



## Εβδομαδιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων

### Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών

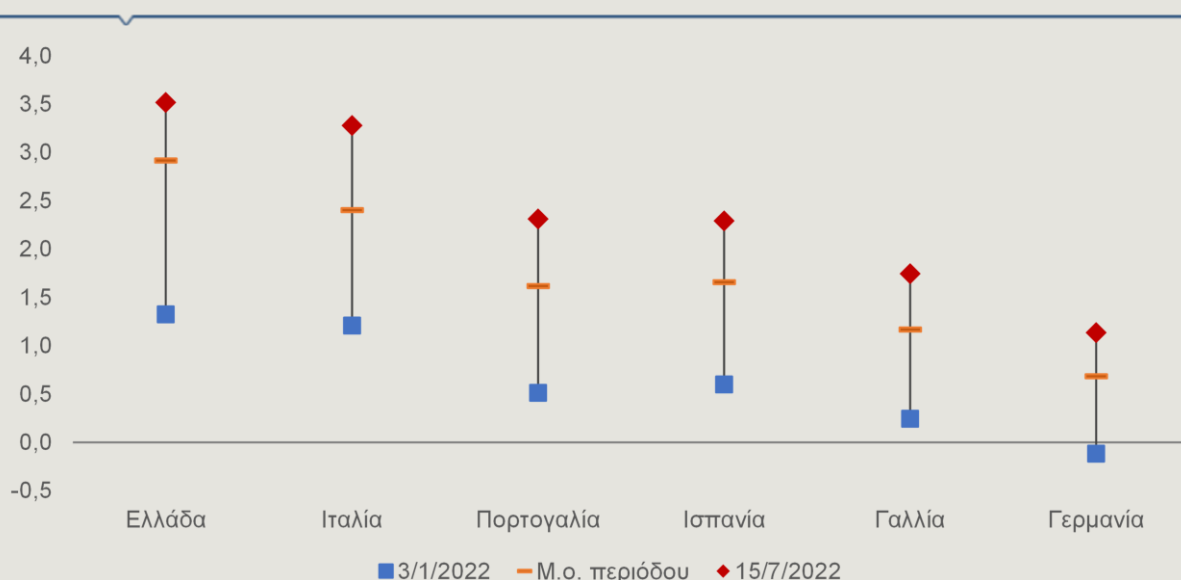
#### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

### Βιωσιμότητα Δημοσίου Χρέους: Πληθωρισμός, Επιτόκια και Γεωπολιτική Αβεβαιότητα

Η άνοδος του γενικού επιπέδου τιμών, που καταγράφεται από το φθινόπωρο του 2021 και επιταχύνθηκε μετά τη ρωσική εισβολή στην Ουκρανία, είχε ως αποτέλεσμα, *μεταξύ άλλων*, την αύξηση των επιτοκίων δανεισμού σε παγκόσμιο επίπεδο, καθώς οι κεντρικές τράπεζες, στην προσπάθειά τους να ανακόψουν τις πληθωριστικές πιέσεις, ακολούθησαν λιγότερο διευκολυντική νομισματική πολιτική. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) αναμένεται να ανακοινώσει εντός των επόμενων ημερών την πρώτη αύξηση των επιτοκίων παρέμβασής της μετά από έντεκα χρόνια, με σκοπό την ελεγχόμενη εκτόνωση των πληθωριστικών πιέσεων και κυρίως τη στήριξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Παράλληλα, το ενδεχόμενο διακοπής της παροχής φυσικού αερίου από τη Ρωσία προς την Ευρωπαϊκή Ένωση στο άμεσο χρονικό διάστημα ασκεί περαιτέρω πιέσεις στον γενικό δείκτη τιμών και κυρίως στις τιμές της ενέργειας, η άνοδος των οποίων αρχικά αναμενόταν να επιβραδυνθεί τους τελευταίους μήνες του 2022, ως αποτέλεσμα των επιδράσεων βάσης (base effects).

Το διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται πλέον από: (α) αυξημένη αβεβαιότητα, (β) υψηλή πιθανότητα υφειακής διαταραχής από το τέταρτο τρίμηνο του έτους και μετά, ειδικά σε περίπτωση τερματισμού της παροχής φυσικού αερίου από την Ρωσία, (γ) έντονες πληθωριστικές πιέσεις που καθιστούν επιτακτική την περαιτέρω στήριξη των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων με επιπρόσθετες δημοσιονομικές παρεμβάσεις και (δ) σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής. Σε αυτό το περιβάλλον, ο κίνδυνος κατακερματισμού (fragmentation risk) των χρηματοπιστωτικών αγορών στην Ευρωζώνη έχει ανέλθει (βλ. [Εβδομαδιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων της 8.7.2022](#), ενότητα «Παγκόσμια Οικονομία»). Τούτο αντανακλάται στην ασύμμετρη άνοδο των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων. Όπως παρατηρείται στο

Η εξέλιξη των αποδόσεων των δεκαετών κρατικών ομολόγου επιλεγμένων ευρωπαϊκών χωρών, εντός του τρέχοντος έτους



ΓΡΑΦΗΜΑ 1

Πηγή:  
Bloomberg



Γράφημα 1, η απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου πέρασε σε θετικό έδαφος εντός του τρέχοντος έτους και διαμορφώθηκε σε 1,13% στις 15 Ιουλίου, έναντι -0,12% στις 3 Ιανουαρίου. Η απόδοση του ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου ξεπέρασε τον Ιούνιο το 4%, επανερχόμενη στα επίπεδα του Φεβρουαρίου του 2019, ενώ στο τέλος της περασμένης εβδομάδας ανήλθε σε 3,52%, καταγράφοντας άνοδο κατά 219 μονάδες βάσης (μ.β.) σε σύγκριση με την αρχή του έτους. Η άνοδος του κρατικού ομολόγου της Ιταλίας, μεταξύ 3.1.2022 και 15.7.2022, διαμορφώθηκε σε 207 μ.β., της Πορτογαλίας σε 180 μ.β., της Ισπανίας σε 169 μ.β. και της Γαλλίας σε 150 μ.β.

