022	α΄ τρ.	1,6	2,1	1,0	0,3	6,3	-1,4	6,1	6,0	-1,5	11,5	12,4	12,4	-12,3
	β΄ τρ.	2,0	2,6	-0,3	4,5	3,3	-1,8	2,7	1,1	-2,8	3,2	7,6	13,3	-16,2
	γ΄ τρ.	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,1	-1,7	0,8	-0,6	-1,6	-0,7	3,1	9,2	1,5
	δ΄ τρ.	2,2	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,3	0,3	-2,8	-5,1	-1,9	3,4	6,2	15,3
2023	Μάιος	-2,4	-2,0	-5,5	2,7	-3,4	-6,7	0,4	-2,1	-2,8	-1,5	-0,9	4,3	20,3
	Ιούν.	-1,1	-0,4	-6,3	4,9	-0,9	-7,3	-0,5	-0,8	-2,6	0,7	-0,9	3,3	19,0
	Ιουλ.	-2,2	-1,9	-5,1	0,7	-1,4	-6,0	1,3	-0,8	-2,1	1,3	-1,6	3,6	16,5
	Αύγ.	-5,3	-5,1	-5,2	-7,0	-2,7	-5,8	0,0	-1,8	-2,4	0,0	-7,3	2,8	23,6
	Σεπτ.	-6,8	-6,9	-4,7	-9,4	-5,9	-6,0	-0,3	-2,9	-0,9	-3,4	-6,7	2,5	8,8
	Οκτ.	-6,6	-7,1	-4,1	-9,7	-7,6	-0,5	.	-1,2	-1,5	0,1	-6,4	.	14,1
μηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές (ε.δ.)														
2023	Μάιος	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	-2,2	0,4	0,4	0,2	0,5	0,5	2,6	-0,2
	Ιούν.	-0,1	1,1	-1,0	-0,1	-1,2	0,5	-1,1	0,1	0,1	0,2	-0,4	-0,9	2,2
	Ιουλ.	-1,3	-4,2	0,1	-3,1	0,6	1,2	0,8	-0,1	0,2	0,2	-0,5	0,5	3,6
	Αύγ.	0,6	0,2	-0,3	0,4	0,2	-0,2	-1,1	-0,7	-0,5	-0,8	-2,2	0,5	4,6
	Σεπτ.	-1,0	-0,6	-0,4	0,3	-1,3	-1,5	0,4	-0,1	1,0	-0,9	0,4	-0,1	0,0
	Οκτ.	-0,7	-0,5	-0,6	-1,4	0,5	1,1	.	0,1	-1,1	0,8	-0,8	.	-2,2

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

1) Εξαιρούνται τα εμπόρια και οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες.

2 Οικονομική δραστηριότητα

2.6 Έρευνες γνώμης (με εποχική διόρθωση)

	Έρευνες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σε επιχειρήσεις και καταναλωτές (διαφορά ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)								Έρευνες Υπευθύνων Προμηθειών (δείκτες διάχυσης)			
	Δείκτης οικονομικού κλίματος (μακροχρόνιος μέσος όρος=100)	Μεταποιητική βιομηχανία		Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	Δείκτης εμπιστοσύνης στις κατασκευές	Δείκτης εμπιστοσύνης στο λιανικό εμπόριο	Κλάδοι υπηρεσιών		Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για τη μεταποίηση	Μεταποιητική παραγωγή	Επιχειρηματική δραστηριότητα για τις υπηρεσίες	Σύνθετος δείκτης παραγωγής
		Δείκτης εμπιστοσύνης στη βιομηχανία	Βαθμός χρησιμοποίησης παραγωγικού δυναμικού (%)				Δείκτης εμπιστοσύνης στις υπηρεσίες	Βαθμός χρησιμοποίησης παραγωγικού δυναμικού (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99,7	-4,3	80,7	-10,8	-12,4	-7,0	7,3	-	51,4	52,5	52,7	52,6
2020	88,0	-13,2	74,3	-14,2	-7,0	-12,6	-15,9	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,4	81,8	-7,5	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 δ' τρ.	95,3	-0,9	81,4	-24,3	3,1	-4,7	4,9	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 α' τρ.	99,2	0,0	81,3	-19,6	1,2	-1,0	9,3	90,0	48,2	49,8	52,8	52,0
β' τρ.	96,9	-5,1	80,6	-17,0	-0,8	-4,1	7,5	90,3	44,7	46,4	54,5	52,3
γ' τρ.	93,9	-9,3	79,7	-16,3	-4,9	-5,1	4,8	90,4	43,2	43,1	49,2	47,5
2023 Ιούν.	95,3	-7,1	-	-16,1	-2,6	-6,0	5,8	-	43,4	44,2	52,0	49,9
Ιουλ.	94,6	-9,1	80,0	-15,1	-3,7	-4,5	5,5	90,6	42,7	42,7	50,9	48,6
Αύγ.	93,7	-9,9	-	-16,0	-5,3	-5,1	4,5	-	43,5	43,4	47,9	46,7
Σεπτ.	93,4	-8,9	-	-17,7	-5,8	-5,7	4,2	-	43,4	43,1	48,7	47,2
Οκτ.	93,5	-9,2	79,4	-17,8	-5,5	-7,4	4,6	90,1	43,1	43,1	47,8	46,5
Νοέμ.	93,8	-9,5	-	-16,9	-4,8	-7,0	4,9	-	44,2	44,6	48,7	47,6

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

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

	Νοικοκυριά							Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις					
	Ποσοστό ακαθάριστης αποταμίευσης	Λόγος χρέους	Πραγματικό ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημα	Χρηματοοικονομικές επενδύσεις	Ακαθάριστες μη χρηματοοικονομικές επενδύσεις	Καθαρή θέση ²⁾	Οικιστικός πλούτος	Ποσοστό κέρδους ³⁾	Ποσοστό ακαθάριστης αποταμίευσης	Λόγος χρέους ⁴⁾	Χρηματοοικονομικές επενδύσεις	Ακαθάριστες μη χρηματοοικονομικές επενδύσεις	Χρηματοδότηση
	% προσαρμοσμένου ακαθάριστου διαθέσιμου εισοδήματος ¹⁾	Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές						% ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας		% του ΑΕΠ	Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	19,6	95,5	-0,1	4,2	-1,5	5,5	4,9	45,8	24,6	78,4	3,8	-11,9	2,6
2021	17,5	95,1	2,1	3,8	19,3	8,6	8,8	49,0	27,1	76,0	5,5	9,8	3,4
2022	13,7	92,8	-0,2	2,5	12,2	1,5	7,0	48,9	24,8	71,7	3,0	8,7	1,9
2022 γ' τρ.	14,0	94,3	-0,4	2,7	9,8	3,0	9,3	49,2	25,2	73,6	3,9	24,0	2,7
δ' τρ.	13,7	92,8	-0,5	2,5	5,3	1,5	7,0	48,9	24,8	71,7	3,0	1,2	1,9
2023 α' τρ.	13,5	90,9	1,0	2,3	5,5	2,8	5,5	48,5	24,9	69,6	2,4	-1,0	1,3
β' τρ.	13,8	89,4	1,2	2,1	2,1	4,5	4,4	48,1	24,6	68,8	1,7	18,4	0,8

Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.

1) Με βάση τα σωρευτικά αθροίσματα τεσσάρων τριμήνων της αποταμίευσης, του χρέους και του ακαθάριστου διαθέσιμου εισοδήματος (προσαρμοσμένου για τη μεταβολή των συνταξιοδοτικών δικαιωμάτων).

2) Χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού (μείον αντίστοιχες υποχρεώσεις) και μη χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού. Τα μη χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού αποτελούνται κυρίως από τον οικιστικό πλούτο (κατοικίες και οικόπεδα). Περιλαμβάνουν επίσης μη χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού επιχειρήσεων χωρίς νομική προσωπικότητα που ταξινομούνται εντός του τομέα των νοικοκυριών.

3) Το ποσοστό κέρδους είναι το πηλίκο του ακαθάριστου επιχειρηματικού εισοδήματος (που ισοδυναμεί περίπου με τις ταμιακές ροές) προς την ακαθάριστη προστιθέμενη αξία.

4) Ενοποιημένες υποχρεώσεις από δάνεια και εκδοθέντα χρεόγραφα.

2 Οικονομική δραστηριότητα

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

	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών											Ισοζύγιο κεφαλαίων ¹⁾	
	Σύνολο			Αγαθά		Υπηρεσίες		Πρωτογενή εισοδήματα		Δευτερογενή εισοδήματα		Εισπράξεις	Πληρωμές
	Εισπράξεις	Πληρωμές	Έλλειμμα(-)/Πλεόνασμα(+)	Εισπράξεις	Πληρωμές	Εισπράξεις	Πληρωμές	Εισπράξεις	Πληρωμές	Εισπράξεις	Πληρωμές		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022 δ' τρ.	1.377,4	1.384,8	-7,4	755,1	756,4	313,0	268,8	266,1	277,0	43,2	82,5	58,8	34,0
2023 α' τρ.	1.390,3	1.352,7	37,6	752,5	697,3	324,0	299,2	273,2	281,1	40,6	75,1	36,0	30,9
β' τρ.	1.394,1	1.332,8	61,3	721,6	668,0	326,9	294,8	301,9	285,0	43,7	85,0	25,2	21,3
γ' τρ.	1.382,6	1.299,0	83,7	727,9	636,5	319,6	292,6	293,2	287,1	41,9	82,7	26,8	14,4
2023 Απρ.	444,3	435,8	8,5	225,7	216,4	107,3	99,4	97,2	91,5	14,1	28,5	7,1	8,0
Μάιος	470,7	455,0	15,7	244,2	229,4	110,2	99,2	100,9	98,6	15,4	27,7	5,8	6,4
Ιούν.	479,1	442,0	37,0	251,6	222,2	109,3	96,2	103,9	94,9	14,3	28,7	12,2	7,0
Ιούλ.	444,7	423,1	21,6	232,4	208,3	104,0	93,2	94,3	93,5	14,1	28,1	7,9	6,1
Αύγ.	476,6	445,7	30,8	254,5	218,2	107,9	100,2	100,0	100,0	14,1	27,3	8,5	4,5
Σεπτ.	461,3	430,1	31,2	241,0	209,9	107,7	99,2	98,9	93,7	13,7	27,3	10,3	3,8
Σωρευτικές συναλλαγές 12 μηνών													
2023 Σεπτ.	5.544,4	5.369,3	175,1	2.957,1	2.758,3	1.283,5	1.155,5	1.134,4	1.130,2	169,4	325,3	146,7	100,7
Σωρευτικές συναλλαγές 12 μηνών ως ποσοστό του ΑΕΠ													
2023 Σεπτ.	39,2	38,0	1,2	20,9	19,5	9,1	8,2	8,0	8,0	1,2	2,3	1,0	0,7

1) Το ισοζύγιο κεφαλαίων δεν είναι εποχικά διορθωμένο.

2.9 Εξωτερικό εμπόριο αγαθών της ζώνης του ευρώ¹⁾, αξίες και όγκοι κατά ομάδα προϊόντων²⁾ (με εποχική διόρθωση, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σύνολο (χ.ε.δ.)		Εξαγωγές (f.o.b.)					Εισαγωγές (c.i.f.)					
	Εξαγωγές	Εισαγωγές	Σύνολο			Υπόμνηση: μεταποίηση	Σύνολο			Υπόμνηση: Μεταποίηση	Πετρέλαιο		
			Ενδιάμεσα αγαθά	Κεφαλαιακά αγαθά	Καταναλωτικά αγαθά		Ενδιάμεσα αγαθά	Κεφαλαιακά αγαθά	Καταναλωτικά αγαθά				
	1	2	3	4	5	6	8	9	10	11	12	13	
Αξίες (δισεκ. ευρώ, ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές για τις στήλες 1 και 2)													
2022 δ' τρ.	15,3	20,3	736,0	361,4	139,1	221,7	609,3	799,9	481,9	114,6	170,4	521,1	97,1
2023 α' τρ.	8,5	1,1	721,7	346,3	138,1	224,0	595,8	728,9	429,0	114,4	161,9	503,4	78,6
β' τρ.	-1,9	-13,7	708,0	332,6	143,5	216,4	586,1	706,5	409,9	113,5	164,4	502,9	74,0
γ' τρ.	-5,7	-22,3	701,7	.	.	.	582,1	677,9	.	.	.	483,9	.
2023 Απρ.	-3,5	-11,8	233,3	110,1	47,2	71,9	193,2	240,8	141,2	37,9	55,3	169,2	25,5
Μάιος	-2,4	-13,0	238,2	110,7	49,3	72,6	195,1	237,4	137,3	39,2	55,4	169,7	24,1
Ιούν.	-0,1	-16,0	236,4	111,8	46,9	71,9	197,8	228,3	131,5	36,4	53,8	164,1	24,4
Ιούλ.	-3,1	-18,2	232,5	109,4	46,2	71,3	194,4	229,0	131,6	37,8	53,7	164,0	26,7
Αύγ.	-4,4	-24,6	235,2	110,6	48,7	71,8	194,0	224,0	128,7	36,6	52,5	161,0	27,3
Σεπτ.	-9,4	-23,9	234,0	.	.	.	193,7	224,8	.	.	.	159,0	.
Δείκτες όγκου (2000=100, ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές για τις στήλες 1 και 2)													
2022 δ' τρ.	1,7	2,9	107,5	104,2	109,1	114,7	107,2	120,5	117,3	120,5	122,4	120,7	144,6
2023 α' τρ.	1,6	-1,4	106,6	102,4	105,6	116,9	106,1	116,9	114,9	120,8	116,1	117,8	143,9
β' τρ.	-2,9	-6,0	105,0	100,0	108,5	113,1	105,4	116,4	114,6	122,1	118,1	119,7	157,3
γ' τρ.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Μάρτ.	2,5	-6,1	106,5	103,0	107,0	115,4	106,6	113,4	111,4	119,6	114,0	116,0	135,7
Απρ.	-6,2	-5,9	103,2	98,8	107,4	112,1	103,4	118,1	116,2	124,4	118,8	121,3	158,8
Μάιος	-3,0	-5,5	106,8	100,7	111,3	114,5	107,3	117,9	115,2	126,2	120,4	121,7	151,8
Ιούν.	0,1	-6,4	105,0	100,5	106,8	112,6	105,5	113,1	112,4	115,6	115,2	116,1	161,2
Ιούλ.	-1,6	-5,7	102,9	99,5	105,1	109,8	103,0	115,4	113,9	120,5	118,2	119,0	168,2
Αύγ.	-2,3	-11,8	105,0	100,2	110,8	110,7	105,2	112,0	110,6	116,8	116,3	116,4	173,2

Πηγές: EKT και Eurostat.

