



Ελληνική Οικονομία

Η αποκατάσταση της χρόνιας ανισορροπίας στις εξωτερικές συναλλαγές της χώρας επιβεβαιώνεται από τα προσφάτως δημοσιευμένα στοιχεία της Τραπεζής Ελλάδος, καθώς το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μετετράπη σε πλεονασματικό στο οκτάμηνο του 2017 (€123 εκατ.), έναντι ελλείμματος (€211 εκατ.) την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Σύμφωνα με τις τελευταίες εκτιμήσεις του ΔΝΤ (WEO, Οκτώβριος 2017), το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών για το έτος 2017 συνολικά θα είναι σχεδόν ισοσκελισμένο (έλλειμμα μόλις 0,2% του ΑΕΠ).

Είναι ωστόσο αυτή μία ευσταθής ισορροπία; Έχει επιτευχθεί πάνω στη βάση ενός νέου βιώσιμου παραγωγικού υποδείγματος της ελληνικής οικονομίας με ισχυρό εξαγωγικό προσανατολισμό ή μήπως είναι απλώς το αποτέλεσμα της μειωμένης ζήτησης για εισαγωγές;

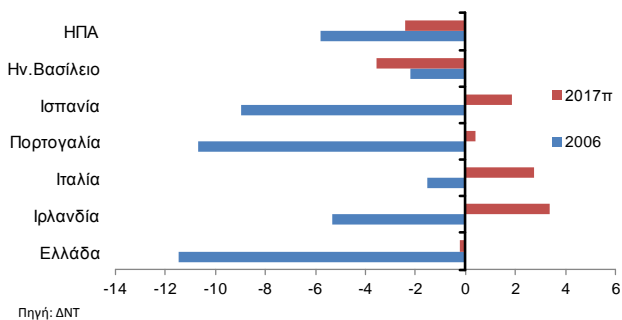
Στο παρόν δελτίο θα εξετάσουμε, πρώτον, τους παράγοντες που προσδιόρισαν τη βελτίωση που επέτυχε η Ελλάδα στον εξωτερικό τομέα σε σύγκριση με άλλες χώρες την περίοδο 2006-2017 και δεύτερον, τα στοιχεία που θα μπορούσαν να προσδώσουν μόνιμο χαρακτήρα στη βελτίωση του εξωτερικού τομέα και την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας.

Εξισορρόπηση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών: Η ελληνική έναντι της διεθνούς εμπειρίας

Στην περίοδο πριν από την έναρξη της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσεως, αρκετές χώρες αντιμετώπιζαν ανισορροπία στον εξωτερικό τομέα. Ειδικότερα, πριν το 2006, παραδοσιακά ελλειμματικές χώρες όπως οι ΗΠΑ, αλλά και πολλές οικονομίες της Ευρωζώνης διεύρυναν τα ελλείμματά στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ενώ αντίστοιχα, πλεονασματικές χώρες, όπως η Κίνα και η Γερμανία ενίσχυσαν τα πλεονάσματά τους.

Κατά τη διάρκεια της κρίσεως, η τάση αυτή άρχισε να αντιστρέφεται. Όπως φαίνεται στο Γράφημα 1, οι

Γράφημα 1. Εξέλιξη Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (% του ΑΕΠ) σε επιλεγμένες οικονομίες



περισσότερες χώρες (ειδικά οι χώρες της Ευρωζώνης που εφάρμοσαν προγράμματα ή υιοθέτησαν πολιτικές δημοσιονομικής προσαρμογής) περιόρισαν ή και κατάφεραν να αντιστρέψουν τα υψηλά ελλείμματα που αντιμετώπιζαν το 2006.

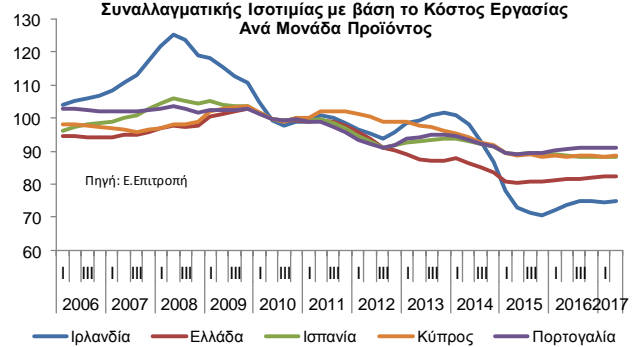
Συγκεκριμένα, στην περίοδο μεταξύ 2006-2017, την μεγαλύτερη προσαρμογή επέτυχε η Ελλάδα, καθώς περιόρισε το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά 11,2 εκατοστιαίες μονάδες, ακολουθούμενη από την Πορτογαλία και την Ισπανία.

Η μείωση των ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στις ανωτέρω οικονομίες επετεύχθη μέσω: (i) περιορισμού της εγχώριας ζήτησης και συνεπακόλουθα της ζήτησης για εισαγωγές, απόρροια της οικονομικής υφέσεως, ή/και (ii) υιοθετήσεως πολιτικών που στόχευαν στην ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας. Ειδικότερα στις χώρες της Ζώνης του Ευρώ, όπου δεν υπάρχει η δυνατότητα υποτιμήσεως του νομίσματος, η βελτίωση στην ανταγωνιστικότητα επήλθε κυρίως μέσω της πολιτικής της εσωτερικής υποτιμήσεως (δηλαδή της μείωσης του μισθολογικού κόστους). Η διαδικασία αυτή ήταν σε μεγάλο βαθμό αποτελεσματική καθώς όπως φαίνεται στο Γράφημα 2, έχει ανακτηθεί η απώλεια της ανταγωνιστικότητας στις χώρες που εξετάζονται.

Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή<sup>1</sup>, για τις χώρες της περιφέρειας της Ζώνης του Ευρώ, η βελτίωση στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ισπανίας, της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας εκτιμάται ότι προήλθε σε μεγαλύτερο βαθμό από διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, παρά ως αποτέλεσμα της υφέσεως. Στην Ελλάδα η βελτίωση προήλθε ως συνδυαστικό αποτέλεσμα των δύο ανωτέρω δράσεων.

Η ανταγωνιστικότητα συνιστά ευρεία και σύνθετη έννοια, καθώς περιλαμβάνει, τόσο παράγοντες που σχετίζονται με το κόστος παραγωγής και την τιμή του τελικού προϊόντος, όσο και παράγοντες όπως η υψηλή ποιότητα και η διαφοροποίηση του προϊόντος, το θεσμικό πλαίσιο και η εφαρμογή νέων τεχνολογιών.

Γράφημα 2. Δείκτης Πραγματικής Σταθμισμένης Συναλλαγματικής Ισοτιμίας με βάση το Κόστος Εργασίας Ανά Μονάδα Προϊόντος



<sup>1</sup> European Commission, European Economy 1/2015

**Μικρή - ανοικτή οικονομία στα χρόνια της κρίσεως: Το στοίχημα της ανταγωνιστικότητας**

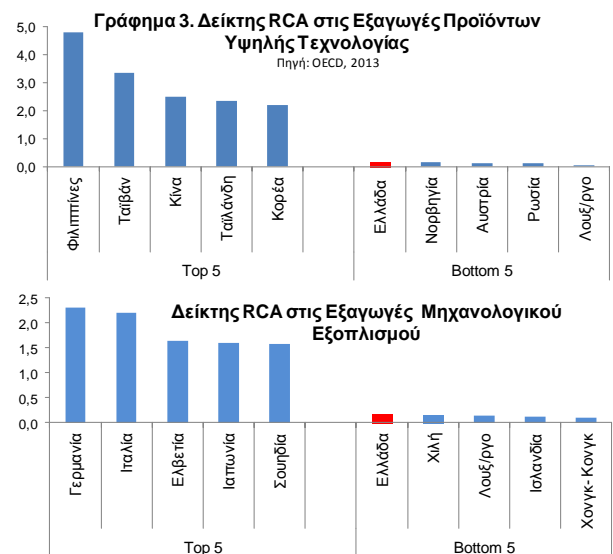
Η βιώσιμη οικονομική μεγέθυνση μιας μικρής οικονομίας εξαρτάται σε πολύ μεγάλο βαθμό από την εξωστρέφειά της και τη θέση στον στίβο του διεθνούς ανταγωνισμού. Η διατήρηση των παθογενειών του παρελθόντος εκθέτει τη χώρα στον κίνδυνο επιστροφής σε έλλειμμα στις εξωτερικές συναλλαγές αμέσως μετά την αναμενόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας που θα επιφέρει αύξηση των εισαγωγών. Για την Ελλάδα, η ενίσχυση των εξαγωγικών επιδόσεων της αποτελεί έναν από τους κρίσιμους παράγοντες για την επίτευξη υψηλών ρυθμών διατηρήσιμης αναπτύξεως.

Οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας και η εξέλιξή τους την περίοδο της οικονομικής κρίσεως παρουσιάζονται κατωτέρω:

**A. Οι σχετικές τιμές.** Η μεγαλύτερη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας που πραγματοποιήθηκε κατά τα έτη της δημοσιονομικής προσαρμογής στις διάφορες ευρωπαϊκές χώρες, όπως εκφράζεται από τον δείκτη πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος έχει σημειωθεί στην Ιρλανδία και την Ελλάδα (Γράφημα 2). Ωστόσο, όπως έχει αναλυθεί σε παλαιότερο δελτίο (21.10.2016), η βελτίωση αυτή στην Ελλάδα δεν έχει οδηγήσει ακόμη σε ισχυρή άνοδο των εξαγωγών και πλήρη μεταστροφή του παραγωγικού προτύπου της οικονομίας σε πιο παραγωγικούς, εξωστρεφείς κλάδους. Τούτο οφείλεται στο γεγονός ότι η μείωση στο κόστος εργασίας δεν συνοδεύθηκε από αντίστοιχη μείωση των τιμών στην εγχώρια αγορά και των τιμών των εξαγόμενων προϊόντων. Οι βασικές αιτίες αυτού του φαινομένου είναι η ισχυρή άνοδος των φορολογικών επιβαρύνσεων, η οποία δυσχέρανε τις επενδύσεις και η αργή εφαρμογή των διαρθρωτικών αλλαγών που θα απελευθέρωναν πολλές αγορές προϊόντων.

**B. Οι δείκτες εμπορικής εξειδίκευσης.** Η εξαγωγική επίδοση της οικονομίας εξαρτάται σε κάποιο βαθμό από την εξειδίκευση που πιθανόν να έχει σε μια συγκεκριμένη κατηγορία αγαθών. Ο δείκτης Αποκαλυπτόμενου Συγκριτικού Πλεονεκτήματος (RCA index) σε προϊόντα υψηλής ή μεσαίας τεχνολογίας αποτελεί ένα μέτρο εκτίμησης της εμπορικής εξειδίκευσης και μετράται από το μερίδιο των ανωτέρω προϊόντων στις εξαγωγές της χώρας σε σχέση με το μερίδιό τους στο παγκόσμιο εμπόριο. Όπως φαίνεται στο Γράφημα 3, η κατάταξη της Ελλάδας με βάση τον δείκτη RCA στις εξαγωγές προϊόντων υψηλής και μεσαίας τεχνολογίας, είναι ιδιαίτερα χαμηλή. Αντίθετα, χώρες όπως η Κίνα και η Γερμανία, που έχουν τα υψηλότερα εμπορικά πλεονάσματα παγκοσμίως, βρίσκονται στις πρώτες θέσεις της κατάταξης. Συγκεκριμένα, η Κίνα κατατάσσεται τρίτη στην ομάδα των χωρών με τον υψηλότερο δείκτη RCA στις εξαγωγές προϊόντων υψηλής τεχνολογίας και η Γερμανία πρώτη στην

ομάδα των χωρών με τον υψηλότερο δείκτη RCA στις εξαγωγές μηχανολογικού εξοπλισμού.



Η στροφή των ελληνικών εξαγωγικών επιχειρήσεων σε προϊόντα υψηλής τεχνολογίας δύναται να ενισχύσει περαιτέρω το μερίδιο αγοράς της χώρας στο διεθνές εμπόριο. Τούτο μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω ενισχύσεως των δαπανών για τεχνολογικές καινοτομίες, όπως έρευνα και ανάπτυξη (R&D).

Στην Ελλάδα, οι δαπάνες για R&D ως ποσοστό του ΑΕΠ ανήλθαν στο 0,99% το 2016, από 0,67% το 2011. Σε απόλυτα μεγέθη, η αύξηση υπολογίζεται σε 24,5%, η οποία αν και θεωρείται αξιόλογη, υπολείπεται σημαντικά του στόχου που έχει θέσει η Ευρωπαϊκή Ένωση για το 2020, για δαπάνες του 3% του ΑΕΠ.

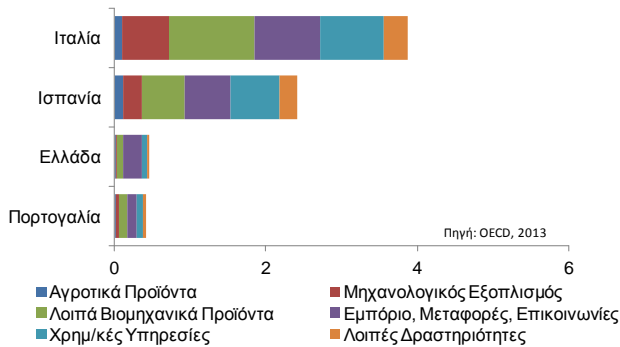


Στην ΕΕ-28, οι χώρες του ευρωπαϊκού βορρά που επενδύουν περισσότερο σε R&D είναι εκείνες που εξαγουν σε μεγαλύτερο βαθμό προϊόντα υψηλής τεχνολογίας. Η τάση αυτή αποτυπώνεται στο Γράφημα 4, όπου χώρες, όπως η Σουηδία, η Δανία και η Γερμανία έχουν υψηλό ποσοστό εξαγωγών υψηλής τεχνολογίας ενώ οι δαπάνες για R&D είναι πλησίον ή άνω του 3% του ΑΕΠ.

Επιπλέον, η ανταγωνιστικότητα είναι πιθανό να επηρεασθεί και από τον βαθμό διεθνοποίησης της παραγωγής, που επιτρέπει σε μια χώρα να αυξήσει τις εξαγωγές της συμμετέχοντας σε αλυσίδες παγκόσμιων αξιών (Global Value Chains). Τούτο

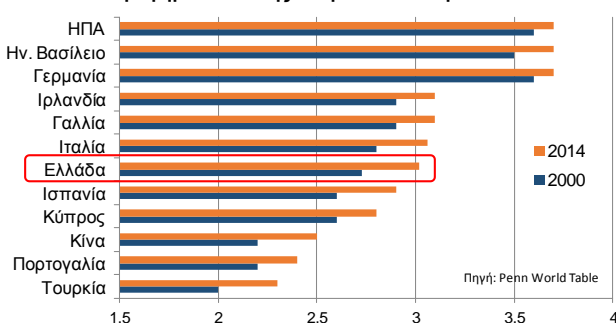
κρίνεται σημαντικό, καθώς η διαδικασία παραγωγής καθίσταται όλο και περισσότερο κατακερματισμένη παρουσιάζοντας μεγάλη διασυνοριακή κινητικότητα των ενδιάμεσων προϊόντων. Όπως φαίνεται στο Γράφημα 5, η συμμετοχή της Ελλάδας στις αλυσίδες παγκόσμιων αξιών είναι περιορισμένη, ακόμη και αν συγκριθεί με τις χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου.

Γράφημα 5. Ποσοστό της Εγχώριας Προστιθέμενης Αξίας στην Διεθνή Τελική Ζήτηση



**Γ. Αγορά εργασίας και δημογραφικοί παράγοντες.** Οι εξαγωγικές επιδόσεις μιας χώρας συνδέονται επίσης με τα ποιοτικά και δημογραφικά χαρακτηριστικά του ανθρώπινου κεφαλαίου και τη δομή της αγοράς εργασίας. Ειδικότερα, το ποσοστό του ειδικευμένου εργατικού δυναμικού που αφορά αποφοίτους τριτοβάθμιας εκπαίδευσης στην Ελλάδα είναι 80% ενώ ο μέσος όρος του ΟΟΣΑ είναι 66%, ένδειξη της υψηλής ποιότητας του ανθρωπίνου δυναμικού της χώρας. Επιπλέον, η Ελλάδα έχει έναν ικανοποιητικό δείκτη ανθρωπίνου κεφαλαίου (Human Capital Index<sup>2</sup>), που βελτιώθηκε σημαντικά το 2014 σε σχέση με το 2000 (Γράφημα 6). Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι η εκροή υψηλής ειδικεύσεως εργατικού δυναμικού (brain drain) που σημειώθηκε την περίοδο της κρίσεως στη χώρα μας, έχει αποδυναμώσει το ανθρώπινο κεφάλαιο της χώρας μας.

Γράφημα 6. Δείκτης Ανθρωπίνου Κεφαλαίου



Επιπλέον, το ανθρώπινο κεφάλαιο επηρεάζεται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του εργατικού δυναμικού, τα οποία προσδιορίζονται από τις δημογραφικές συνθήκες (πληθυσμιακή αύξηση και δείκτης ηλικιακής εξαρτήσεως). Η γήρανση του πληθυσμού και ειδικά ο υψηλός και αυξανόμενος δείκτης ηλικιακής εξαρτήσεως<sup>3</sup> στην Ελλάδα σε σχέση

με τον μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ελλάδα: 2016: 33,1%, 1990: 20,4% και ΕΕ 2016: 29,4%, 1990: 20,6%) έχουν επιδεινώσει τη δημογραφική διάρθρωση της αγοράς εργασίας στη χώρα μας την τελευταία 25ετία.

Η ευελιξία της αγοράς εργασίας μπορεί επίσης να διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη της ανταγωνιστικότητας. Την περίοδο της οικονομικής κρίσεως στην Ελλάδα εφαρμόστηκαν αξιοσημείωτες μεταρρυθμίσεις στην αγορά με αποτέλεσμα τα ποσοστά της μερικής και εκ περιτροπής απασχολήσεως να έχουν αυξηθεί σημαντικά.

**Δ. Θεσμικό πλαίσιο και επιχειρηματικό περιβάλλον.** Η υιοθέτηση κυβερνητικών πολιτικών φιλικών προς την επιχειρηματικότητα, ο περιορισμός της γραφειοκρατίας, η διευκόλυνση ενεργειών για έναρξη επιχειρήσεων, το σταθερό φορολογικό πλαίσιο και η μείωση των φορολογικών συντελεστών των επιχειρήσεων μπορούν να συμβάλουν στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και συνεπώς, να προσελκύσουν επενδύσεις. Είναι ενδεικτικό ότι στην Ελλάδα, ο φορολογικός συντελεστής επί των κερδών των επιχειρήσεων το 2016 ήταν ιδιαίτερα υψηλός στο 29%, έναντι 25% το 2009, και μάλιστα βρίσκεται σε σημαντικά υψηλότερο επίπεδο συγκριτικά με τις γειτονικές χώρες, όπως η Βουλγαρία (10%) και η Κύπρος (12,5%).