Αξίζει, λοιπόν, να εξεταστεί η επίδραση των εξελίξεων αυτών, βραχυπρόθεσμα, στο κόστος δανεισμού της Ελληνικής Δημοκρατίας και, μακροπρόθεσμα, στη βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους.

Ως προς το πρώτο, παρατηρείται, λοιπόν, ότι ο βαθμός ευαισθησίας των ελληνικών ομολόγων στην άνοδο του κόστους δανεισμού διεθνώς είναι υψηλότερος σε σύγκριση με άλλες χώρες (Γράφημα 1), εξαιτίας της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας, η οποία βρίσκεται κάτω από το όριο της επενδυτικής βαθμίδας. Ως εκ τούτου, απαιτούνται προσεκτικές ενέργειες από την πλευρά του Ελληνικού Δημοσίου, εν μέσω ενός ιδιαίτερα ρευστού περιβάλλοντος και εν όψει της επικείμενης εξόδου της Ελλάδας από το καθεστώς ενισχυμένης εποπτείας, προκειμένου να μην διακινδυνεύσει η προοπτική επίτευξης της επενδυτικής βαθμίδας το επόμενο χρονικό διάστημα. Αξίζει να σημειωθεί, ωστόσο, ότι από την έναρξη του 2022 το ελληνικό δημόσιο άντλησε συνολική ρευστότητα που προσεγγίζει τα Ευρώ 6 δισ. από τις διεθνείς αγορές, ενώ δύο οίκοι αξιολόγησης (S&P, DBRS) αναβάθμισαν το αξιόχρεο της χώρας σε μία βαθμίδα κάτω από την επενδυτική.

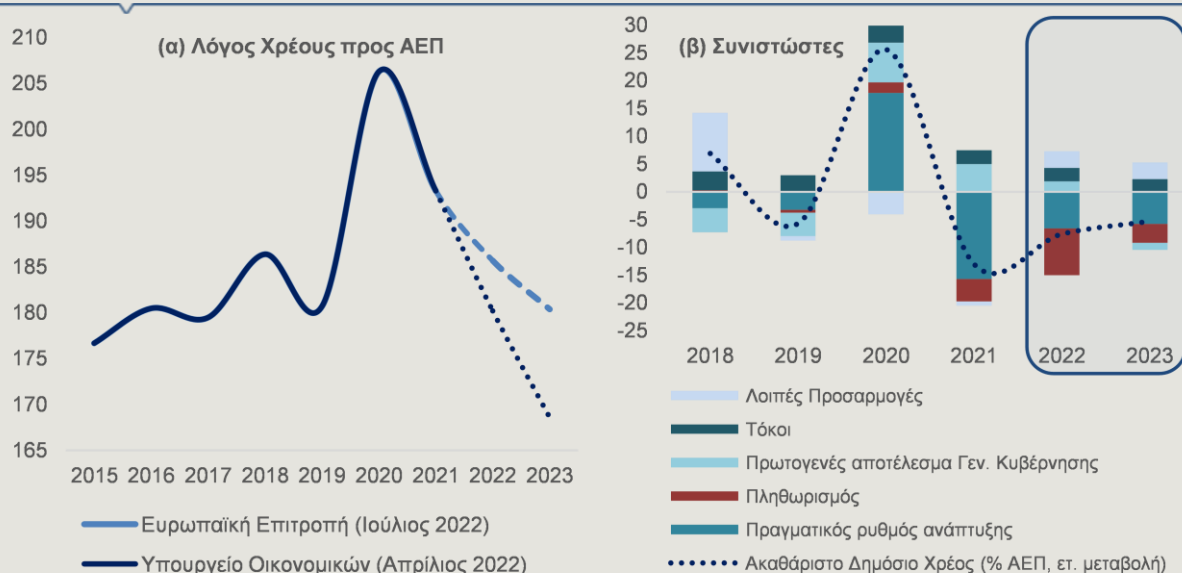
Αναφορικά με το ζήτημα της βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους απαιτούνται επίσης προσεκτικοί χειρισμοί ιδιαίτερα από τις χώρες της Ευρωπαϊκής περιφέρειας που χαρακτηρίζονται από υψηλό λόγο χρέους προς ΑΕΠ (π.χ. Ελλάδα και Ιταλία, Γράφημα 3α). Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί πως ενώ η Ελλάδα καταγράφει τον υψηλότερο λόγο χρέους προς το ΑΕΠ, οι πληρωμές των τόκων ως ποσοστό του ΑΕΠ παραμένουν σε επίπεδα κοντά σε εκείνα της Πορτογαλίας και της Ισπανίας, ενώ είναι αισθητά χαμηλότερες από τις αντίστοιχες της Ιταλίας (Γράφημα 3β).

### Δημοσιονομικοί κίνδυνοι για τη διετία 2022-2023

Λαμβάνοντας υπόψη τις δημοσιονομικές παρεμβάσεις που υιοθετήθηκαν κατά το τρέχον έτος για τον περιορισμό των αρνητικών συνεπειών του αυξανόμενου κόστους της ενέργειας και της ανόδου των τιμών εν γένει στο διαθέσιμο εισόδημα, η εκτίμηση του Προγράμματος Σταθερότητας, τον Απρίλιο, ήταν ότι το πρωτογενές έλλειμμα θα μειωθεί σε 2% του ΑΕΠ το 2022 (από 5% το 2021), ενώ, από το 2023 και μετά, το αποτέλεσμα της Γενικής Κυβέρνησης θα είναι πλεονασματικό, επιδρώντας μειωτικά και στον λόγο χρέους προς ΑΕΠ. Όπως προαναφέρθηκε, ωστόσο, οι εντεινόμενες πληθωριστικές πιέσεις, σε συνδυασμό με ενδεχόμενες περαιτέρω διαταραχές στην προμήθεια ενέργειας, ίσως απαιτήσουν τη λήψη πρόσθετων μέτρων εισοδηματικής ενίσχυσης βραχυπρόθεσμα. Όπως επισήμανε σε πρόσφατη σχετική ανακοίνωσή του το Eurogroup, για το 2023, επιπρόσθετες δημοσιονομικές παρεμβάσεις με σκοπό τη στήριξη της ιδιωτικής κατανάλωσης, θα πρέπει να εστιάσουν στις περισσότερο ευάλωτες ομάδες του πληθυσμού. Τούτο σημαίνει ότι θα πρέπει να είναι στοχευμένες και να λαμβάνονται υπόψη εισοδηματικά κριτήρια. Επομένως, προκει-

