



## Εβδομαδιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων

### Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών

#### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

### Δημογραφική Γήρανση, Brain Drain και Μεταναστευτικές Ροές: Απασχόληση και Παραγωγικές Δυνατότητες της Ελληνικής Οικονομίας

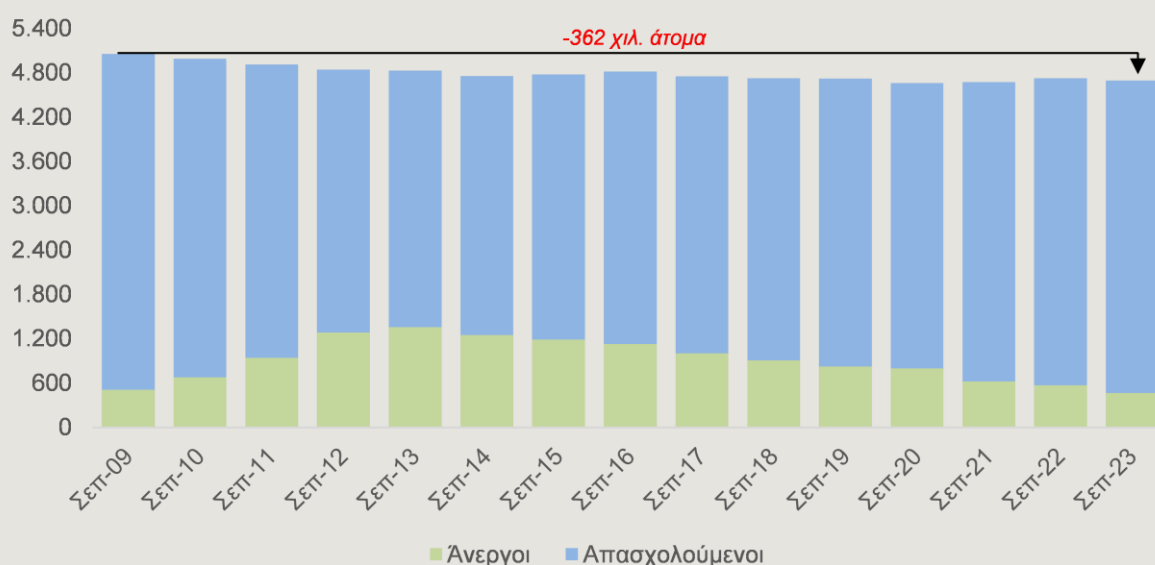
Η μακροχρόνια υφεσιακή διαταραχή την οποία βίωσε η χώρα μας κατά την περασμένη δεκαετία, είχε ιδιαίτερα έντονα αρνητικές επιπτώσεις στις παραγωγικές δυνατότητες της ελληνικής οικονομίας, ειδικά σε ό,τι αφορά στον παραγωγικό συντελεστή του φυσικού κεφαλαίου, εξαιτίας της αποεπένδυσης που έλαβε χώρα. Παράλληλα, καταγράφηκε συρρίκνωση του εργατικού δυναμικού, λόγω των δημογραφικών εξελίξεων. Η αναπτυξιακή δυναμική της ελληνικής οικονομίας στον μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, η οποία αναμένεται να στηριχθεί σε σημαντικό βαθμό στην υλοποίηση επενδύσεων στο πλαίσιο της απορρόφησης των ευρωπαϊκών πόρων του Ταμείου Ανάκαμψης, θα οδηγήσει στη σταδιακή αποκατάσταση των απωλειών στο μέγεθος και την ποιότητα της ενσωματωμένης τεχνολογίας του φυσικού κεφαλαίου. Οι επενδύσεις αυτές θα επιταχύνουν τη δημιουργία θέσεων εργασίας υψηλών δεξιοτήτων, ενώ σε συνδυασμό με τη δημιουργία σχετικών κινήτρων, θα συμβάλλουν στην αναστροφή του φαινομένου του brain drain και κατ' επέκταση στην εισροή ανθρωπίνου κεφαλαίου, το λεγόμενο brain gain. Επιπρόσθετα, η υλοποίηση πολιτικών επανακατάρτισης του ανθρωπίνου δυναμικού θα ενισχύσει τα ποσοστά συμμετοχής στην αγορά εργασίας. Τέλος, οι ανωτέρω παράγοντες, σε συνδυασμό με τη λήψη μέτρων για τη δημογραφική γήρανση, δύναται να οδηγήσουν στη διεύρυνση των παραγωγικών δυνατοτήτων της ελληνικής οικονομίας, τόσο μεσοπρόθεσμα, όσο και μακροπρόθεσμα.

#### Παραγωγικές δυνατότητες της ελληνικής οικονομίας

Η επιστροφή σε θετικούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης από το 2017 και μετά, οδήγησε στη σταδιακή συρρίκνωση του παραγωγικού κενού, δηλαδή της διαφοράς μεταξύ του προϊόντος που πραγματικά παράγει

#### ΓΡΑΦΗΜΑ 1

Διαχρονική εξέλιξη της σύνθεσης του εργατικού δυναμικού (σε χιλ. άτομα)





η οικονομία (πραγματικό προϊόν) και του προϊόντος που δύναται να παράγει η οικονομία όταν οι συντελεστές παραγωγής απασχολούνται πλήρως (δυναμικό προϊόν). Το 2023, σύμφωνα με εκτιμήσεις διεθνών οργανισμών όπως η Ευρωπαϊκή Επιτροπή<sup>1</sup> και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο<sup>2</sup>, θα είναι το πρώτο έτος, μετά το 2008, με θετικό παραγωγικό κενό. Δεδομένου ότι το θετικό παραγωγικό κενό διαμορφώνει συνθήκες υπερθέρμανσης της οικονομίας και στενότητας των παραγωγικών συντελεστών, καθίσταται αναγκαία η περαιτέρω διεύρυνση των παραγωγικών δυνατοτήτων της χώρας, δηλαδή η μεγέθυνση του δυναμικού προϊόντος.

### Εργατικό δυναμικό και δημογραφικές εξελίξεις

Τον Σεπτέμβριο του 2009, μήνα κατά τον οποίο το ποσοστό της ανεργίας βρισκόταν σε παρόμοια με τα τρέχοντα επίπεδα, δηλαδή περί το 10%, το εργατικό δυναμικό ξεπερνούσε τα 5 εκατ. άτομα, εκ των οποίων οι απασχολούμενοι ήταν 4,5 εκατ. και οι άνεργοι 510 χιλ. (Γράφημα 1). Τα χρόνια που ακολούθησαν, οι απασχολούμενοι μειώθηκαν σημαντικά, ενώ, αντίστοιχα, αυξήθηκαν οι άνεργοι, με την εικόνα να αντιστρέφεται σταδιακά από το 2014. Ερχόμενοι στο παρόν, τον Σεπτέμβριο του τρέχοντος έτους, σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, το εργατικό δυναμικό πλησίασε τα 4,7 εκατ. άτομα, με τους απασχολούμενους να ανέρχονται σε 4,2 εκατ. και τους άνεργους σε 468 χιλ. Συνεπώς, τον Σεπτέμβριο του 2023, καταγράφεται συρρίκνωση του εργατικού δυναμικού σε σύγκριση με τον ίδιο μήνα του 2009 κατά 7,2%, με τη μείωση των ανέργων (8,3%) να υπερβαίνει αυτή των απασχολούμενων (7%).