**Ε. Ασφάλιστρο κινδύνου και χρηματοοικονομικές συνθήκες.** Όσον αφορά στη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής δράσεως σημειώνεται ότι την περίοδο της οικονομικής κρίσεως στην Ελλάδα, οι χρηματοοικονομικές συνθήκες επιδεινώθηκαν σημαντικά. Η αύξηση του ασφάλιστρο κινδύνου για τις ελληνικές επιχειρήσεις συνέβαλε στην αύξηση των επιτοκίων δανεισμού από τις διεθνείς αγορές με αποτέλεσμα να πλήττεται η ανταγωνιστικότητά τους από την αύξηση του κόστους χρήματος που υφίστανται. Η δυνατότητα δανεισμού των επιχειρήσεων κατέστη δυσχερέστερη όπως προκύπτει άλλωστε και από την εξέλιξη του υπολοίπου των δανείων προς τις επιχειρήσεις που από €130 δισ. τον Δεκέμβριο του 2009 μειώθηκε σε €89,7 δισ. τον Αύγουστο του 2017. Η εξομάλυνση των συνθηκών ρευστότητας καθίσταται σημαντική για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων.

<sup>2</sup> Με βάση τα έτη εκπαίδευσης και την απόδοση της εκπαίδευσης.

<sup>3</sup> Δείκτης ηλικιακής εξάρτησης: το ποσοστό του πληθυσμού ηλικίας άνω των 65 ετών, στο σύνολο του πληθυσμού ηλικιακής ομάδας 15-64.

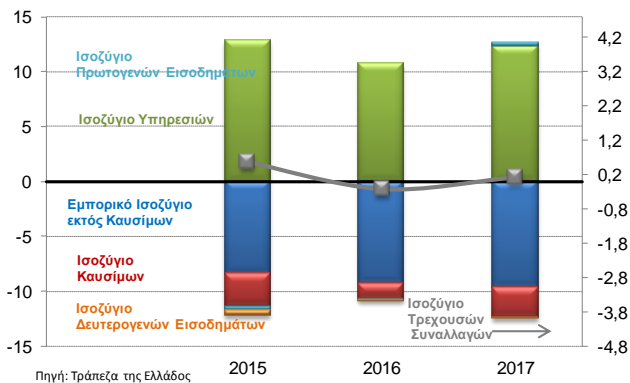


## Οικονομική Συγκυρία

**Εξελίξεις στο Ισοζύγιο Πληρωμών στο Οκτάμηνο 2017:** Την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2017, το Ισοζύγιο των Τρεχουσών Συναλλαγών (ΙΤΣ) κατέγραψε πλεόνασμα ύψους €123 εκατ., έναντι ελλείμματος €211 εκατ. στο αντίστοιχο διάστημα του 2016. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη βελτίωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών και των πρωτογενών εισοδημάτων που υπεραντιστάθμισε την επιδείνωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών.

Ειδικότερα, το έλλειμμα στο **ισοζύγιο των αγαθών** διευρύνθηκε στα €12,4 δισ. στο οκτάμηνο του 2017, από €10,7 δισ. στο οκτάμηνο του 2016, λόγω κυρίως της διεύρυνσης του ελλείμματος των καυσίμων (Γράφημα 7) και σε μικρότερο βαθμό του εμπορικού ισοζυγίου εκτός καυσίμων. Οι εξαγωγές αγαθών αυξήθηκαν κατά 15,6% σε ετήσια βάση στο διάστημα Ιανουαρίου-Αυγούστου 2017, έναντι πτώσης 6,0% το αντίστοιχο διάστημα 2016. Οι εξαγωγές αγαθών, εξαιρουμένων των καυσίμων επίσης αυξάνονται ικανοποιητικά από τον Αύγουστο του 2016 και καθ' όλη τη διάρκεια του 2017 (+9,1% σε ετήσια βάση στο οκτάμηνο του 2017). Οι εισαγωγές αγαθών αντίστοιχα αυξήθηκαν κατά 15,5% σε ετήσια βάση στο διάστημα Ιανουαρίου-Αυγούστου 2017, έναντι πτώσης 5,9% στο αντίστοιχο διάστημα 2016.

Γράφημα 7. Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, Ιανουάριος-Αύγουστος, σε € δισ.



Το πλεόνασμα στο **ισοζύγιο των υπηρεσιών** αυξήθηκε κατά 14,6%, σε ετήσια βάση, στο διάστημα Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2017, έναντι σημαντικής μείωσης κατά 16,3% στο αντίστοιχο διάστημα του 2016. Η θετική αυτή εξέλιξη προκύπτει, κυρίως, από την ενίσχυση των εισπράξεων από τον τουρισμό αλλά και τις θαλάσσιες μεταφορές. Ειδικότερα, οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές αυξήθηκαν κατά 18,1%, σε ετήσια βάση, το οκτάμηνο του 2017 έναντι μείωσης κατά 33,5% στο οκτάμηνο του 2016.

Όσον αφορά στις ταξιδιωτικές εισπράξεις, το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2017 σημειώθηκε αύξηση κατά 9,1%, σε ετήσια βάση, από πτώση 9,1% στην αντίστοιχη περίοδο του 2016. Επιπλέον, σημειώνεται η σημαντική αύξηση των εισπράξεων από τουριστικές υπηρεσίες τον Αύγουστο του 2017, κατά 16,4% σε ετήσια βάση.

Σχετικά με την εξέλιξη των εισπράξεων ανά χώρα προέλευσης σημειώνεται ότι, στο οκτάμηνο του 2017, οι εισπράξεις από τη Γερμανία αυξήθηκαν κατά 29% σε ετήσια βάση. Σε όρους αφίξεων σημειώθηκε η μεγαλύτερη αύξηση (13,7%) μεταξύ των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σημειώνεται ότι οι αφίξεις από Γερμανία αποτελούν το υψηλότερο ποσοστό των συνολικών αφίξεων (12,2%). Επίσης οι εισπράξεις από το Ηνωμένο Βασίλειο αυξήθηκαν κατά 17,7%, ενώ σημαντική άνοδο είχαν και οι εισπράξεις από τη Γαλλία (+19%). Τέλος, από τις χώρες εκτός της ΕΕ-28, οι εισπράξεις από τη Ρωσία παρουσίασαν αύξηση κατά 11,2% σε ετήσια βάση, ενώ από τις ΗΠΑ σημείωσαν μείωση κατά 6,6%.

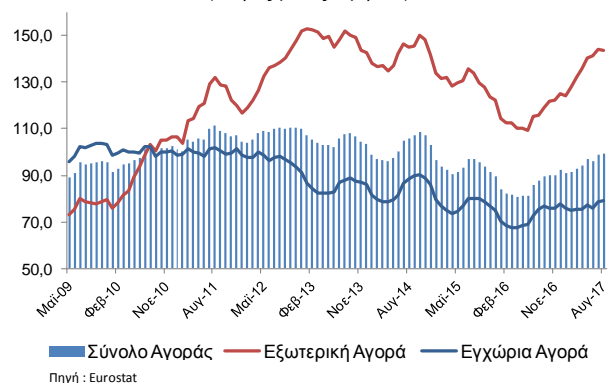
Συνολικά οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 14,9% σε ετήσια βάση στο διάστημα Ιανουαρίου-Αυγούστου 2017, έναντι πτώσεως 12,5% το αντίστοιχο διάστημα του 2016, επιβεβαιώνοντας την ενίσχυση της εξαγωγικής δραστηριότητας το τρέχον έτος.

Τέλος, σημειώνεται και η θετική συμβολή του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων στη βελτίωση του ΙΤΣ που παρουσίασε πλεόνασμα ύψους €340 εκατ. στο οκτάμηνο του 2017 από έλλειμμα €35 εκατ. στο οκτάμηνο του 2016.

### Δείκτης Κύκλου Εργασιών στη Βιομηχανία:

Ο γενικός δείκτης κύκλου εργασιών στη βιομηχανία (σύνολο αγοράς), αυξήθηκε κατά 6,1% τον Αύγουστο του 2017, σε ετήσια βάση, έναντι μικρότερης αύξησης κατά 2,0% στον αντίστοιχο μήνα του 2016. Η αύξηση αυτή, οφείλεται στη σημαντική αύξηση του κύκλου εργασιών της εξωτερικής αγοράς κατά 19,2%, σε ετήσια βάση, που αντιστάθμισε πλήρως την πτώση του κύκλου εργασιών στη βιομηχανία της εγχώριας αγοράς κατά 1,9% (Γράφημα 8).

