



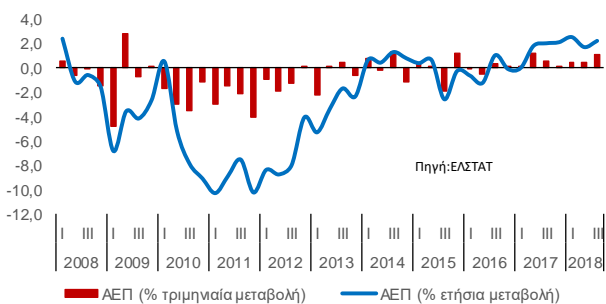
## Ελληνική Οικονομία

Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ η οικονομική δραστηριότητα ενισχύθηκε στο τρίτο τρίμηνο του έτους κατά 2,2% σε ετήσια και 1% σε τριμηνιαία βάση, ενώ σωρευτικά το πρώτο εννεάμηνο του 2018, η ετήσια αύξηση του πραγματικού ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος ήταν 2,1%, έναντι 1,5% το 2017 συνολικά. Όπως παρατηρείται στο Γράφημα 1, πρόκειται για το ένατο συνεχόμενο τρίμηνο που παρατηρείται αύξηση του ΑΕΠ, εξέλιξη που συνάδει με τη βελτίωση του Δείκτη Οικονομικού Κλίματος (ESI) στην Ελλάδα από τις αρχές του 2016 και εντεύθεν, με βάση τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής που απεικονίζονται στο Γράφημα 2.

Το κύριο χαρακτηριστικό του αναπτυξιακού προτύπου κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου και ιδιαίτερα το τρίτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους, είναι η ισχυρή θετική συμβολή τόσο της εξαγωγικής δραστηριότητας όσο και της ιδιωτικής καταναλώσεως, η οποία υπεραντισταθμίζει την αρνητική συμβολή της επενδυτικής δαπάνης που συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με την υποχώρηση των εισαγωγών των κεφαλαιουχικών αγαθών. Συγκεκριμένα, η αύξηση του ΑΕΠ στο εννεάμηνο Ιανουαρίου – Σεπτεμβρίου του 2018 κατά 2,1%, σε ετήσια βάση, προήλθε:

- πρωτίστως από την αύξηση των καθαρών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (συμβολή: 1,6 εκατοστιαίες μονάδες) και συγκεκριμένα από την περαιτέρω βελτίωση της εξαγωγικής επιδόσεως, τόσο των μεταποιητικών επιχειρήσεων όσο και του τουρισμού, λόγω ενισχύσεως των τουριστικών εισπράξεων (εννεάμηνο 2018: +9,1%)
- τη μεγέθυνση της ιδιωτικής καταναλώσεως που συνέβαλε κατά 0,6 εκατοστιαίες μονάδες,
- την αύξηση των αποθεμάτων, που είχαν θετική συνεισφορά στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2018, κατά 1,0 εκατοστιαία μονάδα.

Γράφημα 1. Μεταβολή ΑΕΠ σε ετήσια και τριμηνιαία βάση



Αντίθετα, η δημόσια κατανάλωση μειώθηκε σημαντικά, συμβάλλοντας αρνητικά κατά 0,7 εκατοστιαίες μονάδες, στο πλαίσιο συγκρατήσεως των δαπανών για την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων, ενώ και οι επενδύσεις (εξαιρουμένων των αποθεμάτων) είχαν αρνητική επίπτωση στον ρυθμό αυξήσεως του ΑΕΠ κατά -0,8 εκατοστιαίες μονάδες.

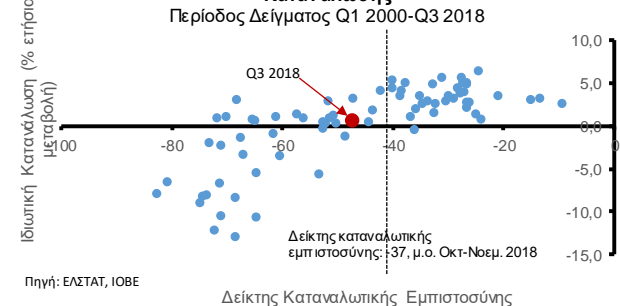
Η δυναμική αυτή των συνιστωσών του ΑΕΠ επιβεβαιώνει την προσδοκία ότι η οικονομική δραστηριότητα, συνολικά για το έτος 2018, θα κινηθεί σε επίπεδα ανώτερα του 2%. Από την άλλη πλευρά, η υποχώρηση της συνολικής επενδυτικής δαπάνης οδηγεί σε συγκράτηση των παραγωγικών δυνατοτήτων της χώρας τα επόμενα έτη, παρά την εμφανή ανάκαμψη των επενδύσεων για μηχανολογικό εξοπλισμό.

Στο παρόν δελτίο αναλύουμε κατωτέρω τις βασικές συνιστώσες του ΑΕΠ από την πλευρά της ενεργού ζήτησεως, σε συνδυασμό με την εξέλιξη των δεικτών καταναλωτικής εμπιστοσύνης και επιχειρηματικού κλίματος.

## Η τόνωση της ιδιωτικής καταναλώσεως σε παράλληλο βηματισμό με τον δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης

Στο τρίτο τρίμηνο του 2018, η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε κατά 0,7% σε ετήσια βάση έναντι αυξήσεως 1,3% στο δεύτερο και 0,5% στο πρώτο τρίμηνο του 2018 αντίστοιχα, με αποτέλεσμα η σωρευτική αύξηση στο διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2018 να είναι 0,8%. Η ανθεκτικότητα της ιδιωτικής καταναλώσεως που παρατηρείται κατά το τρέχον έτος επηρεάζεται θετικά, τόσο από την αύξηση της απασχολήσεως (+1,8% σε ετήσια βάση στο πρώτο εξάμηνο) όσο και του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών (+3% σε ετήσια βάση στο πρώτο εξάμηνο). Επιπλέον, όπως προκύπτει από το Γράφημα 4, η αύξηση της ιδιωτικής καταναλώσεως συσχετίζεται θετικά και με τον δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης, ο οποίος όπως αναλύεται στην Οικονομική Συγκυρία, αν και παραμένει έντονα αρνητικός, εμφανίζει σημαντική βελτίωση, ιδιαίτερα στο διάστημα Οκτωβρίου-Νοεμβρίου 2018.

Γράφημα 2. Εμπειρική Σχέση Μεταξύ Δείκτη Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης και Ιδιωτικής Κατανάλωσης



Η βελτίωση του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στην προσδοκία εφαρμογής των επεκτατικών μέτρων δημοσιονομικής πολιτικής που περιέχονται στο Προϋπολογισμό, όπως η μείωση των ασφαλιστικών εισφορών σε αγρότες και ελεύθερους επαγγελματίες και η ελάφρυνση του φόρου ακίνητης περιουσίας, καθώς και στην αναστολή της περικοπής των συντάξεων και στις προσδοκίες για ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος μέσω της διανομής του κοινωνικού μέρους.

### Υποχώρηση επενδύσεων παρά τη βελτίωση του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών – Συσσώρευση αποθεμάτων

Οι επενδύσεις στο εννεάμηνο Ιανουαρίου–Σεπτεμβρίου του τρέχοντος έτους μειώθηκαν κατά 6,2%, σε ετήσια βάση, ενώ οι επενδύσεις συμπεριλαμβανομένων των αποθεμάτων αυξήθηκαν κατά 1,5% αντίστοιχα. Ειδικότερα, στο τρίτο τρίμηνο του έτους οι επενδύσεις μειώθηκαν κατά 23,2% σε ετήσια βάση, ενώ συμπεριλαμβανομένων και των αποθεμάτων, αυξήθηκαν κατά 42,2%.

