



### Ελληνική Οικονομία

Με βάση τα στοιχεία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών για το 2017, που δημοσίευσε η Τράπεζα της Ελλάδος αυτήν την εβδομάδα, το έλλειμμα στο ισοζύγιο περιορίστηκε στα € 1,45 δισ. (ή 0,8% του ΑΕΠ), έναντι € 1,87 δισ. το 2016 (ή 1,1% του ΑΕΠ). Όπως φαίνεται στο Γράφημα 1, η βελτίωση αυτή προήλθε από την αύξηση του πλεονάσματος στο ισοζύγιο υπηρεσιών, η οποία όμως δεν ήταν αρκετή να υπερκαλύψει το έλλειμμα στο εμπορικό ισοζύγιο. Συγκεκριμένα, το πλεόνασμα στο ισοζύγιο υπηρεσιών αυξήθηκε κατά 13,6% το 2017, λόγω της σημαντικής ανόδου των ταξιδιωτικών εισπράξεων, κατά 10,5% και των εισπράξεων από μεταφορές, κατά 16,9%. Αντίθετα, το έλλειμμα στο ισοζύγιο αγαθών διευρύνθηκε κατά 10,7% σε ετήσια βάση (αναλυτικά βλ. στο τμήμα οικονομικής συγκυρίας στο παρόν δελτίο).

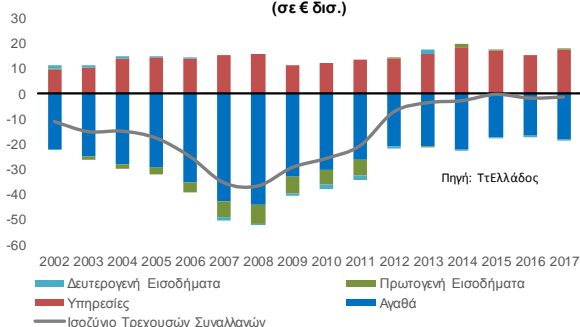
Όπως φαίνεται στο Γράφημα 1 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό στο ΑΕΠ ήταν έντονα ελλειμματικό κατά την περίοδο πριν την έναρξη της οικονομικής κρίσεως, ενώ στην περίοδο 2009-2017 βελτιώθηκε, κυρίως ως αποτέλεσμα της δραματικής μείωσης των εισαγωγών αγαθών, της αύξησης των εισπράξεων από τον τουρισμό και των εξαγωγών αγαθών. Τα τελευταία τρία έτη μάλιστα, είναι σχεδόν ισοσκελισμένο (ελαφρώς ελλειμματικό).

Στο παρόν δελτίο επιχειρούμε (α) την ανάλυση των παραγόντων που οδήγησαν για τρίτο συνεχόμενο έτος σε οιονεί ισορροπία στις εξωτερικές συναλλαγές της χώρας και (β) τη διερεύνηση της ευστάθειας αυτής της νέας καταστάσεως ισορροπίας καθώς η οικονομία θα εισέρχεται σε αναπτυξιακή τροχιά.

#### A. Οι τρέχουσες εξωτερικές συναλλαγές ως διαχρονικό ανισοζύγιο επενδύσεων – αποταμιεύσεων

Σύμφωνα με την εθνικολογιστικές ταυτότητες, η εθνική αποταμίευση μπορεί να διοχετευθεί είτε στην υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων στο εσωτερικό της χώρας, είτε σε τοποθετήσεις στην αλλοδαπή

Γράφημα 1. Εξέλιξη και Διάρθρωση του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (σε € δισ.)

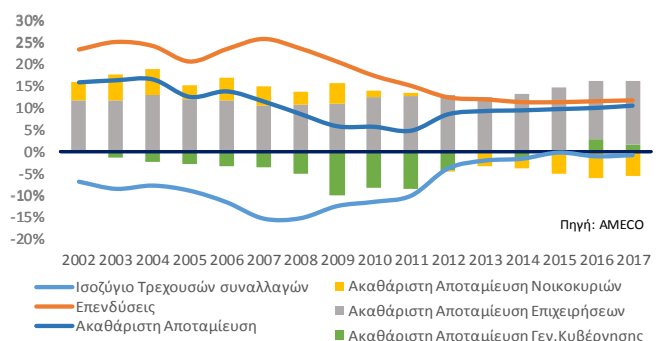


αυξάνοντας το απόθεμα των καθαρών περιουσιακών στοιχείων στο εξωτερικό σε ποσότητα ίση με το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Πρακτικά τούτο σημαίνει ότι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κινείται παράλληλα με τη διαφορά των επενδύσεων από την αποταμίευση, όπως απεικονίζεται στο Γράφημα 2. Υπό αυτό το πρίσμα, η μεγάλη διεύρυνση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στην πρώτη δεκαετία μετά την υιοθέτηση του ευρώ ήταν αποτέλεσμα της φθίνουσας εθνικής (δημόσιας και ιδιωτικής) αποταμιεύσεως. Παράλληλα, στην περίοδο 2006-2010, οι επενδύσεις έφθασαν στο υψηλότερο σημείο τους (26% του ΑΕΠ το 2007).

Μετέπειτα, οι επενδύσεις μειώθηκαν σημαντικά, κυρίως ως αποτέλεσμα της σημαντικής μείωσης των επενδύσεων σε κατοικίες και σταθεροποιήθηκαν περί το 11,5% του ΑΕΠ από το 2014 έως το 2017. Παράλληλα, η συνολική εθνική αποταμίευση παρουσίασε πορεία συγκλίσεως προς το ποσοστό αυτό κατά την ίδια περίοδο οδηγώντας στον ισοσκελισμό του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Τούτο οφείλεται στην σταθεροποίηση της αποταμιεύσεως των επιχειρήσεων και την αύξηση της ακαθάριστης αποταμιεύσεως της γενικής κυβερνήσεως (πράσινη μπάρα), η οποία κατέστη θετική με την επίτευξη δημοσιονομικών πλεονασμάτων τα δύο τελευταία έτη, ως αποτέλεσμα της δημοσιονομικής προσαρμογής και παρά το γεγονός ότι η μέση ροπή προς αποταμίευση των νοικοκυριών (κίτρινη μπάρα) κατέστη αρνητική από το 2011 και έπειτα.

Το ερώτημα ωστόσο είναι **πόσο ευσταθής είναι η κατάσταση ισορροπίας στις εξωτερικές συναλλαγές** καθώς η ελληνική οικονομία εισέρχεται εκ νέου σε φάση μεγεθύνσεως και αναμένεται ενίσχυση των εισαγωγών κεφαλαιουχικών αγαθών που απαιτείται για τις επενδύσεις ανανεώσεως του μηχανολογικού εξοπλισμού. Σημαντικό στοιχείο στην κατεύθυνση αυτή είναι να μελετήσουμε εάν υπάρχει δομική μεταβολή σε δύο άλλα πεδία, δηλαδή τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της χώρας και τη δυνατότητα υποκαταστάσεως των εισαγόμενων με εγχωρίως παραγόμενα προϊόντα.

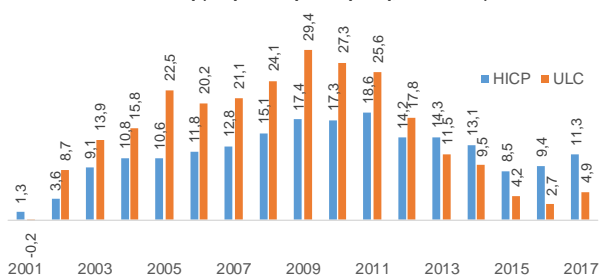
Γράφημα 2. Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, Επενδύσεις και Ακαθάριστη Αποταμίευση (% ΑΕΠ)



## Β. Η αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας βάσει του κόστους εργασίας και τιμών

Εκτός από τη μείωση των εισαγωγών ως αποτέλεσμα της αποδυναμώσεως της εγχώριας ζήτησεως, η υποχώρηση του ελλείμματος στο ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά € 35,1 δις. στην περίοδο 2008-2017 μπορεί να αποδοθεί σε σημαντικό βαθμό στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Στο Γράφημα 3, παρουσιάζεται η σωρευτική μεταβολή, σε σύγκριση με το έτος βάσεως του δείκτη (2000=100), της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το κόστος εργασίας και τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή.

Γράφημα 3. Δείκτης Ανταγωνιστικότητας (REER) με βάση το Κόστος Εργασίας και τον Εν. Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (Σωρευτική Μεταβολή, 2000=100)



Πηγή: Ε.Επαροπή

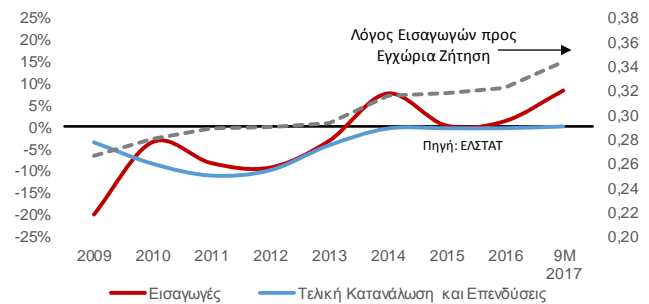
Ειδικότερα, όπως παρατηρείται στο Γράφημα 3, μετά την μεγάλη απώλεια της ανταγωνιστικότητας κατά την πρώτη δεκαετία μετά την υιοθέτηση του ευρώ, η ελληνική οικονομία ανέκτησε στην περίοδο 2009-2016 το μεγαλύτερο μέρος αυτής της απώλειας, ειδικά σε όρους κόστους εργασίας, κυρίως ως αποτέλεσμα της πολιτικής της εσωτερικής υποτιμήσεως που αποτέλεσε δομικό στοιχείο των πρώτων προγραμμάτων προσαρμογής. Ωστόσο, το Γράφημα αποκαλύπτει και την απόκλιση που υπάρχει στον δείκτη ανταγωνιστικότητας με βάση το κόστος εργασίας και τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή.