Γράφημα 8. Δείκτης Κύκλου Εργασιών στη Βιομηχανία (κινητός μέσος 6 μηνών)



Ειδικότερα, από την ανάλυση των κλάδων της ελληνικής μεταποιητικής βιομηχανίας με εξαγωγικό προσανατολισμό, εκ των 23 κλάδων οι 14 παρουσίασαν, σε ετήσια βάση, αύξηση του κύκλου εργασιών στην εξωτερική αγορά, τον Αύγουστο του 2017. Εξ αυτών, οι κλάδοι με τη μεγαλύτερη βαρύτητα στο δείκτη της μεταποίησης που ταυτόχρονα παρουσίασαν και σημαντική αύξηση των πωλήσεων στο εξωτερικό τον Αύγουστο, σε ετήσια βάση, ήταν ο κλάδος των παραγωγών πετρελαίου

και άνθρακα με αύξηση 28,3% και συντελεστή στάθμισης 39,47 και ο κλάδος των βασικών μετάλλων με αύξηση 29,3% και συντελεστή στάθμισης 18,67. Οι λοιποί κλάδοι που παρουσίασαν αύξηση στις πωλήσεις τον Αύγουστο σε ετήσια βάση και έχουν συντελεστή στάθμισης στον δείκτη άνω του 3,0, είναι οι κλάδοι των χημικών προϊόντων (+21,8%) και της φαρμακοβιομηχανίας (+51,8%). Αντίθετα, τα τρόφιμα που είναι επίσης ένας σημαντικός κλάδος της μεταποίησης (με συντελεστή στάθμισης 9,54) παρουσίασε οριακή πτώση κατά 0,1% τον Αύγουστο του 2017, σε ετήσια βάση.

Όσον αφορά στην κατεύθυνση των πωλήσεων της Ελληνικής βιομηχανίας στο εξωτερικό ανά περιοχή σημειώνεται ότι τον Αύγουστο του 2017, ο δείκτης κύκλου εργασιών εξωτερικής αγοράς εκτός Ευρωζώνης παρουσίασε αύξηση κατά 23,6%, σε ετήσια βάση, ενώ ο αντίστοιχος δείκτης πωλήσεων στις χώρες της Ευρωζώνης αύξηση κατά 9,7%.

Τέλος, σχετικά με τις κύριες ομάδες βιομηχανικών κλάδων που δραστηριοποιούνται στην εξωτερική αγορά, τη μεγαλύτερη αύξηση, σε ετήσια βάση, των πωλήσεων παρουσίασαν η ενέργεια (Αύγ.2017: +28,3%) και τα ενδιάμεσα αγαθά (Αύγ.2017: 21,5%).

## Παγκόσμια Οικονομία

### Έκθεση ΔΝΤ για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα λόγω της υγιούς οικονομικής ανάπτυξης, των χαμηλών επιτοκίων και του ευνοϊκού επενδυτικού κλίματος που επικρατεί στις χρηματαγορές, εκτιμάται ότι έχει εισέλθει σε φάση σταδιακής ισχυροποίησης. Ωστόσο, παρά τις ευνοϊκές συνθήκες που επικρατούν διεθνώς, αξίζει να επισημανθεί ότι έχουν αρχίσει να εμφανίζονται ορισμένοι κίνδυνοι, με τη μορφή χρηματοοικονομικών αδυναμιών.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), στην πρόσφατη του έκθεση Global Financial Stability Report<sup>4</sup>, διαπιστώνει ότι μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση, η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας δεν έχει ακόμη ολοκληρωθεί. Οι Κεντρικές Τράπεζες ανά τον κόσμο προκειμένου να ενισχύσουν την οικονομική δραστηριότητα έχουν υιοθετήσει επεκτατικές νομισματικές πολιτικές, γεγονός που προκαλεί εφρησυχασμό και επιτρέπει τη συσσώρευση οικονομικών υπερβολών. Η φθηνή χρηματοδότηση αυξάνει το συνολικό χρέος, ενώ οι επενδυτές τοποθετούνται σε υψηλού κινδύνου και ενδεχομένως χαμηλής ρευστότητας περιουσιακά στοιχεία.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα ότι πριν από την κρίση, υπήρξαν επενδύσεις σε σχετικά ασφαλή επενδυτικά αξιόγραφα με απόδοση άνω του 4%, συνολικού ύψους \$16 τρισ. Σήμερα, οι επενδύσεις αυτού του τύπου έχουν υποχωρήσει στα \$2 τρισ. Η αιτία της πτώσης εστιάζεται στο γεγονός, ότι υπάρχει υψηλό κεφαλαιακό απόθεμα προς επένδυση και περιορισμένος αριθμός περιουσιακών στοιχείων με υψηλή απόδοση. Ως αποτέλεσμα, οι επενδυτές αναλαμβάνουν περισσότερους κινδύνους και εκτίθενται σε μεγαλύτερες απώλειες κεφαλαίου, εάν οι αγορές αρχίσουν να υποχωρούν. Ταυτόχρονα, καταγράφεται αυξητική τάση του συνολικού χρέους (δημόσιο-ιδιωτικό) στις μεγαλύτερες οικονομίες του κόσμου. Ο δανεισμός από τις κυβερνήσεις, τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις (χωρίς να περιλαμβάνονται οι τράπεζες) στα κράτη-μέλη του G-20 υπερβαίνει τα \$135 τρισ., ήτοι ποσό που αντιστοιχεί περίπου στο 235% του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος τους. Παράλληλα, σημειώνεται, ότι παρά τα χαμηλά επιτόκια, τα ποσά εξυπηρέτησης του χρέους έχουν αυξηθεί για πολλές οικονομίες. Ο δανεισμός βοήθησε μεν την ανάκαμψη, αλλά δημιούργησε, νέους οικονομικούς κινδύνους.

Όπως επισημαίνει το ΔΝΤ, εάν η κατάσταση, δεν τύχει της κατάλληλης επίβλεψης μπορεί να οδηγήσει όχι μόνο στη διόγκωση αυτών των αδυναμιών σημείων αλλά και σε συνθήκες εκτροχιασμού της οικονομικής ανάκαμψης, στην περίπτωση εμφάνισης ενός γεγονότος με πολλαπλές αρνητικές επιδράσεις.

Στην Κίνα, το μέγεθος, η πολυπλοκότητα και ο ρυθμός αύξησης των πιστώσεων υποδεικνύουν αυξημένους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Τα περιουσιακά στοιχεία του τραπεζικού τομέα έχουν αυξηθεί στο 310% του ΑΕΠ, καταγράφοντας άνοδο 240%, από τα τέλη του 2012. Το ΔΝΤ εκτιμά, ότι απαιτούνται ευρύτερα μεταρρυθμιστικά μέτρα για να μειωθεί η εξάρτηση της οικονομίας από την ταχεία πιστωτική επέκταση.

Οι χώρες με χαμηλό εισόδημα έχουν επωφεληθεί από την ευνοϊκή οικονομική συγκυρία διεθνώς, διευρύνοντας την πρόσβασή τους στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο, όπως αποκαλύπτει η διαχρονική πορεία του δείκτη εξυπηρέτησης του χρέους, ο δανεισμός δεν χρησιμοποιήθηκε αποκλειστικά για τη χρηματοδότηση έργων υποδομής και την αναχρηματοδότηση του χρέους.

Τα χαμηλά επιτόκια και οι αυξανόμενες τιμές των διαφόρων στοιχείων ενεργητικού έχουν ευνοήσει την ανάπτυξη. Σε παγκόσμιο επίπεδο, οι μεγάλες τράπεζες, σύμφωνα με το ΔΝΤ έχουν ενισχύσει τα κεφαλαιακά τους αποθέματα κατά \$1 τρισ. από το 2009, ενώ οι επενδύσεις στις αναδυόμενες οικονομίες και στις χώρες χαμηλού εισοδήματος, έχουν αυξηθεί σημαντικά. Παράλληλα, η σημειωθείσα οικονομική ανάκαμψη προσφέρει τη δυνατότητα στις Κεντρικές Τράπεζες να

<sup>4</sup> Global Financial Stability Report October 2017: Is Growth at Risk?

ομαλοποιήσουν σταδιακά τη νομισματική πολιτική τους.

Το ΔΝΤ επισημαίνει ότι οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής θα πρέπει να αναλάβουν δράσεις προς συγκεκριμένη κατεύθυνση. Ειδικότερα:

- Οι κεντρικές τράπεζες να αποφύγουν τη δημιουργία αναταραχών στις αγορές επικοινωνώντας λεπτομερώς τα σχέδιά τους για τη σταδιακή εξομάλυνση των πολιτικών ποσοτικής χαλάρωσης.
- Οι αναδυόμενες οικονομίες και οι χώρες με χαμηλό εισόδημα να επωφεληθούν από τις ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες που επικρατούν διεθνώς προκειμένου να ενισχύσουν την ανθεκτικότητα των οικονομιών τους.
- Οι εποπτικές αρχές να επικεντρωθούν περισσότερο στα επιχειρηματικά μοντέλα των τραπεζών, προκειμένου να εξασφαλισθεί η βιώσιμη κερδοφορία τους.
- Να συνεχισθεί η ολοκλήρωση και η εφαρμογή ενός παγκόσμιου προγράμματος τροποποίησης των κανονιστικών ρυθμίσεων.

Λαμβάνοντας τα απαιτούμενα μέτρα, οι υπεύθυνοι για τη χάραξη πολιτικής θα διασφαλίσουν ότι η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη θα παραμείνει στη σωστή κατεύθυνση, διαφορετικά ελλοχεύει ο κίνδυνος να ανατραπεί όλη η αναπτυξιακή διαδικασία.