### ΓΡΑΦΗΜΑ 2

#### Η εξέλιξη του λόγου χρέους της Γενικής Κυβέρνησης προς το ΑΕΠ και των συνιστωσών του



μένου να μην ασκηθεί εκ νέου πίεση στα δημοσιονομικά μεγέθη της Ελλάδας, το κόστος τυχόν νέων παρεμβάσεων που θα υιοθετηθούν δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το αναμενόμενο όφελος που προκύπτει από τα αυξημένα φορολογικά έσοδα, εξαιτίας της ταχείας ανόδου του ονομαστικού ΑΕΠ (δηλαδή σε τρέχουσες τιμές).

Από την άλλη πλευρά, οι ενδείξεις για υψηλές επιδόσεις του τουρισμού, κατά το τρέχον έτος, σε συνδυασμό με την αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων του Ταμείου Ανάκαμψης και την άνοδο των επενδύσεων, εκτιμάται ότι θα οδηγήσουν στην επίτευξη ενός ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης περί του 4% το 2022 (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, European Economic Forecast, Summer 2022), με αποτέλεσμα ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ να προσεγγίσει το επίπεδο που είχε καταγράψει το 2019. Η παράταση της διάρκειας του πολέμου και των πληθωριστικών πιέσεων επιτείνονται από την αδυναμία του ευρώ, καθώς μεγιστοποιεί την επίπτωση των ούτως ή άλλως αυξημένων τιμών των προϊόντων ενέργειας που πληρώνονται σε δολάρια. Έτσι, ενδέχεται να πληγεί έτι περαιτέρω το διαθέσιμο εισόδημα των ευρωπαίων πολιτών που αποτελούν τα 2/3 της ταξιδιωτικής κίνησης στη χώρα μας, οδηγώντας πιθανόν σε μείωση των τουριστικών εισπράξεων το καλοκαίρι του 2023.

Επιπλέον, η πιθανότητα μόνιμης διακοπής της παροχής φυσικού αερίου από την Ρωσία προς την Ευρωπαϊκή Ένωση ενδέχεται να προκαλέσει μία υφεσιακή διαταραχή από το τέταρτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους, ιδιαίτερα για τις χώρες με ισχυρότερη βιομηχανική παραγωγή που στηρίζουν μεγάλο μέρος της παραγωγής τους στην εισροή φυσικού αερίου. Για παράδειγμα, η Γερμανία αναμένεται να πληγεί περισσότερο καθώς εισάγει το 35% του φυσικού αερίου από την Ρωσία (αν και λιγότερο συγκριτικά με το 55% πριν την έναρξη του πολέμου). Η επίπτωση στην Ελλάδα αναμένεται να είναι ηπιότερη συγκριτικά με τις βιομηχανικές χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Εντούτοις, τυχόν αρνητικός ρυθμός μεγέθυνσης το τελευταίο τρίμηνο μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένες κρατικές μεταβιβάσεις για τη στήριξη των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα την περαιτέρω διεύρυνση των πρωτογενών ελλειμμάτων και την αύξηση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ.

### Παράγοντες που θα επηρεάσουν τη βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους

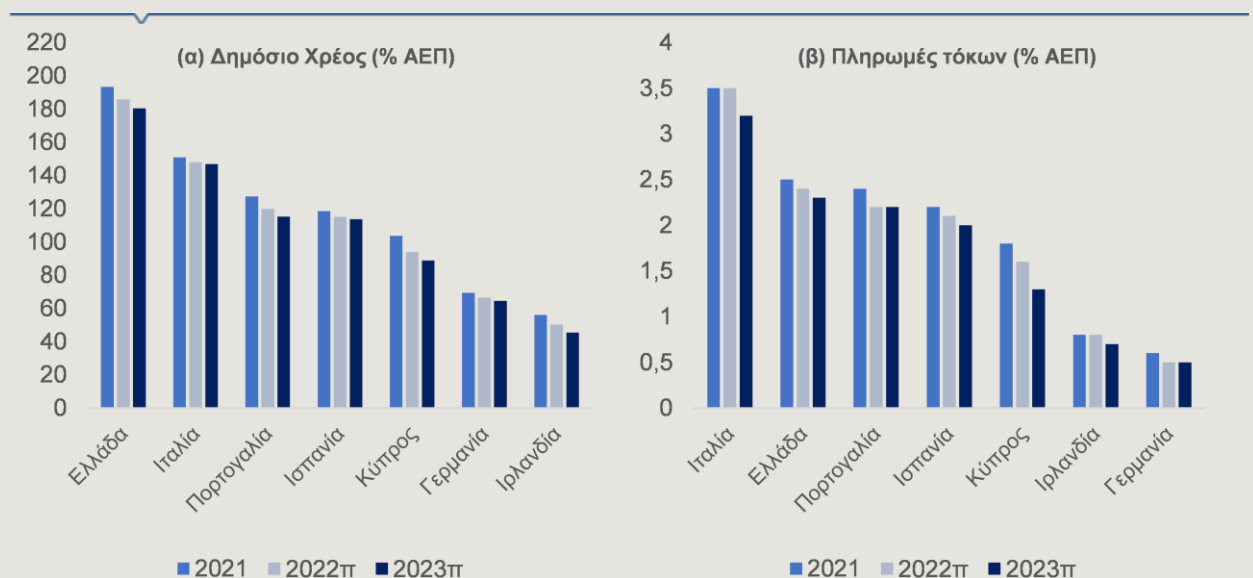
Η δυναμική της εξέλιξης του λόγου χρέους προς ΑΕΠ καθορίζεται από τις ακόλουθες μεταβλητές:

- το ύψος του πρωτογενούς αποτελέσματος της Γενικής Κυβέρνησης (πλεονάσματος/ελλείμματος),
- το επιτόκιο δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου,
- τον ρυθμό μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ, ο οποίος προσδιορίζεται από τον ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ και την εξέλιξη του πληθωρισμού και
- τις λοιπές προσαρμογές πρωτογενούς αποτελέσματος και χρέους, δηλαδή δαπάνες που ενώ δεν επηρεάζουν το έλλειμμα/πλεόνασμα αυξάνουν το χρέος και, αντίστοιχα, τα έσοδα τα οποία δεν επηρεάζουν το πρωτογενές αποτέλεσμα, αλλά επιδρούν μειωτικά στο χρέος, όπως για παράδειγμα τα έσοδα των αποκρατικοποιήσεων.