1) Οι διαφορές μεταξύ του ισοζυγίου αγαθών που καταρτίζει η EKT (Πίνακας 2.8) και των εμπορικών συναλλαγών επί αγαθών που καταρτίζει η Eurostat (Πίνακας 2.9) οφείλονται κυρίως στους διαφορετικούς ορισμούς.

2) Ομάδες προϊόντων σύμφωνα με την ταξινόμηση σε Ευρείες Οικονομικές Κατηγορίες.

3 Τιμές και κόστος

3.1 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή¹⁾

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σύνολο					Σύνολο (ε.δ., ποσοστιαία μεταβολή έναντι της προηγούμενης περιόδου) ²⁾						Διοικητικά καθοριζόμενες τιμές	
	Δείκτης: 2015=100	Σύνολο		Αγαθά	Υπηρεσίες	Σύνολο	Επεξεργασμένα είδη διατροφής	Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	Μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά	Ενέργεια (χ.ε.δ.)	Υπηρεσίες	Σύνολο ΕνΔΤΚ χωρίς τις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές	Διοικητικά καθοριζόμενες τιμές
		2	3 Σύνολο πλην ειδών διατροφής και ενέργειας										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% του συνόλου το 2023	100,0	100,0	69,8	56,5	43,5	100,0	15,5	4,5	26,3	10,2	43,5	86,8	13,2
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2022 δ' τρ.	120,8	10,0	5,1	14,0	4,3	2,3	3,7	3,0	1,6	4,6	1,5	10,0	9,5
2023 α' τρ.	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,8	3,3	2,6	1,6	-6,0	1,2	8,1	7,3
β' τρ.	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,8	0,6	-4,3	1,3	6,1	6,8
γ' τρ.	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	1,0	1,2	1,3	0,7	1,3	1,0	5,0	4,5
2023 Ιούν.	123,5	5,5	5,5	5,5	5,4	0,3	0,4	0,8	0,2	-0,7	0,4	5,2	7,7
Ιουλ.	123,4	5,3	5,5	4,8	5,6	0,4	0,4	1,0	0,3	-0,2	0,4	5,2	6,3
Αύγ.	124,0	5,2	5,3	4,9	5,5	0,5	0,4	-0,2	0,3	3,3	0,2	5,3	5,2
Σεπτ.	124,4	4,3	4,5	4,0	4,7	0,3	0,4	0,3	-0,1	1,5	0,3	4,6	2,2
Οκτ.	124,5	2,9	4,2	1,7	4,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,1	0,3	3,2	0,6
Νοέμ. ³⁾	123,9	2,4	3,6	.	4,0	-0,3	0,1	0,9	-0,1	-2,2	-0,1	.	.

	Αγαθά						Υπηρεσίες					
	Είδη διατροφής (συμπεριλαμβάνονται αλκοολούχα ποτά και καπνός)			Βιομηχανικά αγαθά			Στέγαση		Μεταφορές	Επικοινωνία	Ψυχαγωγία και προσωπικές υπηρεσίες	Διάφορα
	Σύνολο	Επεξεργασμένα είδη διατροφής	Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	Σύνολο	Μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά	Ενέργεια						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% του συνόλου το 2023	20,0	15,5	4,5	36,5	26,3	10,2	9,5	5,6	7,3	2,2	15,2	9,2
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2022 δ΄ τρ.	13,5	13,4	13,7	14,2	6,2	33,9	3,0	2,1	5,6	-0,7	7,1	2,8
2023 α΄ τρ.	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8
β΄ τρ.	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1
γ΄ τρ.	9,8	10,3	7,9	1,7	4,6	-4,6	3,7	2,7	5,7	0,0	7,2	4,2
2023 Ιούν.	11,6	12,4	9,0	2,2	5,5	-5,6	3,7	2,7	7,4	0,0	7,2	4,3
Ιουλ.	10,8	11,3	9,2	1,6	5,0	-6,1	3,7	2,7	7,1	0,0	7,5	4,3
Αύγ.	9,7	10,3	7,8	2,2	4,7	-3,3	3,7	2,8	6,2	0,0	7,3	4,3
Σεπτ.	8,8	9,4	6,6	1,4	4,1	-4,6	3,7	2,7	3,9	0,0	6,7	4,1
Οκτ.	7,4	8,4	4,5	-1,4	3,5	-11,2	3,6	2,8	3,9	0,3	6,4	4,1
Νοέμ. ³⁾	6,9	7,1	6,4	.	2,9	-11,5	.	.	.	.	.	.

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

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

2) Από τον Μάιο του 2016 η ΕΚΤ δημοσιεύει βελτιωμένες εποχικά διορθωμένες σειρές του ΕνΔΤΚ για τη ζώνη του ευρώ, μετά από αναθεώρηση της μεθοδολογίας για την εποχική διόρθωση, όπως περιγράφεται στο Box 1, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

3) Προκαταρκτική εκτίμηση.

3 Τιμές και κόστος

3.2 Βιομηχανία, κατασκευές και τιμές ακινήτων

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Τιμές παραγωγού στη βιομηχανία πλην των κατασκευών ¹⁾										Κατασκευές ²⁾	Τιμές κατοικιών ³⁾	Πειραματικός δείκτης τιμών επαγγελματικών ακινήτων ³⁾
	Σύνολο (δείκτης: 2015=100)	Σύνολο		Βιομηχανία πλην των κατασκευών και της ενέργειας						Ενέργεια			
				Σύνολο	Ενδιάμεσα αγαθά	Κεφαλαιακά αγαθά	Καταναλωτικά αγαθά						
		Μεταποίηση	Σύνολο				Είδη διατροφής-ποτά-καπνός	Προϊόντα πλην ειδών διατροφής					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% του συνόλου το 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	5,9	27,9			
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,6	-9,7	1,7	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	3,3	1,8	32,2	5,6	8,1	0,5
2022	153,8	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	11,5	7,0	0,6
2022 δ' τρ.	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,1	11,6	2,9	-2,8
2023 α' τρ.	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,4	8,5	11,5	10,0	0,4	-4,8
β' τρ.	147,2	-1,4	0,9	3,7	-1,1	5,7	9,4	9,6	6,5	-13,1	7,0	-1,7	-10,0
γ' τρ.	145,9	-10,5	-0,3	1,1	-4,4	4,5	6,4	5,5	4,5	-28,9	5,0	.	.
2023 Μάιος	146,4	-1,6	0,6	3,4	-1,5	5,7	9,4	9,4	6,4	-13,5	-	-	-
Ιούν.	145,8	-3,4	-1,1	2,5	-2,8	5,3	8,4	8,1	5,8	-16,5	-	-	-
Ιουλ.	145,0	-7,6	-0,8	1,6	-4,0	4,8	7,4	6,6	5,0	-24,2	-	-	-
Αύγ.	146,0	-11,5	0,0	1,1	-4,5	4,5	6,4	5,5	4,5	-30,6	-	-	-
Σεπτ.	146,8	-12,4	0,0	0,5	-4,8	4,1	5,4	4,3	3,9	-31,2	-	-	-
Οκτ.	147,1	-9,4	-1,5	-0,2	-5,3	3,7	4,2	2,8	3,0	-25,0	-	-	-

Πηγές: Eurostat, υπολογισμοί της ΕΚΤ και υπολογισμοί της ΕΚΤ με βάση στοιχεία από τη MSCI και εθνικές πηγές (στήλη 13).

1) Μόνο εγχώριες πωλήσεις.

2) Τιμές εισροών για κατασκευή κατοικιών.

3) Πειραματικά στοιχεία με βάση μη εναρμονισμένες πηγές (βλ. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html για περισσότερες λεπτομέρειες).

3.3 Τιμές βασικών εμπορευμάτων και αποπληθωριστές του ΑΕΠ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Αποπληθωριστές του ΑΕΠ								Τιμές πετρελαί- ου (ευρώ/ βαρέλι)	Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων (σε ευρώ)					
	Σύνολο (ε.δ., δείκτης: 2015= 100)	Σύνολο	Εγχώρια ζήτηση				Εξα- γωγές ¹⁾	Εισα- γωγές ¹⁾		Με στάθμιση ως προς τις εισαγωγές ²⁾			Με στάθμιση ως προς τη χρήση ²⁾		
			Σύνολο	Ιδιωτική κατανά- λωση	Δημόσια κατανά- λωση	Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου				Σύνολο	Τρόφι- μα	Μη διατρο- φικές πρώτες ύλες	Σύνολο	Τρόφι- μα	Μη δια- τροφικές πρώτες ύλες
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% του συνόλου										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,3	-2,7	37,0	1,5	3,3	-0,2	-0,9	-0,3	-1,7
2021	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	114,8	4,6	6,8	6,7	4,3	7,8	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2022 δ΄ τρ.	117,4	5,6	6,8	8,6	5,7	7,6	10,0	12,8	86,6	5,4	13,9	-2,1	5,2	12,6	-2,7
2023 α΄ τρ.	119,6	6,1	5,6	8,0	4,1	6,5	5,4	4,1	75,8	-10,5	-5,8	-14,6	-11,5	-7,7	-15,6
β΄ τρ.	120,9	6,1	4,0	6,9	4,5	4,6	0,4	-3,6	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8
γ΄ τρ.	121,8	5,8	3,0	5,8	3,8	3,6	-1,8	-7,0	79,8	-13,7	-14,5	-12,9	-14,8	-15,2	-14,3
2023 Ιούν.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,0	-15,4	-15,6	-15,3	-15,7	-15,6	-15,9
Ιουλ.	-	-	-	-	-	-	-	-	72,5	-13,5	-13,7	-13,2	-15,0	-15,1	-14,8
Αύγ.	-	-	-	-	-	-	-	-	78,8	-15,7	-15,9	-15,6	-16,5	-16,0	-17,1
Σεπτ.	-	-	-	-	-	-	-	-	88,1	-11,9	-13,9	-9,8	-12,9	-14,4	-11,1
Οκτ.	-	-	-	-	-	-	-	-	86,2	-12,6	-14,9	-10,2	-13,2	-14,6	-11,3
Νοέμ.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,9	-9,5	-10,7	-8,3	-10,4	-11,4	-9,1

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

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

2) Με στάθμιση ως προς τις εισαγωγές: στάθμιση με βάση τη διάρθρωση των εισαγωγών (κατά μέσο όρο) την περίοδο 2009-2011. Με στάθμιση ως προς τη χρήση: στάθμιση με βάση τη διάρθρωση της εγχώριας ζήτησης (κατά μέσο όρο) την περίοδο 2009-2011.

