

ECONOMY & MARKETS

The Eurobank Research Bulletin

Η Έξαρση του Πληθωρισμού και μία Έρευνα Κόστους Επιχειρήσεων

1. Το μακροοικονομικό πλαίσιο του πληθωρισμού

1.1 Εισαγωγή

1.2 Τα χαρακτηριστικά του πληθωρισμού

1.3 Επίδραση νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής

1.4 Αιτίες: συγκυριακό ή δομικό φαινόμενο; Κίνδυνος εμμονής του πληθωρισμού

1.5 Προοπτικές νομισματικής πολιτικής

1.6 Επιπτώσεις σε νοικοκυριά, επιχειρήσεις και τις διεθνείς κεφαλαιαγορές

1.7 Ο πληθωρισμός στην Ελλάδα

2. Έρευνα κόστους επιχειρήσεων

2.1 Βασικά ευρήματα, ποιοτικά και ποσοτικά χαρακτηριστικά

2.2 Επιπτώσεις για τις προοπτικές της πιστωτικής επέκτασης

1.1 Εισαγωγή

Η παγκόσμια οικονομία, και δη οι ανεπτυγμένες αγορές, έχουν εισέλθει σε μία νέα περίοδο με χαρακτηριστικά ξεχασμένα για δεκαετίες: υψηλός πληθωρισμός με ταυτόχρονη επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης, περιοριστικές νομισματικές πολιτικές και γεωπολιτικές εντάσεις που οδηγούν σε τάσεις αντιστροφής της οικονομικής παγκοσμιοποίησης των προηγούμενων ετών. Η συγκυρία τονίζεται περαιτέρω από την πιο μακροχρόνια τάση της μετάβασης σε ένα πιο πράσινο και αειφόρο μοντέλο ανάπτυξης για την συγκράτηση του φαινομένου του θερμοκηπίου, η οποία, μεταξύ άλλων, ενισχύει περαιτέρω τις πληθωριστικές πιέσεις μέσω της αλλαγής του ενεργειακού μείγματος. Το πρώτο μέρος αυτής της Έκθεσης επιχειρεί να απαντήσει στα παρακάτω κεντρικά ερωτήματα: (α) ποια είναι τα χαρακτηριστικά του πληθωριστικού κύματος και, συναρτήσει αυτού, πόσο αναμένεται να διαρκέσει, (β) θα καταφέρουν οι αρχές άσκησης νομισματικής πολιτικής να ανασχέσουν τον πληθωρισμό χωρίς να κυλίσουν οι οικονομίες σε ύφεση; (γ) ποιες θα είναι οι επιπτώσεις σε νοικοκυριά, επιχειρήσεις και τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές;

Contributing Authors:

Ανδρέας Αθανασόπουλος
Αναπληρωτής Διευθύνων
Σύμβουλος
aathanassopoulos@eurobank.gr

Τάσος Αναστασάτος
Επικεφαλής Οικονομολόγος
Ομίλου
tanastasatos@eurobank.gr

Ειδικές ευχαριστίες στην κα Παρασκευή Πετροπούλου και τον κο Στέλιο Γώγο για την πολύτιμη βοήθειά τους.

(δ) τα ειδικά χαρακτηριστικά του πληθωρισμού στην ελληνική οικονομία, η διασπορά του και το ύψος του σε σχέση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης.