### Κινεζική οικονομία και συνέδριο ΚΚΚ

Στις 24 Οκτωβρίου ολοκληρώθηκε το συνέδριο του Κομμουνιστικού Κόμματος της Κίνας, το οποίο επανεξέλεξε τον Χι Jinping στην προεδρία του Κόμματος, για την επόμενη πενταετία. Στην ομιλία του, ο Σι παρουσίασε το όραμά του για την Κίνα και έθεσε τους παρακάτω στόχους για την οικονομία:

- Να μεταβεί η οικονομία σε ένα υπόδειγμα ανάπτυξης το οποίο θα στηρίζεται στην εγχώρια κατανάλωση.
- Να προωθηθούν μεταρρυθμίσεις, όπως η απελευθέρωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας και του χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και η μείωση των επενδύσεων σε επισφαλή προϊόντα.
- Να περιορισθεί η υπερβάλλουσα παραγωγική ικανότητα πολλών κρατικών επιχειρήσεων, ώστε να καταστούν ανταγωνιστικές.
- Να ενισχυθεί ο ρόλος της αγοράς στην κατανομή πόρων.
- Να τεθεί υπό έλεγχο το διογκώσιμο χρέος.
- Να εκσυγχρονιστεί πλήρως η Κίνα έως το 2035, στηριζόμενη στην καινοτομία.
- Να παραμείνει «ανοιχτή» η οικονομία της Κίνας στον υπόλοιπο Κόσμο αλλά και να συνδεθεί στενότερα με την παγκόσμια οικονομία, με τη διευκόλυνση των ξένων επενδύσεων, παραδείγματος χάριν. Η Κίνα, έχει ήδη δρομολογήσει ένα μεγάλοπνο σχέδιο, με το όνομα

«One Belt, One Road», το οποίο στοχεύει στην ενίσχυση της συνδεσιμότητας και της συνεργασίας ανάμεσα σε περίπου 60 χώρες, τεσσάρων Ηπείρων, με την υλοποίηση σημαντικών επενδύσεων σε υποδομές, ύψους περίπου \$6 τρις.

η) Να βελτιωθεί το βιοτικό επίπεδο των νοικοκυριών, με μέτρα που θα πατάξουν τη διαφθορά, θα μειώσουν τις εισοδηματικές ανισότητες και θα μειώσουν την ατμοσφαιρική ρύπανση.

Η επιτυχής υλοποίηση των ανωτέρω στόχων είναι σημαντική για την οικονομία της Κίνας αλλά και για την παγκόσμια οικονομία, καθώς η Κίνα είναι η τρίτη μεγαλύτερη οικονομία σε μέγεθος, παράγοντας περί το 15% του παγκόσμιου ΑΕΠ, ενώ παράλληλα, πραγματοποιεί περί το 13% του παγκόσμιου εμπορίου (στοιχεία 2016, ΔΝΤ, Παγκόσμιος Οργανισμός Εμπορίου).

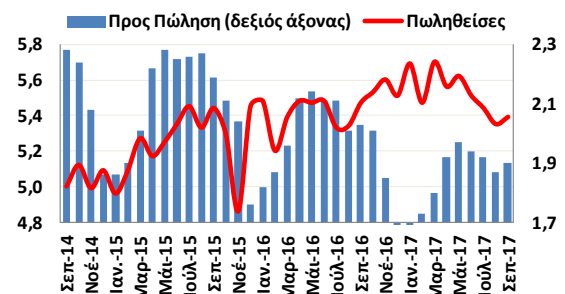
### ▼ ΗΠΑ

#### Αγορά κατοικίας

Οι πωλήσεις υφιστάμενων (μη νεόδμητων) κατοικιών, οι οποίες συνιστούν το 90% των πωλήσεων κατοικιών, τον Σεπτέμβριο αυξήθηκαν οριακά, κατά 0,7% σε μηνιαία βάση. Αντιθέτως, οι αναλυτές ανέμεναν μείωση των ανωτέρω πωλήσεων, εξαιτίας των τυφώνων Χάρβεϊ και Ίρμα. Η αύξηση των πωλήσεων μη νεόδμητων κατοικιών, έστω και οριακή, σε συνδυασμό με τα πρόσφατα μεγέθη των λιανικών πωλήσεων, της βιομηχανικής παραγωγής και των επιχειρηματικών προσδοκιών, προοιωνίζουν τη περιορισμένο αντίκτυπο των τυφώνων στην αγορά ακινήτων και, γενικότερα, στην εξέλιξη του ΑΕΠ στο τρίτο τρίμηνο του 2017.

Σε ετήσια βάση, το Σεπτέμβριο, οι πωλήσεις υφιστάμενων κατοικιών μειώθηκαν κατά 1,5%, διαμορφούμενες στις 5,5 εκατ. κατοικίες σε ετησιοποιημένη βάση.

Γράφημα 9. Μη νεόδμητες κατοικίες, πωληθείσες και προς πώληση (εκατ.)



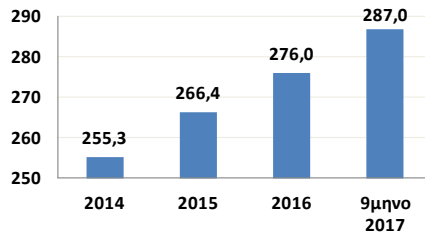
Πηγή: National Association of Realtors

Παράλληλα, τον Σεπτέμβριο, οι προς πώληση υφιστάμενες κατοικίες αυξήθηκαν οριακά, στις 1,90 εκατ. κατοικίες. Το απόθεμα των μη νεόδμητων κατοικιών προς πώληση κυμαίνεται περί τις 1,9 εκατ. κατοικίες από τον Απρίλιο και μετά (Γράφημα 9) και έχει μειωθεί κατά 7,9% στην περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 σε σχέση με την αντίστοιχη



περίοδο το 2016. Ωστόσο, η μέση τιμή πώλησης των υφιστάμενων κατοικιών (μη εποχικά διορθωμένα στοιχεία) διατηρεί την ανοδική της τάση, όπως φαίνεται στο Γράφημα 10.

Γράφημα 10. Μέση τιμή πώλησης των υφιστάμενων κατοικιών (χιλ. δολάρια)



Πηγή: National Association of Realtors

Οι πωλήσεις νέων κατοικιών, οι οποίες συνιστούν το 10% των πωλήσεων κατοικιών, το Σεπτέμβριο, υπερέβησαν τις προσδοκίες των αναλυτών, καταγράφοντας αύξηση κατά 18,9% σε μηνιαία βάση και κατά 17,0% σε ετήσια. Η σημαντική αύξηση είναι αποτέλεσμα, κυρίως, της ζήτησης για νέες κατοικίες στις περιοχές που έπληξαν οι τυφώνες Χάρβεϊ και Ίρμα, στα τέλη του Αυγούστου. Ωστόσο, και σε άλλες περιοχές παρατηρήθηκαν αυξημένες πωλήσεις νέων κατοικιών.

Η έναρξη νέων κατοικιών, τον Σεπτέμβριο, μειώθηκε κατά 4,7% σε μηνιαία βάση αλλά είναι αυξημένες κατά 6,1% σε ετήσια βάση. Επιπροσθέτως, οι άδειες νέων οικοδομών μειώθηκαν σε μηνιαία βάση κατά 4,5% και κατά 4,3% σε ετήσια.

Οι προοπτικές για την αγορά κατοικιών παραμένουν θετικές, στηριζόμενες στις βελτιούμενες συνθήκες στην αγορά εργασίας, στον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης και στο σε σχετικά χαμηλό κόστος δανεισμού. Αναλυτικότερα:

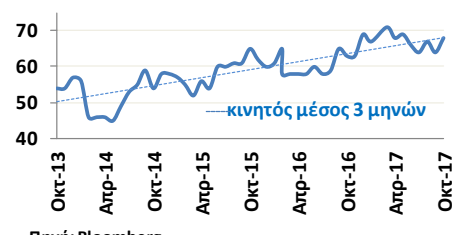
- α) το ποσοστό ανεργίας, το Σεπτέμβριο, διαμορφώθηκε στο χαμηλό 4,2%,
- β) την εβδομάδα που έληξε 14 Οκτωβρίου, οι αιτήσεις για χορήγηση επιδόματος ανεργίας υποχώρησαν για 137<sup>η</sup> συνεχόμενη εβδομάδα, διαμορφούμενες στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 44 ετών,
- γ) στο δεύτερο τρίμηνο του 2017 τα εισοδήματα από εργασία αυξήθηκαν κατά 2,9% σε ετήσια βάση και
- δ) στο δεύτερο τρίμηνο, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 3,1% και το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα κατά 3,3%, σε ετήσια βάση.

Ενδεικτικό της αισιοδοξίας που επικρατεί στην αγορά κατοικίας είναι ότι, ο δείκτης προσδοκιών των κατασκευαστών κατοικιών (NAHB) αποκλιμακώθηκε μεν από το ιστορικό υψηλό του Μαρτίου 2017 (71 μονάδες), αλλά εξακολουθεί να διατηρείται σε υψηλό επίπεδο, στις 68 μονάδες τον Οκτώβριο (βλ. Γράφημα 11).

Δεδομένης της εύρωστης αγοράς εργασίας, οι προοπτικές για την αγορά κατοικιών στο δεύτερο εξάμηνο του 2017, θα καθοριστούν από δύο αντίρροπες δυνάμεις: α) την περαιτέρω αύξηση των βασικών επιτοκίων της Fed, η οποία θα συμπαρασύρει το κόστος των στεγαστικών δανείων

και β) την υλοποίηση των κυβερνητικών εξαγγελιών για ελαστικοποίηση του θεσμικού πλαισίου που αφορά τις κατασκευές και τις αγοραπωλησίες κατοικιών.