3 Τιμές και κόστος

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

	Έρευνες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σε Επιχειρήσεις και Καταναλωτές (διαφορά ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων)					Έρευνες Υπευθύνων Προμηθειών (δείκτες διάχυσης)			
	Προσδοκίες για τις τιμές πώλησης (τους επόμενους 3 μήνες)				Τάσεις τιμών καταναλωτή το προηγούμενο 12μηνο	Τιμές εισροών		Τιμές αγαθών και υπηρεσιών	
	Μεταποίηση	Λιανικό εμπόριο	Υπηρεσίες	Κατασκευές		Μεταποίηση	Υπηρεσίες	Μεταποίηση	Υπηρεσίες
	1	2	3	4		5	6	7	8
1999-20	4,4	5,5	-	-2,9	27,9	56,5	56,1	-	50,0
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,1	11,5	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,4	52,9	27,2	42,5	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 δ΄ τρ.	40,2	51,9	29,0	41,6	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 α΄ τρ.	23,8	43,6	25,9	27,1	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
β΄ τρ.	7,4	29,9	18,1	11,8	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
γ΄ τρ.	3,3	22,1	16,2	5,8	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
2023 Ιούν.	4,3	25,1	16,1	7,8	74,9	39,5	61,3	47,0	56,3
Ιούλ.	3,4	23,0	16,5	5,0	73,5	35,8	61,0	45,0	56,1
Αύγ.	3,0	22,5	16,7	6,1	72,9	39,7	62,2	46,2	55,6
Σεπτ.	3,3	20,6	15,5	6,4	73,6	41,9	62,7	45,8	54,7
Οκτ.	3,5	19,8	15,8	7,8	72,5	42,5	62,0	46,4	54,1
Νοέμ.	2,3	17,5	17,6	9,4	68,9	42,7	62,5	47,2	54,5

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Χρηματοδοτικών Υποθέσεων) και Markit.

3.5 Δείκτες κόστους εργασίας

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σύνολο (δείκτης: 2020=100)	Σύνολο	Κατά συνιστώσα		Για επιλεγμένες οικονομικές δραστηριότητες		Υπόμνηση: δείκτης συμβατικών αποδοχών ¹⁾
			Μισθοί και ημερομίσθια	Εργοδοτικές εισφορές	Επιχειρηματική οικονομία	Κυρίως μη επιχειρηματική οικονομία	
	1	2	3	4	5	6	7
% του συνόλου το 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2020	100,0	3,1	3,6	1,5	2,8	3,9	1,8
2021	101,0	1,0	1,1	0,6	0,9	1,2	1,3
2022	105,7	4,6	3,9	6,9	4,9	3,9	2,9
2022 δ' τρ.	114,2	5,9	5,3	7,9	5,8	6,0	3,1
2023 α' τρ.	102,6	5,2	4,9	6,2	5,6	4,4	4,4
β' τρ.	113,8	4,5	4,6	4,0	4,5	4,3	4,4
γ' τρ.	-	-	-	-	-	-	4,7

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Πειραματικά στοιχεία με βάση μη εναρμονισμένες πηγές (βλ. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html για περισσότερες λεπτομέρειες).

3 Τιμές και κόστος

3.6 Μοναδιαίο κόστος εργασίας, αμοιβή εισροών εργασίας και παραγωγικότητα εργασίας

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

	Σύνολο (δείκτης: 2015= 100)	Σύνολο	Κατά οικονομική δραστηριότητα									
			Γεωργία, δασοκο- μία και αλιεία	Μεταποίηση, ενέργεια και υπηρεσίες κοινής ωφέ- λειας	Κατα- σκευές	Εμπόριο, μετα- φορές, υπηρεσίες παροχής καταλύ- ματος και εστίασης	Ενημέρωση και επικοι- νωνία	Χρηματοπι- στωτικές και ασφαλιστι- κές δραστη- ριότητες	Δραστηρι- ότητες σχετικές με ακίνητη περιουσία	Επαγγελ- ματικές, επιχειρη- ματικές και υποστη- ρικτικές υπηρεσίες	Δημόσια διοίκηση, παιδεία, υγεία και κοινωνική μέριμνα	Τέχνες, ψυχαγωγία και λοιπές υπηρεσίες
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Μοναδιαίο κόστος εργασίας												
2020	110,3	4,6	2,4	2,0	5,2	7,9	-0,2	0,8	1,3	3,4	6,2	16,7
2021	110,1	-0,2	1,8	-3,7	5,6	-1,9	1,2	-1,5	5,0	1,1	0,9	-0,1
2022	113,8	3,4	7,4	3,5	6,2	2,1	3,2	2,9	4,7	3,5	3,4	-3,0
2022 δ' τρ.	116,5	4,7	7,8	3,1	7,8	4,2	4,0	3,3	4,2	5,1	4,9	-1,3
2023 α' τρ.	118,9	5,9	4,3	7,1	5,5	6,5	4,5	6,0	4,8	7,1	3,7	0,0
β' τρ.	119,6	6,3	2,6	7,4	6,4	7,8	4,7	4,9	5,8	6,9	4,8	3,1
γ' τρ.	121,5	6,6	4,0	9,6	5,7	7,8	4,2	5,3	3,8	6,7	4,8	3,2
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό												
2020	107,1	-0,3	3,2	-2,3	-1,0	-3,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	2,1	-1,5
2021	111,6	4,2	2,7	4,7	5,2	5,5	5,8	3,3	6,6	4,7	2,3	3,3
2022	116,6	4,5	5,0	3,6	4,1	6,2	3,3	3,0	4,2	5,2	3,8	7,0
2022 δ' τρ.	119,1	5,0	5,8	3,5	4,9	5,4	3,5	3,1	2,6	6,1	5,7	5,1
2023 α' τρ.	121,1	5,5	6,0	5,6	4,6	6,7	4,9	5,0	4,0	6,9	4,2	5,5
β' τρ.	121,8	5,5	6,1	5,2	5,5	6,0	5,5	4,3	4,2	6,2	4,9	6,0
γ' τρ.	123,3	5,2	5,4	5,8	5,3	5,1	5,3	4,3	3,1	6,2	4,4	6,3
Παραγωγικότητα εργασίας ανά απασχολούμενο												
2020	97,1	-4,7	0,8	-4,2	-5,9	-10,4	0,2	-0,9	-1,5	-3,5	-3,9	-15,6
2021	101,4	4,4	0,9	8,8	-0,3	7,5	4,6	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-2,3	0,1	-2,0	4,0	0,1	0,2	-0,5	1,7	0,3	10,3
2022 δ' τρ.	102,3	0,3	-1,9	0,5	-2,6	1,1	-0,4	-0,1	-1,5	1,0	0,7	6,5
2023 α' τρ.	101,8	-0,4	1,7	-1,4	-0,8	0,2	0,4	-1,0	-0,7	-0,2	0,5	5,5
β' τρ.	101,8	-0,8	3,4	-2,1	-0,8	-1,7	0,8	-0,6	-1,5	-0,6	0,1	2,9
γ' τρ.	101,5	-1,2	1,4	-3,5	-0,4	-2,5	1,1	-0,9	-0,6	-0,5	-0,3	3,0
Μισθολογική δαπάνη ανά πραγματική ώρα εργασίας												
2020	114,0	5,9	5,9	3,3	5,1	7,6	3,1	1,8	4,9	5,9	4,9	7,1
2021	114,1	0,1	0,5	-0,1	-0,5	-0,6	2,7	1,2	2,2	0,1	0,8	-1,5
2022	118,0	3,4	6,3	4,0	4,4	1,9	3,2	3,1	2,9	3,9	4,8	3,4
2022 δ' τρ.	120,7	4,5	7,4	3,3	4,3	3,9	3,5	2,6	1,9	5,2	6,1	3,8
2023 α' τρ.	122,0	4,9	4,7	5,2	4,4	5,5	5,1	4,9	4,4	6,2	4,0	4,5
β' τρ.	122,6	5,2	6,5	4,9	5,1	6,2	5,4	4,2	4,8	5,9	4,4	4,9
γ' τρ.	124,5	5,2	5,1	5,7	5,2	5,4	5,5	4,6	4,3	6,1	4,3	4,9
Ωριαία παραγωγικότητα της εργασίας												
2020	104,7	2,1	1,7	1,6	0,8	1,0	4,1	1,7	4,8	3,1	-0,9	-6,2
2021	104,7	0,0	0,0	3,5	-6,3	1,0	1,3	2,5	-3,7	-1,5	-0,4	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,7	0,4	-2,1	0,0	-0,1	0,3	-2,3	0,7	1,3	5,8
2022 δ' τρ.	104,6	-0,3	-1,9	0,3	-3,5	-0,2	-0,7	-0,9	-2,0	0,1	1,1	4,7
2023 α' τρ.	103,8	-0,7	1,2	-1,7	-0,7	-0,3	0,7	-1,1	0,0	-0,5	0,4	4,4
β' τρ.	103,7	-0,9	3,8	-2,3	-1,2	-1,5	0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,3	2,1
γ' τρ.	103,6	-1,2	1,7	-3,4	-0,6	-2,2	1,8	-0,8	-0,9	-0,6	-0,5	2,0

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

4 Εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές

4.1 Επιτόκια της χρηματαγοράς

(% ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

	Ζώνη του ευρώ ¹⁾					ΗΠΑ	Ιαπωνία
	Βραχυπρόθεσμο επιτόκιο του ευρώ (€STR)	Καταθέσεις διάρκειας 1 μηνός (EURIBOR)	Καταθέσεις διάρκειας 3 μηνών (EURIBOR)	Καταθέσεις διάρκειας 6 μηνών (EURIBOR)	Καταθέσεις διάρκειας 12 μηνών (EURIBOR)	Εξασφαλισμένο επιτόκιο χρηματοδότησης μίας ημέρας (SOFR)	Μέσο επιτόκιο μίας ημέρας για το Τόκυο (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,36	-0,04
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023 Μάιος	3,08	3,15	3,37	3,68	3,86	5,02	-0,05
Ιούν.	3,24	3,34	3,54	3,83	4,01	5,06	-0,07
Ιούλ.	3,40	3,47	3,67	3,94	4,15	5,10	-0,05
Αύγ.	3,64	3,63	3,78	3,94	4,07	5,30	-0,06
Σεπτ.	3,75	3,76	3,88	4,03	4,15	5,31	-0,05
Οκτ.	3,90	3,86	3,97	4,11	4,16	5,31	-0,02
Νοέμ.	3,90	3,84	3,97	4,06	4,02	5,32	-0,02

Πηγές: Refinitiv και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

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

4.2 Καμπύλες αποδόσεων

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

	Επιτόκια spot					Διαφορές αποδόσεων			Στιγμιαία προθεσμιακά επιτόκια			
	Ζώνη του ευρώ ^{1), 2)}					Ζώνη του ευρώ ^{1), 2)}	ΗΠΑ	Ηνωμένο Βασίλειο	Ζώνη του ευρώ ^{1), 2)}			
	3 μήνες	1 έτος	2 έτη	5 έτη	10 έτη	10 έτη - 1 έτος	10 έτη - 1 έτος	10 έτη - 1 έτος	1 έτος	2 έτη	5 έτη	10 έτη
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023 Μάιος	3,07	3,02	2,64	2,29	2,38	-0,63	-1,55	-0,53	2,65	2,02	2,23	2,65
Ιούν.	3,39	3,45	3,12	2,58	2,51	-0,94	-1,59	-0,96	3,21	2,45	2,25	2,56
Ιούλ.	3,48	3,42	3,02	2,53	2,54	-0,87	-1,43	-0,86	3,04	2,31	2,33	2,70
Αύγ.	3,46	3,38	2,95	2,52	2,57	-0,81	-1,30	-0,80	2,96	2,24	2,39	2,77
Σεπτ.	3,70	3,51	3,16	2,78	2,88	-0,64	-0,89	-0,63	3,14	2,56	2,69	3,17
Οκτ.	3,82	3,39	2,99	2,68	2,82	-0,56	-0,53	-0,48	2,87	2,41	2,67	3,19
Νοέμ.	3,78	3,26	2,81	2,41	2,53	-0,74	-0,83	-0,72	2,67	2,14	2,33	2,88

Πηγή: Υπολογισμοί της ΕΚΤ.

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

2) Υπολογισμοί της ΕΚΤ με βάση στοιχεία της Euro MTS Ltd και πιστοληπτικές διαβαθμίσεις της Fitch Ratings.