Όπως αποτυπώνεται στο Γράφημα 2β, το 2020 ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 25,6 ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με το 2019, υπερβαίνοντας το 200% του ΑΕΠ (206,3%), ως απόρροια, πρωτίστως, της

ΓΡΑΦΗΜΑ 3

Οι προβλέψεις για αποκλιμάκωση του δημοσίου χρέους και για τις πληρωμές τόκων τη διετία 2022-2023, σε επιλεγμένες ευρωπαϊκές χώρες



Πηγή:  
Ευρωπαϊκή  
Επιτροπή  
(European  
Economic  
Forecast, Spring  
2022)



επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής που έλαβε χώρα κατά τη διάρκεια της πανδημίας, με αποτέλεσμα την επιστροφή σε πρωτογενή δημοσιονομικά ελλείμματα, αλλά και της ραγδαίας πτώσης της οικονομικής δραστηριότητας σε ονομαστικούς όρους, γεγονός που αύξησε περαιτέρω τον λόγο χρέους προς ΑΕΠ.

Ωστόσο, από το 2021, ο λόγος του χρέους επανήλθε σε πτωτική τροχιά, φθάνοντας στο 193,3% του ΑΕΠ, 13 ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερος συγκριτικά με το 2020. Η ισχυρή ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας το 2021, σε συνδυασμό με τις πληθωριστικές πιέσεις που επικράτησαν στο δεύτερο εξάμηνο του έτους, οδήγησαν σε σημαντική αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ, συμβάλλοντας στη μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, αντισταθμίζοντας την αυξητική επίπτωση του πρωτογενούς ελλείμματος (απόρροια των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης που παρέμειναν σε ισχύ το 2021) στο χρέος.

Σύμφωνα με τις εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την πορεία του χρέους, οι σημαντικότεροι παράγοντες που θα συμβάλουν στην περαιτέρω αποκλιμάκωσή του, σε 185,7% το 2022 και 180,4% το 2023, είναι αφενός η διατήρηση υψηλών ρυθμών μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ και οι πληθωριστικές πιέσεις και αφετέρου η σταδιακή επιστροφή σε πρωτογενή πλεονάσματα από το 2023 και έπειτα. Βραχυπρόθεσμα, η επίπτωση του πληθωρισμού στο χρέος αναμένεται να είναι μειωτική, καθώς, σε συνδυασμό με τους θετικούς ρυθμούς μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ, αυξάνει περαιτέρω το ονομαστικό ΑΕΠ, διευρύνοντας τη διαφορά μεταξύ επιτοκίων και ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect), συμβάλλοντας στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του. Λαμβάνοντας υπόψη τις αναθεωρημένες προς τα πάνω καλοκαιρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τον πληθωρισμό και το ΑΕΠ, σε σύγκριση με τις αντίστοιχες του Απριλίου, η πτώση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα είναι εντονότερη τη διετία 2022-2023. Επιπροσθέτως, το Υπουργείο Οικονομικών εκτιμά, σύμφωνα με το Πρόγραμμα Σταθερότητας (Απρίλιος 2022), μία ραγδαία αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ σε 168,6% το 2023 (Γράφημα 2α).

Η συσταλτική νομισματική πολιτική που αναμένεται να ακολουθήσει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, ως απάντηση στις ισχυρές πληθωριστικές πιέσεις, αυξάνει το κόστος δανεισμού με αποτέλεσμα να συρρικνώνεται η διαφορά επιτοκίων και ονομαστικού ρυθμού μεγέθυνσης και επομένως να περιορίζεται η μειωτική επίδραση στο χρέος. Ωστόσο, για την Ελλάδα, η άνοδος των αποδόσεων δεν αναμένεται να έχει σημαντικές επιπτώσεις στο λόγο χρέους προς ΑΕΠ, λόγω του ευνοϊκού profile και των χαρακτηριστικών του δημοσίου χρέους (μακρά μέση σταθμισμένη ληκτότητα, χαμηλό κόστος εξυπηρέτησης του χρέους, σημαντικό μέρος του χρέους με σταθερό επιτόκιο, μεγάλο ποσοστό του χρέους διακρατείται από τον «επίσημο τομέα»). Στην κατεύθυνση αυτή αναμένεται να συμβάλει και η συνεχιζόμενη στήριξη της ΕΚΤ προς τα ελληνικά ομόλογα, παρά τον τερματισμό του Έκτακτου Προγράμματος Αγοράς Στοιχείων Ενεργητικού λόγω της πανδημίας (PEPP). Σύμφωνα με ανακοίνωση της ΕΚΤ στις 15 Ιουνίου, το Διοικητικό Συμβούλιο, εκτός από την ευελιξία στις επανεπενδύσεις τίτλων του χαρτοφυλακίου PEPP, με σκοπό τη διατήρηση της λειτουργίας του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, που αποτελεί προϋπόθεση για τη σταθερότητα των τιμών, δεσμεύτηκε ότι θα θέσει σε λειτουργία ένα νέο εργαλείο πολιτικής για την αντιμετώπιση του κινδύνου κατακερματισμού, τα χαρακτηριστικά του οποίου θα ανακοινωθούν στο άμεσο χρονικό διάστημα. Παρά το γεγονός ότι ο τρόπος λειτουργίας του νέου μηχανισμού δεν είναι ακόμα γνωστός, αξίζει να σημειωθεί ότι οι αποδόσεις των ευρωπαϊκών ομολόγων έχουν υποχωρήσει σημαντικά από τα μέσα Ιουνίου και μετά.