Οι βασικοί λόγοι για τους οποίους η μείωση του κόστους εργασίας δεν συνοδεύθηκε από αντίστοιχη μείωση των σχετικών τιμών καταναλωτή, συνοπτικά είναι: α) Η αύξηση των συντελεστών έμμεσης φορολογίας που σε βαθμό που περιορίζει την δυνατότητα μειώσεως των τιμών των τελικών προϊόντων και υπηρεσιών, β) η αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου (risk premia) για την άντληση δανειακών κεφαλαίων των επιχειρήσεων, λόγω της παρατεταμένης αβεβαιότητας αναφορικά με το αξιόχρεο της ελληνικών κρατικών τίτλων και γ) η αργή διαδικασία άρσεως των στρεβλώσεων στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών, οι οποίες δυσχέραναν τη μείωση των τελικών τιμών στον ίδιο βαθμό που μειώθηκε το κόστος εργασίας. Στην παρούσα φάση, ωστόσο, οι ανασταλτικοί παράγοντες β) και γ) αναμένεται να αδρανοποιηθούν υπό την προϋπόθεση της επιτυχούς ολοκληρώσεως του τρίτου προγράμματος και της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων που έχουν συμφωνηθεί.

## Γ. Δυσχέρειες στην υποκατάσταση των εισαγόμενων αγαθών με εγχωρίως παραγόμενα

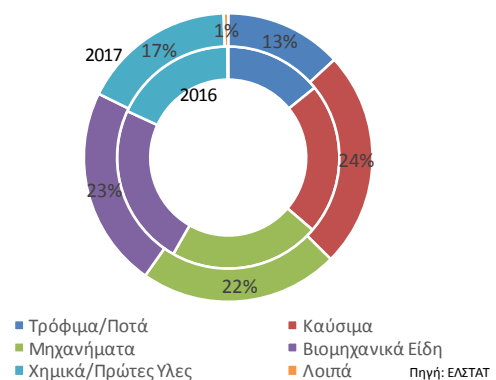
Ο λόγος των εισαγωγών προς την εγχώρια ζήτηση (ιδιωτική και δημόσια καταναλωτική και επενδυτική δαπάνη), ο οποίος απεικονίζεται στο Γράφημα 4 ακολουθεί μια ανοδική πορεία (ιδιαίτερα στην περίοδο μετά το 2013 έως σήμερα), η οποία προκύπτει από την στασιμότητα της εγχώριας ζήτησεως και την αύξηση των εισαγωγών παρά το γεγονός ότι από το 2015 ισχύει το καθεστώς των κεφαλαιακών ελέγχων.

Γράφημα 4. Λόγος Εισαγωγών προς Εγχώρια Ζήτηση και Ρυθμού Μεταβολής τους



Τούτο αναδεικνύει το γεγονός ότι α) τα νοικοκυριά εξακολουθούν να έχουν ισχυρές προτιμήσεις για εισαγόμενα προϊόντα σε σχέση με τα εγχωρίως παραγόμενα και β) ένα σημαντικό ποσοστό των αναγκών της χώρας για εισαγωγές σε διάφορους τομείς έχει ανελαστικό χαρακτήρα. Πράγματι, αναφορικά με την διάρθρωση των εισαγωγών σημειώνεται ότι, όπως παρατηρείται στο Γράφημα 5, το μεγαλύτερο μέρος των εισαγωγών αγαθών το 2017 αφορά σε προϊόντα που σχετίζονται περισσότερο με την παραγωγική διαδικασία, ήτοι κατά 63,8%. Συγκεκριμένα το 24% αφορά εισαγωγές σε καύσιμα, το 22% σε μηχανήματα και το 17% σε χημικά προϊόντα και πρώτες ύλες. Αντίθετα, μόλις το 35,7% των εισαγωγών αγαθών αφορά σε προϊόντα που σχετίζονται περισσότερο με την καταναλωτική δαπάνη όπως τρόφιμα- ποτά (13%) και βιομηχανικά είδη (23%).

Γράφημα 5. Διάρθρωση Εισαγωγών Αγαθών



## Οικονομική Συγκυρία

**Εθνικός Γενικός και Δομικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή:** Ο εθνικός δείκτης τιμών καταναλωτή σημείωσε μείωση 0,2% τον Ιανουάριο του 2018, έναντι αύξησης 1,2% τον Ιανουάριο του 2017. Η μείωση του πληθωρισμού προήλθε κυρίως, όπως φαίνεται στο Γράφημα 6, από τις κατηγορίες «διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά», «ένδυση και υπόδηση», λόγω της μείωσης των τιμών την περίοδο των εκπτώσεων και «στέγαση», λόγω μείωσης κυρίως των τιμών σε ενοίκια κατοικιών και ηλεκτρισμό. Οι μειώσεις σε αυτές της κατηγορίες υπεραντιστάθμισαν τις αυξήσεις των τιμών κυρίως στις κατηγορίες «αλκοολούχα ποτά και καπνός», λόγω αύξησης της τιμής του καπνού, και «μεταφορές», λόγω αύξησης των τιμών σε καύσιμα, λιπαντικά και αεροπορικά εισιτήρια.

Γράφημα 6. Ετήσιες Μεταβολές Τιμών Ομάδων Αγαθών και Υπηρεσιών στον Εθνικό ΔΤΚ, Ιανουάριος 2018



Ειδικότερα, η επίπτωση του ενεργειακού κόστους στον δείκτη τιμών του καταναλωτή υπολογίζεται σε 0,07 εκατοστιαίες μονάδες, έναντι μεγαλύτερης θετικής επίπτωσης 2,07 εκατοστιαίες μονάδες τον Ιανουάριο του 2017. Επίσης, από την αύξηση στην έμμεση φορολογία προκύπτει θετική επίπτωση κατά 0,27 εκατοστιαίες μονάδες στον καπνό, η τιμή του οποίου αυξήθηκε κατά 9,3% σε ετήσια βάση τον Ιανουάριο του 2018, έναντι αύξησης 1,5% τον Ιανουάριο του 2017.

Από την άλλη πλευρά, η μείωση των τιμών στα είδη διατροφής και κυρίως στα νωπά λαχανικά, κατά 22,5% σε ετήσια βάση τον Ιανουάριο του 2018, έναντι αύξησης 24,5% τον Ιανουάριο του 2017, μείωσαν τον γενικό δείκτη τιμών καταναλωτή, καθώς ο δομικός πληθωρισμός, εξαιρουμένων της τιμής της ενέργειας και των νωπών φρούτων και λαχανικών ήταν οριακά θετικός στο 0,1%.

## Το ισοζύγιο εξωτερικών πληρωμών το 2017:

Το έλλειμμα στο Ισοζύγιο των Τρεχουσών Συναλλαγών (ΙΤΣ) περιορίστηκε ελαφρά στα €1,4 δισ. το 2017 (0,8% του ΑΕΠ) έναντι ελλείμματος €1,9 δισ. το 2016 (1,1% του ΑΕΠ).

Πίνακας 1. Εξέλιξη Ισοζυγίου Αγαθών

σε € εκατ.	2017	2016 % ετήσια μετ.	2017 % ετήσια μετ.
<b>Ισοζύγιο Αγαθών</b>	<b>-18.353,2</b>	<b>-3,8%</b>	<b>10,7%</b>
Εξαγωγές Αγαθών	27.928,8	-1,2%	14,1%
Καύσιμα	7.831,0	-8,3%	27,2%
Πλοία	196,9	-11,1%	26,2%
Εξαγωγές χωρίς καύσιμ.	20.097,8	1,4%	9,6%
Εισαγωγές Αγαθών	46.282,0	-2,3%	12,7%
Καύσιμα	11.608,1	-17,7%	29,1%
Πλοία	411,2	-51,0%	38,3%
Εισαγωγές χωρίς καύσιμ.	34.673,9	3,2%	8,1%
<b>Ισοζύγιο πλοίων</b>	<b>-214,3</b>	<b>-67,2%</b>	<b>51,7%</b>
<b>Ισοζύγιο Καυσίμων</b>	<b>-3.777,1</b>	<b>-32,7%</b>	<b>33,3%</b>
<b>Ισοζ. Αγαθών Εκτός καυσ.</b>	<b>-14.361,8</b>	<b>8,1%</b>	<b>5,5%</b>

Πηγή: ΤτΕλλάδος

Το έλλειμμα του ΙΤΣ προήλθε από την διεύρυνση του ελλείμματος στο ισοζύγιο αγαθών, και κυρίως του ελλείμματος στο ισοζύγιο καυσίμων, και παρά την σημαντική αύξηση του πλεονάσματος στο ισοζύγιο των υπηρεσιών. Σημειώνεται ότι το ισοζύγιο των πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων σε παρουσίασε αξιόλογες μεταβολές το 2017 σε ετήσια βάση.