4.3 Χρηματιστηριακοί δείκτες

(επίπεδα δεικτών σε μονάδες, μέσοι όροι περιόδου)

	Δείκτες Dow Jones EURO STOXX											ΗΠΑ	Ιαπωνία		
	Δείκτες αναφοράς		Κύριοι κλαδικοί δείκτες												
	Ευρύς δείκτης	50	Βασικές πρώτες ύλες	Κατανα- λωτικές υπηρεσίες	Κατανα- λωτικά αγαθά	Πετρέ- λαιο και φυσικό αέριο	Χρηματο- πιστωτικές επιχειρή- σεις	Βιομη- χανικές επιχειρή- σεις	Τεχνο- λογία	Υπηρεσί- ες κοινής ωφέλειας	Τηλεπικοι- νωνίες	Υγεία	Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2	
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5	
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5	
2023	Μάιος	456,4	4.319,3	975,3	301,8	180,5	116,0	178,9	824,6	858,8	379,9	296,5	835,4	4.146,2	30.147,5
	Ιούν.	455,5	4.324,4	952,1	302,2	170,0	112,7	179,3	835,9	904,5	376,5	277,4	806,2	4.345,4	32.754,5
	Ιούλ.	460,1	4.364,5	964,7	305,9	172,9	111,0	185,8	838,3	899,6	375,8	277,8	814,8	4.508,1	32.694,1
	Αύγ.	453,9	4.296,8	966,3	297,6	167,8	115,8	188,6	816,5	867,9	362,6	269,1	828,5	4.457,4	32.167,4
	Σεπτ.	447,3	4.227,2	963,8	286,2	161,2	123,9	189,5	787,3	835,7	363,4	280,6	825,2	4.409,1	32.725,6
	Οκτ.	430,8	4.104,0	922,9	274,1	155,6	123,1	186,7	748,8	810,5	344,5	269,0	775,7	4.269,4	31.381,0
	Νοέμ.	448,0	4.275,0	963,3	282,6	162,0	123,3	192,5	790,5	885,3	368,0	279,3	742,2	4.460,1	32.960,3

Πηγή: Refinitiv.

4 Εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές

4.4 Επιτόκια NXI επί νέων δανείων και καταθέσεων νοικοκυριών^{1), 2)}

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

	Καταθέσεις				Ανακυ- κλούμενα δάνεια και υπερανα- λήψεις	Δάνεια μέσω πιστω- τικών καρ- τών	Καταναλωτικά δάνεια			Δάνεια προς ελεύ- θερους επαγγελ- ματίες και ατομικές επιχειρή- σεις	Δάνεια για αγορά κατοικίας					Σύν- θετος δείκτης κόστους δανει- σμού	
	Μίας ημέρας	Υπό προειδο- ποίησης έως 3 μηνών	Με συμφωνημένη διάρκεια				Κατά αρχική περίοδο σταθε- ρού επιτοκίου		ΣΕΠΠΕ ³⁾		Κατά αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου				ΣΕΠΠΕ ³⁾		
			Έως 2 έτη	Άνω των 2 ετών			Κυμαι- νόμενο επιτόκιο και σταθε- ρό έως 1 έτος	Άνω του 1 έτους			Κυμαι- νόμενο επιτόκιο και σταθε- ρό έως 1 έτος	Άνω του 1 και έως 5 έτη	Άνω των 5 και έως 10 έτη	Άνω των 10 ετών			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022	Νοέμ.	0,04	0,75	1,21	1,81	5,79	15,97	6,27	6,55	7,11	3,96	2,95	3,04	3,30	2,55	3,11	2,89
	Δεκ.	0,07	0,80	1,42	1,91	5,92	15,90	6,51	6,42	6,98	3,99	3,08	3,16	3,29	2,61	3,18	2,95
2023	Ιαν.	0,09	0,86	1,60	2,08	6,32	15,99	7,20	6,97	7,58	4,28	3,47	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
	Φεβρ.	0,11	1,17	1,91	2,20	6,54	16,08	7,21	7,08	7,78	4,58	3,67	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
	Μάρτ.	0,14	1,20	2,11	2,26	6,71	16,07	7,63	7,23	7,90	4,70	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
	Απρ.	0,17	1,25	2,28	2,42	6,97	16,23	8,06	7,43	8,11	4,91	4,13	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48
	Μάιος	0,21	1,30	2,47	2,48	7,14	16,34	8,16	7,60	8,31	5,08	4,24	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58
	Ιούν.	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,27	7,02	7,49	7,99	5,12	4,40	4,07	3,71	3,41	4,05	3,70
	Ιουλ.	0,27	1,42	2,82	2,86	7,49	16,40	8,38	7,73	8,41	5,23	4,55	4,14	3,72	3,45	4,09	3,76
	Αύγ.	0,31	1,50	3,04	3,10	7,59	16,47	8,72	7,83	8,49	5,36	4,69	4,21	3,79	3,51	4,16	3,85
	Σεπτ.	0,33	1,54	3,08	3,12	7,76	16,54	8,47	7,83	8,56	5,40	4,72	4,24	3,86	3,57	4,24	3,89
	Οκτ. ⁽ⁿ⁾	0,35	1,59	3,27	3,31	7,90	16,54	8,25	7,87	8,54	5,58	4,81	4,28	3,78	3,60	4,27	3,91

Πηγή: ΕΚΤ.

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

2) Περιλαμβάνονται τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν νοικοκυριά.

3) Συνολικό ετήσιο πραγματικό ποσοστό επιβάρυνσης (ΣΕΠΠΕ).

4.5 Επιτόκια NXI επί νέων δανείων και καταθέσεων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων^{1), 2)}

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

	Καταθέσεις			Ανακυ- κλούμενα δάνεια και υπερανα- λήψεις	Λοιπά δάνεια κατά μέγεθος και αρχική περίοδο σταθερού επιτοκίου									Σύνθετος δείκτης κόστους δανεισμού
	Μίας ημέρας	Με συμφωνημένη διάρκεια			Έως 0,25 εκατ. ευρώ			Άνω των 0,25 εκατ. ευρώ και έως 1 εκατ. ευρώ			Άνω του 1 εκατ. ευρώ			
		Έως 2 έτη	Άνω των 2 ετών		Κυμαινόμε- νο επιτόκιο και σταθε- ρό έως 3 μήνες	Άνω των 3 μηνών και έως 1 έτος	Άνω του 1 έτους	Κυμαινόμε- νο επιτόκιο και σταθε- ρό έως 3 μήνες	Άνω των 3 μηνών και έως 1 έτος	Άνω του 1 έτους	Κυμαινόμε- νο επιτόκιο και σταθε- ρό έως 3 μήνες	Άνω των 3 μηνών και έως 1 έτος	Άνω του 1 έτους	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022 Νοέμ.	0,15	1,49	2,34	2,90	3,34	3,76	4,01	3,12	3,37	3,06	2,89	3,30	3,29	3,11
Δεκ.	0,19	1,80	2,61	3,20	3,74	3,99	4,19	3,47	3,56	3,28	3,29	3,59	3,29	3,41
2023 Ιαν.	0,23	1,99	2,72	3,57	4,13	4,20	4,39	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
Φεβρ.	0,31	2,30	2,81	3,81	4,40	4,54	4,71	4,06	4,09	3,70	3,69	3,54	3,58	3,86
Μάρτ.	0,41	2,57	2,95	4,11	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,08	4,32	3,88	4,22
Απρ.	0,44	2,80	3,11	4,39	4,87	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,69	4,39
Μάιος	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,57
Ιούν.	0,55	3,20	3,10	4,78	5,24	5,43	5,26	4,95	4,99	4,14	4,71	4,88	4,11	4,78
Ιούλ.	0,60	3,31	3,58	4,88	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,30	4,86	5,01	4,32	4,94
Αύγ.	0,65	3,42	3,53	5,02	5,46	5,65	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99
Σεπτ.	0,75	3,59	3,79	5,19	5,58	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09
Οκτ. ^(m)	0,80	3,70	3,81	5,31	5,66	5,87	5,73	5,49	5,28	4,52	5,22	5,08	4,54	5,26

Πηγή: ΕΚΤ.

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

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

4 Εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές

4.6 Χρεόγραφα εκδοθέντα από κατοίκους της ζώνης του ευρώ, κατά τομέα εκδότη και αρχική διάρκεια (δισεκ. ευρώ, συναλλαγές στη διάρκεια του μηνός και υπόλοιπα στο τέλος της περιόδου, τιμές αγοράς)

	Υπόλοιπα							Ακαθάριστες εκδόσεις ¹⁾							
	Σύνολο	NXI	Επιχειρήσεις πλην NXI		Γενική κυβέρνηση		Σύνολο	NXI	Επιχειρήσεις πλην NXI		Γενική κυβέρνηση				
			Χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην NXI	Μη χρημα- τοπιστω- τικές επιχει- ρήσεις	εκ της οποίας κεντρική κυβέρ- νηση	Χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην NXI			Μη χρημα- τοπιστω- τικές επιχει- ρήσεις	κεντρική κυβέρ- νηση					
											Χρηματοδο- τικές εταιρίες ειδικού σκοπού	Χρηματοδο- τικές εταιρίες ειδικού σκοπού			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Βραχυπρόθεσμα															
2020	1.489,4	430,3	126,3	51,6	96,7	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.	
2021	1.406,7	427,2	126,9	50,1	87,9	764,7	674,9	387,1	138,3	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8	
2022	1.372,3	467,6	143,1	51,9	94,7	667,0	621,7	481,7	182,5	117,2	48,2	48,1	133,9	97,1	
2023	Ιούν.	1.486,2	584,5	135,1	50,4	93,7	672,9	634,3	518,1	223,5	116,5	37,0	45,7	132,4	107,1
	Ιούλ.	1.489,0	580,9	138,2	51,3	99,2	670,7	634,6	509,5	187,0	119,0	36,5	56,6	146,9	122,5
	Αύγ.	1.514,6	593,6	141,8	51,5	98,9	680,4	647,9	518,7	230,4	121,8	40,2	40,5	126,0	108,3
	Σεπτ.	1.530,3	592,1	136,0	50,3	91,8	710,4	676,2	519,8	213,7	115,7	42,2	46,8	143,6	126,5
	Οκτ.	1.517,2	578,7	135,5	47,8	94,8	708,2	671,7	486,6	199,0	115,0	36,3	51,0	121,6	92,2
	Νοέμ.	1.518,8	597,1	128,4	44,4	90,9	702,4	667,4	467,5	191,6	114,3	38,1	40,8	120,9	100,3
Μακροπρόθεσμα															
2020	19.284,3	4.076,4	3.096,8	1.254,1	1.545,4	10.565,6	9.778,7	.	.	.	.	.	.	.	
2021	19.923,4	4.182,2	3.377,3	1.340,4	1.599,7	10.764,2	9.943,2	316,2	67,9	83,3	33,6	23,1	141,9	128,4	
2022	17.895,4	3.972,7	3.253,3	1.338,6	1.396,7	9.272,7	8.560,9	298,8	78,5	73,0	29,1	16,6	130,6	121,2	
2023	Ιούν.	18.690,0	4.203,2	3.353,2	1.381,1	1.428,6	9.705,0	8.984,9	400,4	114,2	82,5	31,1	31,2	172,5	160,8
	Ιούλ.	18.779,8	4.299,8	3.359,5	1.373,0	1.433,5	9.687,1	8.967,0	347,4	140,9	55,7	15,8	18,8	132,0	127,2
	Αύγ.	18.807,3	4.315,0	3.349,4	1.355,9	1.429,5	9.713,3	8.990,8	206,3	52,5	47,9	12,0	8,4	97,4	93,9
	Σεπτ.	18.666,1	4.304,1	3.385,6	1.361,5	1.431,8	9.544,6	8.831,0	353,7	92,6	93,8	21,3	29,3	137,9	128,1
	Οκτ.	18.700,6	4.348,3	3.382,1	1.357,8	1.433,3	9.536,8	8.824,6	338,2	94,3	72,1	19,7	14,9	156,8	150,6
	Νοέμ.	19.083,2	4.421,5	3.407,2	1.337,3	1.468,0	9.786,4	9.065,1	300,2	87,1	81,0	17,5	27,0	105,1	100,1

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Για σκοπούς ευκολότερης σύγκρισης, τα ετήσια στοιχεία είναι μέσοι όροι των αντίστοιχων μηνιαίων στοιχείων.