Γράφημα 11. Δείκτης προσδοκιών των κατασκευαστών κατοικιών (NAHB)



Πηγή: Bloomberg

## ▼ Ζώνη του Ευρώ (ΖΤΕ)

### Χρέος και έλλειμμα γενικής κυβέρνησης

Το 2016, το χρέος της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε στο 88,9% του ΑΕΠ, από 89,9% το 2015. Επιπροσθέτως, το 2016, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης συρρικνώθηκε στο 1,5% του ΑΕΠ, από 2,1% το 2015.

Σε επίπεδο κράτους-μέλους, το χρέος της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ, αυξήθηκε σε πέντε εκ των 19 κρατών-μελών της ΖΤΕ: στην Ελλάδα, την Ιταλία, την Πορτογαλία, τη Γαλλία και τη Λετονία. Στην Ελλάδα ακολουθείται πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής, ενώ στη Λετονία το χρέος της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 40,6% το 2016, πολύ χαμηλότερα του ορίου που θέτει το Σύμφωνο Ανάπτυξης και Σταθερότητας (60%). Αντιθέτως, το αυξανόμενο χρέος της Ιταλίας και της Γαλλίας, στο 132% και 96,5% του ΑΕΠ, αντίστοιχα, εγείρει ανησυχίες ως προς τη βιωσιμότητά του. Ειδικότερα για τη Γαλλία, το πρόβλημα εντείνεται από το γεγονός ότι το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης διαμορφώνεται στο 3,4% του ΑΕΠ, υψηλότερα του ανώτατου προβλεπόμενου ορίου από το Σύμφωνο Ανάπτυξης και Σταθερότητας, ίσο με 3% του ΑΕΠ.

Στο δεύτερο τρίμηνο του 2017, το χρέος της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 89,1% του ΑΕΠ, και το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης συρρικνώθηκε στο 1,2% του ΑΕΠ.

## ▼ Γερμανία

### Δείκτης οικονομικού κλίματος Ifo

Ο δείκτης οικονομικού κλίματος Ifo, τον Οκτώβριο, ανήλθε στο ιστορικό υψηλό των 116,7 μονάδων (Σεπτέμβριος: 115,3 μονάδες). Η αύξηση του δείκτη οφείλεται στην αύξηση των επιμέρους δεικτών, ήτοι της τρέχουσας οικονομικής συγκυρίας και των προσδοκιών για την πορεία της οικονομίας κατά τους επόμενους έξι μήνες. Σε επίπεδο κλάδου της οικονομίας, αξίζει να σημειωθεί η ενίσχυση των επιχειρηματικών προσδοκιών στον μεταποιητικό

κλάδο, η οποία στηρίζεται στην αυξημένη ζήτηση για τον κλάδο και αποτυπώνεται στο υψηλό ποσοστό αξιοποίησης εργοστασιακού δυναμικού (capacity utilisation) του κλάδου, ίσο με 87,1%.

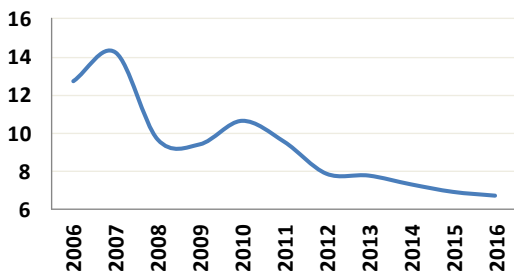
▼  
**KINA**

**ΑΕΠ**

Στο τρίτο τρίμηνο του 2017, ο ρυθμός ανάπτυξης στην Κίνα μειώθηκε οριακά, στο 6,8% σε ετήσια βάση, έναντι 6,9% στα δύο προηγούμενα τρίμηνα. Εκτιμάται ότι, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα ανέλθει στο 6,8% το 2017, έναντι 6,7% το 2016, αναστρέφοντας την αρνητική πορεία που έχει διαγράψει από το 2010 (βλ. Γράφημα 12) και υπερβαίνοντας τον κυβερνητικό στόχο για ρυθμό ανάπτυξης της τάξεως του 6,5% το 2017.

Η επιτάχυνση της ανάκαμψης το 2017, εν μέρει οφείλεται στη διασταλτική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική που εφαρμόστηκε το 2016. Ωστόσο, αναλυτές εκφράζουν ανησυχία για τις μακροπρόθεσμες συνέπειες της ακολουθούμενης πολιτικής, η οποία στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στη διόγκωση του δημόσιου και ιδιωτικού χρέους της Κίνας, αυξάνοντας τον κίνδυνο αποσταθεροποίησης του χρηματοοικονομικού συστήματος. Σύμφωνα με το ΔΝΤ (Αύγουστος 2017), το συνολικό χρέος της Κυβέρνησης, των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 242% του ΑΕΠ το 2016 και θα εκτιναχθεί στο 300% το 2022, οδηγώντας το ΔΝΤ σε επανειλημμένες συστάσεις προς την Κίνα να περιορίσει την πιστωτική επέκταση και τους οίκους πιστοληπτικής ικανότητας σε υποβάθμιση του αξιόχρεου της Κίνας.

Γράφημα 12. Ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ (% σε ετήσια βάση)



Πηγή: World Bank

Επιπροσθέτως, ανησυχία εμπνέει η συνεχιζόμενη άνοδος των τιμών των κατοικιών εξαιτίας της αυξημένης ζήτησης για αυτές. Είναι χαρακτηριστικό ότι, το δωδεκάμηνο Σεπτεμβρίου 2016-Αυγούστου 2017, το 38% των δανείων αφορούσε ενυπόθηκα δάνεια και η Τοπική Αυτοδιοίκηση αγόρασε το 18% του όγκου των προς πώληση κατοικιών. Αξίζει να σημειωθεί ότι, πέραν της αγοράς κατοικίας, οι Τοπικές Αρχές έχουν στηρίξει σημαντικά τις επενδύσεις σε έργα υποδομών, αλλά οι ιδιωτικές επενδύσεις αυξάνονται με αισθητά χαμηλότερο ρυθμό. Ενδεικτικά, στο εννεάμηνο 2017, οι κρατικές επιχειρήσεις αύξησαν τις επενδύσεις σε πάγια

κεφάλαια περίπου κατά 11% σε ετήσια βάση, ενώ οι ιδιωτικές επιχειρήσεις κατά 6%, περίπου.

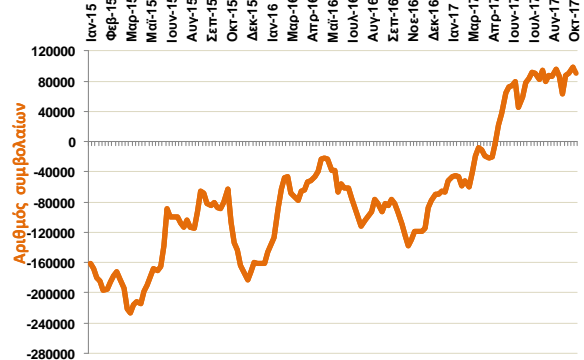
Στο τέταρτο τρίμηνο του 2017, οι αναλυτές αναμένουν επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ, στο 6,7% σε ετήσια βάση και στο 6,3% το 2018. Ωστόσο, εκτιμάται ότι η πολιτική ηγεσία της Κίνας θα επιδιώξει ο ρυθμός ανάκαμψης να κινηθεί άνω του 6,5% ως το 2010.

**Αγορές Κεφαλαίου & Συναλλάγματος**

▼  
**Ισοτιμίες**

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Χρηματιστηρίου του Σικάγου, οι συνολικές καθαρές τοποθετήσεις (αγορές μείον πωλήσεις) για **μη εμπορικές συναλλαγές (specs)** στο ευρώ (Γράφημα 13) την εβδομάδα που έληξε στις 17 Οκτωβρίου μειώθηκαν κατά 7.627 συμβόλαια, με αποτέλεσμα οι συνολικές καθαρές θέσεις να διαμορφωθούν στα 90.452 συμβόλαια από 98.079 που ήταν την προηγούμενη εβδομάδα. Σημειώνεται ότι πρόκειται για την πρώτη εβδομαδιαία μείωση που καταγράφεται από τις 19 Σεπτεμβρίου.

Γράφημα 13. Specs θέσεις εναντίον (short) του ευρώ



Πηγή: CFTC/JMM, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών Alpha Bank

**Ευρώ:** Η ισοτιμία ευρώ-δολαρίου στις 23 Οκτωβρίου στην Ευρώπη διαμορφωνόταν περί τα 1,1737 USD/EUR με αποτέλεσμα το ευρώ να σημειώνει από την αρχή του έτους κέρδη 11,6%, έναντι του δολαρίου. Το ευρώ εμφανίζεται ενισχυμένο σε εβδομαδιαία βάση, έναντι του δολαρίου-ΗΠΑ, κινούμενο υψηλότερα κατά 13,5% από το χαμηλό των τελευταίων 14 ετών (\$1,0342) που κατέγραψε στις 3 Ιανουαρίου 2017.

Οι απώλειες του ευρώ αποδίδονται στο πολιτικό περιβάλλον που επικρατεί στην Ισπανία μετά την προσπάθεια της Καταλονίας για κάποια μορφή ανεξαρτησίας. Ωστόσο, οι επενδυτές θα επικεντρώσουν το ενδιαφέρον τους την τρέχουσα εβδομάδα στην επικείμενη συνεδρίαση της Επιτροπής Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τραπέζης, καθώς αναμένεται να αποφασισθεί ο τρόπος απομάκρυνσης από την πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης.