Γράφημα 3: Συμβολές των επιμέρους κατηγοριών στη συνολική μεταβολή των Επενδύσεων (ετήσια % μεταβολή) και Δείκτης Επιχειρηματικού Κλίματος



Ός προς την ανάλυση των επενδύσεων ανά κατηγορία, όπως φαίνεται στο Γράφημα 3, η μείωση των συνολικών επενδύσεων στο εννεάμηνο οφείλεται κυρίως στη μείωση των επενδύσεων σε κατασκευές (εξαιρουμένων των κατοικιών) και σε μεταφορικό εξοπλισμό που συνέβαλαν αρνητικά κατά 7 και 4,1 εκατοστιαίες μονάδες αντίστοιχα στη μείωση των επενδύσεων. Σημειώνεται ωστόσο ότι η μεγάλη αύξηση των επενδύσεων σε μεταφορικό εξοπλισμό στο τρίτο τρίμηνο (154,4% σε ετήσια βάση), δεν κατάφερε να αντισταθμίσει τη μείωση των επενδύσεων στο σύνολο της περιόδου.

Αντίθετα, θετική συμβολή στη μεταβολή των επενδύσεων στο εννεάμηνο Ιανουαρίου–Σεπτεμβρίου 2018 είχαν οι επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό και εξοπλισμό τεχνολογίας, πληροφορικής και επικοινωνίας, καθώς και οι επενδύσεις σε κατοικίες οι οποίες συνεισέφεραν κατά 4,8 και 0,6 εκατοστιαίες μονάδες αντίστοιχως.

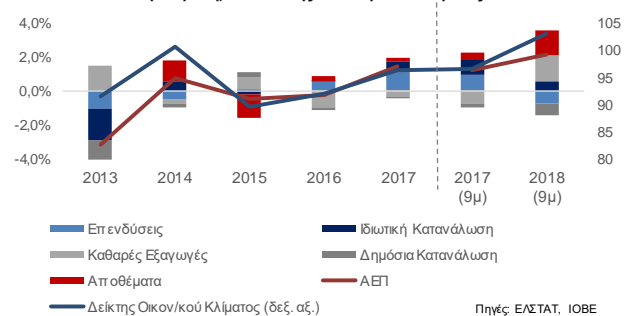
Παρά την πτώση των επενδύσεων το διάστημα Ιανουαρίου – Σεπτεμβρίου 2018, αξίζει να σημειωθεί ότι ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στην Βιομηχανία ακολούθησε αντίθετη πορεία κατά την ίδια χρονική περίοδο, όπως παρατηρείται στο Γράφημα 3. Αντίθετα, στο διάστημα 2015-2017, η βελτίωση του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία συνοδεύτηκε από αύξηση των επενδύσεων.

Τέλος, σύμφωνα με την φθινοπωρινή έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η μεταβολή των επενδύσεων αναμένεται να διαμορφωθεί στο -2,1%, για το σύνολο του 2018. Η εν λόγω πρόβλεψη, ωστόσο, βάσει όσων έχουν αναλυθεί ανωτέρω αναφορικά με τις μεταβολές των επενδύσεων στο εννεάμηνο Ιανουαρίου – Σεπτεμβρίου 2018, δε φαίνεται να είναι εφικτή.

### Ανοδος των εξαγωγών λόγω τουρισμού και μεταποίησης – Υποτονική πορεία των εισαγωγών λόγω καθίζησης των εισαγωγών κεφαλαιουχικών αγαθών στο εννεάμηνο

Οι υψηλοί ρυθμοί αύξησης των εξαγωγών από το δεύτερο εξάμηνο του 2016 έως και το τρίτο τρίμηνο του 2018, είναι αποτέλεσμα τόσο της ενίσχυσης του τουρισμού όσο και της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας σε όρους κόστους εργασίας, η οποία ενίσχυσε τον εξωστρεφή προσανατολισμό των επιχειρήσεων, κυρίως στον κλάδο της μεταποίησης. Ειδικότερα, στο εννεάμηνο του 2018, σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 8,3%, ενώ ο ρυθμός αύξησης των αντίστοιχων εισαγωγών ήταν αρκετά μικρότερος, κατά 3,1%. Η περιορισμένη αύξηση των εισαγωγών συνάδει με την πτωτική πορεία που ακολούθησαν οι επενδύσεις σε μεταφορικό εξοπλισμό στο εννεάμηνο του 2018.

Γράφημα 4: Συμβολές των Συνιστωσών του ΑΕΠ (ετήσια % μεταβολή) και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος



Μια ενδεικτική αποτύπωση της εξέλιξης των εισαγωγών είναι η ανάλυση ανά ομάδα προϊόντος. Με βάση τα στοιχεία της Eurostat, στο εννεάμηνο του 2018, οι εισαγωγές κεφαλαιουχικών αγαθών υποχώρησαν κατά 12,5%, σε ετήσια βάση, ενώ οι εισαγωγές καταναλωτικών αγαθών αυξήθηκαν κατά 1,2%. Συνεπώς, η πτώση των εισαγωγών κεφαλαιουχικών αγαθών εξηγεί την πτώση των επενδύσεων, ενώ παράλληλα, η αύξηση των

εισαγωγών καταναλωτικών αγαθών συνάδει με την παράλληλη ενίσχυση της ιδιωτικής καταναλώσεως.

## Οικονομική Συγκυρία

**Δείκτες Οικονομικού Κλίματος:** Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος (ESI) στην Ελλάδα βελτιώθηκε τον Νοέμβριο του 2018 στις 101,8 μονάδες, από 101,0 μονάδες τον Οκτώβριο του 2018, διατηρούμενος σε επίπεδο υψηλότερο του Νοεμβρίου του 2017 (98,6).

Ο δείκτης στην Ευρωζώνη τον Νοέμβριο του 2018, επιδεινώθηκε ελαφρά στις 109,5 μονάδες, από 109,7 μονάδες τον προηγούμενο μήνα. Ωστόσο, παρουσίασε ανοδική πορεία σε μηνιαία βάση στην Πορτογαλία, ενώ επιδεινώθηκε στην Ισπανία και την Ιταλία (βλ. Πίνακα 1). Σημειώνεται ότι ο δείκτης στην Ιταλία διαμορφώθηκε στο χαμηλότερο επίπεδο καθ' όλη τη διάρκεια του 2018, αντανακλώντας τις ανησυχίες των επιχειρηματιών και των καταναλωτών για τις δημοσιονομικές εξελίξεις στη χώρα.

Πίνακας 1. Δείκτης Οικονομικού Κλίματος σε επιλεγμένες χώρες της Ευρωζώνης

	Νοέμβριος 2017	Οκτώβριος 2018	Νοέμβριος 2018
Ευρωζώνη	114,2	109,7	109,5
Ιταλία	111,8	107,1	105,9
Ισπανία	110,5	107,4	107,1
Ελλάδα	98,6	101,0	101,8
Πορτογαλία	115,1	110,7	111,2

Πηγή: Ε.Επιτροπή

Στην Ελλάδα, η αύξηση του γενικού δείκτη αποδίδεται κυρίως στην ανοδική πορεία των δεικτών καταναλωτικής εμπιστοσύνης και κατασκευών, ενώ με εξαίρεση τον δείκτη στο λιανικό εμπόριο όλοι οι επιμέρους δείκτες παρουσιάζουν βελτίωση (βλ. Πίνακα 2).

Ειδικότερα:

(i) Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία μειώθηκε κατά 0,2 μονάδες σε μηνιαία βάση, με το ισοζύγιο θετικών/αρνητικών απαντήσεων να παραμένει αρνητικό για δεύτερο συνεχόμενο μήνα. Ειδικότερα, διατηρούνται οι πτωτικές τάσεις στις εκτιμήσεις για τις τρέχουσες παραγγελίες ενώ αμετάβλητες, αλλά αρνητικές, είναι οι εκτιμήσεις για τη ζήτηση από το εξωτερικό.

Πίνακας 2. Επιμέρους Δείκτες Οικονομικού Κλίματος στην Ελλάδα

	Νοέμβριος 2017	Σεπτέμβριος 2018	Οκτώβριος 2018	Νοέμβριος 2018
Βιομηχανία	-3,9	0,3	-3,4	-3,2
Υπηρεσίες	13,6	10,5	10,7	11,1
Καταναλωτές	-53,8	-44,9	-38,3	-35,8
Λιανικό Εμπόριο	2,3	21,0	16,4	10,0
Κατασκευές	-59,3	-54,5	-51,4	-43,1

Πηγή: Ε.Επιτροπή

(ii) ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες αυξήθηκε κατά 0,4 μονάδες με σημαντικότερη την αύξηση των θετικών απαντήσεων στις εκτιμήσεις για την εξέλιξη της απασχόλησεως τους επόμενους 3 μήνες.