Ειδικότερα αναφέρονται τα ακόλουθα:

### Το έλλειμμα του ισοζυγίου των αγαθών

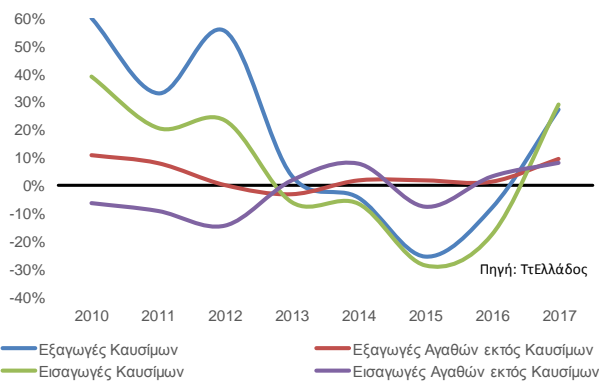
διευρύνθηκε κατά 10,7% σε ετήσια βάση το 2017, έναντι μείωσης κατά 3,8% το 2016. Οι εξαγωγές αγαθών παρουσίασαν σημαντική αύξηση κατά 14,1% το 2017 και διαμορφώθηκαν στα € 27,9 δισ., έναντι υποχώρησης κατά 1,2% το 2016, ενώ οι εισαγωγές αγαθών επίσης αυξήθηκαν κατά 12,7%, στα € 46,3 δισ. Το έλλειμμα στο ισοζύγιο καυσίμων αυξήθηκε κατά 33,3% στα € 3,8 δισ. ενώ παράλληλα, το έλλειμμα στο ισοζύγιο εκτός καυσίμων αυξήθηκε κατά 6% (Πίνακας 1).

Θετική εξέλιξη αποτελεί η αύξηση των εξαγωγών εκτός καυσίμων (Γράφημα 7), κατά 9,6% το 2017, από εξωστρεφείς κλάδους της ελληνικής οικονομίας, όπως των τροφίμων και καπνού, των χημικών και φαρμακευτικών, των μη μεταλλικών και των προϊόντων μετάλλου, του μηχανολογικού και ηλεκτρολογικού εξοπλισμού. Ωστόσο, οι αντίστοιχες εισαγωγές εκτός καυσίμων επίσης παρουσίασαν σημαντική αύξηση κατά 8,1%.

### Το πλεόνασμα του ισοζυγίου των υπηρεσιών

κατέγραψε σημαντική αύξηση κατά 13,6% το 2017, από μείωση 9,6% το 2016, λόγω κυρίως της σημαντικής αύξησης των τουριστικών εισπράξεων (2017: 10,5%) αλλά και των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές (16,9%) (βλ. Πίνακα 2).

Γράφημα 7. Ετήσιες % Μεταβολές Εξαγωγών και Εισαγωγών Αγαθών



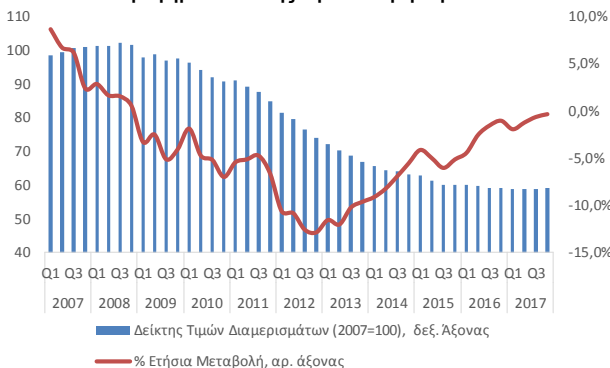
Πίνακας 2. Εξέλιξη Ισοζυγίου Υπηρεσιών

σε € εκατ.	2017	2016 % ετήσια μετ.	2017 % ετήσια μετ.
<b>Ισοζύγιο Υπηρεσιών</b>	<b>17.388,3</b>	<b>-9,6%</b>	<b>13,6%</b>
Εισπράξεις	28.276,1	-10,4%	13,0%
Ταξιδιωτικό	14.595,8	-6,5%	10,5%
Μεταφορές	9.135,3	-21,6%	16,9%
Λοιπές Υπηρεσίες	4.545,1	4,4%	13,8%
Πληρωμές	10.887,8	-11,7%	12,2%
Ταξιδιωτικό	1.915,5	-1,6%	-4,5%
Μεταφορές	5.045,2	-18,0%	13,3%
Λοιπές Υπηρεσίες	3.927,1	-7,8%	21,0%
<b>Ταξιδιωτικό Ισοζύγιο</b>	<b>12.680,2</b>	<b>-7,3%</b>	<b>13,2%</b>
<b>Ισοζύγιο Μεταφορών</b>	<b>4.090,1</b>	<b>-25,9%</b>	<b>21,7%</b>

Συνολικά, η αξία των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (μαζί με τα καύσιμα) παρουσίασε αύξηση 13,5% το 2017, από μείωση 6,1% το 2016, ενώ οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 12,6% (2016: -4,2%).

**Τιμές Οικιστικών Ακινήτων 2017 και Ιδιωτική Κατασκευαστική Δραστηριότητα στο 11μηνο 2017:** Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος, η μείωση των τιμών των οικιστικών ακινήτων συνεχίστηκε και το 2017 αλλά με βραδύτερο ρυθμό καθώς, οι τιμές των διαμερισμάτων μειώθηκαν κατά 1,0% έναντι μείωσης κατά 2,4% το 2016 και 5,1% το 2015. Ειδικότερα, το τέταρτο τρίμηνο του 2017, ο δείκτης τιμών διαμερισμάτων διαμορφώθηκε στις 59,2 μονάδες από 59,3 μονάδες το τέταρτο τρίμηνο του 2016, σημειώνοντας οριακή μείωση κατά 0,3% (Γράφημα 8).

Γράφημα 8. Δείκτης Τιμών Διαμερισμάτων



Σε σχέση με την παλαιότητα των διαμερισμάτων, σημειώνεται ότι η μείωση των τιμών τους ήταν μικρότερη στα νέα διαμερίσματα (μέχρι 5 έτη) κατά 0,8% το 2017, έναντι μείωσης κατά 1,1% στα παλαιά (άνω των 5 ετών). Σημειώνεται ότι και στις δύο αυτές κατηγορίες παρατηρείται αισθητή αποκλιμάκωση του καθοδικού ρυθμού μεταβολής των τιμών.

Αναφορικά με την εξέλιξη των τιμών των κατοικιών ανά γεωγραφική περιοχή παρατηρείται ότι:

Στη Θεσσαλονίκη, το 2017, ο ρυθμός μείωσης των τιμών διαμερισμάτων ήταν ο υψηλότερος σε σχέση με άλλες πόλεις και διαμορφώθηκε στο 1,4%, έναντι μείωσης κατά 3,5% το 2016, ενώ στην Αθήνα κατεγράφη μικρότερη μείωση κατά 0,9%, έναντι μείωσης κατά 1,8% το προηγούμενο έτος. Επιβράδυνση τις υποχώρησης τιμών των κατοικιών παρατηρήθηκε το 2017 και στις άλλες μεγάλες πόλεις (2017: -1,3%), όπως και στις λοιπές περιοχές (2017: -0,8%).

Τα τελευταία έτη οι τιμές των ακινήτων επηρεάστηκαν αρνητικά από την αύξηση της φορολογίας στην ιδιοκτησία ακινήτων, την αύξηση της αβεβαιότητας, την έλλειψη ρευστότητας, όπως επίσης και από το υψηλό ποσοστό ανεργίας, τη μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και τις αρνητικές προσδοκίες των νοικοκυριών. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος, τα επόμενα τρίμηνα αναμένεται σταδιακή σταθεροποίηση των τιμών των ακινήτων, ενώ σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, αναμένεται η αναθέρμανση της αγοράς κυρίως μέσω της ζήτησης ακινήτων υψηλών προδιαγραφών, στο πλαίσιο υλοποίησης επενδυτικών σχεδίων, που εκτιμάται ότι θα συμπαρασύρει ανοδικά όλη την αγορά.

Γράφημα 9. Ιδιωτική Οικοδομική Δραστηριότητα



Τέλος, αναφορικά με την κατασκευαστική δραστηριότητα στον κλάδο των ακινήτων, στο ενδεκάμηνο 2017, η ιδιωτική κατασκευαστική δραστηριότητα σε όρους όγκου (χιλ. m<sup>3</sup>) αυξήθηκε κατά 23,6% σε ετήσια βάση, σε επιφάνεια κατά 22,2%, ενώ ο αριθμός των οικοδομικών αδειών αυξήθηκε κατά 10,3%.

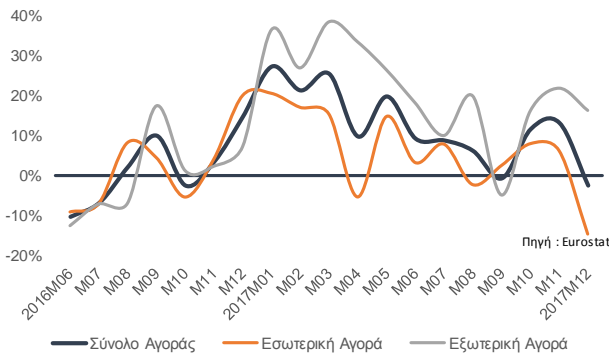
Ωστόσο, οι προσδοκίες των επιχειρήσεων για τις ιδιωτικές κατασκευές τον Ιανουάριο 2018 επιδεινώθηκαν στις 66,8 μονάδες από 68,6 μονάδες



τον Δεκέμβριο 2017 και 77,5 μονάδες τον Ιανουάριο του 2017, ενώ παράλληλα επιδεινώθηκαν και οι προβλέψεις για την απασχόληση στον κλάδο (-18 από -9 μονάδες).