Στις ΗΠΑ, η προσοχή της αγοράς στρέφεται στον επόμενο Πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τραπέζης (Fed) και στο ύφος της νομισματικής πολιτικής που πρόκειται να ακολουθήσει. Η επιλογή ενός προσώπου που επικροτεί την περιοριστική νομισματική πολιτική αναμένεται να λειτουργήσει υπέρ του δολαρίου. Χαρακτηριστικά αναφέρεται, ότι η αγορά τιμολογούσε στις 23 Οκτωβρίου την αύξηση του βασικού επιτοκίου της Fed στη συνεδρίαση της 13<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου κατά 0,25%, με πιθανότητα 83,6%, όταν στις 16 Οκτωβρίου η πιθανότητα ήταν στο 76,5%.

Παράλληλα, οι επενδυτές παρακολουθούν τις εξελίξεις που αφορούν τη φορολογική μεταρρύθμιση στις ΗΠΑ, καθώς η έγκριση ψηφίσματος για τον προϋπολογισμό από την Γερουσία την περασμένη εβδομάδα, ενδεχομένως να αποτελεί προμήνυμα ότι τα προεκλογικά σχέδια του Προέδρου Trump για το νέο φορολογικό καθεστώς να εισέρθουν σε φάση υλοποίησης εντός του έτους.

**Ελβετικό Φράγκο:** Το ευρώ, εμφανίζεται ενισχυμένο έναντι του φράγκου στην αρχή της εβδομάδας, κινούμενο στην περιοχή των 1,1583 φράγκων. Σημειώνεται ότι το ευρώ ενισχύεται έναντι του φράγκου από την αρχή του έτους κατά 8,1%.

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 στην SNB, αυξήθηκε οριακά στα 578,60 δισ. φράγκα για την εβδομάδα που έληξε στις 20 Οκτωβρίου, από 578,51 δισ. φράγκα που ήταν την εβδομάδα μέχρι και τις 13 Οκτωβρίου.

**Στερλίνα:** Αρνητική η εικόνα της στερλίνας σε εβδομαδιαία βάση, καθώς στις 23 Οκτωβρίου κατέγραφε απώλειες τόσο έναντι του δολαρίου-ΗΠΑ (1,3180 USD/GBP), όσο και έναντι του ευρώ (0,8904 GBP/EUR). Σωρευτικά η στερλίνα καταγράφει απώλειες 4,5% έναντι του ευρώ από την αρχή του έτους και κέρδη 6,8% σε σχέση με το δολάριο. Σημειώνεται ότι από την ημέρα διεξαγωγής του δημοψηφίσματος της 23<sup>ης</sup> Ιουνίου 2016, η στερλίνα έχει διολισθήσει κατά 11,0% έναντι του δολαρίου και κατά 16,1% έναντι του ευρώ.

Το ενδιαφέρον των επενδυτών επικεντρώνεται στην ανακοίνωση της πορείας του ΑΕΠ στο τρίτο τρίμηνο, καθώς θα μπορούν να ανιχνεύσουν τις προθέσεις της Τραπέζης της Αγγλίας (BoE) για αύξηση του βασικού της επιτοκίου για πρώτη φορά μετά από μια δεκαετία, μέχρι το τέλος του έτους. Τα προσωρινά στοιχεία υποδηλώνουν ότι το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,3% το τρίτο τρίμηνο. Ωστόσο, αν η μέτρηση είναι χαμηλότερη από την προσδοκώμενη τότε θα περιορισθεί η πιθανότητα για αύξηση του επιτοκίου της BoE τον επόμενο μήνα. Υπό τις παρούσες συνθήκες, η αγορά τιμολογεί την αύξηση του

βασικού επιτοκίου κατά 0,25% στις 2 Νοεμβρίου με πιθανότητα 81,3%, όταν στις 16 Οκτωβρίου η πιθανότητα ήταν 82,4%.

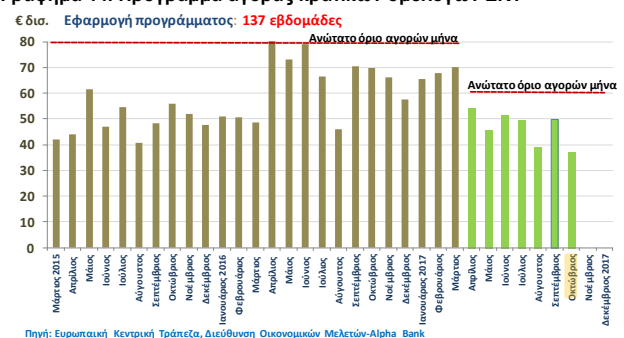
Η πρωθυπουργός του Ηνωμένου Βασιλείου Theresa May εμφανίζεται αισιόδοξη για την πορεία αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου (ΗΒ) από την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), δηλώνοντας ότι οι ηγέτες της ΕΕ δεν χρειάζεται να ανησυχούν για τα τρέχοντα δημοσιονομικά σχέδια, το ΗΒ θα τιμήσει τις δεσμεύσεις που είχε ήδη αναλάβει ως μέλος της ΕΕ, με αποτέλεσμα να υπάρξει μια καλή συμφωνία.

Σε επίπεδο ανάληψης επενδυτικού κινδύνου, το ασφάλιστρο κινδύνου (CDS-credit default swaps) πενταετούς διάρκειας, διαμορφωνόταν στις 23 Οκτωβρίου στα 26,6 bps από 26,1 bps που ήταν την προηγούμενη εβδομάδα.

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

Οι αγορές κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ (Γράφημα 14) την εβδομάδα μέχρι τις 20 Οκτωβρίου στο πλαίσιο εφαρμογής του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (QE), ανήλθαν στα €1.785,1 δισ. με αποτέλεσμα ο μέσος εβδομαδιαίος όρος από την έναρξη του προγράμματος να διαμορφώνεται στα €13,0 δισ. Παράλληλα, στην ίδια περίοδο, η ΕΚΤ προχώρησε σε αγορές καλυμμένων ομολόγων, αξίας € 921 εκατ. και Asset-backed securities αξίας € 193 εκατ. Επίσης, η ΕΚΤ πραγματοποίησε την περασμένη εβδομάδα αγορές εταιρικών και ασφαλιστικών ομολογιακών τίτλων αξίας € 1.300 εκατ. ενώ από τις 8 Ιουνίου 2016 έχει συνολικά αγοράσει € 119,5 δισ.

Γράφημα 14. Πρόγραμμα αγοράς κρατικών ομολόγων ΕΚΤ

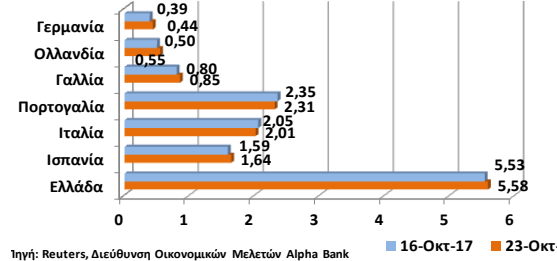


Στην Ελληνική αγορά ομολόγων, το εύρος τιμών (αγορά) του 10ετούς ομολόγου λήξης 24 Φεβρ. 2027 διαμορφωνόταν στις 23 Οκτωβρίου μεταξύ 87,35-87,74 ήτοι απόδοση 5,55%-5,61%. Υπενθυμίζεται, ότι στις 18 Ιουλίου 2017 το 10ετές ομολόγο της Ελληνικής Δημοκρατίας κατέγραψε χαμηλό αποδόσεως 5,25% και στις 8.7.2015 υψηλό αποδόσεως 19,27%.

Η διαφορά απόδοσης μεταξύ του Ελληνικού 10ετούς και Γερμανικού ομολόγου (spread) διατηρήθηκε στις 515 μονάδες βάσης. Παράλληλα, η απόδοση του

10ετούς Γερμανικού ομολόγου, ως σημείο αναφοράς του κόστους δανεισμού της Ζώνης του Ευρώ, αυξήθηκε στο 0,44% (Γράφημα 15). Το 10ετές ομόλογο της Πορτογαλίας στις 23 Οκτωβρίου κατέγραφε απόδοση 2,31%, της Ισπανίας 1,64% και της Ιταλίας 2,01%.

Γράφημα 15. Αποδόσεις 10ετών ομολόγων



Πηγή: Reuters, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών Alpha Bank

Η διαφορά απόδοσης του 10ετούς Πορτογαλικού ομολόγου σε σχέση με την αντίστοιχη του Γερμανικού, υποχώρησε σε εβδομαδιαία βάση στις 187 μ.β. και του 10ετούς Ιταλικού ομολόγου υποχώρησε στις 158 μ.β. (Πίνακας 1). Στις ΗΠΑ, η απόδοση του 10-ετούς ομολόγου διαμορφωνόταν στο 2,39% στις 23 Οκτωβρίου 2017.