(iii) ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης διαμορφώθηκε στις -35,8 μονάδες τον Νοέμβριο του 2018, από -38,3 μονάδες τον Οκτώβριο του 2018 με βελτίωση των προσδοκιών για την ανεργία και την αποταμίευση, καθώς και για την οικονομική κατάσταση της χώρας τους επόμενους 12 μήνες. Αν και ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης παραμένει στο χαμηλότερο επίπεδο μεταξύ των χωρών της ΕΕ-28, η βελτίωση που παρουσιάζει είναι αξιοσημείωτη καθώς αποτελεί την καλύτερη επίδοση από τον Οκτώβριο του 2009 (με εξαίρεση το δίμηνο Φεβρουαρίου-Μαρτίου του 2015).

(iv) ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο υποχώρησε και τον Νοέμβριο, ωστόσο παραμένει σε ικανοποιητικό επίπεδο. Σημειώνεται η μείωση των θετικών απαντήσεων για τις πωλήσεις των τελευταίων και επόμενων 3 μηνών, ενώ ελαφρά αρνητικές είναι οι εκτιμήσεις για την πορεία των τιμών.

(v) ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές αυξήθηκε κατά 8,3 μονάδες, παραμένοντας όμως σε έντονα αρνητικό επίπεδο, με σημαντικότερη μεταβολή την άνοδο των προβλέψεων για την απασχόληση.

## Παγκόσμια Οικονομία

### Τα δίδυμα πλεονάσματα της Γερμανίας

Η ανάκαμψη της γερμανικής οικονομίας εισήλθε στο όγδοο κατά σειρά έτος, έχοντας επιτύχει σημαντικές επιδόσεις στο δημοσιονομικό και στο εμπορικό της πλεόνασμα. Όσον αφορά, το δημοσιονομικό πλεόνασμα, το 2017 διαμορφώθηκε περί τα €37 δισ., ήτοι το υψηλότερο που έχει καταγραφεί από το 1990, έτος επανενώσεως των δύο Γερμανιών, ενώ το εμπορικό πλεόνασμα διαμορφώθηκε, €4 δισ. χαμηλότερα από το ιστορικά υψηλό επίπεδο του 2016, στα €245 δισ.

### Το δόγμα του εξωτερικού εμπορίου της Γερμανίας μετά την κρίση

Το 2002 με την εισαγωγή του ευρώ ως φυσικού νομίσματος, η Γερμανία εμφάνιζε πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της, ύψους 1,9% του ΑΕΠ. Παρά την οικονομική κρίση της περιόδου 2008-9, η Γερμανία αύξησε το πλεόνασμα περαιτέρω, επιτυγχάνοντας στην περίοδο 2002-2017 μια σωρευτική άνοδο της τάξεως των 6,1 ποσοστιαίων μονάδων. Ειδικότερα, το πλεόνασμα διαμορφώθηκε το 2017 στο 8,0% του ΑΕΠ, ενώ το 2015 σημείωσε ιστορικά υψηλό αγγίζοντας το 8,9% του ΑΕΠ. Σε απόλυτους αριθμούς (2017: \$271 δισ.), το πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας είναι το μεγαλύτερο παγκοσμίως, διαμορφούμενο

υψηλότερα ακόμα και από το αντίστοιχο της Κίνας και της Ιαπωνίας. Σύμφωνα δε με την εκτίμηση του οικονομικού ινστιτούτου Ifo, το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας, θα συνεχίσει την ανοδική του πορεία και θα διαμορφωθεί περί τα \$299 δισ. το 2018. Η σημειωθείσα άνοδος του πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, αποδίδεται σε σημαντικό βαθμό στην στρατηγική κίνηση της Γερμανίας, όταν ξέσπασε η οικονομική κρίση το 2008-09 η οποία ανάγκασε πολλές χώρες της Ευρωζώνης να περιορίσουν τα εμπορικά τους ελλείμματα, να στρέψει το εξαγωγικό της ενδιαφέρον σε χώρες εκτός Ευρωζώνης. Η εν λόγω κίνηση, είχε ως αποτέλεσμα να ενισχύσει περαιτέρω, τόσο το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ίδιας, όσο και της ίδιας της Ευρωζώνης. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και οι ΗΠΑ έχουν προτρέψει τη Γερμανία να αυξήσει την εσωτερική της ζήτηση και τις εισαγωγές, προκειμένου να υπάρξει μείωση των παγκόσμιων οικονομικών ανισορροπιών και να ενδυναμωθεί η παγκόσμια ανάπτυξη. Ωστόσο, η Γερμανία απορρίπτει τις συστάσεις, καθώς θεωρεί ότι η εξωτερική της θέση, αποτελεί προϊόν λιτότητας και ανταγωνιστικότητας, που επετεύχθη με βαρύ τίμημα.

#### **Ο στρατηγικός ρόλος του κόστους εργασίας στη Γερμανία**

Σημαίνουσα σημασία στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των γερμανικών προϊόντων, διαδραμάτισε ο τρόπος καθορισμού των μισθών που έλαβε χώρα κατά το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του '90. Συγκεκριμένα εκείνη την περίοδο οι περισσότερες μισθολογικές συμβάσεις άρχισαν να πραγματοποιούνται σε εταιρικό επίπεδο. Επιπροσθέτως, η ενοποίηση των δύο Γερμανιών και η διεύρυνση της ΕΕ επέδρασε ουσιαστικά, καθώς συνέτεινε στην αύξηση της προσφοράς εργασίας με χαμηλότερο κόστος. Σημαντική εξέλιξη στην επιβράδυνση του μισθολογικού κόστους στη Γερμανία, αποτέλεσε το γεγονός ότι, οι πραγματικές μισθολογικές αυξήσεις επικεντρώθηκαν στο κομμάτι της μεταποίησης με εξαγωγικό χαρακτήρα, ενώ οι μισθοί μειώθηκαν σχεδόν στην υπόλοιπη οικονομία, σε όλη τη δεκαετία του 2000. Επιπλέον, οι μισθοί για τα άτομα με χαμηλή ειδίκευση μειώθηκαν σημαντικά σε όλους τους τομείς, προκειμένου να δημιουργηθεί μια ευέλικτη αγορά εργασίας για τους χαμηλόμισθους και για να περιορισθεί η αύξηση της ανεργίας του συγκεκριμένου εργατικού δυναμικού. Οι μισθολογικές μεταρρυθμίσεις μείωσαν το εργατικό κόστος της παραγωγής, συγκράτησαν τις μισθολογικές αυξήσεις, βελτίωσαν την ανταγωνιστικότητα και αύξησαν τις εξαγωγές, καθιστώντας πλεονασματικό το ισοζύγιο τρεχουσών πληρωμών.

#### **Αποταμιεύσεις- Επενδύσεις**

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας, αντικατοπτρίζει μια εσωτερική ανισορροπία μεταξύ αποταμιεύσεων και επενδύσεων. Στη δεκαετία του '90, η Γερμανία είχε έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών

συναλλαγών ως απόρροια του ελλείμματος του δημοσίου τομέα, που οφειλόταν στο κόστος της ενοποίησης των δύο Γερμανιών. Αργότερα, καθώς το δημόσιο έλλειμμα ξεκίνησε να υποχωρεί το εταιρικό χρέος άρχισε να αυξάνεται, εξαιτίας της επιδεινώσεως της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Ωστόσο, με την πάροδο των ετών η κερδοφορία των επιχειρήσεων η οποία προήλθε σε σημαντικό βαθμό από τον περιορισμό του εργατικού κόστους και ο περιορισμός των δαπανών του δημοσίου τομέα, συνέβαλαν ουσιαστικά στην ενίσχυση της αποταμιεύσεως, τόσο από πλευράς δημοσίου, όσο και επιχειρήσεων. Παρά ταύτα είναι έντονη η απουσία των επενδύσεων τόσο στον ιδιωτικό, όσο και στο δημόσιο τομέα. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι, οι επενδύσεις υπολείπονται σημαντικά στις υποδομές, στα ψηφιακά δίκτυα και στην εκπαίδευση. Όσον αφορά τις μεγάλες επιχειρήσεις αυτές επενδύουν, αλλά σε μικρότερο ρυθμό από το ρυθμό των αποσβέσεων τους. Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), οι επενδύσεις έχουν υποχωρήσει από το 13% του ΑΕΠ τη δεκαετία του 1990 στο 11% τα τελευταία έτη.