Ωστόσο, σε μακροχρόνιο ορίζοντα, η διατήρηση πληθωριστικών πιέσεων για μεγάλο χρονικό διάστημα, συμπιέζει την αγοραστική δύναμη και το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και πλήττει την επιχειρηματική εμπιστοσύνη και την ανάληψη νέων επενδυτικών σχεδίων, με αποτέλεσμα την πτώση της κατανάλωσης και της επένδυσης. Η εξέλιξη αυτή θα οδηγήσει σε χαμηλότερους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης, ενώ παράλληλα μπορεί να συμβάλει στη δημιουργία δημοσιονομικών ελλειμμάτων, μέσω της αύξησης των δημοσίων δαπανών για τη στήριξη των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, καθυστερώντας τη μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ.

## Η ευρωπαϊκή οικονομία στη δίνη ενός τοξικού πολέμου: Οι παρενέργειες μίας πιθανής διακοπής του φυσικού αερίου

Η διακοπή ή η σημαντική μείωση των ροών ρωσικού φυσικού αερίου από τη Ρωσία προς την Ευρώπη είναι πλέον ένας ορατός κίνδυνος, με δυνητικά σοβαρές συνέπειες για την ευρωπαϊκή ανάπτυξη και τον πληθωρισμό.

Από τον προηγούμενο μήνα που η Ρωσία μείωσε την παροχή του φυσικού αερίου μέσω του Nord Stream 1 προς τις ευρωπαϊκές χώρες, η τιμή του διπλασιάστηκε, αγγίζοντας τα Ευρώ 170 ανά μεγαβατώρα (Διάγραμμα 4). Επικρατεί ένας διάχυτος σκεπτικισμός αναφορικά με τη συνέχιση της προμήθειας αερίου μετά τις προγραμματισμένες εργασίες συντήρησης του αγωγού τον Ιούλιο. Όσον αφορά στη Γερμανία, η οποία βασίζεται στη Ρωσία για το 1/3 περίπου των εισαγωγών της φυσικού αερίου, ο αντικαγκελάριος της Γερμανίας και Ομοσπονδιακός Υπουργός Οικονομικών Υποθέσεων και Προστασίας του Κλίματος, Robert Habeck, εξέφρασε πρόσφατα την άποψη ότι η Ρωσία «εργαλειοποιεί» τη μεγάλη εξάρτηση της γερμανικής οικονομίας από το ρωσικό αέριο, ως αντίποινα για τη στήριξη στην Ουκρανία. Η Gazprom, που ελέγχεται από το ρωσικό κράτος, έχει ήδη μειώσει από τον Ιούνιο τις ροές φυσικού αερίου στο 40% της δυνατότητας του αγωγού, επικαλούμενη τεχνικά προβλήματα. Για τον λόγο αυτό, αυξάνεται η ανησυχία ότι η Ρωσία δεν έχει πρόθεση να συνεχίσει κανονικά την παροχή του φυσικού αερίου μόλις αποπερατωθούν οι εργασίες συντήρησης, επικαλούμενη διαταραχές στην ομαλή λειτουργία του αγωγού εξαιτίας των δυτικών κυρώσεων.

Η ενεργειακή κρίση ως αποτέλεσμα της ευρωπαϊκής εξάρτησης για φυσικό αέριο από τη Ρωσία έχει αναχθεί, πρωτίστως, σε πολιτικό θέμα και λιγότερο σε τεχνικό. Σε περίπτωση που διακοπούν εντελώς οι ροές από τον Nord Stream 1, μετά το πέρας των εργασιών συντήρησης, εκτιμάται ότι η Ευρώπη θα βρεθεί εν όψει μίας σοβαρής ενεργειακής κρίσης και επομένως ύφεσης της οικονομίας της.

Οι εξελίξεις αυτές είχαν άμεσο αντίκτυπο στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές. Το ευρώ υποτιμήθηκε έναντι του αμερικανικού δολαρίου και διαπραγματεύεται τις τελευταίες μέρες κοντά στην απόλυτη ισοτιμία 1/1 (Γράφημα 5). Η ισχυροποίηση του αμερικανικού νομίσματος αντικατοπτρίζει ουσιαστικά τις θετικότερες οικονομικές προοπτικές των ΗΠΑ έναντι της ευρωζώνης, αφού η δεύτερη είναι περισσότερο εκτεθειμένη στις συνέπειες του πολέμου στην Ουκρανία και την ενεργειακή κρίση, αλλά και την ταχύτερη άνοδο των επιτοκίων στις ΗΠΑ σε σχέση με την Ευρώπη. Το αδύναμο ευρώ αναμένεται να αυξήσει τον εισαγόμενο πληθωρισμό, εγείροντας ανησυχίες στους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής που αντιμετωπίζουν ήδη υψηλό πληθωρισμό κόστους, εξαιτίας των υψηλότερων τιμών ενέργειας. Αν δεν αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά η ενεργειακή κρίση και δεν αλλάξει το ενεργειακό μίγμα στην Ευρώπη, μακροπρόθεσμα, θα μπορούσε να έχει αρνητική επίπτωση στην ανταγωνιστικότητα της οικονομίας της.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 4**
**Η τιμή του φυσικού αερίου στην Ευρώπη**

 Πηγή:  
Bloomberg



**Ισοτιμίες**

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Χρηματιστηρίου του Σικάγου, οι συνολικές καθαρές τοποθετήσεις (αγορές μείον πωλήσεις), στην ισοτιμία του ευρώ με το δολάριο, διατηρήθηκαν αρνητικές, την εβδομάδα που έληξε στις 12 Ιουλίου. Οι θετικές θέσεις (υπέρ του ευρώ, "long") μειώθηκαν κατά 8.392 συμβόλαια, με αποτέλεσμα οι συνολικές καθαρές θέσεις να διαμορφωθούν στα -25.244 συμβόλαια από -16.852 συμβόλαια, την προηγούμενη εβδομάδα (Γράφημα 6). Σημειώνεται ότι πρόκειται για τη δεύτερη διαδοχική εβδομαδιαία μείωση.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 6**
**Specs θέσεις για μη εμπορικές/κερδοσκοπικές συναλλαγές**

 Πηγή:  
CFTC, IMM

**Ευρώ (EUR/USD) ►** Η ισοτιμία του ευρώ με το δολάριο, στις 18 Ιουλίου, στην Ευρώπη, διαμορφωνόταν περί τα 1,0126 δολάρια, με αποτέλεσμα το ευρώ να σημειώνει, από τις αρχές του έτους, απώλειες έναντι του δολαρίου (10,9%).