Η μεγάλη σημασία του φαινομένου έχει κινητροδοτήσει τη διεξαγωγή αναλύσεων σε εγχώριο επίπεδο, όπως και διεθνώς, με την πλειοψηφία αυτών όμως να επικεντρώνεται στις επιδράσεις που ο πληθωρισμός έχει στα νοικοκυριά. Ωστόσο, πολύ σημαντική για την μελλοντική πορεία της οικονομίας είναι και η αποτίμηση των επιδράσεων που έχει στις επιχειρήσεις της χώρας και δη τις μικρομεσαίες στις οποίες βρίσκεται η πλειοψηφία των θέσεων εργασίας. Το δεύτερο μέρος αυτής της Έκθεσης επιχειρεί να καταγράψει και να αναλύσει την αποτίμηση που οι ίδιες οι επιχειρήσεις κάνουν. Οι στενές σχέσεις της Τράπεζας με τις επιχειρήσεις-πελάτες της επέτρεψε τη συλλογή ενός μοναδικού δείγματος για τη διεξαγωγή μίας τέτοιας έρευνας. Στελέχη της τράπεζας (RMs Δικτύου καταστημάτων, Account Managers, V-Banking RMs) έθεσαν 8 στοχευμένες ερωτήσεις σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις με κύκλο εργασιών έως €5εκ., σχετικά με τις επιπτώσεις της αύξησης του κόστους ενέργειας και πρώτων υλών, συνέλεξαν κι επεξεργάστηκαν τις απαντήσεις. Η έρευνα διεξήχθη στα τέλη της άνοιξης του 2022, μετά το ξέσπασμα του πολέμου στην Ουκρανία, όταν το πληθωριστικό φαινόμενο άρχισε να εμφανίζει έξαρση και στην Ελλάδα και κατέστη φανερό ότι θα διαρκέσει περισσότερο από όσο οι επίσημοι φορείς είχαν εκτιμήσει αρχικά. Στην έρευνα έλαβαν μέρος 1.408 επιχειρήσεις από βασικούς κλάδους της ελληνικής οικονομίας. Οι απαντήσεις τους σκιαγραφούν την επίδραση του πληθωριστικού φαινομένου στη λειτουργία τους αλλά και τα πλάνα δράσης τους. Η μελέτη καταλήγει με την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων αναφορικά με τις επιπτώσεις του πληθωρισμού για τις προοπτικές της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις.

1.2 Τα χαρακτηριστικά του πληθωρισμού

Τα χρόνια που προηγήθηκαν της πανδημίας του κορωνοϊού, η παγκόσμια οικονομία και δη οι ανεπτυγμένες χώρες πορεύτηκαν σε συνθήκες σχετικής σταθερότητας του επιπέδου των τιμών. Ιδίως η οικονομία της Ευρωζώνης γνώρισε μια παρατεταμένη περίοδο πολύ χαμηλού πληθωρισμού, με τον βασικό πληθωρισμό στο 1,1% κατά μέσο όρο από το 2012 και τον πυρήνα του πληθωρισμού μόλις στο 1,0%. Οι λόγοι για τον χαμηλό πληθωρισμό αφορούσαν μία σχετική αδυναμία της ζήτησης στον απόηχο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-2009 και της κρίσης δημόσιου χρέους, αλλά και διαρθρωτικά χαρακτηριστικά από την πλευρά της προσφοράς, με κυρίαρχους τέσσερις παράγοντες:

α) την παγκοσμιοποίηση, η οποία οδήγησε στην εισαγωγή τελικών προϊόντων, ενδιάμεσων προϊόντων και πρώτων υλών σε χαμηλό κόστος, στην εισαγωγή φτηνού εργατικού δυναμικού, καθώς και στη μεταφορά της παραγωγής πολλών δυτικών πολυεθνικών επιχειρήσεων σε αναπτυσσόμενες χώρες, προεξάρχουσας της Κίνας. Δημιουργήθηκαν σύνθετες υπερεθνικές εφοδιαστικές αλυσίδες και κανάλια διανομής. Αυτές οι εξελίξεις, όχι μόνο επιδρούσαν πτωτικά στις τιμές προϊόντων και υπηρεσιών, αλλά συγκρατούσαν και τις αυξήσεις μισθών.

β) τη διείσδυση νέων τεχνολογιών στην παραγωγή (big data analytics, AI, cloud computing κτλ), που μείωναν το κατά μονάδα κόστος και αύξαναν την αποτελεσματικότητα της παραγωγής.