Οι βασικές εξελίξεις που οδήγησαν στη συρρίκνωση του εργατικού δυναμικού, κατά τη διάρκεια της περασμένης δεκαετίας, παρά την αύξηση των θεσμοθετημένων ορίων συνταξιοδότησης, αφορούσαν κατά βάση τα δύο δημογραφικά ισοζύγια, δηλαδή το ισοζύγιο γεννήσεων-θανάτων και το ισοζύγιο μεταναστευτικών ροών. Συγκεκριμένα:

- Η υπογεννητικότητα, η οποία, μολονότι είναι ένα πανευρωπαϊκό φαινόμενο, είναι εντονότερη στη χώρα μας και οδήγησε στη σταδιακή μείωση του πληθυσμού. Από τα τέλη της δεκαετίας του 1990 -με εξαίρεση μερικά χρόνια πριν την οικονομική κρίση στη χώρα, ήτοι μεταξύ 2004 και 2010- το ισοζύγιο γεννήσεων-θανάτων πέρασε σε αρνητικό έδαφος και διαρκώς διευρύνεται.
- Οι σημαντικές εκροές ανθρώπινου κεφαλαίου στο εξωτερικό κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα, μεταξύ των οποίων άτομα υψηλής εξειδίκευσης (brain drain).

Το ποσοστό συμμετοχής στην αγορά εργασίας, ωστόσο, δηλαδή το εργατικό δυναμικό ηλικίας 15-64 ετών, προς τον πληθυσμό της ίδιας ηλικιακής ομάδας, κατέγραψε το 2022 την υψηλότερη τιμή του ιστορικά<sup>3</sup> (69,4%). Συγκεκριμένα, σε σύγκριση με το 2008, ο αριθμητής του κλάσματος μειώθηκε με ελαφρώς ηπιότερο ρυθμό (-6%), από τον παρονομαστή (-10%). Το 2020, το εν λόγω ποσοστό μειώθηκε σημαντικά εξαιτίας της πανδημίας, των υγειονομικών συνθηκών αλλά και της πτώσης της οικονομικής δραστηριότητας που οδήγησαν μέρος τόσο των εργαζομένων, όσο και των ανέργων να μετακινηθούν εκτός εργατικού δυναμικού. Παράλληλα, αυξήθηκαν κατά το περασμένο έτος και τα επιμέρους ποσοστά συμμετοχής ανδρών και γυναικών στην αγορά εργασίας, σε 77,5% και 61,4% αντίστοιχα, με το δεύτερο να είναι επίσης το υψηλότερο που έχει σημειωθεί ιστορικά. Και τα δύο ποσοστά, ωστόσο, υπολείπονταν των μέσων όρων της ΕΕ-27

#### ΓΡΑΦΗΜΑ 2

Ποσοστά συμμετοχής στην ελληνική αγορά εργασίας, ανά ηλικιακή ομάδα και Δείκτης Γονιμότητας (Fertility rate) σε Ελλάδα και ΕΕ-27

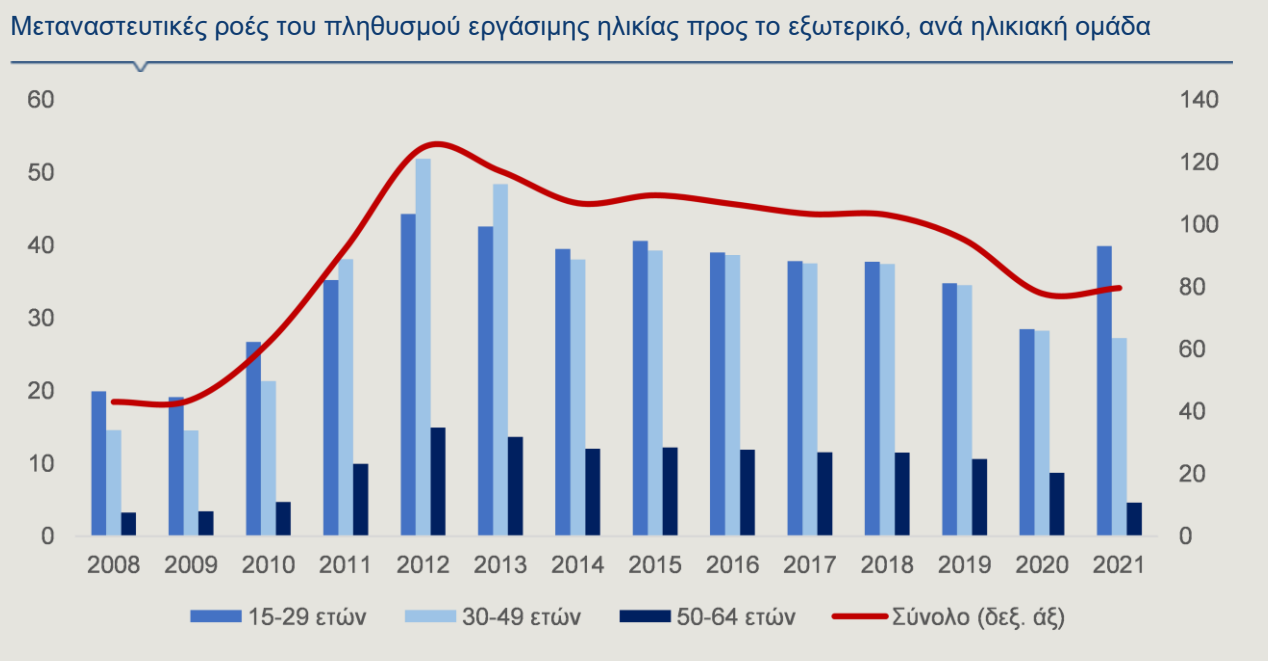


Πηγή: Eurostat, Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2024) Ageing Report, Νοέμβριος 2024)