Κρίσιμη χαρακτηρίζεται η συνεδρίαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) την τρέχουσα εβδομάδα. Στις 21 Ιουλίου, η ΕΚΤ εκτιμάται ότι θα αποφασίσει την πρώτη αύξηση επιτοκίων, εδώ και πάνω από μία δεκαετία, στη σκιά του υψηλού πληθωρισμού (8,6% σε ετήσια βάση τον Ιούνιο, σύμφωνα με την αρχική μέτρηση της Eurostat) και της μεγάλης υποτίμησης του ευρώ, το οποίο την περασμένη εβδομάδα βρέθηκε κάτω από την απόλυτη ισοτιμία έναντι του δολαρίου (βλ. Παγκόσμια Οικονομία).

**Ελβετικό Φράγκο (CHF) ►** Το ευρώ, στις 18 Ιουλίου, καταγράφει κέρδη έναντι του φράγκου, κινούμενο, ωστόσο, κάτω από την απόλυτη ισοτιμία (0,98616 φράγκα). Από τις αρχές του έτους, το ευρώ σημειώνει απώλειες έναντι του φράγκου, της τάξης του 5%.

Σταθερά κάτω από την απόλυτη ισοτιμία διαπραγματεύεται το ευρώ έναντι του φράγκου από τις 5 Ιουλίου, καθώς οι ανησυχίες για τις οικονομικές προοπτικές της Ευρωζώνης, εξαιτίας της ενεργειακής κρίσης από την οποία πλήττεται, έχουν οδηγήσει στην αποδυνάμωση του ευρώ έναντι των βασικών νομισμάτων. Επιπλέον, δεν αποκλείεται η Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας (SNB) να προβεί σε περαιτέρω αύξηση του βασικού επιτοκίου στη συνεδρίαση του Σεπτεμβρίου, καθώς ο πληθωρισμός διαμορφώνεται στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων 29 ετών (3,4% σε ετήσια βάση, τον Ιούνιο). Υπενθυμίζεται ότι, τον περασμένο μήνα, η SNB αύξησε το βασικό της επιτόκιο κατά 50 μονάδες βάσης, για πρώτη φορά εδώ και 15 έτη, στο -0,25%.

**Στερλίνα (GBP) ►** Η στερλίνα, στις 18 Ιουλίου, κατέγραφε κέρδη τόσο έναντι του ευρώ (0,8480 GBP/EUR), όσο και έναντι του δολαρίου ΗΠΑ (1,1943 USD/GBP). Σημειώνεται ότι, από τις αρχές του έτους, η στερλίνα καταγράφει απώλειες κατά 0,8% έναντι του ευρώ και κατά 11,7% έναντι του δολαρίου.



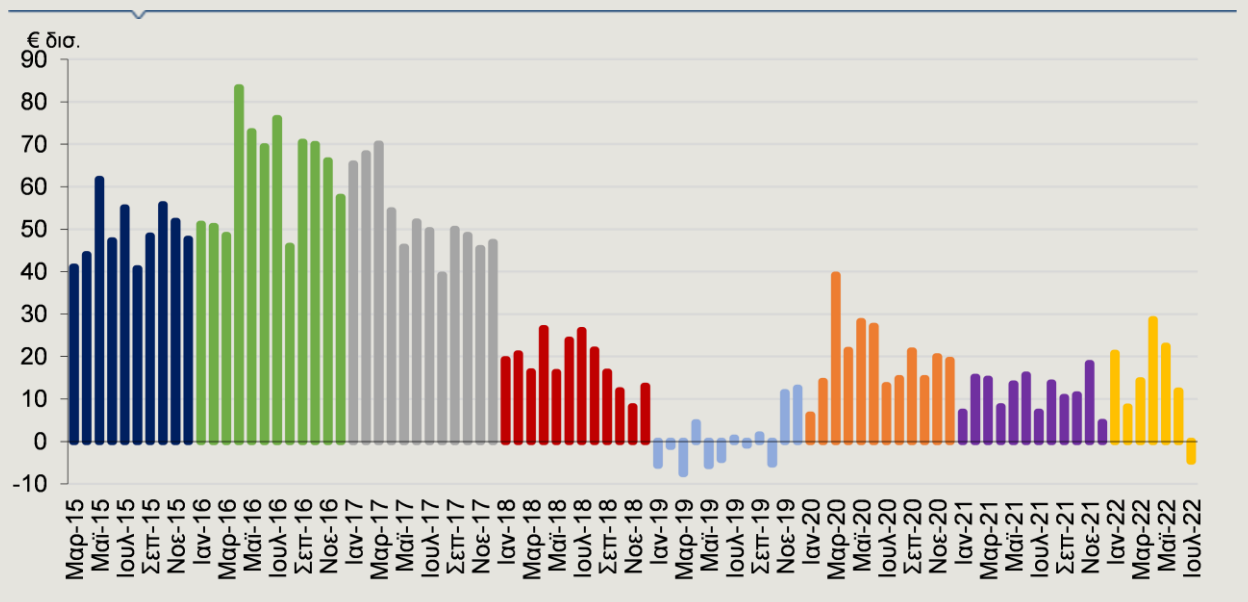
Ανακάμπτει η στερλίνα έναντι των δύο νομισμάτων, καταγράφοντας ωστόσο μεικτή εικόνα από τις αρχές του μήνα, καθώς ενισχύεται έναντι του αποδυναμωμένου ευρώ, αλλά υποχωρεί έναντι του ενισχυμένου δολαρίου. Αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι, στις 14 Ιουλίου, η στερλίνα διολίσθησε στα χαμηλότερα επίπεδα από τον Μάρτιο του 2020 έναντι του δολαρίου (1,1760 δολάρια), εν μέσω αποδυνάμωσης της οικονομικής δραστηριότητας στο Ηνωμένο Βασίλειο και της εξελισσόμενης πολιτικής κρίσης. Το ενδιαφέρον για την τρέχουσα εβδομάδα στρέφεται στην ανακοίνωση των στοιχείων για τον πληθωρισμό Ιουνίου στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου είναι πιθανό να καταγραφεί περαιτέρω αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων. Υπενθυμίζεται ότι ο πληθωρισμός ανήλθε σε 9,1% σε ετήσια βάση τον Μάιο, δηλαδή στα υψηλότερα επίπεδα από το 1982.