#### **Το πλεονασματικό ισοζύγιο στο διευρωπαϊκό σύστημα πληρωμών ( TARGET 2)**

Πριν το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσεως, οι τράπεζες είχαν εύκολη πρόσβαση σε ιδιωτικά κεφάλαια (διασυνοριακά διατραπεζικά δάνεια, άμεσες επενδύσεις ή καταθέσεις από το εξωτερικό) για να αντισταθμίσουν τις εκροές πληρωμών που προέκυπταν από τα ελλείμματα στο εμπορικό ισοζύγιο της χώρας ή λόγω αποκτήσεως ξένων περιουσιακών στοιχείων. Τα υπόλοιπα λογαριασμών στο διευρωπαϊκό σύστημα πληρωμών, αυξήθηκαν τα έτη της οικονομικής κρίσεως 2011-2012. Η αιτία της αυξήσεως, εστιάζεται στη δυσκολία χρηματοδοτήσεως του τραπεζικού κλάδου σε ορισμένες χώρες (Ιταλία, Ισπανία, Πορτογαλία, Ελλάδα, Ιρλανδία). Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, οι τράπεζες δεν μπορούσαν να αντλήσουν κεφάλαια με ευκολία προκειμένου να αντισταθμίσουν τις εκροές πληρωμών τους και με στόχο την αποφυγή μιας τραπεζικής κρίσεως, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) ενεπλάκη, αντιμετωπίζοντας τις ανάγκες ρευστότητας των τραπεζών, εκδίδοντας 3ετείς τίτλους (LTROs) με μειωμένη εξασφάλιση. Είναι αξιοσημείωτο, ότι οι περισσότερες χώρες της Ευρωζώνης, έχουν έλλειμμα στο Target 2, δηλαδή οφείλουν στην ΕΚΤ και σε ένα σενάριο αποχωρήσεως από την ΕΕ, θα πρέπει να καταβάλουν την οφειλή τους, εξέλιξη η οποία μπορεί να προκαλέσει μια κρίση ρευστότητας στην οικονομία τους. Το μέγεθος της κρίσεως αποτελεί συνάρτηση του μεγέθους της οφειλής. Η Γερμανία είναι από τις λίγες πλεονασματικές χώρες της Ευρωζώνης, καθώς διαθέτει πλεόνασμα σχεδόν €950 δισ. (Deutsche Bundesbank 05.10.2018) όταν το 2006, οι αξιώσεις της από το Ευρωσύστημα ανέρχονταν σε μόλις €5 δισ.

## Διαπιστώσεις

Συμπερασματικά, το γερμανικό «θαύμα» αποτελεί σημαντικό παράγοντα ανισορροπίας για την ΕΕ και την παγκόσμια οικονομία. Η Γερμανία ενδεχομένως να μην έχει κίνητρα να προχωρήσει σε μεταρρυθμίσεις, λόγω της οικονομικής της ευρωστίας και της χαμηλής ανεργίας. Ωστόσο, στο πλαίσιο εξισορροπήσεως της ευρωπαϊκής οικονομίας, η τόνωση της αναμικτής εγχώριας ζήτησεως στη Γερμανία κρίνεται απαραίτητη προκειμένου να ενισχυθούν οι ρυθμοί οικονομικής ανακάμψεως στις χώρες της Ευρωζώνης που πλήττονται από υψηλή ανεργία και γενικότερα η οικονομική ανάπτυξη να αποκτήσει ένα συμμετρικό επιμερισμό.

## ▼ ΗΠΑ

### ΑΕΠ

Σύμφωνα με την (δεύτερη) εκτίμηση του Bureau of Economic Analysis, στο τρίτο τρίμηνο του 2018, ο ρυθμός αυξήσεως του πραγματικού ΑΕΠ διατηρήθηκε στο 3,5% σε ετήσια βάση (Γράφημα 5), έναντι 4,2% στο δεύτερο τρίμηνο του 2018. Κινητήρια δύναμη αποτέλεσαν:

**Πρώτον**, η ιδιωτική κατανάλωση, η οποία συνιστά περί το 70% του ΑΕΠ και αυξήθηκε κατά 3,6% σε ετήσια βάση, με αποτέλεσμα τη συμβολή της ιδιωτικής καταναλώσεως στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,45 εκατοστιαίες μονάδες, από 2,57 εκατοστιαίες μονάδες που ήταν στο προηγούμενο τρίμηνο.

**Δεύτερον**, οι ιδιωτικές επενδύσεις, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 15,1% σε ετήσια βάση, συμβάλλοντας στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,52 εκατοστιαίες μονάδες, από -0,07 της εκατοστιαίας μονάδας που ήταν στο προηγούμενο τρίμηνο.

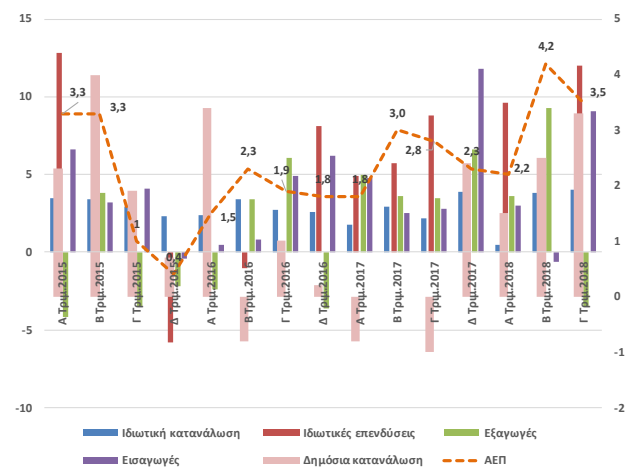
Αρνητική ήταν η συμβολή των καθαρών εξαγωγών (-1,91 εκατοστιαίες μονάδες) στην οικονομική δραστηριότητα του τρίτου τριμήνου του 2018, καθώς ο ετήσιος ρυθμός αυξήσεως των εξαγωγών μειώθηκε σε 4,4% (δεύτερο τρίμηνο 2018: +9,3%), ενώ των εισαγωγών αυξήθηκε κατά 9,2% (δεύτερο τρίμηνο 2018: -0,6%). Η αύξηση των εξαγωγών στο δεύτερο τρίμηνο αποδίδεται στην επίσπευση της ζήτησεως από την αλλοδαπή προκειμένου να αποφευχθεί η άνοδος των δασμών.

Στο τρίτο τρίμηνο του 2018, αυξημένη ήταν η συμβολή των ιδιωτικών επενδύσεων σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο αλλά μετεβλήθη η σύνθεσή τους υπέρ των επενδύσεων εκτός κατοικιών, καθώς η περικοπή των φορολογικών συντελεστών των επιχειρηματικών κερδών, έχει δημιουργήσει κίνητρα για επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου. Αντιθέτως, οι αγορές κατοικιών υποχώρησαν εξαιτίας της ανόδου των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων.

Στο τρίτο τρίμηνο του 2018, ο ρυθμός αυξήσεως του **πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος** των νοικοκυριών διατηρήθηκε στο 2,7% σε ετήσια βάση, για δεύτερο κατά σειρά τρίμηνο.