**Δείκτης Κύκλου Εργασιών στη Βιομηχανία το 2017:** Ο δείκτης κύκλου εργασιών της βιομηχανίας (ΕΛΣΤΑΤ), στο σύνολο της αγοράς, αυξήθηκε κατά 11,6% το 2017, έναντι μείωσης κατά 5,0% το 2016. Η αύξηση του κύκλου εργασιών οφείλεται πρωτίστως στην άνοδο κατά 20,6% του κύκλου εργασιών στη βιομηχανία για την εξωτερική αγορά (Γράφημα 10), και δευτερευόντως στην αύξηση του κύκλου εργασιών για την εσωτερική αγορά κατά 5,1%. Σημειώνεται ότι ο κλάδος των παραγωγών πετρελαίου και άνθρακα που παρουσίασε σημαντική αύξηση αξίας των πωλήσεων στο σύνολο αγοράς, κατά 23,7%, εξαιτίας της αύξησης των τιμών πετρελαίου και επηρέασε σημαντικά την εξέλιξη του γενικού δείκτη επειδή κατέχει σημαντική βαρύτητα στην κατάρτιση του δείκτη κύκλου εργασιών (συντελεστής στάθμισης: σύνολο αγοράς 33,4).

Γράφημα 10. Δείκτης Κύκλου Εργασιών στη Βιομηχανία (% ετήσια μεταβολής)



Ειδικότερα, από την ανάλυση των κλάδων της ελληνικής βιομηχανίας προκύπτει ότι, εκ των 23 μεταποιητικών κλάδων, οι 18 σημείωσαν σημαντικές εξαγωγικές επιδόσεις κατά το 2017. Εξ αυτών την μεγαλύτερη αύξηση το 2017 παρουσίασαν οι κλάδοι των παραγωγών πετρελαίου και άνθρακα (+37,2%), των βασικών μετάλλων (+22,6%), της φαρμακοβιομηχανίας (+25,5%), της χαρτοβιομηχανίας (15,7%) και των ηλεκτρονικών προϊόντων (+10,9%).

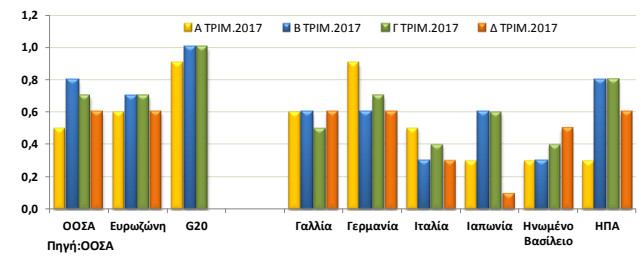
## Παγκόσμια Οικονομία

Η παγκόσμια οικονομία επωφελείται της δυναμικής που απέκτησε το 2017, όμως στο πλαίσιο μιας ισχυρής και βιώσιμης οικονομικής επέκτασης, απαιτείται η διατήρηση μιας σχετικά ισορροπημένης μεγέθυνσης, μεταξύ των προηγμένων και των αναδυόμενων οικονομιών. Επιπροσθέτως, το γεωπολιτικό στοιχείο και η σταδιακή αύξηση του κόστους χρηματοδότησης από την πιθανολογούμενη

άνοδο των βασικών επιτοκίων των κεντρικών τραπεζών, θα συνεχίσουν να αποτελούν παράγοντες επιβράδυνσης της οικονομικής ανάκαμψης.

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τα στοιχεία του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), η τριμηνιαία αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στα κράτη-μέλη του επιβραδύνθηκε στο 0,6% το τέταρτο τρίμηνο του 2017, έναντι 0,7% το προηγούμενο τρίμηνο (γράφημα 11). Παρά ταύτα, εκτιμάται ότι ο τελικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ για το 2017 αυξήθηκε κατά 2,5% έναντι αύξησης 1,8% το 2016.

Γράφημα 11. Τριμηνιαίες μεταβολές ΑΕΠ



Ωστόσο, εκτιμάται ότι η συνολική μεταβολή για το 2017 θα είναι οριακά υψηλότερα της προσωρινής μέτρησης, καθώς λόγω χρονικής υστέρησης δεν έχει ενταχθεί στις μετρήσεις του ΟΟΣΑ η επίδοση της οικονομίας του Καναδά, η οποία σημειώτεον στο πρώτο εννεάμηνο του 2017, αναπτυσσόταν με ένα μέσο τριμηνιαίο ρυθμό της τάξεως του 0,8%.

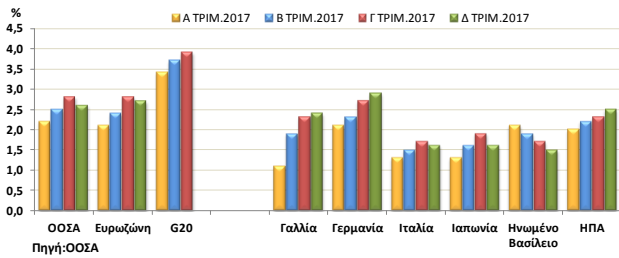
Μεταξύ των G7 (Καναδάς, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ιαπωνία, Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ), ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε περισσότερο στην Ιαπωνία (σε 0,1% έναντι 0,6% το προηγούμενο τρίμηνο) και στις ΗΠΑ (σε 0,6% έναντι 0,8%). Αντιθέτως, οριακή επιτάχυνση κατέγραψε ο ρυθμός ανάπτυξης στη Γαλλία (σε 0,6% από 0,5%) και στο Ηνωμένο Βασίλειο (σε 0,5% από 0,4%).

Στη Ζώνη του Ευρώ, η ανάπτυξη επιβραδύνθηκε οριακά το τέταρτο τρίμηνο στο 0,6% από 0,7% που ήταν στο τρίτο τρίμηνο. Ωστόσο, ο χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης στη Ζώνη του Ευρώ συγκριτικά με άλλες προηγμένες οικονομίες, υποδηλώνει ότι υπάρχουν περιθώρια περαιτέρω ισχυροποίησης της ανάπτυξης.

Σε ετήσια βάση, αύξηση του ΑΕΠ σημειώθηκε στο σύνολο των κρατών-μελών του ΟΟΣΑ με αποτέλεσμα ο ρυθμός μεταβολής να υποχωρήσει στο 2,6% το τέταρτο τρίμηνο, έναντι αύξησης 2,8% στο προηγούμενο τρίμηνο. Το χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης μεταξύ των επτά σημαντικότερων οικονομιών κατέγραψε το Ηνωμένο Βασίλειο (1,5%) (γράφημα 12), με αποτέλεσμα ο ρυθμός μεταβολής να υπολείπεται κατά 0,2 εκατοστιαίες μονάδες από τη μέτρηση του προηγούμενου τριμήνου. Αντιθέτως, τον υψηλότερο ρυθμό οικονομικής μεταξύ των επτά σημαντικότερων οικονομιών κατέγραψε η Γερμανία

(2,9%) υπερβαίνοντας το ρυθμό του προηγούμενου τριμήνου κατά 0,2 εκατοστιαίες μονάδες.

Γράφημα 12. Ετήσιες μεταβολές ΑΕΠ



Ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ στα κράτη-μέλη του ΟΟΣΑ το τελευταίο τρίμηνο του 2017, απογοήτευσε σε ένα βαθμό τους επενδυτές, καθώς διαμορφώθηκε σε χαμηλότερο επίπεδο αναφορικά με το προηγούμενο τρίμηνο. Ωστόσο, η φορολογική μεταρρύθμιση που ξεκίνησε στις ΗΠΑ στις αρχές του 2018, σε συνδυασμό με τις θετικές αναπτυξιακές προοπτικές σε Ευρωζώνη και αναδυόμενες οικονομίες (Κίνα, Ινδία, Τουρκία, Βραζιλία, Ρωσία), προϊδεάζουν ότι ο ρυθμός μεγέθυνσης της παγκόσμιας οικονομίας θα διατηρηθεί σε υψηλά επίπεδα.

Όμως, η πρόσφατη έξαρση της μεταβλητότητας των αγορών και η διαφαινόμενη άνοδος των επιτοκίων σε διεθνές επίπεδο, δημιουργεί ένα οικονομικό περιβάλλον που ιστορικά έχει προκαλέσει τριγμούς στις αναδυόμενες οικονομίες, ιδίως σε εκείνες με μεγάλες ανάγκες χρηματοδότησης από το εξωτερικό. Μέχρι στιγμής, οι αναδυόμενες οικονομίες, επιδεικνύουν αντοχή στους εξωτερικούς κραδασμούς. Ωστόσο, σε περίπτωση που οι αγορές τιμολογήσουν ένα σενάριο υπερθέρμανσης της οικονομίας των ΗΠΑ, αυξάνεται η πιθανότητα οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολογιακών τίτλων να συμπαρασυρθούν σε υψηλότερα επίπεδα. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, ενδεχομένως οι αναδυόμενες οικονομίες να μην αντέξουν στους εξωτερικούς κραδασμούς και να πληγούν οι ρυθμοί οικονομικής τους ανάπτυξης.