## Αγορές ομολόγων – Χαρτοφυλάκιο κρατικών ομολόγων Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)

Η αξία του χαρτοφυλακίου κρατικών ομολόγων της ΕΚΤ (Γράφημα 7) που έχει προέλθει από την εφαρμογή του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (QE), για την εβδομάδα μέχρι τις 8 Ιουλίου, διαμορφώθηκε στα Ευρώ 2,589 τρισ. Η ΕΚΤ προέβη σε αγορές καλυμμένων ομολόγων, αξίας Ευρώ 285 εκατ., σε αγορές Asset-Backed Securities, αξίας Ευρώ 43 εκατ. και σε πωλήσεις εταιρικών και ασφαλιστικών ομολογιακών τίτλων, αξίας Ευρώ 356 εκατ.

ΓΡΑΦΗΜΑ 7

Εξέλιξη αγοραπωλησιών κρατικών ομολόγων ανά μήνα από την ΕΚΤ



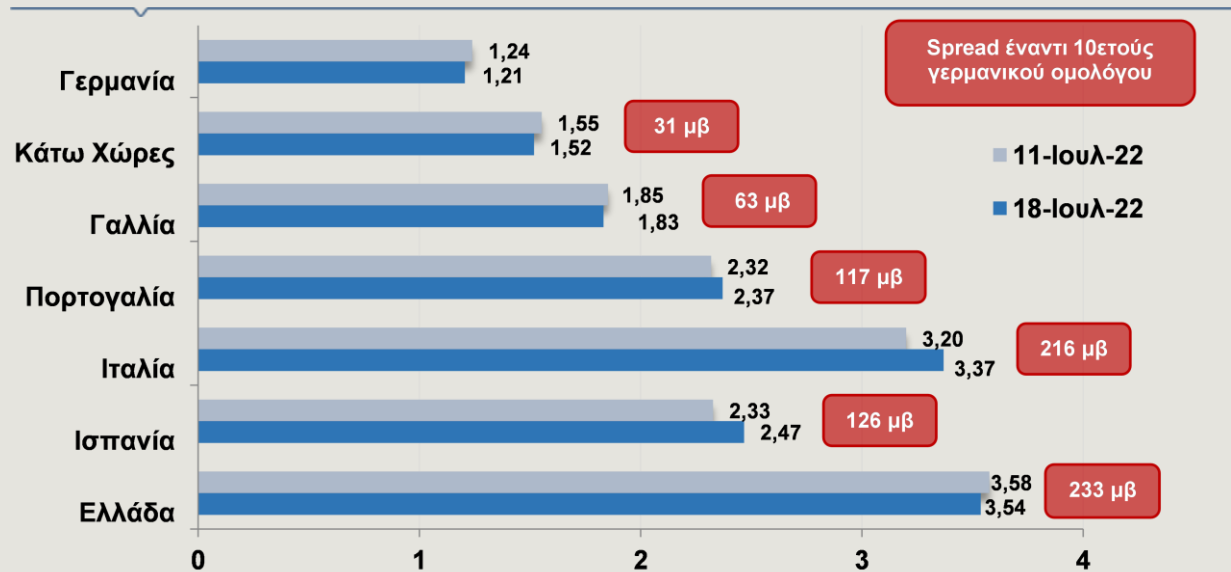
Στην ελληνική αγορά ομολόγων, το εύρος της απόδοσης του δεκαετούς κρατικού ομολόγου, λήξης 18 Ιουνίου 2032, με κουπόνι 1,75%, διαμορφωνόταν, στις 18 Ιουλίου, μεταξύ 3,49% και 3,54%. Επιπλέον, το δεκαετές ομόλογο της Πορτογαλίας κατέγραφε απόδοση 2,37%, της Ιταλίας 3,37% και της Ισπανίας 2,47% (Γράφημα 8). Η διαφορά απόδοσης μεταξύ του δεκαετούς ομολόγου της Ελλάδας και του δεκαετούς ομολόγου της Γερμανίας (spread) διαμορφωνόταν στις 233 μονάδες βάσης (μ.β.), του δεκαετούς πορτογαλικού ομολόγου στις 117 μ.β., ενώ του δεκαετούς ιταλικού ομολόγου στις 216 μ.β. Παράλληλα, η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου της Γερμανίας, ως σημείο αναφοράς του κόστους δανεισμού της Ζώνης του Ευρώ (ΖτΕ), διαμορφωνόταν στο 1,21%, στις 18 Ιουλίου, ενώ η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου των ΗΠΑ στο 2,96%.

Ανοδικά κινούνται οι αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων των κρατών-μελών της ΖτΕ, εν αναμονή της κρίσιμης συνεδρίασης της ΕΚΤ στις 21 Ιουλίου. Μεγαλύτερη αύξηση καταγράφεται στην απόδοση του ιταλικού δεκαετούς ομολόγου, αντανακλώντας τις ανησυχίες που εγείρονται εξαιτίας της πολιτικής κρίσης στη γειτονική χώρα, η οποία θα μπορούσε να οδηγήσει σε πρόωρες εκλογές. Η αυξημένη μεταβλητότητα των αποδόσεων των ιταλικών κρατικών ομολόγων είναι πιθανό να διατηρηθεί, όσο συνεχίζεται η αβεβαιότητα για το εάν ο Πρωθυπουργός της χώρας θα εμείνει στην απόφαση να παραιτηθεί του κυβερνητικού συνασπισμού του οποίου ηγείται.