Τα θεμελιώδη μεγέθη για την οικονομία των ΗΠΑ συνηγορούν στην εκτίμηση ότι η Fed θα αυξήσει τα βασικά επιτόκια εκ νέου το Δεκέμβριο. Σημειώνεται ότι, το 2017, ο ετήσιος ρυθμός αυξήσεως του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 2,2%, από 1,6% το 2016. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Fed (Σεπτέμβριος 2018), ο ρυθμός αυξήσεως της οικονομικής δραστηριότητας θα επιταχυνθεί στο 3,1% το 2018 για να υποχωρήσει το 2019 και 2020 στο 2,5% και 2,0%, αντίστοιχα.

Γράφημα 5. Ετήσιος ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ και συνιστωσών του (% σταθερές τιμές)



Πηγή: Bureau of Economic Analysis - US Department of Commerce

## ▼ Ζώνη του Ευρώ (ΖΤΕ)

### Πληθωρισμός

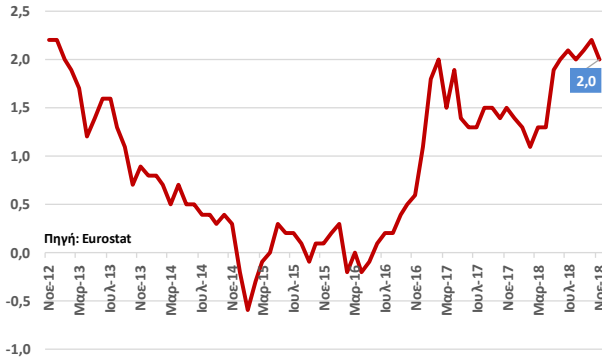
Σύμφωνα με την Eurostat, ο πληθωρισμός το Νοέμβριο (προσωρινή μέτρηση) υποχώρησε στο 2,0% σε ετήσια βάση, έναντι 2,2% τον Οκτώβριο (Γράφημα 6). Η άνοδος του πληθωρισμού στην περιοχή του 2,0% προήλθε πρωτίστως από την ενίσχυση του ρυθμού αυξήσεως της τιμής της ενέργειας, στο 9,1%, σε ετήσια βάση, έναντι 10,7% τον Οκτώβριο και δευτερευόντως στην αύξηση των τιμών των υπηρεσιών – η οποία αντανάκλα τη δυναμική της εγχώριας ζήτησεως – στο 1,3% από 1,4% τον Οκτώβριο. Επιπροσθέτως, τον Οκτώβριο ο ρυθμός αυξήσεως των τροφίμων-ποτών-καπνού υποχώρησε στο 2,0% από 2,2% που ήταν τον Οκτώβριο. Οι τιμές των βιομηχανικών αγαθών εκτός ενέργειας σημείωσαν αύξηση κατά 0,4% για δεύτερο συνεχές μήνα.

Ο **δομικός πληθωρισμός** (ΔΤΚ εξαιρουμένων των τιμών των τροφίμων και της ενέργειας) αυξήθηκε κατά 1,0% το Νοέμβριο από 1,1% που ήταν τον Οκτώβριο. Επισημαίνεται ότι, ο δομικός πληθωρισμός αδυνατεί να εισέλθει σε ανοδική πορεία τα τελευταία τρία έτη, παρά τη διασταλτική νομισματική πολιτική που έχει υιοθετήσει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), από το Μάρτιο του 2015.

**Ποσοστό της ανεργίας**

Το ποσοστό της ανεργίας, τον Οκτώβριο, παρέμεινε για τρίτο κατά σειρά μήνα στο 8,1%, ήτοι το χαμηλότερο ποσοστό από το Νοέμβριο του 2008. Ωστόσο, **το ποσοστό της ανεργίας των νέων κάτω των 25 ετών**, ανήλθε στο 17,3%, από 17,1% που ήταν το Σεπτέμβριο και 18,1% που ήταν τον Οκτώβριο του 2017.

**Γράφημα 6. Εξέλιξη Εναρμονισμένου ΔTK (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)**



Όπως διακρίνεται στον Πίνακα 3, παρά την αποκλιμάκωση του ποσοστού της ανεργίας στη ΖτΕ, εξακολουθούν να υφίστανται οι σημαντικές διαφορές ανάμεσα στα ποσοστά των επιμέρους κρατών-μελών. Είναι χαρακτηριστικό ότι, τον Οκτώβριο, το ποσοστό της ανεργίας στη Γερμανία διαμορφώνεται σε ιστορικά χαμηλό (3,3%), ενώ στην Ισπανία απαντάται στο 14,8% και στην Ιταλία στο 10,6%.

**Πίνακας 3. Ποσοστό ανεργίας σε επιλεγμένα κράτη-μέλη της ΖτΕ**

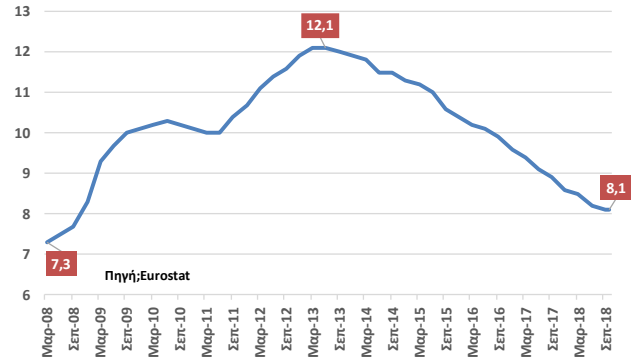
%	2018			2017
	Αύγουστος	Σεπτέμβριος	Οκτώβριος	Οκτώβριος
<b>Ευρωζώνη</b>	8,1	8,1	<b>8,1</b>	8,8
Αυστρία	4,9	5,0	<b>5,1</b>	5,3
Γαλλία	9,0	9,0	<b>8,9</b>	9,2
Γερμανία	3,4	3,4	<b>3,3</b>	3,6
Ιρλανδία	5,6	5,4	<b>5,3</b>	6,6
Ισπανία	15,0	14,9	<b>14,9</b>	16,6
Ιταλία	10,1	10,3	<b>10,6</b>	11,0
Κάτω Χώρες	3,9	3,7	<b>3,7</b>	4,5
Πορτογαλία	6,9	6,6	<b>6,7</b>	8,4

Πηγή: Eurostat

Όπως αποτυπώνεται στο Γράφημα 7, το ποσοστό της ανεργίας στη ΖτΕ ακολουθεί πτωτική πορεία από τον Μάιο του 2013, οπότε η ΕΚΤ υιοθέτησε μη συμβατικά μέτρα ποσοτικής χαλάρωσης, προκειμένου να ενισχυθούν οι πληθωριστικές πιέσεις και να στηριχθεί η ανάπτυξη. Είναι χαρακτηριστικό ότι, από το Μάρτιο έως τον Ιούνιο του 2013, το ποσοστό της ανεργίας ανερχόταν στο υψηλό 12,1%, ενώ πλέον έχει αποκλιμακωθεί στο 8,1%. Ωστόσο, δεν έχει επανέλθει ακόμη στα προ κρίσης ποσοστά - περί το 7,5% - αλλά σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της ΕΚΤ (14.6.2018), θα συνεχίσει να υποχωρεί αγγίζοντας το 7,3% το 2020. Επιπροσθέτως, η υποχώρηση του ποσοστού της ανεργίας ανάμεσα στους νέους αποτελεί πρόκληση

για τη ΖτΕ, καθώς αποκλιμακώνεται βραδύτερα από το ποσοστό της ανεργίας για το σύνολο του πληθυσμού, ενώ παραμένει εξαιρετικά υψηλό στα κράτη-μέλη του ευρωπαϊκού Νότου. Συγκεκριμένα, το ποσοστό της ανεργίας για νέους κάτω των 25 ετών, τον Οκτώβριο, στην Ισπανία και την Ιταλία διαμορφωνόταν σε 34,9% και 32,5%, αντίστοιχα, ενώ στην Ελλάδα, τον Αύγουστο (τελευταία διαθέσιμα στοιχεία) βρισκόταν στο 36,8%.