(άνδρες: 79,4%, γυναίκες: 69,5%). Ανά ηλικιακή ομάδα, όπως παρατηρείται στο Γράφημα 2α, έχουν αυξηθεί στο ίδιο χρονικό διάστημα τα ποσοστά για τους άνω των 30 ετών, με τις αυξήσεις για τις ηλικίες 45-64 ετών να είναι πιο έντονες και για τις κατηγορίες 30-44 ετών να είναι οριακές. Το γεγονός αυτό δύναται να αποδοθεί, *μεταξύ άλλων*, σε πολιτιστικά χαρακτηριστικά, όπως η αυξημένη συμμετοχή των γυναικών στην αγορά εργασίας ή/και περισσότερων μελών των νοικοκυριών εξαιτίας της οικονομικής κρίσης, αλλά και στην αύξηση των ορίων συνταξιοδότησης. Αντίθετα, τα ποσοστά συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό για τα άτομα κάτω των 30 ετών μεταξύ 2008 και 2022, μειώθηκαν.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα απογραφής πληθυσμού κατοικιών που διενήργησε η ΕΛΣΤΑΤ το 2021, ο μόνιμος πληθυσμός της χώρας έχει μειωθεί κατά 3,1% την τελευταία δεκαετία, με τους κάτω των 40 ετών να έχουν μειωθεί κατά 17% και τους άνω των 40 ετών να έχουν αυξηθεί κατά 9%. Επιπρόσθετα, βάσει της πρόσφατης μελέτης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2024 Ageing Report, November 2023) σχετικά με τις δημογραφικές εξελίξεις στην Ελλάδα, το προσδόκιμο ζωής αναμένεται να αυξηθεί μέχρι το 2070 κατά περίπου 7,7 χρόνια για τους άνδρες (στα 86,5 έτη) και κατά 6,2 χρόνια για τις γυναίκες (στα 90,4 έτη). Ο πληθυσμός της χώρας, ωστόσο, εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά 2,7 εκατ. στον ίδιο χρονικό ορίζοντα, με την κατανομή του πληθυσμού να μεταβάλλεται σημαντικά, καθώς το ποσοστό των άνω των 65 ετών θα αυξηθεί κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες (π.μ.). Η γήρανση του πληθυσμού οφείλεται, πρωτίστως, στον χαμηλό αριθμό γεννήσεων όπως αποτυπώνεται στον δείκτη γονιμότητας (fertility rate: μέσος αριθμός γεννήσεων ανά γυναίκα), ο οποίος εκτιμάται ότι θα καταγράψει οριακή άνοδο μέχρι το 2070 και θα παραμείνει σημαντικά χαμηλότερος από τον αντίστοιχο δείκτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ-27). Πιο αναλυτικά, ο δείκτης γονιμότητας στην Ελλάδα διαμορφώθηκε σε 1,41 το 2022 και ήταν ο ένατος χαμηλότερος μεταξύ των χωρών της ΕΕ-27, ενώ το 2070 προβλέπεται να αυξηθεί σε 1,55 (Γράφημα 2β). Αξίζει να σημειωθεί ότι ο εν λόγω δείκτης μειώθηκε δραματικά κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα, σε 1,29 το 2013 και σταδιακά ανέκαμψε σε επίπεδα άνω του 1,4 την τελευταία διετία. Ως αποτέλεσμα, ο πληθυσμός εργάσιμης ηλικίας (working age population) -βάσει των κριτηρίων της μελέτης της ΕΕ, δηλαδή ηλικίας 20-64 ετών- θα μειωθεί κατά περισσότερο από 2,2 εκατ. μέχρι το 2070, με τον ρυθμό μείωσης ωστόσο να βαίνει μειούμενος.

Τέλος, σε ό,τι αφορά στις μεταναστευτικές ροές προς το εξωτερικό, όπως παρατηρείται στο Γράφημα 3, κινήθηκαν έντονα ανοδικά τα πρώτα χρόνια της οικονομικής κρίσης. Ως αποτέλεσμα, οι καθαρές μεταναστευτικές ροές (εισερχόμενοι-εξερχόμενοι μετανάστες) ήταν αρνητικές μεταξύ 2010 και 2015. Σε ποσοστό περίπου 40% το ανθρώπινο κεφάλαιο που μετανάστευσε ήταν νέοι έως 29 ετών, ενώ παρόμοιο ποσοστό ανήκε στην ηλικιακή κατηγορία 30-49 ετών. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο αριθμός των εξερχόμενων μεταναστών σημείωσε μικρή άνοδο το 2021, όσο η πανδημική κρίση ήταν σε εξέλιξη, με το 50% αυτών να είναι νέοι έως 29 ετών. Αξίζει να σημειωθεί ωστόσο, ότι η Ελληνική Κυβέρνηση έχει ήδη θεσπίσει κίνητρα στο πλαίσιο της αναστροφής του φαινομένου του brain drain που αφορούν στην απαλλαγή κατά 50% από τον φόρο εισοδήματος, για διάστημα έως επτά έτη, για Έλληνες ή αλλοδαπούς εργαζόμενους ή αυτοαπασχολούμενους που θα μεταφέρουν την φορολογική κατοικία τους και θα δραστηριοποιηθούν επαγγελματικά στην Ελλάδα. Βάσει έρευνας («Brain Regain vs Digital Skills Gap», Brain Regain-Ελληνισμός εν Δράσει, Elevate Greece, Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών, Νοέμβριος 2022), σημαντικό ποσοστό των ατόμων που μετανάστευσαν από την Ελλάδα την περίοδο της κρίσης είχε εξειδίκευση σε ψηφιακές τεχνολογίες, γεγονός που έκανε εντονότερη την έλλειψη στελεχών με τις εν λόγω δεξιότητες στην ελληνική αγορά εργασίας.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 3**


Σύμφωνα με την ίδια έρευνα, σε μία προσπάθεια ποσοτικοποίησης της αναστροφής του φαινομένου του brain drain, καταγράφεται ότι περίπου μία στις τρεις επιχειρήσεις πραγματοποίησε το δωδεκάμηνο που προηγήθηκε μία έως έξι προσλήψεις Ελλήνων από το εξωτερικό, ενώ το 5% των επιχειρήσεων του δείγματος πραγματοποίησε 10 έως 50 προσλήψεις αντίστοιχα, με τον μέσο όρο να είναι μεγαλύτερος σε επιχειρήσεις με κύκλο εργασιών άνω των Ευρώ 50 εκατ. Τέλος, οι πιο περιζήτητες ειδικότητες είναι η πληροφορική, η διοίκηση και ειδικότητες μηχανικών (εκτός πληροφορικής), με το 48% των επαναπατρισθέντων Ελλήνων να κατέχουν μία από αυτές.

## Η Ελληνική Οικονομία σε Αριθμούς

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Ετήσια στοιχεία	2018	2019	2020	2021	2022	Ετήσιες Μεταβολές
ΑΕΠ (% ετήσια μεταβολή, σταθερές τιμές 2015)	1,7	1,9	-9,3	8,4	5,6	
Ιδιωτική Κατανάλωση	1,7	1,8	-7,4	5,8	7,4	
Δημόσια Κατανάλωση	-3,5	2,4	3,0	1,8	2,1	
Ακαθάριστος Σχηματισμός Παγίου Κεφαλαίου	-4,3	-2,2	2,0	19,3	11,7	
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	9,1	4,9	-21,5	24,2	6,2	
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	8,1	2,9	-7,3	17,9	7,2	
Γεν. Δκτ Τιμών Καταναλωτή (% ετ. μεταβ., μ.ο. έτους)	0,6	0,3	-1,2	1,2	9,6	
Ανεργία (% , μέσο έτους)	19,3	17,3	16,3	14,7	12,4	
Πρωτογενές Ισοζύγιο της Γεν. Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	4,3	3,9	-6,7	-4,5	0,1	
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	186,4	180,6	207,0	195,0	172,6	
Ισοζύγιο Τρεχ. Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-2,9	-1,5	-6,6	-6,8	-9,7	