ΓΡΑΦΗΜΑ 8

Αποδόσεις 10ετών ομολόγων (%) και spreads έναντι 10ετούς γερμανικού ομολόγου



Πηγή:  
Bloomberg

## Η Ελληνική Οικονομία σε Αριθμούς

Ετήσια στοιχεία	2017	2018	2019	2020	2021	Ετήσιες Μεταβολές
ΑΕΠ (% ετήσια μεταβολή, σταθερές τιμές 2015)	1,1	1,7	1,8	-9,0	8,3	
Ιδιωτική Κατανάλωση	2,5	1,7	1,8	-7,9	7,8	
Δημόσια Κατανάλωση	-1,1	-3,5	1,7	2,6	3,7	
Ακαθάριστες Επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου	8,5	-4,3	-3,3	-0,3	19,6	
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	8,5	9,1	4,9	-21,5	21,9	
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	7,4	8,1	3,1	-7,6	16,1	
Γεν. Δκτ Τιμών Καταναλωτή (% ετ. μεταβ., μ.ο. έτους)	1,1	0,6	0,3	-1,2	1,2	
Ανεργία (% , μέσο έτους)	21,5	19,3	17,3	16,3	14,7	
Πρωτογενές Ισοζύγιο της Γεν. Κυβέρνησης (% ΑΕΠ) *	3,8	4,4	4,1	-7,2	-4,9	
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	179,5	186,4	180,7	206,3	193,3	
Ισοζύγιο Τρεχ. Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-1,9	-2,9	-1,5	-6,6	-5,9	

Δείκτες Οικονομικής Συγκυρίας	2021	2021		2022	Τελευταία διαθέσιμη περίοδος	Τριμηνιαία στοιχεία (% ετήσιες μεταβολές)
		Q3	Q4	Q1		
<b>Οικονομική Δραστηριότητα (% ετήσια μεταβολή)</b>						
Όγκος Λιαν. Εμπορίου (εκτός καυσίμων-λιπ/κών)	10,5	8,8	12,5	7,2	7,3 (Ιαν.-Απρ. 22)	
Νέες εγγραφές Επιβατηγών Αυτοκινήτων	22,2	4,4	19,7	13,5	8,6 (Ιαν.-Ιούν. 22)	
Ιδιωτική Οικοδομική Δραστ/τα (όγκος σε χιλ. m³)	45,9	35,4	46,6	13,8	13,8 (Ιαν.-Μαρ. 22)	
Βιομηχανική Παραγωγή: Μεταποίηση	8,8	8,0	10,0	4,8	3,6 (Ιαν.-Μάι. 22)	
<b>Δείκτες Προσδοκιών</b>						
Δείκτης Υπευθ. Προμηθειών στη μεταποίηση PMI	56,2	58,4	58,9	56,8	51,1 (Ιούν. 22)	
Δείκτης Οικονομικού Κλίματος	106,6	111,4	112,9	114,0	104,3 (Ιούν. 22)	
Δείκτης Επιχ/κών Προσδοκιών στη Βιομηχανία	106,3	111,3	110,7	116,9	103,9 (Ιούν. 22)	
Δείκτης Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης	-35,4	-33,6	-38,8	-43,6	-52,5 (Ιούν. 22)	
<b>Πιστωτική Επέκταση, (% ετήσια μεταβολή, τέλος περιόδου)</b>						
Ιδιωτικός Τομέας	1,4	0,8	1,4	1,6	3,2 (Μάι. 22)	
Επιχειρήσεις (μη χρηματοπιστωτικές)	3,7	2,8	3,7	3,3	7,3 (Μάι. 22)	
Νοικοκυριά	-2,4	-2,6	-2,4	-2,1	-2,3 (Μάι. 22)	
- Καταναλωτικά Δάνεια	-0,3	-1,7	-0,3	0,4	0,4 (Μάι. 22)	
- Στεγαστικά Δάνεια	-3,0	-2,9	-3,0	-2,9	-3,2 (Μάι. 22)	
<b>Τιμές και Αγορά Εργασίας</b>						
Δκτ Τιμών Καταναλωτή (% ετ. μετ., μ.ο. περιόδου)	1,2	1,8	4,4	7,4	12,1 (Ιούν. 22)	
Δκτ Τιμών Διαμερισμάτων, (% ετήσια μεταβολή)	7,4	8,6	9,5	8,6	8,6 (Α' τρίμ. 22)	
Ανεργία (% , μ.ο. Περιόδου, εποχ. διορθ.)	14,7	13,8	13,1	13,0	12,5 (Απρ. 22)	
<b>ΑΕΠ (% ετήσια μεταβολή, σταθερές τιμές 2015)</b>	8,3	11,7	8,1	7,0	7,0 (Α' τρίμ. 22)	
Ιδιωτική Κατανάλωση	7,8	12,0	11,9	11,6	11,6 (Α' τρίμ. 22)	
Δημόσια Κατανάλωση	3,7	4,4	0,1	1,8	1,8 (Α' τρίμ. 22)	
Επενδύσεις	19,6	19,3	24,3	12,7	12,7 (Α' τρίμ. 22)	
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	21,9	49,4	24,1	9,6	9,6 (Α' τρίμ. 22)	
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	16,1	19,5	33,3	17,5	17,5 (Α' τρίμ. 22)	

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

\* Χωρίς την επίπτωση της υποστήριξης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων



## Alpha Bank Economic Research

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

### Ανάλυση Οικονομικής Συγκυρίας

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

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

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

Αναστάσιος Ρίζος  
Research Economist  
[anastasios.rizos@alpha.gr](mailto:anastasios.rizos@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 τμήματος του πρέπει υποχρεωτικά να αναφέρει την Alpha Bank ως πηγή προελεύσεώς του