▼  
**ΗΠΑ**

**Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών**

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το 2017 σε σχέση με το 2016, ήταν αυξημένο κατά 12,1% (ή, κατά \$61,2 δισ.), καθώς καταγράφηκε σημαντική αύξηση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (κατά 6,7% ή, κατά \$182,2 δισ.), αισθητά μεγαλύτερη από την αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (κατά 5,5% ή, κατά \$121,2 δισ.).

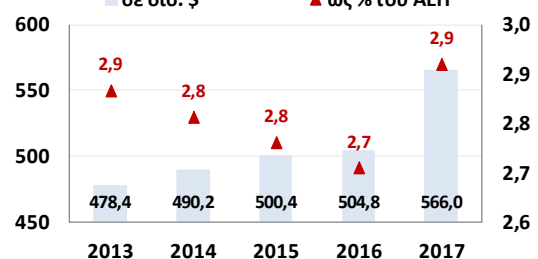
Το μέγεθος του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, και κυρίως του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου, βρίσκεται στο επίκεντρο

της οικονομικής πολιτικής των ΗΠΑ, συνιστώντας ένα πολυδιάστατο θέμα καθώς:

- α) Σχετίζεται άμεσα με το ρυθμό ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας.
- β) Διαπερνά τις διακρατικές σχέσεις και συμφωνίες των ΗΠΑ και επηρεάζει τη συμμετοχή και το ρόλο τους σε υπερεθνικούς Οργανισμούς, όπως ο Παγκόσμιος Οργανισμός Εμπορίου (ΠΟΕ).
- γ) Επηρεάζει το παγκόσμιο εμπόριο, δεδομένου ότι οι ΗΠΑ απορροφούν το μεγαλύτερο ποσοστό των εισαγωγών σε αγαθά (περί το 13,8% των εισαγωγών σε παγκόσμιο επίπεδο) και αποτελεί τη δεύτερη σε βαρύτητα χώρα σε εξαγωγές αγαθών παγκοσμίως (στοιχεία ΠΟΕ). Επιπροσθέτως, οι ΗΠΑ αποτελούν σημαντικό εμπορικό εταίρο παγκοσμίως ωσάν αφορά τις εισαγωγές και εξαγωγές υπηρεσιών.

Δεδομένων των ανωτέρω, αξίζει να επισημανθούν κάποια χαρακτηριστικά της εξέλιξης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Όπως φαίνεται στο Γράφημα 13, παρά την αισθητή άνοδο του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το 2017 (κατά 12,1% σε ετήσια βάση), ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι σχετικά συγκρατημένο, διαμορφούμενο στο ποσοστό του 2013. Ωστόσο, τα ετήσια στοιχεία υποδηλώνουν ότι το έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ βαίνει μειούμενο από το 2013 έως το 2016, λόγω της αισθητής διαφοράς ανάμεσα στο ρυθμό αύξησης του ελλείμματος και του ονομαστικού ΑΕΠ. Αντιθέτως, στη ΖτΕ από το 2013 έως το 2016, κατεγράφη συνεχής αύξηση του ποσοστού του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών ως προς το ΑΕΠ, διαμορφούμενο στο 2,2% το 2013 και ανερχόμενο στο 3,4% το 2016. Όμως, το 2017 η τάση συρρίκνωσης του ελλείμματος ως ποσοστό του ΑΕΠ στις ΗΠΑ αντεστράφη εξαιτίας της εκτίναξης του ελλείμματος, κατά 12,1%, έναντι αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 4,1%. Άρα, την περίοδο 2013-2016 παρατηρήθηκε μείωση της αρνητικής συμβολής των καθαρών εξαγωγών ενώ το 2017 απωλέσθηκε το έδαφος που είχε κερδηθεί.

Γράφημα 13. Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, σε απόλυτο μέγεθος και ως ποσοστό του ΑΕΠ



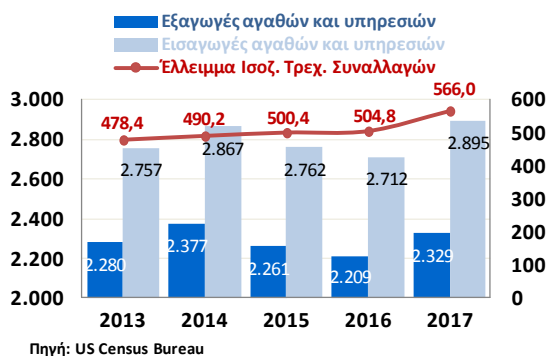
Πηγή: US Census Bureau, Bureau of Economic Analysis

Σχετικά με τα αίτια διόγκωσης του ελλείμματος ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά την τελευταία πενταετία, επισημαίνεται ότι, προήλθε από το γεγονός ότι η αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών δεν επαρκούσε να αντισταθμίσει την αντίστοιχη αύξηση των εξαγωγών (Γράφημα 14). Η εικόνα αυτή θα μπορούσε να εκληφθεί ως απόδειξη της επίσημης θέσης των ΗΠΑ ότι το έλλειμμα δεν είναι απόρροια της υποχώρησης της

ανταγωνιστικότητας της οικονομίας των ΗΠΑ, αλλά των αθέμιτων πρακτικών που υιοθετούν οι εμπορικοί εταίροι τους, όπως η παρεμβατική συναλλαγματική πολιτική ώστε να συγκρατείται τεχνητά η ισοτιμία των νομισμάτων τους και οι υψηλοί δασμοί που επιβάλλουν στις εξαγωγές των ΗΠΑ. Είναι χαρακτηριστική η δήλωση του υπουργού Εμπορίου ότι οι ΗΠΑ βρίσκονται σε εμπορικό πόλεμο και ότι θα φροντίσουν να προχωρήσουν σε διμερείς εμπορικές συμφωνίες (ειδικά με τις χώρες με τις οποίες έχουν υψηλό έλλειμμα). Ήδη, αξιωματούχοι του Υπουργείου Εμπορίου έχουν καταθέσει (τρεις) εναλλακτικές προτάσεις επιβολής υψηλών δασμών ή/και ποσοτώσεων στις εισαγωγές χάλυβα και αλουμινίου. Επισημαίνεται ότι, οι ΗΠΑ είναι η τρίτη μεγαλύτερη παραγωγός χώρα χάλυβα και ότι αυτά τα δύο προϊόντα αποτελούν σημαντικά ενδιάμεσα αγαθά του μεταποιητικού τομέα (για αμυντικά προϊόντα, παραγωγή ενέργειας, τροφίμων κ.ά.) και του κλάδου των κατασκευών. Σύμφωνα με την κατατεθείσα πρόταση, το ύψος των προτεινόμενων δασμών για το χάλυβα κυμαίνεται από 24% εάν επιβληθεί σε όλες τις χώρες εξαγωγείς χάλυβα και ανέρχεται στο 50% εάν επιβληθεί στους δώδεκα σημαντικότερους εξ αυτών, όπως η Κίνα. Αντίστοιχα για το αλουμίνιο είναι 7,7% και 23,6%. Σύμφωνα με το υπουργείο Εμπορίου, τα ανωτέρω δραστικά μέτρα αποσκοπούν στην ενίσχυση της εγχώριας παραγωγής χάλυβα και αλουμινίου και στην προστασία της εθνικής ασφάλειας. Ωστόσο, πιθανή υλοποίηση των ανωτέρω προτάσεων εγείρει δύο ζητήματα:

- α) ενδεχομένως να πυροδοτήσουν την αντίδραση των εμπορικών εταίρων των ΗΠΑ, οδηγώντας σε έναν εμπορικό πόλεμο και
- β) αποτελεσματικότητας καθώς ήδη η Κίνα έχει φροντίσει να εξαγει χάλυβα στις ΗΠΑ μέσω τρίτων χωρών.

Γράφημα 14. Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και επιμέρους στοιχεία του (δισ. \$)



Πηγή: US Census Bureau

### Ζώνη του Ευρώ (ΖΤΕ)

**Χειμερινές προβλέψεις Ευρωπαϊκής Επιτροπής**  
Σύμφωνα με τις χειμερινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, στη ΖΤΕ η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ θα διαμορφωθεί στο 2,3% το 2018, σχεδόν όσο και το 2017 (2,4%) αλλά υψηλότερα από όσο προέβλεπαν οι φθινοπωρινές

προβλέψεις (Νοέμβριος 2017), ήτοι 2,1% (Πίνακας 3). Όπως σημειώνεται στην έκθεση που συνοδεύει τις χειμερινές προβλέψεις, η οικονομική ανάκαμψη στη ΖΤΕ έχει αποκτήσει δυναμική, είναι ισορροπημένη - καθώς προέρχεται από όλους τους κλάδους της οικονομίας - και διαχέεται σε όλα τα κράτη-μέλη. Η ανάκαμψη βασίζεται κυρίως:

- α) στη διατήρηση της δυναμικής της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία στηρίζεται στις βελτιωμένες συνθήκες στην αγορά εργασίας,
- β) στη σημαντική ενίσχυση των ιδιωτικών επενδύσεων και
- γ) στις εξαγωγές, οι οποίες ευνοούνται από τη δυναμική του παγκοσμίου εμπορίου.