4.7 Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής και υπόλοιπα χρεογράφων και εισηγμένων μετοχών (δισεκ. ευρώ και ποσοστιαίες μεταβολές, τιμές αγοράς)

	Χρεόγραφα							Εισηγμένες μετοχές				
	Σύνολο	NXI	Επιχειρήσεις πλην NXI			Γενική κυβέρνηση		Σύνολο	NXI	Χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην NXI	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	
			Χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην NXI	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	εκ της οποίας κεντρική κυβέρνηση							
						Χρηματοδοτικές εταιρίες ειδικού σκοπού						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Υπόλοιπο												
2020	20.773,7	4.506,7	3.223,1	1.305,7	1.642,1	11.401,8	10.501,2	8.521,7	473,8	1.339,2	6.707,7	
2021	21.330,1	4.609,3	3.504,2	1.390,5	1.687,6	11.528,9	10.618,1	10.412,4	600,0	1.555,8	8.255,6	
2022	19.267,8	4.440,3	3.396,4	1.390,5	1.491,3	9.939,7	9.182,6	8.744,5	524,9	1.356,6	6.862,3	
2023	Ιούν.	20.176,2	4.787,7	3.488,3	1.431,5	1.522,3	10.377,9	9.619,2	9.672,3	587,2	1.478,2	7.606,3
	Ιουλ.	20.268,8	4.880,7	3.497,7	1.424,4	1.532,7	10.357,8	9.601,5	9.823,8	619,1	1.524,4	7.679,7
	Αύγ.	20.321,9	4.908,6	3.491,2	1.407,4	1.528,4	10.393,7	9.638,7	9.553,7	582,2	1.496,3	7.474,7
	Σεπτ.	20.196,4	4.896,2	3.521,6	1.411,8	1.523,6	10.255,0	9.507,2	9.190,6	576,1	1.430,2	7.183,9
	Οκτ.	20.217,7	4.927,0	3.517,6	1.405,6	1.528,1	10.245,0	9.496,2	8.871,6	562,5	1.431,3	6.877,3
	Νοέμ.	20.602,0	5.018,6	3.535,6	1.381,7	1.559,0	10.488,8	9.732,4	9.425,7	611,2	1.468,1	7.346,0
Ρυθμός μεταβολής ¹⁾												
2023	Απρ.	4,5	8,4	2,6	-1,2	0,7	4,1	4,8	0,0	-2,2	0,5	0,1
	Μάιος	4,6	9,2	3,5	2,1	0,6	3,6	4,5	-0,2	-2,6	0,5	-0,1
	Ιούν.	5,4	10,4	4,4	3,3	0,9	4,3	5,1	-0,9	-2,4	1,7	-1,3
	Ιουλ.	6,1	12,3	4,2	2,0	1,8	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,9	-1,2
	Αύγ.	6,0	12,3	4,1	1,8	1,1	4,6	5,3	-1,0	-2,0	1,0	-1,2
	Σεπτ.	6,5	11,3	5,1	3,7	1,6	5,5	6,2	-0,9	-3,1	0,9	-1,0
	Οκτ.	6,1	10,8	5,1	3,2	2,1	5,0	5,5	-1,3	-3,0	0,7	-1,5
	Νοέμ.	5,6	10,4	4,2	0,0	2,0	4,4	4,9	-1,2	-4,0	0,8	-1,4

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τον υπολογισμό των ρυθμών μεταβολής βλ. στις Τεχνικές σημειώσεις.

4 Εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές

4.8 Σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες¹⁾

(μέσοι όροι περιόδου, δείκτης: α' τρ. 1999=100)

	ΣΣΙ-18						ΣΣΙ-41	
	Ονομαστική	Πραγματική με βάση τον ΔΤΚ	Πραγματική με βάση τον ΔΤΠ	Αποπληθωριστής πραγματικού ΑΕΠ	Πραγματική με βάση το μοναδιαίο κόστος εργασίας στη μεταποίηση	Πραγματική με βάση το μοναδιαίο κόστος εργασίας στο σύνολο της οικονομίας	Ονομαστική	Πραγματική με βάση τον ΔΤΚ
	1	2	3	4	5	6	7	8
2020	99,7	93,7	93,8	90,1	74,5	88,5	119,2	93,9
2021	99,6	93,7	93,5	89,4	68,4	86,6	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,4	84,4	63,8	81,8	116,1	90,9
2022 δ' τρ.	95,7	92,1	95,0	85,1	63,0	82,5	116,7	91,9
2023 α' τρ.	97,1	93,0	96,8	86,9	65,8	84,5	119,4	93,3
β' τρ.	98,2	93,8	98,0	88,1	65,0	84,9	121,4	94,6
γ' τρ.	98,9	94,9	98,8	.	.	.	123,5	95,9
2023 Ιούν.	98,2	93,8	98,1	-	-	-	121,8	94,7
Ιούλ.	99,2	95,0	98,9	-	-	-	123,7	96,2
Αύγ.	99,0	95,1	98,8	-	-	-	123,7	96,1
Σεπτ.	98,5	94,7	98,5	-	-	-	123,0	95,5
Οκτ.	98,0	94,2	98,5	-	-	-	122,5	95,0
Νοέμ.	98,7	94,4	99,4	-	-	-	123,4	95,2
Ποσοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου μηνός								
2023 Νοέμ.	0,7	0,3	0,9	-	-	-	0,7	0,2
Ποσοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους								
2023 Νοέμ.	3,1	2,3	4,6	-	-	-	5,8	3,5

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Για τον ορισμό των ομάδων εμπορικών εταιρών και άλλες πληροφορίες βλ. στην ενότητα "Methodology" του ECB Data Portal.

4.9 Διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες

(μέσοι όροι περιόδου, μονάδες εθνικού νομίσματος ανά ευρώ)

	Γιουάν Κίνας	Κορώνα Τσεχίας	Κορώνα Δανίας	Φιορίνι Ουγγαρίας	Γεν Ιαπωνίας	Ζλότυ Πολωνίας	Λίρα Αγγλίας	Λέι Ρουμανίας	Κορώνα Σουηδίας	Φράγκο Ελβετίας	Δολάριο ΗΠΑ
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2020	7,875	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2022 δ' τρ.	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	4,9208	10,938	0,983	1,021
2023 α' τρ.	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
β' τρ.	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
γ' τρ.	7,886	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
2023 Ιούν.	7,765	23,695	7,449	370,602	153,149	4,461	0,859	4,9600	11,677	0,976	1,084
Ιούλ.	7,948	23,892	7,451	379,035	155,937	4,443	0,859	4,9411	11,634	0,966	1,106
Αύγ.	7,910	24,108	7,452	385,047	157,962	4,460	0,859	4,9411	11,812	0,959	1,091
Σεπτ.	7,797	24,380	7,457	386,429	157,795	4,598	0,862	4,9656	11,842	0,960	1,068
Οκτ.	7,720	24,584	7,460	385,333	158,038	4,512	0,868	4,9682	11,647	0,955	1,056
Νοέμ.	7,809	24,485	7,458	379,195	161,844	4,402	0,870	4,9703	11,547	0,963	1,081
Ποσοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου μηνός											
2023 Νοέμ.	1,1	-0,4	0,0	-1,6	2,4	-2,4	0,3	0,0	-0,9	0,9	2,3
Ποσοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους											
2023 Νοέμ.	6,7	0,5	0,3	-6,8	11,5	-6,3	0,2	1,1	6,1	-2,1	5,9

Πηγή: ΕΚΤ.

4 Εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές

4.10 Ισοζύγιο πληρωμών της ζώνης του ευρώ, ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών

(δισεκ. ευρώ, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά, υπόλοιπα στο τέλος της περιόδου, συναλλαγές στη διάρκεια της περιόδου)

	Σύνολο ¹⁾			Άμεσες επενδύσεις		Επενδύσεις χαρτοφυλακίου		Καθαρά χρηματοοικονομικά παράγωγα	Λοιπές επενδύσεις		Συναλλαγματικά διαθέσιμα	Υπόμνηση: ακαθάριστο εξωτερικό χρέος
	Απαιτήσεις	Υποχρεώσεις	Καθαρό αποτέλεσμα	Απαιτήσεις	Υποχρεώσεις	Απαιτήσεις	Υποχρεώσεις		Απαιτήσεις	Υποχρεώσεις		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Υπόλοιπα (διεθνής επενδυτική θέση)												
2022 γ' τρ.	32.465,6	31.763,8	701,8	12.872,8	10.594,4	11.264,6	12.769,9	-6,2	7.198,8	8.399,6	1.135,7	16.707,6
2022 δ' τρ.	31.081,7	30.739,0	342,7	12.254,8	10.097,5	11.099,6	12.826,2	18,4	6.594,6	7.815,3	1.114,3	15.753,9
2023 α' τρ.	31.574,0	31.465,0	109,0	12.250,4	10.030,2	11.332,9	13.397,1	-9,7	6.866,9	8.037,7	1.133,6	16.080,5
2023 β' τρ.	31.743,6	31.561,2	182,4	12.156,5	9.895,5	11.712,9	13.712,2	-35,7	6.804,2	7.953,6	1.105,7	16.059,1
Υπόλοιπα ως ποσοστό του ΑΕΠ												
2023 β' τρ.	227,4	226,1	1,3	87,1	70,9	83,9	98,2	-0,3	48,7	57,0	7,9	115,1
Συναλλαγές												
2022 δ' τρ.	-514,6	-569,8	55,2	-249,8	-282,3	100,9	88,8	0,2	-375,2	-376,3	9,3	-
2023 α' τρ.	404,4	369,2	35,2	50,0	15,3	63,5	161,0	15,6	293,7	193,0	-18,4	-
2023 β' τρ.	26,5	-45,9	72,4	-98,1	-117,7	205,7	135,0	-5,1	-77,8	-63,2	1,9	-
2023 γ' τρ.	77,1	-10,7	87,8	-14,3	0,1	50,5	77,0	11,9	31,3	-87,7	-2,2	-
2023 Απρ.	13,8	5,9	7,9	-36,5	-32,2	68,3	1,3	-1,5	-14,6	36,8	-1,9	-
2023 Μάιος	-10,9	-1,4	-9,5	-54,2	3,6	38,0	-12,1	7,4	-3,3	7,1	1,4	-
2023 Ιούν.	23,5	-50,4	73,9	-7,4	-89,1	99,4	145,8	-11,0	-59,9	-107,1	2,4	-
2023 Ιούλ.	126,2	119,0	7,2	-10,1	18,8	40,4	27,4	-0,8	96,4	72,8	0,4	-
2023 Αύγ.	96,2	54,9	41,3	7,4	-0,2	23,7	25,5	8,9	54,9	29,6	1,3	-
2023 Σεπτ.	-145,3	-184,7	39,4	-11,6	-18,6	-13,6	24,1	3,8	-120,0	-190,2	-3,9	-
Σωρευτικές συναλλαγές 12μήνου												
2023 Σεπτ.	-6,5	-257,2	250,7	-312,2	-384,7	420,7	461,8	22,5	-128,1	-334,2	-9,5	-
Σωρευτικές συναλλαγές 12μήνου ως ποσοστό του ΑΕΠ												
2023 Σεπτ.	0,0	-1,8	1,8	-2,2	-2,7	3,0	3,3	0,2	-0,9	-2,4	-0,1	-

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Τα καθαρά χρηματοοικονομικά παράγωγα περιλαμβάνονται στις συνολικές απαιτήσεις.