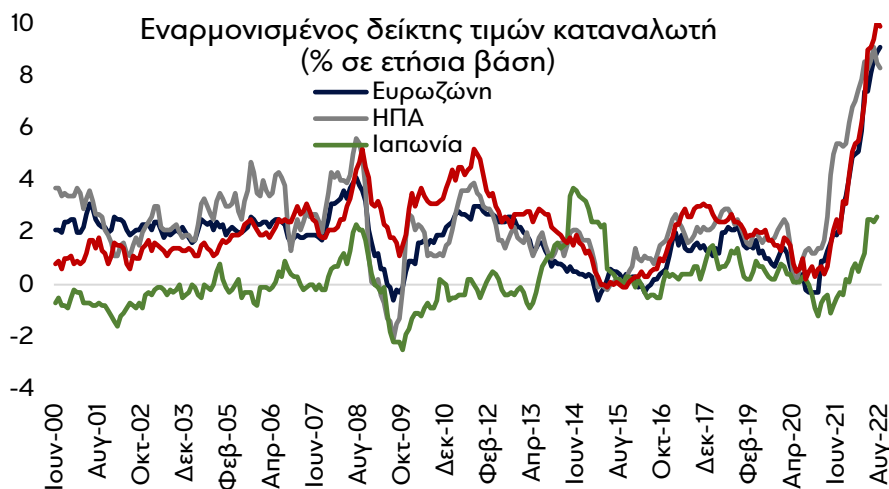
γ) τις αρνητικές δημογραφικές εξελίξεις στις δυτικές κοινωνίες, που επιδρούν πτωτικά στην εγχώρια δαπάνη.

δ) την αυξημένη αξιοπιστία των Κεντρικών Τραπεζών, η οποία επέτρεψε την σταθεροποίηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό σε χαμηλά επίπεδα, ακόμα κι όταν η νομισματική πολιτική είχε σχετικά επεκτατική κατεύθυνση.

Σε αυτό το πλαίσιο, η πολιτική των Κεντρικών Τραπεζών, και ιδίως της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed) και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), επικεντρώθηκε στην απομάκρυνση του αποπληθωριστικού κινδύνου, με νομισματική επέκταση μετά την κρίση χρέους και παρατεταμένα χαμηλά επιτόκια.

Ωστόσο, από τις αρχές του 2021 και με μεγαλύτερη ένταση εντός του 2022, ο πληθωρισμός αυξήθηκε κατακόρυφα στις βασικές ανεπτυγμένες οικονομίες κι έφτασε σε επίπεδα που δεν είχαν παρουσιαστεί για δεκαετίες (Διάγραμμα 1): Ευρωζώνη, ΗΠΑ και ΗΒ κατέγραψαν εντός του 2022 πληθωρισμό άνω του 9% ή και 10%, τα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων 40 ετών, με μόνη την Ιαπωνία στο 3% (αλλά σημαντικά αυξημένος από τις αποπληθωριστικές τάσεις των προηγούμενων ετών). Πρέπει να τονιστεί ότι, ενώ μετά το ξέσπασμα του πολέμου στην Ουκρανία η προσοχή έχει εστιαστεί στις αυξήσεις των τιμών της ενέργειας, ωστόσο, το πληθωριστικό φαινόμενο είχε αρχίσει αρκετά πριν τον πόλεμο.