**Γράφημα 7. Ποσοστό ανεργίας στη ΖτΕ (%)**

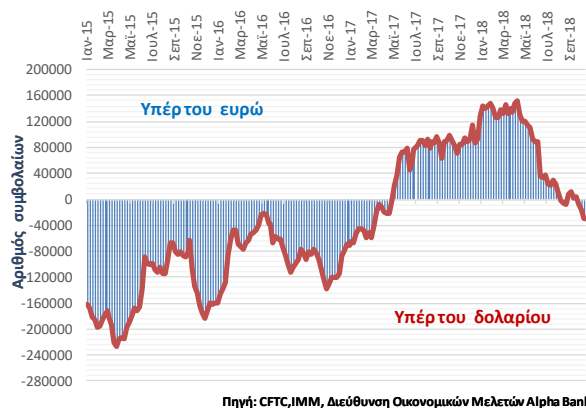


**Αγορές Κεφαλαίου & Συναλλάγματος**

**Ισοτιμίες**

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Χρηματιστηρίου του Σικάγου, οι συνολικές καθαρές τοποθετήσεις (αγορές μείον πωλήσεις) για **μη εμπορικές συναλλαγές (specs)** στο ευρώ την εβδομάδα που έληξε στις 27 Νοεμβρίου μειώθηκαν κατά 7.842 συμβόλαια, με αποτέλεσμα οι συνολικές καθαρές θέσεις να διαμορφωθούν στα -55.071 συμβόλαια από -47.229 που ήταν την προηγούμενη εβδομάδα (Γράφημα 8). Σημειώνεται ότι πρόκειται για τη δεύτερη εβδομαδιαία μείωση που σημειώνεται από τις 6 Νοεμβρίου 2018.

**Γράφημα 8 . Specs θέσεις εναντίον (short) του ευρώ**



**Ευρώ (EUR/USD) ►** Η ισοτιμία ευρώ-δολαρίου στις 3 Δεκεμβρίου στην Ευρώπη διαμορφωνόταν περί τα 1,1360 USD/EUR με αποτέλεσμα το ευρώ να καταγράφει από την αρχή του έτους, απώλειες έναντι του δολαρίου (-5,3%) και να διαπραγματεύεται υψηλότερα κατά 9,9% από το χαμηλό των τελευταίων

15 ετών που είχε σημειώσει στις 3 Ιανουαρίου 2017 (\$1,0342).

Αρνητικά επιδρούν στο δολάριο οι δηλώσεις του προέδρου των ΗΠΑ, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν στη διάρκεια της Συνόδου της ομάδας G20, σύμφωνα με τις οποίες δε θα προβεί στην επιβολή νέων δασμών, σε εισαγόμενα προϊόντα από την Κίνα και θα ξεκινήσουν συζητήσεις με τον κινέζο ομόλογό του, προκειμένου να καταλήξουν σε μια εμπορική συμφωνία (που θα αφορά τη μεταφορά τεχνολογίας, την πνευματική ιδιοκτησία, τη μη επιβολή δασμών, την κλοπή στον κυβερνοχώρο, τη γεωργία), εντός 90 ημερών. Υπενθυμίζεται ότι, ο πρόεδρος των ΗΠΑ είχε εξαγγείλει, την επιβολή υψηλότερων δασμών (από 10% σε 25%) από τις αρχές του 2019, για μια σειρά εισαγόμενων προϊόντων από την Κίνα, συνολικής αξίας \$200 δισ. Η μη επιβολή εμπορικών αντιποίνων από τις ΗΠΑ προς την Κίνα, αφαιρεί προσωρινά από το δολάριο το χαρακτήρα του ασφαλούς νομίσματος με αποτέλεσμα να περιορίζεται η ζήτηση του. Η αποκλιμάκωση της εμπορικής συγκρούσεως μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας, αναζωπυρώνει τις προσδοκίες για μη επιβράδυνση του ρυθμού επεκτάσεως της παγκόσμιας οικονομίας το 2019.

Επιπροσθέτως, αρνητική εξέλιξη αποτελούν για το δολάριο τα σχόλια του προέδρου της Ομοσπονδιακής Τραπεζής (Fed) των ΗΠΑ, ότι τα επιτόκια έχουν αρχίσει να διαμορφώνονται πολύ κοντά στο επονομαζόμενο «ουδέτερο» επίπεδο. Το ουδέτερο επιτόκιο (γνωστό και ως μακροπρόθεσμο επιτόκιο ισορροπίας) είναι το ποσοστό εκείνο, κατά το οποίο η νομισματική πολιτική δεν είναι ούτε συσταλτική, ούτε επεκτατική. Τα σχόλια του επικεφαλής της Fed αποτελούν ένα προμήνυμα προς τους επενδυτές, να μην προσδοκούν ταχεία άνοδο των επιτοκίων το 2019. Ωστόσο, οι επενδυτές θεωρούν σχεδόν δεδομένη την αύξηση των επιτοκίων κατά 0,25%, στη συνεδρίαση της Επιτροπής Νομισματικής Πολιτικής (FOMC) στις 19 Δεκεμβρίου, αφού σύμφωνα με το Bloomberg (World interest rates probabilities), στις 3 Δεκεμβρίου η πιθανότητα ανόδου των επιτοκίων προσδιοριζόταν σε 82,2% από 74,4%, που ήταν την προηγούμενη εβδομάδα.

**Ελβετικό Φράγκο (CHF)** ► Το ευρώ, τάση σταθεροποίησης έναντι του φράγκου στην αρχή της εβδομάδας, κινούμενο στην περιοχή των 1,1330 φράγκων. Σημειώνεται ότι, το ευρώ καταγράφει απώλειες έναντι του φράγκου από την αρχή του έτους κατά 3,1%.

Βάσει των δημοσιευθέντων νομισματικών στοιχείων της ΤτΕλβετίας (SNB) την προηγούμενη εβδομάδα, εκτιμάται ότι δεν υπήρξε παρέμβασή της στην αγορά συναλλάγματος για αποτροπή ενίσχυσης του φράγκου, καθώς το ποσό των μετρητών που οι εμπορικές τράπεζες της Ελβετίας είχαν καταθέσει στη SNB, υποχώρησε στα 576,89 δισ. φράγκα την εβδομάδα που έληξε στις 23 Νοεμβρίου έναντι 577,34

δισ. φράγκων που ήταν την εβδομάδα μέχρι και τις 23 Νοεμβρίου.

**Στερλίνα (GBP)** ► Αρνητική η εικόνα της στερλίνας σε εβδομαδιαία βάση, καθώς στις 3 Δεκεμβρίου υποχωρούσε τόσο έναντι του δολαρίου-ΗΠΑ (1,2776 USD/GBP), όσο και έναντι του ευρώ (0,8892 GBP/EUR). Σωρευτικά η στερλίνα από την ημέρα διεξαγωγής του δημοψηφίσματος της 23ης Ιουνίου 2016, έχει διολισθήσει κατά 13,7% έναντι του δολαρίου και κατά 16,0% έναντι του ευρώ. Ωστόσο, από την αρχή του έτους η στερλίνα καταγράφει απώλειες 0,1% έναντι του ευρώ και 5,4% έναντι του δολαρίου.

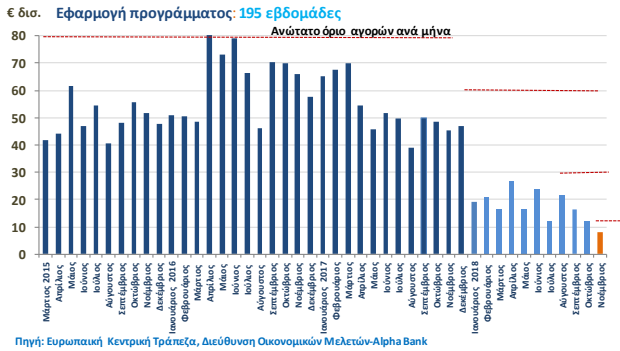
Η μεταβλητότητα της στερλίνας εκτιμάται ότι θα διατηρηθεί σε υψηλά επίπεδα, ενόψει της επικείμενης συζητήσεως στο Κοινοβούλιο του Ηνωμένου Βασιλείου, της συμφωνίας αποχωρήσεως (Brexit) που πρότεινε η ΕΕ. Η συμφωνία θα τεθεί προς ψήφιση στο Κοινοβούλιο, στις 11 Δεκεμβρίου. Η πολιτική αβεβαιότητα σχετικά με το αποτέλεσμα της ψηφοφορίας δεν λειτουργεί υπέρ της στερλίνας. Η αντιπολίτευση, το κόμμα της Βορείου Ιρλανδίας που συμμετέχει στον κυβερνητικό συνασπισμό της πρωθυπουργού του Ηνωμένου Βασιλείου, καθώς και ορισμένοι βουλευτές του κυβερνώντος κόμματος τάσσονται κατά της συμφωνίας. Επισημαίνεται ότι, η μη κύρωση της συμφωνίας από το Κοινοβούλιο, θα οδηγήσει το Ηνωμένο Βασίλειο μετά τις 29 Μαρτίου του 2019, σε ένα καθεστώς τελωνειακών ρυθμίσεων με την ΕΕ.