Δείκτες Οικονομικής Συγκυρίας	2022	2023			Τελευταία διαθέσιμη περίοδος	Τριμηνιαία στοιχεία (% ετήσιες μεταβολές, δείκτες)
		Q4	Q1	Q2		
<b>Οικονομική Δραστηριότητα (% ετήσια μεταβολή)</b>						
Όγκος Λιαν. Εμπορίου (εκτός καυσίμων-λιπ/κών)	1,9	-1,8	-1,1	-3,5	-2,4 (Ιαν.-Αύγ. 23)	
Νέες εγγραφές Επιβατηγών Αυτοκινήτων	6,7	-0,5	23,6	6,9	15,8 (Ιαν.-Οκτ. 23)	
Ιδιωτική Οικοδομική Δραστ/τα (όγκος σε χιλ. m³)	-2,2	7,0	25,2	8,3	16,4 (Ιαν.-Ιουλ. 23)	
Βιομηχανική Παραγωγή: Μεταποίηση	4,4	3,3	7,9	1,9	3,7 (Ιαν.-Σεπ. 23)	
<b>Δείκτες Προσδοκιών</b>						
Δείκτης Υπευθ. Προμηθειών στη μεταποίηση PMI	51,8	47,9	51,2	51,9	50,8 (Οκτ. 23)	
Δείκτης Οικονομικού Κλίματος	105,4	101,5	106,9	109,0	106,4 (Οκτ. 23)	
Δείκτης Επιχ/κών Προσδοκιών στη Βιομηχανία	105,5	97,3	109,4	107,5	96,5 (Οκτ. 23)	
Δείκτης Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης	-50,7	-52,6	-43,3	-36,7	-44,7 (Οκτ. 23)	
<b>Πιστωτική Επέκταση, (% ετήσια μεταβολή, τέλος περιόδου)</b>						
Ιδιωτικός Τομέας	6,3	6,3	5,2	2,8	2,1 (Σεπ. 23)	
Επιχειρήσεις (μη χρηματοπιστωτικές)	11,8	11,8	10,7	5,8	4,7 (Σεπ. 23)	
Νοικοκυριά	-2,5	-2,5	-2,5	-2,7	-2,3 (Σεπ. 23)	
- Καταναλωτικά Δάνεια	1,3	1,3	2,1	1,6	2,6 (Σεπ. 23)	
- Στεγαστικά Δάνεια	-3,7	-3,7	-3,7	-3,9	-3,7 (Σεπ. 23)	
<b>Τιμές και Αγορά Εργασίας</b>						
Δκτ Τιμών Καταναλωτή (% ετ. μετ., μ.ο. περιόδου)	9,6	8,3	5,9	2,5	3,4 (Οκτ. 23)	
Δκτ Τιμών Διαμερισμάτων, (% ετήσια μεταβολή)	11,8	13,8	15,0	13,9	13,9 (Β' τρίμ. 23)	
Ανεργία (% , μ.ο. Περιόδου, εποχ. διορθ.)	12,4	11,7	11,3	11,3	10,0 (Σεπ. 23)	
<b>ΑΕΠ (% ετήσια μεταβολή, σταθερές τιμές 2015)</b>	5,6	4,8	2,0	2,7	2,7 (Β' τρίμ. 23)	
Ιδιωτική Κατανάλωση	7,4	4,0	2,5	3,2	3,2 (Β' τρίμ. 23)	
Δημόσια Κατανάλωση	2,1	-1,9	2,1	-1,4	-1,4 (Β' τρίμ. 23)	
Επενδύσεις	11,7	14,8	8,2	7,9	7,9 (Β' τρίμ. 23)	
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	6,2	-2,0	7,1	0,1	0,1 (Β' τρίμ. 23)	
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	7,2	6,8	5,2	0,6	0,6 (Β' τρίμ. 23)	

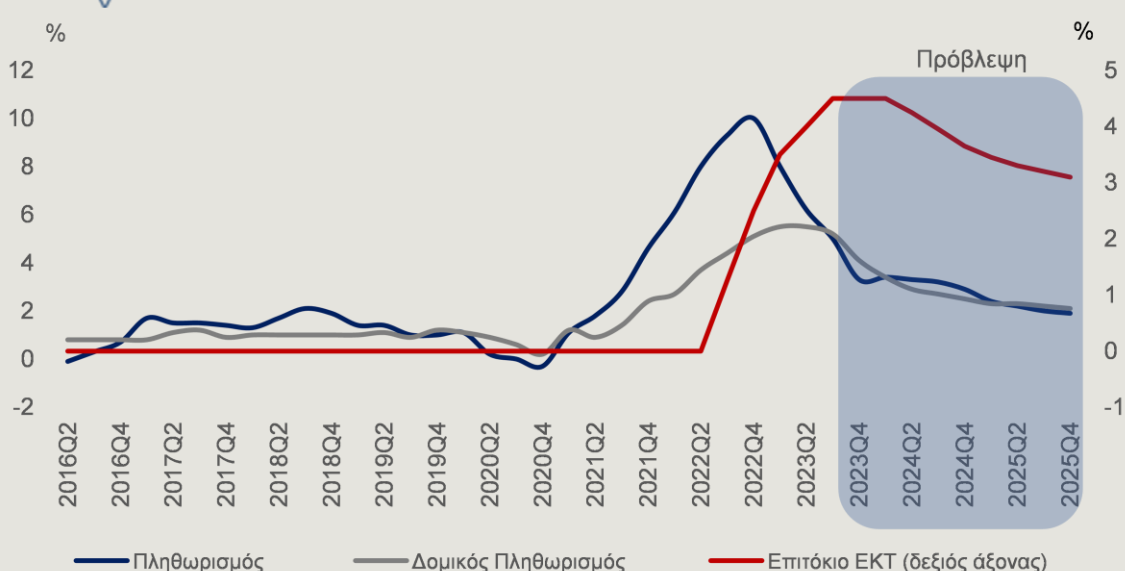


## Νομισματική Πολιτική στην Ευρωζώνη: Προσδοκώντας την Επόμενη Φάση του Επιτοκιακού Κύκλου και η Διάρκεια της Περιόδου Ακαμψίας

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), από την έναρξη του ανοδικού κύκλου επιτοκίων τον Ιούλιο του 2022, έχει αυξήσει το βασικό επιτόκιο σωρευτικά κατά 450 μονάδες βάσης. Η περιοριστική νομισματική πολιτική συνεχίζει να μεταδίδεται στις συνθήκες χρηματοδότησης και να επηρεάζει όλο και περισσότερο την πραγματική οικονομία. Το γεγονός αυτό έχει αποτυπωθεί, εν μέρει, στον πολύ χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης που σημειώνει η Ζώνη του Ευρώ (ΖΤΕ), με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να εκτιμά ρυθμό ανάπτυξης της τάξης του 0,6% για το 2023 και 1,2% για το 2024 (European Commission, Autumn 2023, November). Παράλληλα, η νομισματική πολιτική έχει συμβάλει καταλυτικά στην αισθητή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, ο οποίος, ωστόσο, παραμένει ακόμα σε σχετικά υψηλό επίπεδο. Οι ιθύνοντες χάραξης πολιτικής της ΕΚΤ διαμηνύουν ότι θα διατηρήσουν τα επιτόκια πολιτικής σε υψηλά επίπεδα, για όσο διάστημα κριθεί απαραίτητο και σε συνάρτηση με τα δεδομένα. Το σημαντικό ερώτημα, όμως, που έχει προκύψει πρόσφατα, είναι πότε θα αρχίζει η μείωση των επιτοκίων από την ΕΚΤ;