5 Συνθήκες χρηματοδότησης και πιστωτικές εξελίξεις

5.1 Νομισματικά μεγέθη¹⁾

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

	M3											
	M1			M2			M3-M2					
	M1		3	M2-M1		6	7	M3-M2			11	12
	Νόμισμα σε κυκλοφορία	Καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας		Καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 έτη	Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών			Συμφωνίες επαναγοράς	Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος	Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Υπόλοιπα												
2020	1.364,0	8.905,5	10.269,5	1.028,8	2.448,9	3.477,7	13.747,1	102,2	624,5	9,4	736,1	14.483,2
2021	1.470,4	9.825,2	11.295,6	918,8	2.504,9	3.423,7	14.719,3	118,7	644,1	25,3	788,1	15.507,4
2022	1.539,5	9.763,4	11.302,9	1.382,1	2.563,9	3.946,0	15.248,9	124,2	646,1	49,5	819,8	16.068,7
2022 δ' τρ.	1.539,5	9.763,4	11.302,9	1.382,1	2.563,9	3.946,0	15.248,9	124,2	646,1	49,5	819,8	16.068,7
2023 α' τρ.	1.542,2	9.456,4	10.998,5	1.633,7	2.548,0	4.181,7	15.180,2	102,6	676,7	91,5	870,7	16.050,9
β' τρ.	1.535,3	9.178,0	10.713,3	1.865,1	2.518,0	4.383,1	15.096,3	114,4	695,9	83,8	894,2	15.990,6
γ' τρ.	1.535,5	8.985,4	10.521,0	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.072,6	131,0	714,4	76,0	921,4	15.994,0
2023 Μάιος	1.537,0	9.274,6	10.811,6	1.770,9	2.529,1	4.300,1	15.111,6	112,4	690,1	91,3	893,8	16.005,5
Ιούν.	1.535,3	9.178,0	10.713,3	1.865,1	2.518,0	4.383,1	15.096,3	114,4	695,9	83,8	894,2	15.990,6
Ιούλ.	1.534,5	9.084,0	10.618,5	1.922,2	2.506,8	4.428,9	15.047,4	121,8	694,6	77,8	894,2	15.941,6
Αύγ.	1.534,0	9.008,9	10.542,9	1.993,8	2.485,1	4.478,9	15.021,9	122,0	699,5	84,3	905,8	15.927,7
Σεπτ.	1.535,5	8.985,4	10.521,0	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.072,6	131,0	714,4	76,0	921,4	15.994,0
Οκτ. ^(m)	1.536,0	8.867,8	10.403,8	2.169,0	2.453,2	4.622,2	15.026,0	144,3	711,3	90,4	946,0	15.972,1
Συναλλαγές												
2020	139,5	1.266,9	1.406,4	-33,3	85,9	52,6	1.459,0	19,8	110,1	2,2	132,0	1.591,1
2021	107,7	910,7	1.018,4	-121,0	65,7	-55,3	963,1	12,3	20,3	13,2	45,8	1.008,9
2022	69,2	-45,8	23,4	428,9	55,5	484,3	507,7	3,9	2,4	76,6	82,8	590,5
2022 δ' τρ.	1,9	-331,4	-329,5	205,9	10,1	216,0	-113,6	6,2	43,0	0,7	50,0	-63,6
2023 α' τρ.	1,3	-346,4	-345,1	245,9	-10,8	235,1	-110,0	-22,1	30,4	43,7	52,1	-57,9
β' τρ.	-6,9	-276,7	-283,6	226,7	-30,1	196,6	-87,0	11,9	19,2	-5,3	25,8	-61,3
γ' τρ.	0,2	-201,9	-201,8	224,0	-52,3	171,8	-30,0	16,0	18,2	-8,7	25,6	-4,4
2023 Μάιος	-0,1	-98,1	-98,1	74,3	-9,7	64,7	-33,4	8,9	13,4	5,0	27,3	-6,1
Ιούν.	-1,7	-92,1	-93,8	94,3	-11,1	83,2	-10,6	2,4	5,8	-5,1	3,1	-7,5
Ιούλ.	-0,9	-91,0	-91,9	58,6	-11,1	47,5	-44,4	7,7	-1,4	-5,0	1,3	-43,2
Αύγ.	-0,4	-82,4	-82,9	75,9	-21,7	54,2	-28,7	-0,1	4,8	4,8	9,4	-19,2
Σεπτ.	1,5	-28,5	-27,0	89,5	-19,4	70,1	43,1	8,5	14,8	-8,4	14,9	58,0
Οκτ. ^(m)	0,5	-115,4	-114,9	83,7	-12,4	71,3	-43,7	13,4	-3,2	13,6	23,8	-19,9
Ρυθμοί μεταβολής												
2020	11,4	16,4	15,8	-3,1	3,6	1,5	11,8	24,5	21,2	-	21,7	12,3
2021	7,9	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,3	158,5	6,2	7,0
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8
2022 δ' τρ.	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8
2023 α' τρ.	1,4	-5,7	-4,7	69,2	1,3	20,0	1,0	-17,6	15,2	538,5	23,8	2,0
β' τρ.	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,9	22,4	0,5
γ' τρ.	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	65,5	19,9	-1,2
2023 Μάιος	0,7	-8,1	-7,0	80,9	0,3	22,6	-0,1	-10,8	15,3	423,4	23,6	1,0
Ιούν.	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,9	22,4	0,5
Ιούλ.	0,1	-10,5	-9,1	85,2	-1,0	23,9	-1,4	-1,7	16,7	226,2	21,1	-0,4
Αύγ.	-0,2	-11,9	-10,4	85,9	-2,3	23,8	-2,4	-1,2	16,9	162,5	20,4	-1,3
Σεπτ.	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	65,5	19,9	-1,2
Οκτ. ^(m)	-0,4	-11,5	-10,0	72,9	-3,9	21,4	-2,2	15,9	14,4	266,8	22,9	-1,0

Πηγή: ΕΚΤ.

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

5 Συνθήκες χρηματοδότησης και πιστωτικές εξελίξεις

5.2 Καταθέσεις που περιλαμβάνονται στο M3¹⁾

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

	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ²⁾					Νοικοκυριά ³⁾					Χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην των NXI και των ΑΕΤΣ ²⁾	Ασφαλιστικές επιχειρήσεις και ταμεία συντάξεων	Λοιπή γενική κυβέρνηση ⁴⁾
	Σύνολο	Μίας ημέρας	Με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 έτη	Υπό προ-ειδοποίηση έως 3 μηνών	Συμφωνίες επαναγοράς	Σύνολο	Μίας ημέρας	Με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 έτη	Υπό προ-ειδοποίηση έως 3 μηνών	Συμφωνίες επαναγοράς			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Υπόλοιπα													
2020	2.966,3	2.514,2	308,7	140,0	3,5	7.664,8	4.965,6	438,4	2.260,0	0,9	1.118,2	237,4	498,6
2021	3.230,1	2.804,8	289,4	128,4	7,4	8.087,9	5.380,8	374,1	2.332,3	0,7	1.273,6	229,0	546,9
2022	3.360,6	2.722,2	497,0	134,9	6,4	8.373,7	5.536,8	444,9	2.391,1	0,9	1.301,8	236,9	560,6
2022 δ' τρ.	3.360,6	2.722,2	497,0	134,9	6,4	8.373,7	5.536,8	444,9	2.391,1	0,9	1.301,8	236,9	560,6
2023 α' τρ.	3.332,4	2.596,4	594,8	132,6	8,6	8.377,5	5.433,2	566,2	2.377,1	0,9	1.227,5	230,5	572,6
β' τρ.	3.333,1	2.502,8	687,3	132,1	11,0	8.364,0	5.311,6	701,6	2.350,0	0,8	1.185,3	229,1	564,0
γ' τρ.	3.323,4	2.439,0	737,6	131,9	14,8	8.351,4	5.205,9	847,5	2.297,1	0,8	1.215,4	212,6	565,3
2023 Μάιος	3.316,0	2.530,6	642,4	132,0	11,1	8.369,5	5.353,9	654,3	2.360,4	0,9	1.214,9	227,4	559,2
Ιούν.	3.333,1	2.502,8	687,3	132,1	11,0	8.364,0	5.311,6	701,6	2.350,0	0,8	1.185,3	229,1	564,0
Ιούλ.	3.310,4	2.468,0	700,1	131,6	10,7	8.363,4	5.269,6	755,0	2.338,0	0,8	1.180,3	216,6	564,1
Αύγ.	3.311,3	2.448,4	720,1	132,1	10,8	8.360,0	5.238,0	804,5	2.316,7	0,8	1.160,9	217,5	560,3
Σεπτ.	3.323,4	2.439,0	737,6	131,9	14,8	8.351,4	5.205,9	847,5	2.297,1	0,8	1.215,4	212,6	565,3
Οκτ. ^(m)	3.325,7	2.407,7	773,8	131,4	12,9	8.345,7	5.149,8	909,0	2.286,2	0,7	1.205,7	210,7	546,5
Συναλλαγές													
2020	511,4	465,7	55,5	-6,9	-3,0	612,6	561,7	-53,7	104,6	0,0	158,9	20,9	35,5
2021	249,9	274,5	-21,3	-6,9	3,6	422,2	411,3	-65,0	76,1	-0,2	160,0	-10,4	46,0
2022	119,9	-90,8	206,2	5,9	-1,4	296,5	167,9	74,6	53,9	0,1	3,2	8,2	14,6
2022 δ' τρ.	6,0	-106,3	112,5	1,5	-1,7	30,7	-52,9	75,1	8,6	-0,1	-151,3	-6,2	11,6
2023 α' τρ.	-37,3	-136,4	97,5	-0,6	2,3	-25,3	-132,2	115,9	-9,1	0,1	-73,9	-5,1	8,2
β' τρ.	1,0	-92,1	91,3	-0,5	2,4	-13,4	-121,4	135,2	-27,1	-0,1	-43,3	-1,2	-11,3
γ' τρ.	-13,1	-65,8	49,2	-0,2	3,7	-14,7	-111,1	149,3	-52,9	0,0	29,8	-17,3	1,1
2023 Μάιος	-15,3	-37,5	21,2	0,1	0,8	-2,9	-40,5	47,1	-9,4	0,0	-1,5	-1,6	-3,2
Ιούν.	20,3	-24,7	44,8	0,1	0,0	-4,4	-41,6	47,6	-10,4	-0,1	-29,1	1,9	4,8
Ιούλ.	-20,8	-33,4	13,3	-0,4	-0,2	0,0	-41,7	53,7	-12,0	0,0	-2,8	-12,4	0,1
Αύγ.	-0,8	-20,9	19,6	0,4	0,0	-4,9	-36,7	53,1	-21,3	0,0	-19,2	0,6	-4,0
Σεπτ.	8,5	-11,5	16,3	-0,2	3,9	-9,8	-32,7	42,5	-19,7	0,0	51,8	-5,5	5,0
Οκτ. ^(m)	4,2	-30,0	36,4	-0,4	-1,9	-5,4	-56,0	61,5	-10,9	-0,1	-8,9	-1,8	-18,8
Ρυθμοί μεταβολής													
2020	20,6	22,5	21,6	-4,6	-45,1	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	15,9	9,6	7,7
2021	8,4	10,9	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,2	-4,3	9,3
2022	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,5	3,6	2,7
2022 δ' τρ.	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,5	3,6	2,7
2023 α' τρ.	1,2	-9,4	105,8	3,1	-18,7	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,8	-8,4	0,3	3,2
β' τρ.	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,5	97,1	-0,3	20,9	-14,1	0,5	-2,4
γ' τρ.	-1,3	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,3	-12,3	1,8
2023 Μάιος	0,4	-11,9	119,5	2,3	10,6	1,3	-3,6	83,2	0,3	18,6	-10,4	-1,4	-3,1
Ιούν.	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,5	97,1	-0,3	20,9	-14,1	0,5	-2,4
Ιούλ.	-0,6	-14,1	118,3	1,9	12,7	0,6	-5,7	111,8	-1,1	6,4	-15,2	-9,3	-1,8
Αύγ.	-2,2	-15,6	107,5	0,8	37,5	0,2	-6,7	124,2	-2,4	-1,0	-18,8	-7,5	-2,4
Σεπτ.	-1,3	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,3	-12,3	1,8
Οκτ. ^(m)	-2,0	-14,3	73,2	0,7	45,8	-0,5	-8,3	134,0	-4,0	-28,7	-10,7	-15,9	-2,9

Πηγή: ΕΚΤ.

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

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

3) Περιλαμβάνονται τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν νοικοκυριά.

4) Ο τομέας της γενικής κυβέρνησης πλην της κεντρικής κυβέρνησης.