Ο ρυθμός αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας το 2019, αναμένεται να υποχωρήσει στο 2,0% καθώς εκτιμάται ότι η ΖΤΕ θα προσεγγίσει την καμπύλη παραγωγικών δυνατοτήτων.

Ο **εκτιμώμενος πληθωρισμός** για το 2018 αναθεωρήθηκε προς τα πάνω σε σχέση με τις φθινοπωρινές προβλέψεις, στο 1,9%, ενώ για το 2019, διατηρήθηκε αμετάβλητος, στο 1,8%, υπογραμμίζοντας τις υποτονικές πληθωριστικές πιέσεις μεσοπρόθεσμα. Επιπροσθέτως, η **απασχόληση** διαμορφώνεται σε ιστορικό υψηλό αλλά οι συνολικές ώρες απασχόλησης δεν έχουν ακόμη επιστρέψει στα προ κρίσης επίπεδα, εξαιτίας της αύξησης της μερικής και της εκ περιτροπής απασχόλησης εις βάρος της πλήρους. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, υπάρχουν αυξανόμενες ενδείξεις επιβράδυνσης του ρυθμού δημιουργίας νέων θέσεων απασχόλησης, καθώς παρατηρείται ελλιπής προσφορά εργατικού δυναμικού σε κάποιους τομείς.

Τέλος, οι **κίνδυνοι** για την οικονομία της ΖΤΕ είναι ισορροπημένοι και προέρχονται κυρίως από το εξωτερικό. Ανάμεσα σε αυτούς συγκαταλέγονται το ενδεχόμενο χειροτέρευσης των συνθηκών χρηματοδότησης, μία πιθανή «διόρθωση» των αγορών, οι ευρύτερες γεωπολιτικές εντάσεις και οι κίνδυνοι που πηγάζουν από τη διαδικασία διαπραγματεύσεων για την αποχώρηση του Ην. Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Πίνακας 3. Χειμερινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για επιλεγμένες οικονομίες

	ΑΕΠ			Χειμ.-Φθινοτ.		Πληθωρισμός			Χειμ.-Φθινοτ.	
	2017	2018	2019	2018	2019	2017	2018	2019	2018	2019
ΕΕ-28	2,4	2,3	2,0	0,2	0,1	1,7	1,9	1,8	0,2	0,0
ΖΤΕ	2,4	2,3	2,0	0,2	0,1	1,5	1,5	1,6	0,1	0,0
Γερμανία	2,2	2,3	2,1	0,2	0,1	1,7	1,6	1,6	0,1	0,0
Γαλλία	1,8	2,0	1,8	0,3	0,2	1,2	1,5	1,5	0,3	0,0
Ολλανδία	3,2	2,9	2,5	0,2	0,0	1,3	1,6	2,3	0,1	0,1
Ιταλία	1,5	1,5	1,2	0,2	0,2	1,3	1,3	1,5	0,1	0,0
Ισπανία	3,1	2,6	2,1	0,1	0,0	2,0	1,6	1,5	0,2	0,0
Ιρλανδία	7,3	4,4	3,1	0,5	0,0	0,3	0,9	1,1	0,1	-0,1
Ελλάδα	1,6	2,5	2,5	0,0	0,0	1,1	0,8	1,3	0,0	0,0
Πορτογαλία	2,7	2,2	1,9	0,1	0,1	1,6	1,6	1,5	0,2	0,0
Ην. Βασίλειο	1,8	1,4	1,1	0,1	0,0	2,7	2,7	2,0	0,1	-0,1

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή (30.1.2018).



▼  
**Γερμανία**

**Δείκτης εμπιστοσύνης των επενδυτών (ZEW)**

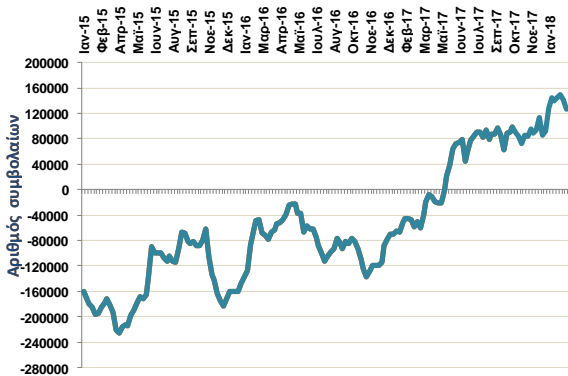
Το επίπεδο του δείκτη εμπιστοσύνης των επενδυτών (ZEW), το Φεβρουάριο, αντανακλά την εκτίμηση των επενδυτών ότι η τρέχουσα οικονομική συγκυρία της Γερμανίας είναι ευνοϊκή και ότι η ανάπτυξη της οικονομίας στους επόμενους έξι μήνες χαρακτηρίζεται από θετικές προοπτικές, στηριζόμενη στον ικανοποιητικό ρυθμό αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου και την εγχώρια ιδιωτική κατανάλωση. Ομοίως, θετικές, είναι οι προσδοκίες των επενδυτών για την ανάπτυξη στη ΖτΕ, γεγονός που αντανακλάται στην άνοδο του αναμενόμενου πληθωρισμού.

**Αγορές Κεφαλαίου & Συναλλάγματος**

▼  
**Ισοτιμίες**

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Χρηματιστηρίου του Σικάγου, οι συνολικές καθαρές τοποθετήσεις (αγορές μείον πωλήσεις) για **μη εμπορικές συναλλαγές (specs)** στο ευρώ (Γράφημα 15 ) την εβδομάδα που

Γράφημα 15 . Specs θέσεις εναντίον (short) του ευρώ



Πηγή: CFTC,IMM, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών Alpha Bank

έληξε στις 13 Φεβρουαρίου μειώθηκαν κατά 13.534 συμβόλαια, με αποτέλεσμα οι συνολικές καθαρές θέσεις να διαμορφωθούν στα 127.289 συμβόλαια από 140.823 που ήταν την προηγούμενη εβδομάδα. Σημειώνεται ότι πρόκειται για τη δεύτερη εβδομαδιαία μείωση που καταγράφεται από τις 16 Ιανουαρίου.

**Ευρώ (EUR)** ► Η ισοτιμία ευρώ-δολαρίου στις 20 Φεβρουαρίου στην Ευρώπη διαμορφωνόταν περί τα 1,2341 USD/EUR, με αποτέλεσμα το ευρώ να σημειώνει από την αρχή του έτους κέρδη 2,9%, έναντι του δολαρίου. Σημειώνεται, ότι το ευρώ κινείται υψηλότερα κατά 19,3% από το χαμηλό των τελευταίων 14 ετών (\$1,0342) που κατέγραψε στις 3 Ιανουαρίου 2017.

Η ενίσχυση του ευρώ τις τελευταίες εβδομάδες έχει αναγκάσει τους επενδυτές να περιορίσουν τις τοποθετήσεις υπέρ του ευρωπαϊκού νομίσματος, καθώς εκτιμάται ότι η άνοδος του ήταν σχετικά

μεγάλη. Ωστόσο, δεν πρέπει να λησμονείται ότι το ευρώ απολύει ένα τμήμα της δυναμικής του, καθώς πλησιάζουμε για τις εκλογές της 4ης Μαρτίου στην Ιταλία.

Η εξασθένιση του δολαρίου από τις αρχές του έτους σχετίζεται με τις ισχυρές επιδόσεις των κυριότερων οικονομιών της Ευρωζώνης και την ενίσχυση των ανησυχιών για το αυξανόμενο δημοσιονομικό έλλειμμα στις ΗΠΑ, παρά το γεγονός ότι η νομισματική πολιτική της Fed προσδοκάται να καταστεί περισσότερο περιοριστική.

Η αγορά ανέμενε με ενδιαφέρον εντός της τρέχουσας εβδομάδας, τη δημοσιοποίηση των πρακτικών της Επιτροπής Νομισματικής Πολιτικής (FOMC) της Fed, προκειμένου να διαπιστώσει τις προθέσεις της Ομοσπονδιακής Τραπεζής για το ρυθμό μεταβολής των επιτοκίων μετά τη σημειωθείσα άνοδο του πληθωρισμού. Οι αγορές είναι ιδιαίτερα ευαίσθητες στο θέμα του πληθωρισμού, με αποτέλεσμα να εκτιμάται, ότι στην περίπτωση που τα πρακτικά ενισχύουν το αφήγημα της σταθερής ανοδικής πορείας του πληθωρισμού, να αυξηθεί η πιθανότητα, η Fed να προβεί σε τέσσερις επιτοκιακές αυξήσεις εντός του 2018, αντί τριών που προσδοκούσαν οι επενδυτές αρχικώς. Υπό τις σημερινές συνθήκες η πιθανότητα ανόδου των επιτοκίων στις 21 Μαρτίου 2018 κατά 0,25% όπως προσδιορίζεται από τα προθεσμιακά συμβόλαια διαμορφώνεται στο 99,0% (20.2.2018).

Η βραχυχρόνια πορεία του δολαρίου θα επηρεασθεί επίσης από την ανταπόκριση που θα τύχουν οι δημοπρασίες των ομολογιακών εκδόσεων 5-ετούς και 7-ετούς διάρκειας, του υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ. Το συνολικό ποσό των υπό άντληση κεφαλαίων είναι \$64 δισ. σε μια περίοδο που οι αποδόσεις των προαναφερθέντων ομολόγων διαμορφώνονται στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων 7-ετών.