Σε επίπεδο ανάληψης επενδυτικού κινδύνου, το ασφάλιστρο κινδύνου (CDS-Credit Default Swaps) πενταετούς διάρκειας διαμορφωνόταν στις 3 Δεκεμβρίου στα 36,8 bps από 37,5 bps που ήταν την προηγούμενη εβδομάδα.

#### ▼ Αγορές ομολόγων – Η πορεία του προγράμματος QE της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τραπεζής (ΕΚΤ)

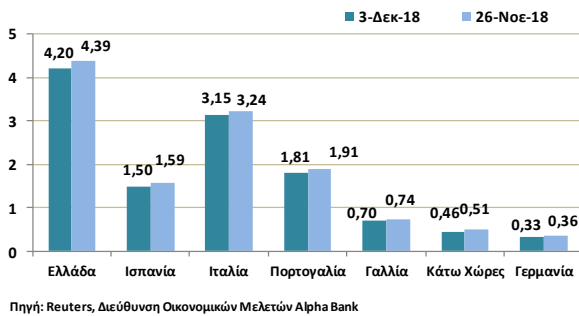
Οι αγορές κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ (γράφημα 9) την εβδομάδα μέχρι τις 30 Νοεμβρίου στο πλαίσιο εφαρμογής του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (QE), διαμορφώθηκαν στα €2.096 δισ. με αποτέλεσμα ο μέσος εβδομαδιαίος όρος από την έναρξη του προγράμματος να διαμορφώνεται στα €10,7 δισ. Παράλληλα, η ΕΚΤ προέβη σε πωλήσεις καλυμμένων ομολόγων, αξίας € 218 εκατ. και αγορές Asset-backed securities αξίας € 352 εκατ. Επίσης, η ΕΚΤ την περασμένη εβδομάδα πραγματοποίησε αγορές εταιρικών και ασφαλιστικών ομολογιακών τίτλων αξίας € 562 εκατ. ενώ από τις 8 Ιουνίου 2016 έχει αγοράσει συνολικά περί τα €177 δισ. Το ανώτατο επιτρεπτό ύψος του προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού (asset purchase programme-APP) από τον Οκτώβριο έχει περιορισθεί μηνιαίως σε €15 δισ. από €30 δισ.

Γράφημα 9. Πρόγραμμα αγοράς κρατικών ομολόγων ΕΚΤ



Στην Ελληνική αγορά ομολόγων, το εύρος τιμών αγοράς του 10ετούς ομολόγου λήξης 30 Ιαν. 2028 διαμορφωνόταν το πρωί της 3ης Δεκεμβρίου μεταξύ 96,12-96,66, ήτοι απόδοση 4,20%-4,27%. Οι αποδόσεις των ομολόγων της Ευρωζώνης κινούνται σε χαμηλότερα επίπεδα σε εβδομαδιαία βάση, μετά από δημοσίευμα της εφημερίδας La Repubblica, ότι η κυβέρνηση της Ιταλίας συζητάει με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, τον περιορισμό του ελλείμματος του προϋπολογισμού του 2019, από το 2,4% του ΑΕΠ στο 2,0% ή και χαμηλότερα.

Γράφημα 10. Αποδόσεις 10ετών ομολόγων (%)



Η διαφορά αποδόσεως μεταξύ του 10ετούς της Ελλάδας και του ομολόγου της Γερμανίας (spread) υποχώρησε στις 387 μονάδες βάσεως. Παράλληλα, η απόδοση του 10ετούς ομολόγου της Γερμανίας, ως σημείο αναφοράς του κόστους δανεισμού της Ζώνης του Ευρώ, υποχώρησε στο 0,33% (γράφημα 10). Το 10ετές ομόλογο της Πορτογαλίας στις 3 Δεκεμβρίου κατέγραφε απόδοση 1,81%, της Ισπανίας 1,50% και της Ιταλίας 3,15%. Η διαφορά απόδοσης του 10ετούς Πορτογαλικού ομολόγου σε σχέση με την αντίστοιχη του Γερμανικού, υποχώρησε σε εβδομαδιαία βάση στις 149 μ.β. και του 10ετούς Ιταλικού ομολόγου στις 282 μ.β. (Πίνακας 4). Η απόδοση του 10-ετούς ομολόγου των ΗΠΑ διαμορφωνόταν στο 3,04% στις 3 Δεκεμβρίου.

Πίνακας 4. Διαφορά αποδόσεων 10ετών επιλεγμένων ομολόγων της ΖΤΕ με το αντίστοιχο 10ετές της Γερμανίας

	3-Δεκ-18	26-Νοε-18	Διαφορά μβ*
Ελλάδα	387	403	-15
Ισπανία	117	123	-5
Ιταλία	282	287	-5
Πορτογαλία	149	155	-6
Γαλλία	37	37	0
Κάτω Χώρες	13	14	-1

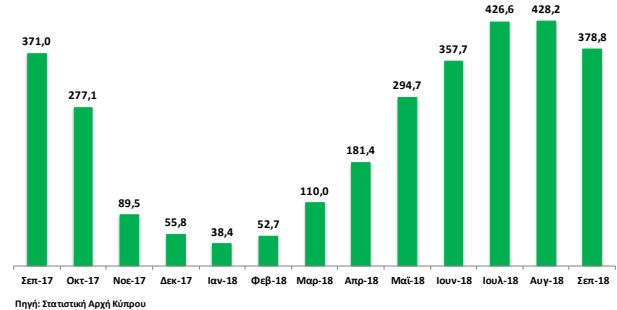
## Νοτιοανατολική Ευρώπη

### Κύπρος

#### Τουριστικές εισπράξεις

Οι τουριστικές εισπράξεις αυξήθηκαν κατά 2,1%, σε ετήσια βάση, τον Σεπτέμβριο, με αποτέλεσμα να ανέλθουν στα €378,8 εκατ. από €371,0 εκατ. τον Σεπτέμβριο του 2017 (Γράφημα 11). Επίσης αύξηση σημείωσαν τον Σεπτέμβριο οι αφίξεις τουριστών κατά 7,5%, σε ετήσια βάση και ανήλθαν στα 520.138 άτομα από 483.716 άτομα τον Σεπτέμβριο του 2017. Αντιθέτως, σε χαμηλότερο επίπεδο διαμορφώθηκαν τον Σεπτέμβριο τόσο οι εισπράξεις ανά ημέρα στα €76,66 από €79,06 τον Σεπτέμβριο του 2017, όσο και οι εισπράξεις ανά άτομο στα €728,23 από €766,89 τον Σεπτέμβριο του 2017.

Γράφημα 11. Τουριστικές εισπράξεις (εκατ. ευρώ)



#### Προϋπολογισμός

Το πλεόνασμα του προϋπολογισμού αυξήθηκε κατά 72,1%, σε ετήσια βάση, στο πρώτο δεκάμηνο, με αποτέλεσμα να ανέλθει στα €852,8 εκατ. (4,1% του ΑΕΠ) από €495,4 εκατ. (2,5% του ΑΕΠ) στο πρώτο δεκάμηνο του 2017. Η διεύρυνση του πλεονάσματος προήλθε από την εντονότερη αύξηση των εσόδων συγκριτικά με τις δαπάνες. Αναλυτικότερα, τα έσοδα του προϋπολογισμού ήταν υψηλότερα κατά 8,5%, σε ετήσια βάση, λόγω κυρίως της αύξησεως των εσόδων από τον ΦΠΑ και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης. Παράλληλα, οι δαπάνες του προϋπολογισμού αυξήθηκαν κατά 2,8%, σε ετήσια βάση, ως αποτέλεσμα κυρίως των υψηλότερων δαπανών μισθοδοσίας και κοινωνικής πρόνοιας.