Οικονομολόγοι που συμμετείχαν σε δημοσκόπηση του Reuters, το διάστημα 8 έως 13 Νοεμβρίου, εκτιμούν, κατά πλειοψηφία, ότι το βασικό ετήσιο επιτόκιο της ΕΚΤ θα μειωθεί από τα μέσα του 2024. Η μείωση αυτή δεν αναμένεται ως απάντηση στην οικονομική επιβράδυνση, αλλά συνδέεται κυρίως με την προϋπόθεση της πτώσης του πληθωρισμού κάτω του 3%, ώστε να αντισταθμιστεί η θετική επίδρασή του στα πραγματικά επιτόκια πολιτικής. Μάλιστα, πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι σημασία δεν έχει μόνο η αποκλιμάκωση του γενικού πληθωρισμού, αλλά κυρίως του δομικού που εξαιρεί τις ευμετάβλητες τιμές της ενέργειας και των τροφίμων και, ιδιαίτερα, του πληθωρισμού στον τομέα των υπηρεσιών. Στην ίδια κατεύθυνση προσανατολίζονται και οι προβλέψεις μεγάλων τραπεζών του εξωτερικού, όπως της BNP Paribas, (EcoPerspectives 4th Quarter 2023) και οίκων αξιολόγησης, όπως της Goldman Sachs (“Macro Outlook 2024: The Hard Part Is Over”, November 2023) που υποστηρίζουν, επίσης, ότι ο καθοδικός κύκλος επιτοκίων θα ξεκινήσει μετά το πρώτο εξάμηνο του 2024, με σταδιακές μειώσεις των βασικών επιτοκίων κατά 0,25 μονάδες βάσης, έως ότου επιτευχθεί ο επιθυμητός στόχος του πληθωρισμού.

Σε αυτό το σημείο, αξίζει να υπογραμμισθεί ότι αυτό που έχει σημασία για τις κεντρικές τράπεζες είναι να τεθεί υπό έλεγχο ο πληθωρισμός, όχι απαραίτητα το επίπεδο των τιμών (“A Victory Lap for the Transitory Inflation Team”, Stiglitz J., November 2023). Προς επίρρωση αυτού του επιχειρήματος, ο πληθωρισμός στη ΖΤΕ, με βάση τον δείκτη τιμών καταναλωτή, υποχώρησε από το ανώτατο όριο του 10,6%, τον Οκτώβριο του 2022, στο 2,9%, τον Οκτώβριο του 2023 (Γράφημα 4). Επειδή αυτή η αποκλιμάκωση είναι σε μεγάλο βαθμό αποτέλεσμα επίδρασης βάσης (base effect), πιθανότατα ο πληθωρισμός να αυξηθεί λίγο τους επόμενους μήνες, δίχως, όμως, να εγείρει ιδιαίτερες ανησυχίες.

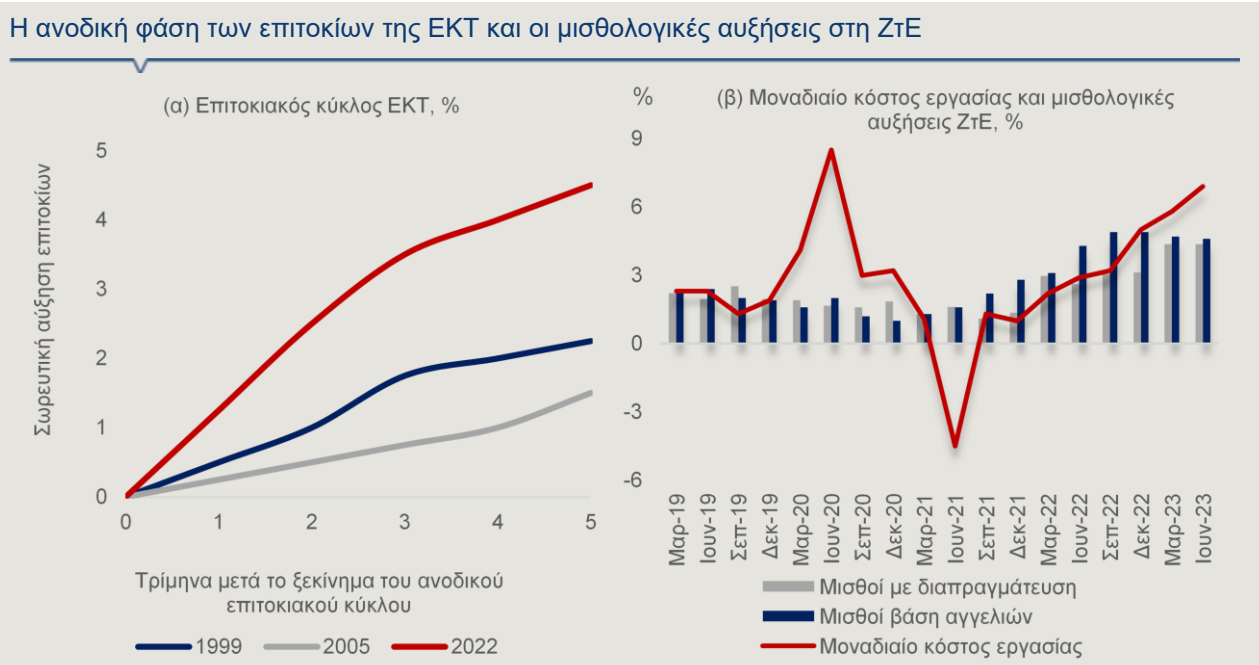
**ΓΡΑΦΗΜΑ 4**
**Εξέλιξη πληθωρισμού και βασικού επιτοκίου ΕΚΤ**


Πηγές: Eurostat, Bloomberg

Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στη ΖτΕ, από τα τέλη του 2022, αντανακλά, σε μεγάλο βαθμό, τη μείωση των πληθωριστικών πιέσεων, που προκλήθηκαν από τις ανατιμήσεις στις τιμές της ενέργειας. Η ενεργειακή ασφάλεια στη ΖτΕ και η ομαλοποίηση στις εφοδιαστικές αλυσίδες διαδραμάτισαν καθοριστικό ρόλο. Επίσης, ένα άλλο σημαντικό στοιχείο είναι ότι στην Ευρώπη οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό έχουν υποχωρήσει πολύ από το ανώτατο σημείο τους. Η εικόνα είναι ιδιαίτερα θετική σε χώρες όπως η Ιταλία και η Ισπανία, καθώς η τιμή της ενέργειας μειώθηκε αισθητά το 2023, γεγονός που συνέβαλε στην υποχώρηση των καταναλωτικών προσδοκιών για την πορεία του πληθωρισμού τους επόμενους μήνες. Στον αντίποδα βρίσκεται, βέβαια, η Γερμανία, η οποία παραδοσιακά δεν προέβaine σε μεγάλες αυξήσεις μισθών. Τώρα, όμως, με μια «στενή» αγορά εργασίας, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξάνεται κατά περισσότερο από 7% ετησίως, με αποτέλεσμα να «μεταδίδεται» και στις τιμές.