**Ελβετικό Φράγκο (CHF)** ► Το ευρώ, εμφανίζεται οριακά ενισχυμένο έναντι του φράγκου στην αρχή της εβδομάδας, κινούμενο στην περιοχή των 1,1534 φράγκων. Σημειώνεται ότι το ευρώ έχει εξασθενήσει έναντι του φράγκου από την αρχή του έτους κατά 1,3%.

Βάσει των δημοσιευθέντων νομισματικών στοιχείων της ΤτΕλβετίας (SNB), την προηγούμενη εβδομάδα, εκτιμάται ότι δεν υπήρξε παρέμβαση της στην αγορά συναλλάγματος για αποτροπή ενίσχυσης του φράγκου, καθώς το ποσό των μετρητών που οι εμπορικές τράπεζες της Ελβετίας είχαν καταθέσει στη SNB, ανήλθε οριακά στα 575,13 δισ. φράγκα διατηρήθηκε για την εβδομάδα που έληξε στις 16 Φεβρουαρίου έναντι 574,71 δισ. φράγκων που ήταν την εβδομάδα μέχρις και τις 9 Φεβρουαρίου.



**Στερλίνα (GBP)** ► Θετική η εικόνα της στερλίνας σε εβδομαδιαία βάση, καθώς στις 20 Φεβρουαρίου κατέγραφε κέρδη τόσο έναντι του δολαρίου-ΗΠΑ (1,3997 USD/GBP), όσο και έναντι του ευρώ (0,8818 GBP/EUR). Σωρευτικά η στερλίνα από την ημέρα διεξαγωγής του δημοψηφίσματος της 23<sup>ης</sup> Ιουνίου 2016, έχει διολισθησει κατά 5,5% έναντι του δολαρίου και κατά 15,0% έναντι του ευρώ. Αντιθέτως, η στερλίνα καταγράφει από την αρχή του έτους κέρδη 0,7% έναντι του ευρώ και 3,6% έναντι του δολαρίου. Η ενίσχυση της στερλίνας προήλθε μετά από δημοσιογραφική πληροφορία ότι το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο θα ζητήσει να υπάρξει "προνομιακή" πρόσβαση του Ηνωμένου Βασιλείου στην ενιαία αγορά μετά την απομάκρυνση του από αυτή. Οι αυξανόμενες ελπίδες ότι τα δύο μέρη θα καταλήξουν σε μια μεταβατική συμφωνία λειτουργεί υπέρ της στερλίνας. Είναι σαφές ότι από τις αρχές του έτους η στερλίνα κινείται αναλόγως της πορείας των διαπραγματεύσεων Ηνωμένου Βασιλείου και Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ), καθώς και από τις εξελίξεις της πορείας του πληθωρισμού.

Μετά τη διατήρηση του πληθωρισμού για δεύτερο κατά σειρά μήνα στο 3% (Ιανουάριος 2018), η αγορά προσπαθεί ναεκτιμήσει κατά πόσο οι πληθωριστικές πιέσεις θα ενισχυθούν στο προσεχές διάστημα, οδηγώντας την Τράπεζα της Αγγλίας (BoE) στην υιοθέτηση υψηλότερων επιτοκίων. Σημειώνεται ότι, υπό τις σημερινές συνθήκες, η πιθανότητα ανόδου των επιτοκίων στις 10 Μαΐου 2018 κατά 0,25%, όπως προσδιορίζεται από τα προθεσμιακά συμβόλαια, διαμορφώνεται στο 57,8% (20.2.2018) από 34,6% που ήταν στις αρχές του έτους.

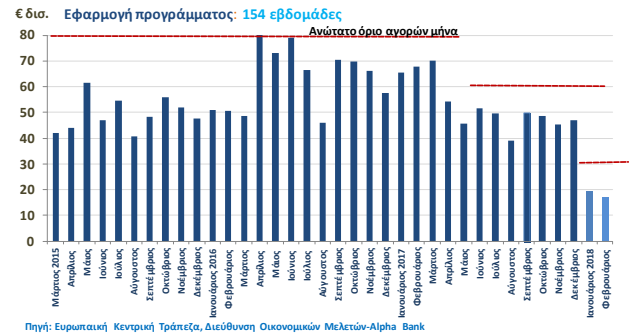
Σε επίπεδο ανάληψης επενδυτικού κινδύνου, το ασφάλιστρο κινδύνου (CDS-credit default swaps) πενταετούς διάρκειας, διαμορφωνόταν στις 20 Φεβρουαρίου στα 17,5 hrs από 17,0 hrs που ήταν πριν μια εβδομάδα.



**Αγορές ομολόγων – Η πορεία του προγράμματος QE της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τραπέζης (ΕΚΤ)**

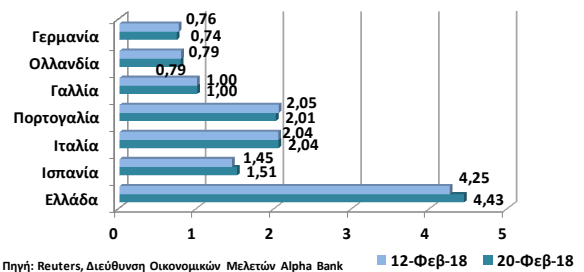
Οι αγορές κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ (γράφημα 16) την εβδομάδα μέχρι τις 16 Φεβρουαρίου στο πλαίσιο εφαρμογής του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (QE), ανήλθαν στα € 1.925 δισ. με αποτέλεσμα ο μέσος εβδομαδιαίος όρος από την έναρξη του προγράμματος να διαμορφώνεται στα €12,5 δισ. Παράλληλα, στην ίδια περίοδο, η ΕΚΤ προχώρησε σε αγορές καλυμμένων ομολόγων, αξίας € 709 εκατ. και Asset-backed securities αξίας € 7 εκατ. Επίσης, η ΕΚΤ πραγματοποίησε την περασμένη εβδομάδα αγορές εταιρικών και ασφαλιστικών ομολογιακών τίτλων αξίας €1.215 εκατ. ενώ από τις 8 Ιουνίου 2016 έχει συνολικά αγοράσει περί τα € 141 δισ.

**Γράφημα 16. Πρόγραμμα αγοράς κρατικών ομολόγων ΕΚΤ**



Στην Ελληνική αγορά ομολόγων, το εύρος τιμών (αγορά) του 10ετούς ομολόγου λήξης 30 Ιαν. 2028 διαμορφωνόταν στις 20 Φεβρουαρίου μεταξύ 94,54-95,99 ήτοι απόδοση 4,25%-4,44%.

**Γράφημα 17. Αποδόσεις 10ετών ομολόγων**



Η διαφορά απόδοσης μεταξύ του 10ετούς της Ελλάδας και του ομολόγου της Γερμανίας (spread) ανήλθε στις 370 μονάδες βάσης. Παράλληλα, η απόδοση του 10ετούς ομολόγου της Γερμανίας, ως σημείο αναφοράς του κόστους δανεισμού της Ζώνης του Ευρώ, υποχώρησε στο 0,74% (γράφημα 17). Το 10ετές ομόλογο της Πορτογαλίας στις 20 Φεβρουαρίου κατέγραφε απόδοση 2,01%, της Ισπανίας 1,51% και της Ιταλίας 2,04%. Η διαφορά απόδοσης του 10ετούς Πορτογαλικού ομολόγου σε σχέση με την αντίστοιχη του Γερμανικού, υποχώρησε σε εβδομαδιαία βάση στις 128 μ.β. ενώ του 10ετούς Ιταλικού ομολόγου ανήλθε στις 131 μ.β. (Πίνακας 4). Η απόδοση του 10-ετούς ομολόγου των ΗΠΑ διαμορφωνόταν στο 2,94% στις 20 Φεβρουαρίου 2017.

**Πίνακας 4. Διαφορά αποδόσεων 10ετών ομολόγων της ΖτΕ με το αντίστοιχο 10ετές της Γερμανίας**

	20-Φεβ-18	12-Φεβ-18	Διαφορά μβ*
<b>Ελλάδα</b>	<b>370</b>	349	21
<b>Ισπανία</b>	78	69	9
<b>Ιταλία</b>	131	128	3
<b>Πορτογαλία</b>	128	129	-1
<b>Γαλλία</b>	26	24	3
<b>Ολλανδία</b>	5	3	2

Πηγή: Reuters \*μβ=μονάδες βάσης

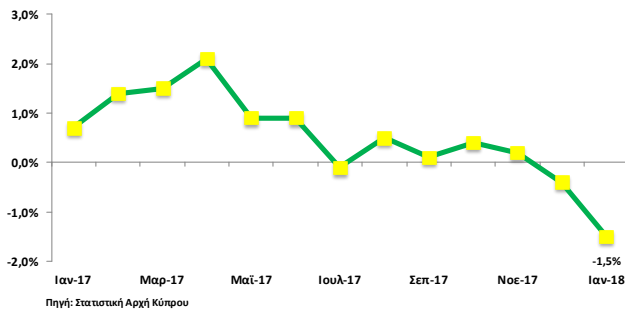
Νοτιοανατολική Ευρώπη

▼  
Κύπρος

**Πληθωρισμός**

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός διατήρησε το αρνητικό πρόσημο, για δεύτερο συνεχή μήνα καθώς υποχώρησε, στο -1,5% τον Ιανουάριο, στο χαμηλότερο επίπεδο από τον Ιούνιο του 2016, από -0,4% το Δεκέμβριο του 2017 (Γράφημα 18). Η μεγαλύτερη μείωση κατεγράφη στις τιμές των τροφίμων-μη αλκοολούχων ποτών, στις τιμές της ένδυσης-υπόδησης, ενώ την μεγαλύτερη άνοδο σημείωσαν οι τιμές της εκπαίδευσης.