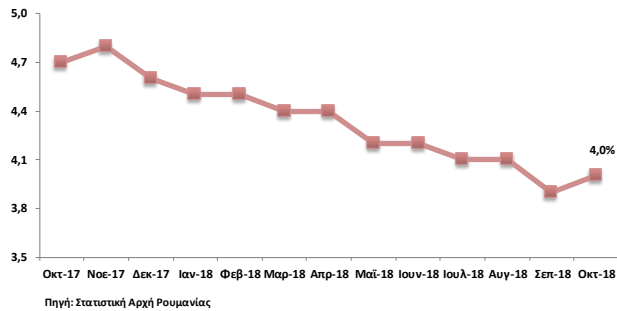


## ▼ Ρουμανία

### Ποσοστό της ανεργίας

Το ποσοστό της ανεργίας αυξήθηκε οριακά στο 4,0% τον Οκτώβριο από 3,9% τον Σεπτέμβριο (Γράφημα 12). Επίσης αυξημένος ήταν ο αριθμός των ανέργων τον Οκτώβριο στα 370.000 άτομα από 355.000 άτομα τον Σεπτέμβριο.

Γράφημα 12. Ποσοστό της ανεργίας



### Προϋπολογισμός

Το έλλειμμα του προϋπολογισμού υπερδιπλασιάστηκε στο πρώτο δεκάμηνο, με αποτέλεσμα να ανέλθει στα RON 20,86 δισ. (2,20% του ΑΕΠ) από RON 6,62 δισ. (0,77% του ΑΕΠ) στο πρώτο δεκάμηνο του 2017. Ο στόχος της κυβέρνησης για το έλλειμμα στο σύνολο του 2018 είναι 3% του ΑΕΠ.

Η διεύρυνση του ελλείμματος προήλθε από την εντονότερη αύξηση των δαπανών συγκριτικά με τα έσοδα. Αναλυτικότερα, τα έσοδα του προϋπολογισμού ήταν αυξημένα κατά 11,8%, σε ετήσια βάση, λόγω κυρίως των υψηλότερων εσόδων από εισφορές κοινωνικής ασφάλισης. Παράλληλα, οι δαπάνες του προϋπολογισμού αυξήθηκαν κατά 18,1%, σε ετήσια βάση, ως αποτέλεσμα κυρίως των υψηλότερων δαπανών προσωπικού, καθώς αυξήθηκαν οι μισθοί των δημοσίων υπαλλήλων, των αυξημένων δαπανών κοινωνικής πρόνοιας, καθώς αυξήθηκε η κατώτατη σύνταξη, την 1 Ιουλίου του 2017 και του 2018, καθώς και των υψηλότερων κεφαλαιουχικών δαπανών.

**Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΕ ΑΡΙΘΜΟΥΣ**

Ετήσια στοιχεία	2013	2014	2015	2016	2017
ΑΕΠ (% ετήσια μεταβολή, σταθερές τιμές 2010)	-3,2	0,7	-0,3	-0,2	1,4
Ιδιωτική Κατανάλωση	-2,6	0,6	-0,5	0,0	0,1
Δημόσια Κατανάλωση	-6,4	-1,4	1,2	-1,5	-1,1
Ακαθάριστες Επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου	-8,4	-4,7	-0,3	1,6	9,6
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	1,5	7,7	3,1	-1,8	6,8
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	-2,4	7,7	0,4	0,3	7,2
Γενικός Δκτ Τιμών Καταναλωτή, (% ετήσια μεταβολή, μέσος έτους)	-0,9	-1,3	-1,7	-0,8	1,1
Ανεργία (% , μέσο έτους)	27,5	26,5	24,9	23,5	21,5
Πρωτογενές Ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	1,7	0,3	0,6	3,7	3,9
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	177,4	178,9	176,8	180,8	178,6
Ισοζύγιο Τρεχ. Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-2,0	-1,6	-0,2	-1,1	-0,8

Δείκτες Οικονομικής Συγκυρίας	2017	2017	2018		2018
		Q4	Q1	Q2	Τελευταία διαθέσιμη περίοδος
<b>Οικονομική Δραστηριότητα (% ετήσια μεταβολή)</b>					
Όγκος Λανικού Εμπορίου (εκτός καυσίμων και λιπαντικών)	1,4	-0,6	1,1	2,5	2,2 (Ιαν.-Αυγ.)
Νέες εγγραφές Επιβατηγών Αυτοκινήτων	22,2	24,5	37,6	28,3	28 (Ιαν.-Οκτ.)
Ιδιωτική Οικοδομική Δραστηριότητα (όγκος σε χιλ. μ3)	19,2	26,7	1,8	24,2	13,9 (Ιαν.-Αυγ.)
Βιομηχανική Παραγωγή: Μεταποίηση	3,8	3,5	1,9	1,6	2,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>Δείκτες Προσδοκιών</b>					
Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών PMI στη μεταποίηση	50,2	52,5	55,4	53,5	53,1 (Οκτ.)
Δείκτης Οικονομικού Κλίματος	96,8	99,5	102,0	103,4	101,0 (Οκτ.)
Δείκτης Επιχειρηματικών Προσδοκιών στη Βιομηχανία	98,1	100,3	105,1	102,7	98,9 (Οκτ.)
Δείκτης Εμπιστοσύνης Καταναλωτών	-63,0	-52,7	-52,3	-50,7	-38,3 (Οκτ.)
<b>Πιστωτική Επέκταση, (% ετήσια μεταβολή, τέλος περιόδου)</b>					
Ιδιωτικός Τομέας	-0,8	-0,8	-1,0	-1,2	-1,4 (Οκτ.)
Επιχειρήσεις (μη χρηματοπιστωτικές)	0,4	0,4	-0,2	-0,7	-0,6 (Οκτ.)
- Βιομηχανία	-1,4	-1,4	-2,2	1,0	-0,3 (Οκτ.)
- Κατασκευές	-1,5	-1,5	-1,7	-2,1	-2,4 (Οκτ.)
- Τουρισμός	1,1	1,1	1,8	3,1	4,1 (Οκτ.)
Νοικοκυριά	-2,3	-2,3	-2,2	-2,1	-2,1 (Οκτ.)
- Καταναλωτικά Δάνεια	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5 (Οκτ.)
- Στεγαστικά Δάνεια	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0 (Οκτ.)
<b>Τιμές και Αγορά Εργασίας</b>					
Δείκτης Τιμών Καταναλωτή, (% ετήσια μεταβολή, μέσος περιόδου)	1,1	0,8	-0,1	0,5	1,8 (Οκτ.)
Δείκτης Τιμών Διαμερισμάτων, (% ετήσια μεταβολή)	-1,0	-0,4	0,3	1,2	2,5 (Γ' τρίμηνο)
Ανεργία (%)	21,5	21,0	20,5	19,4	18,9 (Αύγ.)
<b>ΑΕΠ (% ετήσια μεταβολή, σταθερές τιμές 2010)</b>	1,5	2,0	2,5	1,8	1,8 (Β' τρίμηνο)
Ιδιωτική Κατανάλωση	0,9	-0,6	0,0	1,0	1,0 (Β' τρίμηνο)
Δημόσια Κατανάλωση	-0,4	2,1	0,1	-2,0	-2,0 (Β' τρίμηνο)
Επενδύσεις	9,1	29,0	-10,3	-5,4	-5,4 (Β' τρίμηνο)
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	6,8	5,5	8,0	9,4	9,4 (Β' τρίμηνο)
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	7,1	5,0	-3,1	4,3	4,3 (Β' τρίμηνο)

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

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 οποιαδήποτε 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