Πίνακας 1. Διαφορά αποδόσεων 10ετών ομολόγων της ΖτΕ με το αντίστοιχο 10ετές της Γερμανίας

	23-Οκτ-17	16-Οκτ-17	Διαφορά μβ*
<b>Ελλάδα</b>	<b>515</b>	515	0
<b>Ισπανία</b>	120	120	0
<b>Ιταλία</b>	158	167	-9
<b>Πορτογαλία</b>	187	196	-9
<b>Γαλλία</b>	42	42	0
<b>Ολλανδία</b>	11	11	0

Πηγή: Reuters \*μβ=μονάδες βάσης

## Νοτιοανατολική Ευρώπη

### Κύπρος

#### Fitch Ratings

Στις 20 Οκτωβρίου, ο οίκος αξιολόγησης Fitch Ratings αναβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της Κύπρου στο BB από το BB- και διατήρησε τις θετικές προοπτικές. Η απόφαση αυτή βασίστηκε κατ'αρχήν

στη βελτίωση που σημείωσαν τα δημοσιονομικά στοιχεία, καθώς το 2017 αναμένεται υψηλότερο πλεόνασμα του προϋπολογισμού ως ποσοστό του ΑΕΠ συγκριτικά με το 2016 και υποχώρηση του δημοσίου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ. Επίσης, η οικονομική ανάκαμψη διευρύνθηκε και ο ρυθμός ανάπτυξης έχει επανειλημμένα ξεπεράσει τις προβλέψεις. Η Fitch Ratings εκτιμά ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα διαμορφωθεί στο 3,5%, κατά μέσο όρο, στην περίοδο 2017-2018, καθώς στο πρώτο εξάμηνο του 2017 ήταν 3,6%, έναντι 2,9% το 2016. Παράλληλα, η ανάκαμψη αντανακλάται και στην υποχώρηση του ποσοστού της ανεργίας στο 10,6% στο δεύτερο τρίμηνο του 2017 από το υψηλό 16% το 2014.

## Ρουμανία

#### Προϋπολογισμός

Στο πρώτο εννεάμηνο του 2017, το έλλειμμα του προϋπολογισμού σχεδόν διπλασιάστηκε και από RON 3,7 δισ. (0,49% του ΑΕΠ) στο πρώτο εννεάμηνο του 2016 ανήλθε σε RON 6,8 δισ. (0,81% του ΑΕΠ), λόγω της μεγαλύτερης αύξησης των δαπανών συγκριτικά με αυτή των εσόδων. Σύμφωνα με το Υπουργείο Οικονομικών της Ρουμανίας, τα στοιχεία αυτά υποδεικνύουν ότι θα επιτευχθεί ο στόχος για έλλειμμα του προϋπολογισμού 2,96% του ΑΕΠ το 2017.

Αναλυτικότερα, τα έσοδα του προϋπολογισμού αυξήθηκαν κατά 8,8%, σε ετήσια βάση. Αυξημένα ήταν τα έσοδα από τις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης (+16,1%) και τον φόρο εισοδήματος (+9,1%). Αντιθέτως, μείωση παρουσίασαν τα έσοδα από φόρους και φόρους ακινήτων κατά 12,1% και τα έσοδα από τον ΦΠΑ κατά 0,3%, λόγω των μειώσεων του βασικού συντελεστή ΦΠΑ τον Ιανουάριο του 2016 και τον Φεβρουάριο του 2017.

Παράλληλα, οι δαπάνες του προϋπολογισμού αυξήθηκαν κατά 10,5%, σε ετήσια βάση. Αύξηση σημείωσαν οι δαπάνες προσωπικού (+21,6%), λόγω της αύξησης των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων και οι δαπάνες κοινωνικής πρόνοιας (+11,7%), κυρίως λόγω των αυξήσεων της κατώτατης σύνταξης, την 1 Ιανουαρίου 2017 και την 1 Ιουλίου 2017.

**Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΕ ΑΡΙΘΜΟΥΣ**  
 (ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

Ετήσια στοιχεία	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ΑΕΠ (σε σταθερές τιμές)	-5,5	-9,1	-7,3	-3,2	0,7	-0,3	-0,2
Τελική Καταναλωτική Δαπάνη Νοικοκυριών	-6,5	-10,0	-8,3	-2,8	0,6	-0,5	-0,1
Δημόσια Κατανάλωση	-4,2	-7,0	-6,0	-6,4	-1,4	1,2	-1,5
Ακαθάριστες Επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου	-19,3	-20,5	-23,5	-8,4	-4,7	-0,3	1,6
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	4,4	0,0	1,2	1,5	7,7	3,1	-1,8
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	-3,4	-9,4	-9,1	-2,4	7,7	0,4	0,3
Γενικός Δκτ Τιμών Καταναλωτή	4,7	3,3	1,5	-0,9	-1,3	-1,7	-0,8
Ανεργία (%)	12,7	17,9	24,4	27,5	26,5	25,1	23,6
Χρηματοδότηση Ιδιωτικού Τομέα	0,0	-3,1	-4,0	-3,9	-3,1	-2,0	-1,5
Πρωτογενές Ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ) <sup>(1)</sup>	-5,7	-3,3	-1,0	1,7	0,2	0,5	3,9
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	146,2	172,1	159,6	177,4	179,7	177,4	179,0
Ισοζύγιο Τρεχ. Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-11,4	-10,0	-3,8	-2,0	-1,6	0,1	-0,6

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

Δείκτες Οικονομικής Συγκυρίας	2015	2016	2016		2017		2017
	έτος	έτος	Q3	Q4	Q1	Q2	Τελευταία διαθέσιμη περίοδος
<b>Οικονομική Δραστηριότητα</b>							
Όγκος Λιανικού Εμπορίου (εκτός καυσίμων και λιπαντικών)	-0,5	0,5	3,7	2,4	2,4	2,5	2,5 (Ιαν.-Ιουλ.)
Νέες εγγραφές Επιβατηγών Αυτοκινήτων	13,8	10,7	16,8	4,0	37,8	4,0	21,5 (Ιαν.-Σεπ.)
Ιδιωτική Οικοδομική Δραστηριότητα (όγκος σε χιλ. μ <sup>3</sup> )	-0,2	-6,9	38,4	-9,5	16,7	31,1	24,0 (Ιαν.-Ιούν.)
Βιομηχανική Παραγωγή: Μεταποίηση	1,8	4,2	5,3	2,2	6,0	2,6	3,8 (Ιαν.-Ιουλ.)
Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών PMI στη μεταποίηση	45,4	49,2	49,4	48,7	47,0	49,4	52,8 (Σεπτ.)
Δείκτης Οικονομικού Κλίματος	89,7	91,8	92,1	94,1	93,8	94,0	100,6 (Σεπτ.)
Δείκτης Επιχειρηματικών Προσδοκιών στη Βιομηχανία	81,9	91,2	91,1	91,2	92,0	91,1	99 (Σεπτ.)
Δείκτης Εμπιστοσύνης Καταναλωτών	-51,0	-68,0	-68,0	-65,0	-71,8	-70,2	-53,7 (Σεπτ.)
<b>Πιστωτική Επέκταση (τέλος περιόδου)</b>							
Ιδιωτικός Τομέας	-2,0	-1,5	-1,6	-1,5	-1,3	-1,3	-0,9 (Αυγ.)
Μη-χρηματοπιστωτικές Επιχειρήσεις	-1,2	0,0	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	0,3 (Αυγ.)
- Βιομηχανία	2,4	-1,5	-0,7	-1,5	-2,0	-4,7	-4,1 (Αυγ.)
- Κατασκευές	-0,9	-0,7	-0,5	-1,1	-2,8	-3,0	-2,2 (Αυγ.)
- Τουρισμός	0,6	2,3	0,3	2,3	2,2	1,7	1,4 (Αυγ.)
Νοικοκυριά	-3,1	-2,8	-2,8	-2,8	-2,6	-2,5	-2,3 (Αυγ.)
- Καταναλωτικά Δάνεια	-2,3	-0,8	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,4 (Αυγ.)
- Στεγαστικά Δάνεια	-3,5	-3,5	-3,4	-3,5	-3,3	-3,2	-3,0 (Αυγ.)
<b>Τιμές</b>							
Δείκτης Τιμών Καταναλωτή	-1,7	-0,8	-1,0	-0,4	1,4	1,3	1,0 (Σεπτέμβριος)
Δομικός Πληθωρισμός	-0,5	-0,1	-0,3	-0,7	-0,4	0,2	0,3 (Σεπτέμβριος)
Δείκτης Τιμών Διαμερισμάτων	-5,1	-2,4	-1,5	-1,0	-1,7	-1,2	-1,2 (β' τρίμηνο)
<b>ΑΕΠ σε σταθερές τιμές</b>	-0,3	-0,2	2,0	-1,0	0,4	0,8	0,8 (β' τρίμηνο)
Ιδιωτική Κατανάλωση	-	-	6,1	1,0	1,2	0,7	0,7 (β' τρίμηνο)
Δημόσια Κατανάλωση	1,2	-1,5	-1,3	-2,0	-1,9	3,3	3,3 (β' τρίμηνο)
Επενδύσεις	-0,3	1,6	12,7	-14,0	10,8	-4,6	-4,6 (β' τρίμηνο)
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	3,1	-1,8	10,8	5,0	5,2	9,5	9,5 (β' τρίμηνο)
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	0,4	0,3	13,9	3,5	11,7	3,1	3,1 (β' τρίμηνο)
<b>Ισοζύγιο Πληρωμών (σε δις €)</b>							
Εξαγωγές Αγαθών	24,8	24,5	6,3	6,6	6,7	7,1	18,1 (Ιαν.-Αυγ.)
Εισαγωγές Αγαθών	42,0	41,1	10,1	11,1	11,8	11,2	30,5 (Ιαν.-Αυγ.)
Εμπορικό Ισοζύγιο	-17,2	-16,6	-3,8	-4,5	-5,1	-4,1	-12,4 (Ιαν.-Αυγ.)
Ισοζύγιο Τρεχ./ών Συναλλαγών	0,2	-1,1	4,0	-2,3	-2,6	-0,2	0,1 (Ιαν.-Αυγ.)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛΣΤΑΤ, ΙΟΒΕ

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