5 Συνθήκες χρηματοδότησης και πιστωτικές εξελίξεις

5.3 Χρηματοδότηση προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ¹⁾

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

	Χρηματοδότηση προς τη γενική κυβέρνηση			Χρηματοδότηση προς άλλους κατοίκους της ζώνης του ευρώ								Χρεόγραφα	Μετοχικοί τίτλοι και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων εκτός αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος
	Σύνολο	Δάνεια	Χρεόγραφα	Σύνολο	Δάνεια								
					Σύνολο	Προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ³⁾	Προς νοικοκυριά ⁴⁾	Προς χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις πλην των ΝΧΙ και των ΑΕΤΣ ³⁾	Προς ασφαλιστικές επιχειρήσεις και ταμεία συντάξεων				
										Διορθωμένα δάνεια ²⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Υπόλοιπα													
2020	5.898,2	996,3	4.889,9	14.325,2	11.917,4	12.294,2	4.709,1	6.132,1	908,1	168,1	1.543,2	864,5	
2021	6.531,5	994,3	5.535,3	14.805,8	12.340,5	12.722,7	4.864,8	6.372,6	941,9	161,1	1.577,2	888,1	
2022	6.361,6	1.004,6	5.332,0	15.390,1	12.990,2	13.183,7	5.131,4	6.632,1	1.079,1	147,6	1.563,7	836,3	
2022 δ' τρ.	6.361,6	1.004,6	5.332,0	15.390,1	12.990,2	13.183,7	5.131,4	6.632,1	1.079,1	147,6	1.563,7	836,3	
2023 α' τρ.	6.353,2	995,3	5.333,0	15.426,3	13.019,5	13.214,7	5.136,1	6.665,6	1.076,5	141,4	1.556,9	849,9	
β' τρ.	6.275,3	986,6	5.263,3	15.426,5	12.982,2	13.210,7	5.126,9	6.634,3	1.078,5	142,5	1.575,1	869,3	
γ' τρ.	6.211,1	989,2	5.196,9	15.428,9	12.977,5	13.194,2	5.114,6	6.633,5	1.092,2	137,2	1.576,8	874,6	
2023 Μάιος	6.269,2	990,4	5.253,1	15.439,5	12.999,3	13.229,3	5.133,3	6.632,0	1.092,7	141,3	1.577,8	862,4	
Ιούν.	6.275,3	986,6	5.263,3	15.426,5	12.982,2	13.210,7	5.126,9	6.634,3	1.078,5	142,5	1.575,1	869,3	
Ιούλ.	6.239,5	984,3	5.229,8	15.438,4	12.988,8	13.215,7	5.125,2	6.628,6	1.099,6	135,4	1.573,3	876,4	
Αύγ.	6.256,9	987,3	5.244,5	15.414,5	12.963,8	13.186,6	5.119,9	6.632,8	1.079,9	131,2	1.573,7	877,1	
Σεπτ.	6.211,1	989,2	5.196,9	15.428,9	12.977,5	13.194,2	5.114,6	6.633,5	1.092,2	137,2	1.576,8	874,6	
Οκτ. ^(m)	6.195,8	987,3	5.183,3	15.451,1	13.008,2	13.223,1	5.112,6	6.641,6	1.119,0	135,1	1.562,6	880,2	
Συναλλαγές													
2020	1.037,1	12,8	1.024,1	736,4	538,3	558,9	288,5	209,1	22,6	18,0	170,0	28,1	
2021	663,0	-0,9	673,6	563,0	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	78,0	9,2	
2022	175,9	9,4	165,7	634,1	623,7	679,9	269,4	242,2	125,5	-13,4	16,9	-6,4	
2022 δ' τρ.	31,1	3,0	27,5	19,4	-8,4	37,1	-7,0	26,9	-16,5	-11,8	15,7	12,1	
2023 α' τρ.	-72,9	-17,5	-55,3	2,5	3,7	7,8	-2,2	14,8	-3,0	-5,9	-9,7	8,5	
β' τρ.	-75,1	-8,6	-67,0	0,9	-32,0	-1,0	-5,2	-28,6	0,8	1,0	17,6	15,3	
γ' τρ.	-19,4	1,6	-20,7	8,0	-0,2	-11,6	-8,5	1,6	12,1	-5,3	2,4	5,8	
2023 Μάιος	-57,2	6,8	-64,4	9,8	-13,2	10,6	3,9	-34,2	20,0	-2,8	16,5	6,5	
Ιούν.	10,8	-3,7	14,7	-8,3	-10,3	-13,1	-3,6	3,9	-11,9	1,3	-1,9	3,9	
Ιούλ.	-34,9	-2,4	-32,6	15,0	11,0	8,5	0,7	-4,8	22,1	-7,0	-2,1	6,0	
Αύγ.	14,9	2,4	12,9	-23,5	-24,1	-27,9	-3,9	4,2	-20,1	-4,3	0,3	0,3	
Σεπτ.	0,6	1,6	-0,9	16,5	12,9	7,8	-5,3	2,2	10,1	6,0	4,1	-0,5	
Οκτ. ^(m)	-17,2	0,9	-18,3	31,5	36,5	33,2	2,3	9,8	26,2	-1,8	-13,3	8,3	
Ρυθμοί μεταβολής													
2020	22,1	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,5	10,2	11,4	3,3	
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0	
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,3	-7,9	1,1	-0,6	
2022 δ' τρ.	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,3	-7,9	1,1	-0,6	
2023 α' τρ.	-0,1	-1,5	0,1	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	5,0	-9,7	-1,3	2,0	
β' τρ.	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5	
γ' τρ.	-2,1	-2,1	-2,2	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0	
2023 Μάιος	-2,2	-1,7	-2,3	2,2	2,1	2,8	3,2	1,5	3,4	-13,0	2,3	2,5	
Ιούν.	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5	
Ιούλ.	-2,8	-2,3	-3,0	1,3	1,1	1,6	1,6	0,7	3,2	-15,0	1,1	5,4	
Αύγ.	-2,1	-2,1	-2,1	0,6	0,1	0,7	0,1	0,4	0,4	-13,9	1,7	5,2	
Σεπτ.	-2,1	-2,1	-2,2	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0	
Οκτ. ^(m)	-2,6	-1,8	-2,8	0,4	0,0	0,4	-0,9	0,2	4,7	-14,2	1,3	5,0	

Πηγή: ΕΚΤ.

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

2) Με διόρθωση ως προς τις πωλήσεις και τιτλοποιήσεις δανείων (που συνεπάγονται διαγραφή τους από τον ισολογισμό των ΝΧΙ για στατιστικούς σκοπούς) και ως προς τις θέσεις που προκύπτουν από τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθεσίμων σε επίπεδο ομίλου (notional cash pooling) που παρέχουν τα ΝΧΙ.

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

4) Περιλαμβάνονται τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν νοικοκυριά.

5 Συνθήκες χρηματοδότησης και πιστωτικές εξελίξεις

5.4 Δάνεια από NXI προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά της ζώνης του ευρώ¹⁾

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

	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ²⁾				Νοικοκυριά ³⁾					
	Σύνολο	Διορθωμένα δάνεια ⁴⁾	Έως 1 έτος	Άνω του 1 και έως 5 έτη	Άνω των 5 ετών	Σύνολο	Καταναλωτικά δάνεια	Δάνεια για αγορά κατοικίας	Λοιπά δάνεια	
						Διορθωμένα δάνεια ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Υπόλοιπα										
2020	4.709,1	4.830,6	897,6	1.008,9	2.802,6	6.132,1	6.401,8	700,5	4.724,9	706,7
2021	4.864,8	4.995,8	889,0	1.005,2	2.970,7	6.372,6	6.637,3	698,3	4.970,8	703,5
2022	5.131,4	5.139,0	967,2	1.078,9	3.085,3	6.632,1	6.831,4	717,2	5.214,6	700,3
2022 δ΄ τρ.	5.131,4	5.139,0	967,2	1.078,9	3.085,3	6.632,1	6.831,4	717,2	5.214,6	700,3
2023 α΄ τρ.	5.136,1	5.150,3	940,7	1.092,7	3.102,6	6.665,6	6.870,6	723,6	5.236,0	706,0
β΄ τρ.	5.126,9	5.147,0	924,2	1.088,2	3.114,5	6.634,3	6.868,1	726,0	5.207,9	700,4
γ΄ τρ.	5.114,6	5.124,5	902,8	1.085,4	3.126,5	6.633,5	6.863,0	731,6	5.210,5	691,4
2023 Μάιος	5.133,3	5.151,1	926,2	1.095,2	3.111,9	6.632,0	6.871,2	726,0	5.204,6	701,5
Ιούν.	5.126,9	5.147,0	924,2	1.088,2	3.114,5	6.634,3	6.868,1	726,0	5.207,9	700,4
Ιούλ.	5.125,2	5.144,4	919,8	1.088,6	3.116,8	6.628,6	6.863,4	727,4	5.205,0	696,2
Αύγ.	5.119,9	5.124,1	902,0	1.085,2	3.132,8	6.632,8	6.863,9	729,8	5.209,0	693,9
Σεπτ.	5.114,6	5.124,5	902,8	1.085,4	3.126,5	6.633,5	6.863,0	731,6	5.210,5	691,4
Οκτ. ^(m)	5.112,6	5.120,1	896,8	1.087,4	3.128,4	6.641,6	6.861,9	731,0	5.222,6	687,9
Συναλλαγές										
2020	288,5	325,6	-53,8	138,4	203,9	209,1	193,4	-11,7	210,7	10,2
2021	176,9	208,8	-1,6	2,3	176,1	261,7	266,8	10,7	255,0	-3,9
2022	269,4	309,1	78,6	77,5	113,3	242,2	249,7	22,6	218,5	1,1
2022 δ΄ τρ.	-7,0	22,2	-28,7	18,4	3,4	26,9	35,8	4,9	22,6	-0,5
2023 α΄ τρ.	-2,2	5,7	-24,1	11,1	10,9	14,8	22,0	4,6	15,0	-4,7
β΄ τρ.	-5,2	-1,2	-15,0	-3,0	12,8	-28,6	-0,6	3,9	-27,6	-4,9
γ΄ τρ.	-8,5	-18,8	-21,8	-3,3	16,6	1,6	-2,2	7,6	2,7	-8,8
2023 Μάιος	3,9	1,2	-6,5	0,9	9,4	-34,2	-1,9	1,4	-33,2	-2,4
Ιούν.	-3,6	-2,3	-0,5	-6,6	3,4	3,9	-1,5	0,5	4,1	-0,7
Ιούλ.	0,7	-0,9	-3,1	0,6	3,2	-4,8	-3,7	2,3	-2,9	-4,2
Αύγ.	-3,9	-18,7	-18,9	-3,2	18,2	4,2	0,6	2,7	3,9	-2,3
Σεπτ.	-5,3	0,8	0,1	-0,6	-4,9	2,2	1,0	2,6	1,8	-2,2
Οκτ. ^(m)	2,3	-0,9	-4,7	3,0	4,0	9,8	0,1	0,2	12,3	-2,7
Ρυθμοί μεταβολής										
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,2	0,2	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,2
2022 δ΄ τρ.	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,2
2023 α΄ τρ.	4,5	5,3	4,0	9,1	3,1	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
β΄ τρ.	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
γ΄ τρ.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
2023 Μάιος	3,2	4,0	-0,6	8,2	2,7	1,5	2,1	2,8	1,8	-1,5
Ιούν.	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
Ιούλ.	1,6	2,2	-3,1	5,0	2,0	0,7	1,3	2,6	0,8	-2,1
Αύγ.	0,1	0,7	-7,8	2,6	1,8	0,4	1,0	3,0	0,5	-2,5
Σεπτ.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
Οκτ. ^(m)	-0,9	-0,3	-9,6	1,5	1,1	0,2	0,6	2,8	0,3	-3,1

Πηγή: ΕΚΤ.

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

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

3) Περιλαμβάνονται τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν νοικοκυριά.

4) Με διόρθωση ως προς τις πωλήσεις και τιλοποιήσεις δανείων (που συνεπάγονται διαγραφή τους από τον ισολογισμό των NXI για στατιστικούς σκοπούς) και ως προς τις θέσεις που προκύπτουν από τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθεσίμων σε επίπεδο ομίλου (notional cash pooling) που παρέχουν τα NXI.

5 Συνθήκες χρηματοδότησης και πιστωτικές εξελίξεις

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

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

	Υποχρεώσεις των NXI						Απαιτήσεις των NXI			
	Τοποθε- τήσεις κεντρικής κυβέρνη- σης ²⁾	Πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις έναντι άλλων κατοίκων της ζώνης του ευρώ					Καθαρές απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού	Λοιπές		
		Σύνολο	Καταθέσεις με συμφωνη- μένη διάρκεια άνω των 2 ετών	Καταθέσεις υπό προειδο- ποίηση άνω των 3 μηνών	Χρεόγραφα με συμ- φωνημένη διάρκεια άνω των 2 ετών	Κεφάλαιο και αποθε- ματικά		Σύνολο		
								Συμφωνίες επαναγοράς με κεντρικούς αντισυμβαλλο- μένους ³⁾	Συμφωνίες επαναπώ- λησης με κεντρικούς αντισυμβαλλο- μένους ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Υπόλοιπα										
2020	711,2	6.952,7	1.915,1	42,1	1.988,5	3.006,9	1.441,7	482,0	136,7	141,1
2021	736,9	6.881,5	1.838,9	37,1	1.994,5	3.010,9	1.377,6	411,1	128,5	136,8
2022	649,3	6.746,8	1.782,6	45,9	2.116,1	2.802,3	1.333,4	379,6	137,8	147,6
2022 δ΄ τρ.	649,3	6.746,8	1.782,6	45,9	2.116,1	2.802,3	1.333,4	379,6	137,8	147,6
2023 α΄ τρ.	574,1	6.915,1	1.791,9	55,5	2.171,6	2.896,2	1.426,2	334,4	152,1	165,8
β΄ τρ.	485,8	6.985,8	1.806,8	61,7	2.231,2	2.886,1	1.465,2	295,1	168,6	172,6
γ΄ τρ.	456,3	7.137,4	1.825,0	72,9	2.361,9	2.877,6	1.635,2	312,4	153,8	163,3
2023 Μάιος	498,9	6.998,1	1.804,9	58,9	2.213,7	2.920,5	1.484,0	309,8	174,0	184,1
Ιούν.	485,8	6.985,8	1.806,8	61,7	2.231,2	2.886,1	1.465,2	295,1	168,6	172,6
Ιούλ.	464,6	7.096,5	1.807,0	64,5	2.319,6	2.905,4	1.547,9	276,9	153,8	156,4
Αύγ.	439,8	7.138,2	1.807,1	68,0	2.340,6	2.922,4	1.580,4	253,8	165,9	161,8
Σεπτ.	456,3	7.137,4	1.825,0	72,9	2.361,9	2.877,6	1.635,2	312,4	153,8	163,3
Οκτ. ^(m)	440,3	7.216,8	1.819,5	77,7	2.411,0	2.908,6	1.740,9	241,4	163,0	151,4
Συναλλαγές										
2020	288,3	-36,9	-14,8	-8,0	-101,4	87,3	-66,8	135,9	-43,6	-47,5
2021	26,3	-38,6	-74,9	-5,0	-40,0	81,4	-111,2	-118,2	-8,3	-4,3
2022	-84,5	37,0	-89,7	-4,4	14,8	116,3	-71,2	-195,7	10,5	17,9
2022 δ΄ τρ.	2,2	57,3	-12,4	1,1	50,5	18,1	48,5	-103,2	-10,2	1,0
2023 α΄ τρ.	-81,9	89,4	5,9	5,0	67,3	11,3	63,7	-43,6	15,0	18,9
β΄ τρ.	-88,1	95,1	13,9	6,3	60,1	14,9	93,0	-73,1	16,5	6,7
γ΄ τρ.	-29,7	90,0	17,3	11,2	38,5	23,1	127,9	-60,5	-13,0	-6,0
2023 Μάιος	-73,9	38,1	-3,3	2,0	28,9	10,5	18,8	-13,4	20,7	22,2
Ιούν.	-13,0	31,4	2,9	2,8	24,4	1,3	37,9	-29,4	-5,4	-11,5
Ιούλ.	-21,2	29,0	0,8	2,8	16,1	9,3	42,1	-57,5	-14,8	-16,2
Αύγ.	-24,8	27,1	0,1	3,5	15,6	7,9	28,1	-36,4	12,1	5,4
Σεπτ.	16,3	33,9	16,3	4,9	6,8	5,9	57,8	33,3	-10,3	4,8
Οκτ. ^(m)	-16,0	27,3	-4,6	4,8	26,5	0,7	64,5	-87,4	9,3	-12,0
Ρυθμοί μεταβολής										
2020	82,2	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	3,7	-0,6	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,5	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,0	-	-	7,9	12,7
2022 δ΄ τρ.	-11,5	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,0	-	-	7,9	12,7
2023 α΄ τρ.	-22,6	2,3	-3,4	-0,5	4,9	4,0	-	-	-4,2	1,3
β΄ τρ.	-37,6	3,5	-2,2	25,4	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
γ΄ τρ.	-30,3	4,9	1,4	48,7	10,4	2,4	-	-	5,7	14,1
2023 Μάιος	-34,5	3,2	-2,5	17,8	7,5	3,5	-	-	-4,2	8,2
Ιούν.	-37,6	3,5	-2,2	25,4	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
Ιούλ.	-38,9	3,9	-1,5	32,5	9,7	2,7	-	-	-10,9	-1,6
Αύγ.	-34,9	4,5	-0,4	37,0	10,1	2,9	-	-	5,9	11,5
Σεπτ.	-30,3	4,9	1,4	48,7	10,4	2,4	-	-	5,7	14,1
Οκτ. ^(m)	-34,5	5,4	1,7	57,7	11,1	2,7	-	-	14,8	-0,6