Ωστόσο, ο πιο σημαντικός παράγοντας στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού ήταν η περιοριστική νομισματική πολιτική, άνευ προηγουμένου, που ακολουθήθηκε από την ΕΚΤ (Γράφημα 5α) και η οποία αναμένεται να διατηρηθεί περιοριστική και τους επόμενους μήνες, με στόχο τη διασφάλιση της επαναφοράς του πληθωρισμού περίπου στα επίπεδα του μεσοπρόθεσμου στόχου. Παράλληλα, η αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων βρίσκεται στη σωστή κατεύθυνση, αλλά το “τελευταίο μίλι” ενδέχεται να είναι το πιο δύσκολο και, ιδιαίτερα, όσον αφορά στον δομικό πληθωρισμό. Αυτό διότι τώρα η διαδικασία του αποπληθωρισμού θα εξαρτηθεί περισσότερο από τις δευτερογενείς επιδράσεις από την πλευρά της προσφοράς και κυρίως τις ονομαστικές αυξήσεις στους μισθούς (Γράφημα 5β) που μπορεί να προκαλέσουν μία σπειροειδή αύξηση των τιμών. Προκειμένου, όμως, να μην συμβεί αυτό πρέπει να πληρούνται δύο βασικές προϋποθέσεις: α) να υπάρχει συγκρατημένη αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας και β) οι επιχειρήσεις να απορροφήσουν μέρος των μισθολογικών αυξήσεων, ώστε να περιορισθεί η μετακύλιση των αυξήσεων στις τιμές.

Συμπερασματικά, αν δεν υπάρξει νέο shock -ας μην ξεχνούμε ότι έχουμε εισέλθει τα τελευταία έτη στο *permacrisis*- ο ανοδικός κύκλος των επιτοκίων παρέμβασης βαίνει προς το τέλος του. Βέβαια, οι κεντρικές τράπεζες τονίζουν, ταυτόχρονα, την πρόθεσή τους να διατηρήσουν τα επιτόκια σε υψηλά επίπεδα για αρκετό διάστημα ακόμα (*higher for longer*). Αναμφίβολα, η δημοσιοποίηση αυτής της πρόθεσης είναι από μόνη της ένα εργαλείο πολιτικής. Από την άλλη, δεδομένης της αβεβαιότητας για τις προοπτικές της οικονομίας της ΖτΕ και την παγκόσμια αβεβαιότητα, η χάραξη νομισματικής πολιτικής βρίσκεται τώρα σε ένα πραγματικά δύσκολο σταυροδρόμι, όπου συνίσταται η προσεκτική παρακολούθηση όλων των οικονομικών δεδομένων και η εγρήγορση στη λήψη αποφάσεων.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 5**


Πηγές: ECB, Eurostat, Indeed

## ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

**Η οικονομία της ευρωζώνης (ΖτΕ) παρουσιάζει μειωμένη δυναμική, σύμφωνα με τις πρόσφατες εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής**

- Μεγαλύτερη επιβράδυνση από την αναμενόμενη σημείωσε ο δείκτης τιμών καταναλωτή στις ΗΠΑ, τον Οκτώβριο, αφού αυξήθηκε κατά 3,2% σε ετήσια βάση
- Σε χαμηλό δύο ετών (4,6%) υποχώρησε ο πληθωρισμός του Ην. Βασιλείου, τον Οκτώβριο
- Ανησυχίες στις χώρες της ΖτΕ προκαλεί η πορεία της γερμανικής οικονομίας

### Οι εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία

**ΗΠΑ** ► Οι συνεχείς και απρόβλεπτες διαταραχές έχουν υποχρεώσει τους οικονομολόγους της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed) να σκέφτονται έξω από τα καθιερωμένα πλαίσια για την πορεία της οικονομίας, σύμφωνα με τον πρόεδρο της Fed, Jerome Powell. Παράλληλα, ο οίκος αξιολόγησης Moody's υποβάθμισε, πρόσφατα, τις προοπτικές των ΗΠΑ σε αρνητικές, ως αποτέλεσμα της απότομης αύξησης του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους και την πολιτική πόλωσης. Η ανακοίνωση των στοιχείων για τον πληθωρισμό του Οκτωβρίου επιβεβαίωσαν τις προβλέψεις περαιτέρω αποκλιμάκωσης, με τον πληθωρισμό να διαμορφώνεται στο 3,2% σε ετήσια βάση, ενώ ο δομικός πληθωρισμός, που εξαιρεί τις τιμές της ενέργειας και των τροφίμων, διαμορφώθηκε στο 4,0% (Γράφημα 6α). Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού προσφέρει τη δυνατότητα στη Fed να προχωρήσει σε μείωση των επιτοκίων το 2024, με τους διεθνείς οίκους να εκτιμούν ότι η οικονομία των ΗΠΑ θα σημειώσει ρυθμό ανάπτυξης της τάξης του 2,4%.

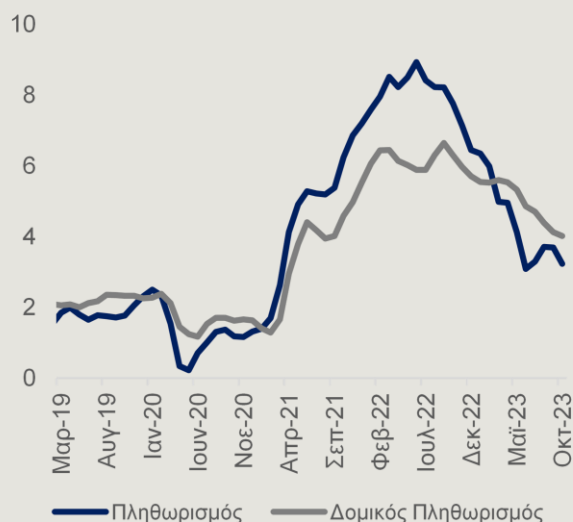
**ΖτΕ** ► Σύμφωνα με τη φθινοπωρινή έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οικονομία της ΖτΕ παρουσιάζει μειωμένη δυναμική, εξαιτίας, κυρίως, του αυξημένου κόστους διαβίωσης και της αυστηρής νομισματικής πολιτικής. Στη ΖτΕ αναμένεται ρυθμός ανάπτυξης της τάξης του 0,6% το 2023 και 1,2% το 2024, αναθεωρημένος οριακά προς τα πάνω. Ο πληθωρισμός αναμένεται στο 5,6% το 2023, 3,2% το 2024 και 2,2% το 2025. Προς αυτήν την κατεύθυνση, ο αντιπρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), Luis De Guindos, επανέλαβε τη θέση για διατήρηση των επιτοκίων στα σημερινά υψηλά επίπεδα για μεγάλο χρονικό διάστημα, παροτρύνοντας τις χώρες της ΖτΕ να υιοθετήσουν συνετή δημοσιονομική πολιτική, ώστε να μην έρθουν αντιμέτωπες με μια νέα κρίση χρέους.

#### ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗΣ ΕΒΔΟΜΑΔΑΣ

- Η Fed και η BoE διατήρησαν σταθερά τα επιτόκιά τους
- Τα νέα στοιχεία για την αγορά εργασίας των ΗΠΑ ενισχύουν την εκτίμηση ότι η Fed θα κρατήσει στάση αναμονής
- Ανώτατοι αξιωματούχοι της ΕΚΤ αναφέρουν ότι χρειάζεται περαιτέρω προσπάθεια για την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού

#### Η πορεία του πληθωρισμού στις ΗΠΑ και η βελτίωση βασικών δεικτών στην Κίνα

(α) Αποκλιμάκωση πληθωρισμού ΗΠΑ, %



(β) Λιανικές πωλήσεις και βιομηχανική παραγωγή Κίνας, %



ΓΡΑΦΗΜΑ 6

Πηγή: FRED, NBS China



**Διεθνής Οικονομία** ► Ταχεία αποκλιμάκωση παρουσίασε ο πληθωρισμός του Ην. Βασιλείου, τον Οκτώβριο, σημειώνοντας ραγδαία πτώση από το 6,7%, τον Σεπτέμβριο, σε 4,6%, τον Οκτώβριο, σε ετήσια βάση. Ο δομικός πληθωρισμός, που εξαιρεί τις ευμετάβλητες τιμές της ενέργειας και των τροφίμων, επιβραδύνθηκε στο 5,7% από 6,1% τον προηγούμενο μήνα. Η μείωση του πληθωρισμού θα αποτελέσει πολύτιμο εργαλείο στη φαρέτρα των υπευθύνων της Κεντρικής Τράπεζας του Ην. Βασιλείου (BoE), αναφορικά με την άσκηση νομισματικής πολιτικής, ενώ αποτελεί και μία από τις πέντε βασικές υποσχέσεις του Βρετανού Πρωθυπουργού. Στον αντίποδα, οι συνομιλίες μεταξύ των Προέδρων των ΗΠΑ και της Κίνας χαρακτηρίστηκαν εποικοδομητικές. Η οικονομία της Κίνας βρίσκεται σε σταθερή τροχιά επίτευξης των οικονομικών της στόχων το 2023, με τις λιανικές πωλήσεις και τη βιομηχανική παραγωγή να αυξάνονται με υψηλότερο ρυθμό από αυτόν που αναμενόταν τον Οκτώβριο, κατά 7,6% και 4,6% σε ετήσια βάση, αντίστοιχα (Γράφημα 6β). Ωστόσο, η οικονομία της Κίνας εξακολουθεί να αντιμετωπίζει προβλήματα στην αγορά ακινήτων.

## Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και οι αγορές ομολόγων

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Χρηματιστηρίου του Σικάγου, οι συνολικές καθαρές τοποθετήσεις (αγορές μείον πωλήσεις), στην ισοτιμία του ευρώ με το δολάριο, διατηρήθηκαν θετικές, την εβδομάδα που έληξε στις 14 Νοεμβρίου. Οι θετικές θέσεις (υπέρ του ευρώ, "long") αυξήθηκαν κατά 19.851 συμβόλαια, με αποτέλεσμα οι συνολικές καθαρές θέσεις να διαμορφωθούν στα 108.907 συμβόλαια, από 89.056 συμβόλαια, την προηγούμενη εβδομάδα (Γράφημα 7).

Ελαφρώς ανοδικές τάσεις παρατηρούνται στη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου, με την ισοτιμία, στις 21 Νοεμβρίου, να βρίσκεται στο 1,095 €/€ (Πίνακας 2), ως αποτέλεσμα των δηλώσεων ανώτατου αξιωματούχου της ΕΚΤ για διατήρηση της αυστηρής νομισματικής πολιτικής, παρά τις εκτιμήσεις των αγορών για μειώσεις των επιτοκίων, στις αρχές του επόμενου έτους.

Καθοδικές τάσεις καταγράφονται στην ομολογιακή αγορά των ΗΠΑ, με την απόδοση του 10ετούς ομολόγου να διαμορφώνεται στο 4,39%, στις 21 Νοεμβρίου, ως αποτέλεσμα του περιορισμού του επιτοκιακού πλεονεκτήματος της Fed, έναντι των άλλων κεντρικών τραπεζών. Επιπλέον, στη ΖτΕ, παρατηρούνται καθοδικές τάσεις στις αποδόσεις των ομολόγων, ως απόρροια των πρόσφατων αναβαθμίσεων από τον οίκο αξιολόγησης Moody's της Πορτογαλίας και της Ιταλίας. Χαρακτηριστικά, η απόδοση του 10ετούς γερμανικού ομολόγου ανήλθε στο 2,58% (Πίνακας 3), στις 21 Νοεμβρίου. Τέλος, η διαφορά απόδοσης μεταξύ του 10ετούς ομολόγου της Ελλάδας και του 10ετούς ομολόγου της Γερμανίας (spread) διαμορφώνεται στις 119 μ.β., του 10ετούς ομολόγου της Κύπρου στις 124 μ.β., ενώ του 10ετούς ιταλικού ομολόγου στις 172 μ.β.

### ΠΡΟΣΕΧΗ ΣΗΜΑΝΤΙΚΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ

#### ΗΠΑ:

- Προσωρινός δείκτης PMI μεταποίησης Νοεμβρίου (24 Νοεμβρίου)
- Πωλήσεις νέων κατοικιών Οκτωβρίου (27 Νοεμβρίου)

#### ΖτΕ:

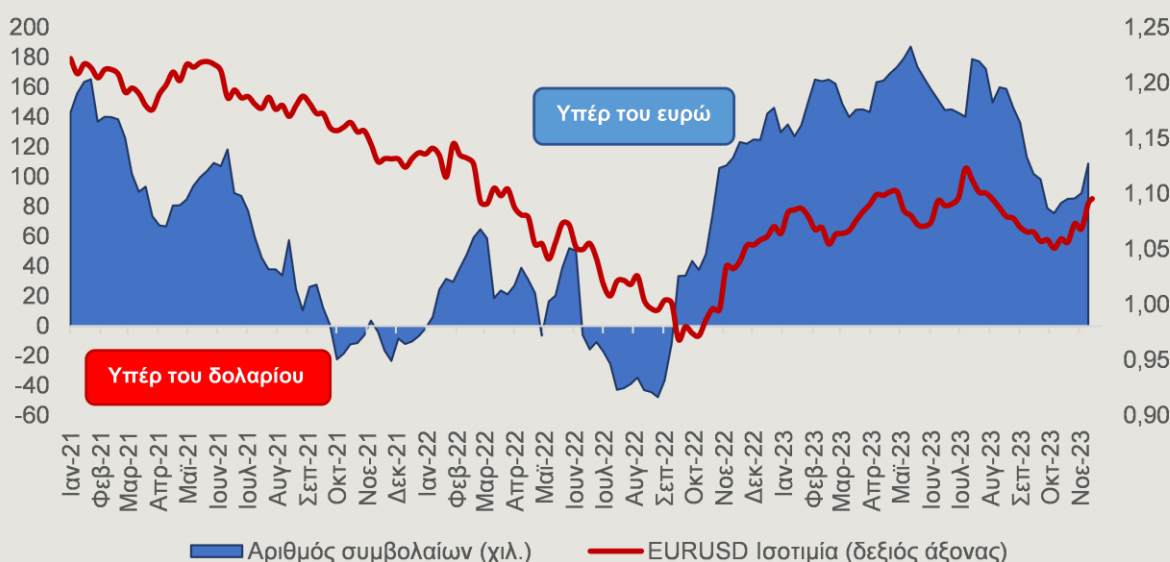
- Προσωρινός δείκτης PMI μεταποίησης Νοεμβρίου (23 Νοεμβρίου)
- ΑΕΠ 3<sup>ου</sup> τριμήνου, Γερμανία (24 Νοεμβρίου)

#### ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ:

- Προσωρινός δείκτης PMI μεταποίησης Νοεμβρίου, Ην. Βασ. (23 Νοεμβρίου)

ΓΡΑΦΗΜΑ 7

Specs θέσεις για μη εμπορικές/κερδοσκοπικές συναλλαγές και Συναλλαγματική Ισοτιμία ευρώ/δολαρίου



Πηγές: CFTC, IMM, Bloomberg





## Αγορές σε Αριθμούς

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

## Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

Αγορά Συναλλάγματος				
	21-Νοε-23	7 μέρες πριν	1 έτος πριν	Εβδ. Μεταβολή (%)
Ευρώ/Δολάριο (€/\$)	1,0953	1,0879	1,0242	
Ευρώ/Στερλίνα (€/£)	0,8745	0,8704	0,8662	
Στερλίνα/Δολάριο (£/\$)	1,2526	1,2499	1,1823	
Ευρώ/Ελβετικό φράγκο (€/CHF)	0,9679	0,9673	0,9822	
Ευρώ/Γιεν Ιαπωνίας (€/JPY)	161,5910	163,6000	145,5700	
Δολάριο/Γιεν Ιαπωνίας (\$/JPY)	147,5290	150,3700	142,1400	
Ευρώ/Δολάριο Αυστραλίας (€/AUD)	1,6667	1,6718	1,5507	
Ευρώ/Δολάριο Καναδά (€/CAD)	1,5031	1,4897	1,3775	
Ευρώ/Κινεζικό γουάν (€/CNY)	7,8139	7,8842	7,3427	
Ευρώ/Τουρκική λίρα (€/TRY)	31,5866	31,1647	19,0737	
Δείκτης Δολαρίου (US dollar Index)	103,2790	104,0530	107,8350	

Πηγή:  
Bloomberg

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

## Αποδόσεις ομολόγων και spreads έναντι 10ετούς γερμανικού ομολόγου

Διεθνείς αποδόσεις ομολόγων (%)					Ευρωπαϊκές αποδόσεις 10ετούς ομολόγου (%)				
	21-Νοε-23	7 μέρες πριν	1 έτος πριν	Εβδομαδιαία μεταβολή (σε μονάδες βάσης)		21-Νοε-23	7 μέρες πριν	1 έτος πριν	Διαφορά με ομόλογο Γερμανίας (spread)
2ετές ΗΠΑ	4,906	4,836	4,552	7,04	Γερμανίας	2,577	2,598	1,985	
10ετές ΗΠΑ	4,393	4,447	3,827	-5,47	Ολλανδίας	2,899	2,918	2,259	32
2ετές Ην. Βασιλείου	4,509	4,550	3,114	-4,10	Γαλίας	3,136	3,157	2,459	56
10ετές Ην. Βασιλείου	4,091	4,147	3,174	-5,54	Ισπανίας	3,565	3,630	2,980	99
2ετές Ιαπωνίας	0,023	0,081	-0,028	-5,80	Πορτογαλίας	3,191	3,275	2,915	61
10ετές Ιαπωνίας	0,688	0,848	0,236	-16,00	Ιταλίας	4,302	4,399	3,922	172
2ετές Καναδά	4,411	4,402	3,936	0,95	Ελλάδας	3,763	3,869	4,231	119
10ετές Καναδά	3,649	3,685	3,077	-3,56	Κύπρος	3,813	3,854	3,997	124

Πηγή:  
Bloomberg

<sup>1</sup> European Economic Forecast Autumn 2023, November 2023.

<sup>2</sup> World Economic Outlook, October 2023.

<sup>3</sup> Από το 1995, βάσει στοιχείων της Eurostat.

## Alpha Bank Economic Research

Παναγιώτης Καπόπουλος  
*Chief Economist*  
[panayotis.kapopoulos@alpha.gr](mailto:panayotis.kapopoulos@alpha.gr)

### Ανάλυση Οικονομικής Συγκυρίας

Ειρήνη Αδαμοπούλου  
*Expert Economist*  
[eirini.adamopoulou@alpha.gr](mailto:eirini.adamopoulou@alpha.gr)

Ελένη Μαρινοπούλου  
*Expert Economist*  
[eleni.marinopoulou@alpha.gr](mailto:eleni.marinopoulou@alpha.gr)

Φώτιος Μητρόπουλος  
*Research Economist*  
[fotios.mitropoulos@alpha.gr](mailto:fotios.mitropoulos@alpha.gr)

Γεράσιμος Μουζάκης  
*Research Economist*  
[gerasimos.mouzakis@alpha.gr](mailto:gerasimos.mouzakis@alpha.gr)

Το παρόν δελτίο εκδίδεται από την Alpha Bank και έχει αποκλειστικά ενημερωτικό χαρακτήρα. Οι πληροφορίες που περιέχει προέρχονται από πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες αλλά δεν έχουν επαληθευτεί από την Alpha Bank και αποτελούν έκφραση γνώμης βασισμένη σε διαθέσιμα δεδομένα μιας συγκεκριμένης ημερομηνίας. Το παρόν δεν αποτελεί συμβουλή ή σύσταση ούτε προτροπή για την διενέργεια οποιασδήποτε συναλλαγής και ως εκ τούτου δεν έχουν ληφθεί υπόψη παράγοντες όπως, η γνώση, η εμπειρία, η χρηματοοικονομική κατάσταση και οι επενδυτικοί στόχοι ενός εκάστου των δυνητικών ή/και υφιστάμενων πελατών και δεν έχουν ελεγχθεί για πιθανή φορολόγηση του εκδότη στην πηγή ούτε και για άλλη, περαιτέρω, φορολογική συνέπεια εκ της συμμετοχής σ' αυτά. 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. Τυχόν δε προβλέψεις επί του παρόντος δελτίου για την πορεία των αναφερόμενων σε αυτό οικονομικών μεγεθών αποτελούν εκτιμήσεις της Alpha Bank βασισμένες στα δεδομένα που περιλαμβάνονται στο δελτίο. 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 οποιανδήποτε χρήση του παρόντος και των πληροφοριών που περιέχει εν όλω ή εν μέρει. Οποιαδήποτε αναπαραγωγή ή αναδημοσίευση αυτού του δελτίου ή τμήματός του πρέπει υποχρεωτικά να αναφέρει την Alpha Bank ως πηγή προελεύσεώς του