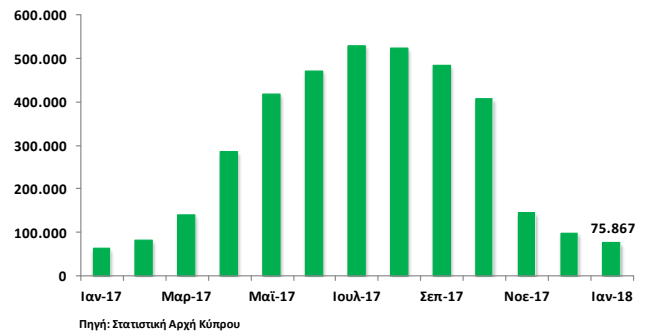
Γράφημα 18. Εναρμονισμένος πληθωρισμός



**Τουριστικές αφίξεις**

Οι τουριστικές αφίξεις αυξήθηκαν κατά 21,2%, σε ετήσια βάση, τον Ιανουάριο, με αποτέλεσμα να ανέλθουν στα 75.867 άτομα από 62.611 άτομα τον Ιανουάριο του 2017 (Γράφημα 19). Σημαντική συμβολή στην αύξηση των συνολικών τουριστικών αφίξεων είχαν οι αφίξεις από το Ισραήλ, την Ελλάδα και το Ηνωμένο Βασίλειο. Αντιθέτως, μεγάλη μείωση παρουσίασαν οι αφίξεις τουριστών από τη Ρωσία.

Γράφημα 19. Τουριστικές αφίξεις (άτομα)



## Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΕ ΑΡΙΘΜΟΥΣ

Ετήσια στοιχεία	2012	2013	2014	2015	2016
ΑΕΠ (% ετήσια μεταβολή, σταθερές τιμές 2010)	-7,3	-3,2	0,8	-0,3	-0,3
Ιδιωτική Κατανάλωση	-7,9	-2,7	0,8	-0,5	0,1
Δημόσια Κατανάλωση	-7,2	-5,5	-1,2	1,1	-1,4
Ακαθάριστες Επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου	-23,4	-8,3	-4,4	-0,2	1,5
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	1,2	1,6	7,7	2,9	-1,9
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	-9,4	-3,4	7,7	0,4	1,3
Γενικός Δκτ Τιμών Καταναλωτή, (% ετήσια μεταβολή, μέσος έτους)	1,5	-0,9	-1,3	-1,7	-0,8
Ανεργία (% , μέσο έτους)	24,4	27,5	26,5	24,9	23,5
Πρωτογενές Ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ) <sup>(1)</sup>	-1,0	1,7	0,3	0,6	3,5
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	159,6	177,4	179,0	176,8	180,8
Ισοζύγιο Τρεχ. Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-3,8	-2,0	-1,6	-0,2	-1,1

<sup>(1)</sup> Με βάση τον ορισμό του οικονομικού προγράμματος προσαρμογής της Ελλάδας

Δείκτες Οικονομικής Συγκυρίας	2016	2017			2017
		Q1	Q2	Q3	διαθέσιμη περίοδος
<b>Οικονομική Δραστηριότητα</b> (% ετήσια μεταβολή)					
Όγκος Λιανικού Εμπορίου (εκτός καυσίμων και λιπαντικών)	0,5	2,4	2,4	1,1	1,2 (Ιαν.-Νοέμ.)
Νέες εγγραφές Επιβατηγών Αυτοκινήτων	10,7	37,8	3,4	35,8	22,1 (Ιαν.- Δεκ.)
Ιδιωτική Οικοδομική Δραστηριότητα (όγκος σε χιλ. μ <sup>3</sup> )	-7,0	16,7	32,0	5,7	23,4 (Ιαν.-Οκτ.)
Βιομηχανική Παραγωγή: Μεταποίηση	4,2	6,0	2,7	2,3	3,3 (Ιαν.-Δεκ.)
<b>Δείκτες Προσδοκιών</b>					
Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών PMI στη μεταποίηση	49,2	47,0	49,4	51,8	55,2 (Ιαν. 2018)
Δείκτης Οικονομικού Κλίματος	91,8	93,8	94,0	99,3	101,9 (Ιαν. 2018)
Δείκτης Επιχειρηματικών Προσδοκιών στη Βιομηχανία	91,2	92,0	91,1	93,9	98,5 (Ιαν. 2018)
Δείκτης Εμπιστοσύνης Καταναλωτών	-68,0	-72,0	-70,0	-57,0	-51,0 (Ιαν. 2018)
<b>Πιστωτική Επέκταση</b> , (% ετήσια μεταβολή, τέλος περιόδου)					
Ιδιωτικός Τομέας	-1,5	-1,3	-1,3	-0,8	-0,9 (Δεκ.)
Επιχειρήσεις	-0,3	-0,1	-0,3	0,4	0,4 (Δεκ.)
- Βιομηχανία	-1,5	-2,0	-4,7	-3,9	-1,4 (Δεκ.)
- Κατασκευές	-1,1	-2,8	-3,0	-1,4	-1,4 (Δεκ.)
- Τουρισμός	2,3	2,2	1,7	1,7	1,1 (Δεκ.)
Νοικοκυριά	-2,8	-2,6	-2,5	-2,2	-2,3 (Δεκ.)
- Καταναλωτικά Δάνεια	-0,8	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5 (Δεκ.)
- Στεγαστικά Δάνεια	-3,5	-3,3	-3,2	-2,9	-3,0 (Δεκ.)
<b>Τιμές και Αγορά Εργασίας</b>					
Δείκτης Τιμών Καταναλωτή, (% ετήσια μεταβολή, μέσος περιόδου)	-0,8	1,4	1,3	1,0	-0,2 (Ιαν. 2018)
Δείκτης Τιμών Διαμερισμάτων, (% ετήσια μεταβολή)	-2,4	-1,7	-1,2	-0,6	-0,3 (δ' τρίμηνο)
Ανεργία (% , μέσος περιόδου)	23,5	23,3	21,1	20,2	20,9 (Νοέ.)
<b>ΑΕΠ</b> (% ετήσια μεταβολή, σταθερές τιμές 2010)	-0,3	0,4	1,6	1,3	1,3 (Υ τρίμηνο)
Ιδιωτική Κατανάλωση	0,1	0,9	1,0	0,0	0,0 (Υ τρίμηνο)
Δημόσια Κατανάλωση	-1,4	-3,5	-2,1	-2,2	-2,2 (Υ τρίμηνο)
Επενδύσεις	1,5	17,0	1,0	-8,5	-8,5 (Υ τρίμηνο)
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	-1,9	5,2	9,8	7,8	7,8 (Υ τρίμηνο)
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	1,3	11,1	5,0	9,3	9,3 (Υ τρίμηνο)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛΣΤΑΤ, IOBE, IHS Markit

Το παρόν δελτίο έχει αποκλειστικά ενημερωτικό χαρακτήρα. Οι πληροφορίες που περιέχει προέρχονται από πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες αλλά δεν έχουν επαληθευτεί από την Alpha Bank. Το παρόν δεν αποτελεί συμβουλή ή σύσταση ούτε προτροπή για την διενέργεια οποιασδήποτε συναλλαγής. Επίσης δεν συνιστά έρευνα στον τομέα των επενδύσεων κατά την έννοια της ισχύουσας νομοθεσίας και ως εκ τούτου δεν έχει συνταχθεί σύμφωνα με τις απαιτήσεις του νόμου για τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας της έρευνας στον τομέα των επενδύσεων. Η Alpha Bank δεν υποχρεούται να επικαιροποιεί ή να αναθεωρεί το δελτίο αυτό ούτε να προβαίνει σε ανακοινώσεις ή ειδοποιήσεις σε περίπτωση που οποιοδήποτε στοιχείο, γνώμη, πρόβλεψη ή εκτίμηση που περιέχεται σε αυτό μεταβληθεί ή διαπιστωθεί εκ των υστέρων ως ανακριβής. Η Alpha Bank και οι θυγατρικές της, καθώς επίσης τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, τα στελέχη και οι υπάλληλοι αυτών δεν παρέχουν καμία διαβεβαίωση ούτε εγγυώνται την ακρίβεια, την πληρότητα και την ορθότητα των πληροφοριών που περιέχονται και των απόψεων που διατυπώνονται στο παρόν ή την καταλληλότητά τους για συγκεκριμένη χρήση και δεν φέρουν καμία ευθύνη για οποιανδήποτε άμεση ή έμμεση ζημία θα μπορούσε τυχόν να προκύψει σε σχέση με οποιαδήποτε χρήση του παρόντος και των πληροφοριών που περιέχει εν όλω ή εν μέρει. Οποιαδήποτε αναπαραγωγή ή αναδημοσίευση αυτού του δελτίου ή τμήματος του πρέπει υποχρεωτικά να αναφέρει την Alpha Bank ως πηγή προελεύσεώς του.