Πηγή: ΕΚΤ.

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

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

3) Χωρίς εποχική διόρθωση.

6 Δημοσιονομικές εξελίξεις

6.1 Έλλειμμα/πλεόνασμα

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

	Έλλειμμα (-) /πλεόνασμα (+)					Υπόμνηση: πρωτογενές έλλειμμα (-) / πλεόνασμα (+)
	Σύνολο	Κεντρική κυβέρνηση	Κυβέρνηση ομόσπονδων κρατιδίων	Τοπική αυτοδιοίκηση	Ασφαλιστικοί οργανισμοί	
	1	2	3	4	5	6
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,2	-5,2	0,0	0,1	0,0	-3,8
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-1,9
2022 γ' τρ.	-3,2	.	.	.	.	-1,6
2022 δ' τρ.	-3,6	.	.	.	.	-1,9
2023 α' τρ.	-3,7	.	.	.	.	-2,0
2023 β' τρ.	-3,8	.	.	.	.	-2,1

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

6.2 Έσοδα και δαπάνες

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

	Έσοδα						Δαπάνες						
	Σύνολο	Τρέχοντα έσοδα				Κεφαλαι- ακά έσοδα	Σύνολο	Τρέχουσες δαπάνες					Κεφαλαιακές δαπάνες
		Άμεσοι φόροι	Έμμεσοι φόροι	Καθαρές εισφορές κοινωνικής ασφάλισης				Αμοιβές μισθωτών	Ενδιάμεση κατανάλωση	Τόκοι	Κοινωνικά επιδόματα		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6
2021	47,0	46,2	13,2	13,1	15,1	0,8	52,2	47,2	10,2	5,9	1,5	23,9	5,0
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2022 γ' τρ.	47,1	46,4	13,6	13,1	14,9	0,7	50,3	45,4	9,9	5,9	1,6	22,9	4,9
2022 δ' τρ.	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2023 α' τρ.	46,7	45,9	13,5	12,8	14,8	0,8	50,3	45,3	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
2023 β' τρ.	46,5	45,7	13,4	12,7	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1

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

6.3 Λόγος χρέους γενικής κυβέρνησης προς ΑΕΠ

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

	Σύνολο	Κατηγορία χρηματοοικονομικού μέσου			Κατηγορία δανειστή			Αρχική διάρκεια		Εναπομένονσα διάρκεια			Νόμισμα	
		Νόμισμα και καταθέσεις	Δάνεια	Χρεόγραφα	Κάτοικοι	Μη κάτοικοι	Έως 1 έτος	Άνω του 1 έτους	Έως 1 έτος	Άνω του 1 και έως 5 έτη	Άνω των 5 ετών	Ευρώ ή συμμετέχοντα νομίσματα	Λοιπά νομίσματα	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	84,1	3,0	13,2	67,8	45,8	30,8	38,3	7,7	76,3	15,6	27,9	40,6	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,1	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,3	95,5	1,7
2021	94,7	3,0	13,8	77,9	55,2	41,3	39,5	9,8	84,9	17,5	30,1	47,1	93,3	1,4
2022	90,9	2,7	13,2	75,0	53,4	40,2	37,5	8,8	82,1	16,5	28,7	45,7	90,0	0,9
2022 γ' τρ.	92,2	2,9	13,5	75,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 δ' τρ.	90,9	2,7	13,2	75,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 α' τρ.	90,7	2,5	12,8	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 β' τρ.	90,3	2,5	12,5	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Δημοσιονομικές εξελίξεις

6.4 Ετήσια μεταβολή του λόγου δημόσιου χρέους/ΑΕΠ και προσδιοριστικοί παράγοντες¹⁾

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

	Μεταβολή του λόγου χρέους/ ΑΕΠ ²⁾	Πρωτογενές έλλειμμα (+) / πλεόνασμα (-)	Προσαρμογή ελλείμματος-χρέους								Διαφορά επιτοκίου- ρυθμού ανάπτυξης	Υπόμνηση: δανειακές ανάγκες
			Σύνολο	Συναλλαγές σε κύρια χρηματοοικονομικά στοιχεία					Επιδράσεις αναπροσαρμογής αξίας και λοιπές μεταβολές όγκου	Λοιπά		
				Σύνολο	Νόμισμα και καταθέσεις	Δάνεια	Χρεόγραφα	Μετοχικοί τίτλοι και μερίδια επενδυτικών αμοιβαίων κεφαλαίων				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-1,2	0,9
2020	13,1	5,5	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,3	9,6
2021	-2,4	3,8	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,0	5,1
2022	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2022 γ' τρ.	-4,5	1,6	-0,2	0,1	-0,4	0,3	0,0	0,2	0,4	-0,6	-6,0	2,6
2022 δ' τρ.	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2023 α' τρ.	-3,8	2,0	-0,7	-0,7	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,7	-5,1	2,3
2023 β' τρ.	-3,1	2,1	-0,8	-1,0	-1,4	0,2	0,2	0,1	0,7	-0,5	-4,5	2,3

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

1) Δάνεια μεταξύ χωρών στο πλαίσιο της χρηματοπιστωτικής κρίσης καταγράφονται σε ενοποιημένη βάση πλην των τριμηνιαίων στοιχείων για την προσαρμογή ελλείμματος-χρέους.

2) Υπολογίζεται ως η διαφορά του λόγου χρέους/ΑΕΠ στο τέλος της περιόδου αναφοράς σε σχέση με ένα έτος νωρίτερα.

6.5 Κρατικά χρεόγραφα¹⁾

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

	Δαπάνες εξυπηρέτησης χρέους πληρωτέες εντός 1 έτους ²⁾					Μέση εναπομένονσα διάρκεια σε έτη ³⁾	Μέσες ονομαστικές αποδόσεις ⁴⁾						
	Σύνολο	Χρεολύσια	Τόκοι		Υπόλοιπα					Συναλλαγές			
					Σύνολο		Κυμαινόμενο επιτόκιο	Μηδε- νικό τοκομε- ρίδιο	Σταθερό επιτόκιο	Διάρκειες έως 1 έτος	Εκδόσεις	Εξοφλήσεις	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	14,9	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	2,0	1,2	-0,1	2,2	2,1	0,0	0,8
2021	14,0	12,7	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,2	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2022 γ' τρ.	13,0	11,7	3,7	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4
2022 δ' τρ.	13,2	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2023 α' τρ.	13,5	12,3	4,2	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
2023 β' τρ.	13,6	12,3	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,4	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
2023 Μάιος	13,4	12,1	3,4	1,3	0,3	8,2	1,8	1,3	1,2	1,9	2,0	2,6	1,0
2023 Ιούν.	13,6	12,3	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,4	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
2023 Ιουλ.	13,6	12,3	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	2,0	1,9	3,0	1,2
2023 Αύγ.	13,5	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,4	1,7	2,0	1,9	3,2	1,4
2023 Σεπτ.	13,8	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,2	1,8	2,0	1,7	3,4	1,5
2023 Οκτ.	13,3	12,0	3,5	1,4	0,3	8,2	2,0	1,2	1,9	2,0	1,7	3,4	1,7

Πηγή: ΕΚΤ.

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

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

3) Εναπομένονσα διάρκεια στο τέλος της περιόδου.

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

6 Δημοσιονομικές εξελίξεις

6.6 Δημοσιονομικές εξελίξεις στις χώρες της ζώνης του ευρώ

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

	Βέλγιο 1	Γερμανία 2	Εσθονία 3	Ιρλανδία 4	Ελλάδα 5	Ισπανία 6	Γαλλία 7	Κροατία 8	Ιταλία 9	Κύπρος 10
Δημοσιονομικό έλλειμμα (-) /πλεόνασμα (+)										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	0,9
2020	-8,9	-4,3	-5,4	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,6	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,5	-2,5	-8,8	-1,9
2022	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2022 γ' τρ.	-3,5	-1,8	-0,3	1,6	-3,1	-4,1	-4,3	0,4	-7,7	2,4
2022 δ' τρ.	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2023 α' τρ.	-4,0	-3,1	-1,3	2,1	-2,5	-4,3	-4,5	-0,2	-8,1	3,1
2023 β' τρ.	-4,1	-3,4	-1,7	2,2	-2,4	-4,4	-4,7	-0,4	-8,0	3,4
Δημόσιο χρέος										
2019	97,6	59,6	8,5	57,1	180,6	98,2	97,4	70,9	134,2	93,0
2020	111,8	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,6	86,8	154,9	114,9
2021	108,0	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	112,9	78,1	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2022 γ' τρ.	105,6	66,8	15,9	48,5	175,9	114,0	113,5	69,8	143,1	89,7
2022 δ' τρ.	104,3	66,1	18,5	44,4	171,4	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2023 α' τρ.	106,4	65,7	17,2	43,6	168,6	111,2	112,4	69,1	140,9	83,1
2023 β' τρ.	106,0	64,6	18,5	43,1	166,5	111,2	111,9	66,5	142,4	85,3
	Λετονία 11	Λιθουανία 12	Λουξεμβούργο 13	Μάλτα 14	Ολλανδία 15	Αυστρία 16	Πορτογαλία 17	Σλοβενία 18	Σλοβακία 19	Φινλανδία 20
Δημοσιονομικό έλλειμμα (-) /πλεόνασμα (+)										
2019	-0,5	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,5	-6,5	-3,4	-9,6	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,4	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,6	-7,5	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2022 γ' τρ.	-4,3	0,8	0,6	-5,4	-0,3	-3,0	1,0	-3,0	-2,7	-0,8
2022 δ' τρ.	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2023 α' τρ.	-4,3	-1,2	-0,6	-4,9	-0,1	-3,5	0,1	-3,2	-2,6	-0,9
2023 β' τρ.	-3,0	-1,3	-0,8	-4,3	-0,2	-4,1	0,0	-3,1	-3,4	-1,5
Δημόσιο χρέος										
2019	36,7	35,8	22,4	40,0	48,6	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,2	46,2	24,6	52,2	54,7	83,0	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	44,0	43,4	24,5	54,0	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,5
2022	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2022 γ' τρ.	40,1	37,0	24,7	51,9	48,2	81,3	118,4	74,4	57,5	71,8
2022 δ' τρ.	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2023 α' τρ.	43,0	38,1	28,4	52,4	48,3	80,3	112,4	72,0	58,0	73,3
2023 β' τρ.	39,5	38,1	28,2	50,7	46,9	78,6	110,1	70,5	59,6	74,6

Πηγή: Eurostat.

© Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2024

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: 13 Δεκεμβρίου 2023.

Για συγκεκριμένους όρους και συντομογραφίες, βλ. [το γλωσσάριο της ΕΚΤ](#) (διαθέσιμο μόνο στα αγγλικά).

PDF ISSN 2363-3484, QB-BP-23-012-EL-N