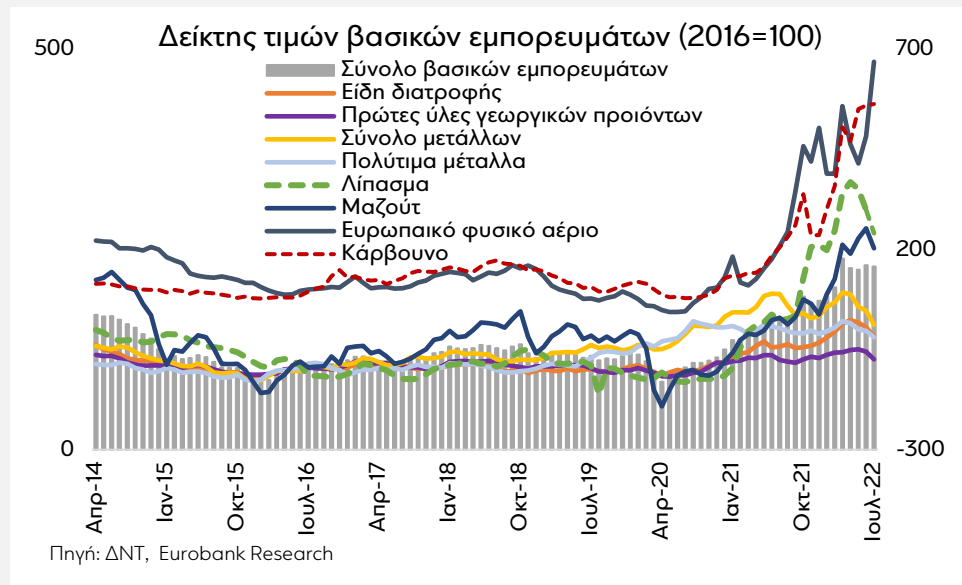
Διάγραμμα 1



Πηγή: Bloomberg Eurobank Research

Ιδιαίτερα έντονες είναι οι πιέσεις στα βασικά εμπορεύματα (commodities, Διάγραμμα 2), τόσο στα μέταλλα όσο και στα τρόφιμα. Ιδίως το δεύτερο εγκυμονεί κινδύνους επισιτιστικής κρίσης στις αναπτυσσόμενες χώρες και αναταραχών. Οι πιέσεις κορυφώθηκαν μετά το ξέσπασμα του πολέμου στην Ουκρανία, όχι μόνο στις τιμές της ενέργειας, αλλά και τις τιμές των τροφίμων και των μετάλλων, δεδομένου ότι Ρωσία και Ουκρανία είναι παγκόσμιοι ηγέτες στην παραγωγή σημαντικών πρώτων υλών για την παγκόσμια παραγωγική διαδικασία, μεταξύ άλλων σιτηρών, καλαμποκιού, σόγιας, λιπασμάτων ουρανίου, τιτανίου κτλ. Παρά μία συνεπακόλουθη μείωση, οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων παραμένουν σε υψηλά επίπεδα σε ιστορική αναλογία.

Διάγραμμα 2



Τα αίτια αυτής της έκρηξης είναι πολλαπλά. Από το 2020, η παγκόσμια οικονομία γνώρισε αλληπάλληλα σοκ, τόσο από την πλευρά της προσφοράς όσο και της ζήτησης, τα οποία συνέτειναν ώστε οι πληθωριστικές πιέσεις να φτάσουν στα τρέχοντα ιστορικά υψηλά επίπεδα:

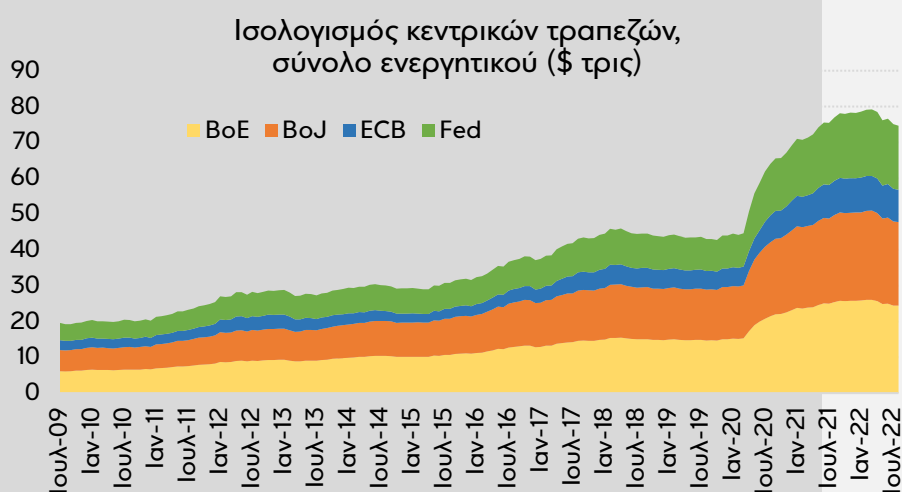
1. Πανδημία: σοκ από την πλευρά της προσφοράς λόγω των διαταραχών στις εφοδιαστικές αλυσίδες και την παραγωγή βιομηχανικών αγαθών, τη συμφόρηση στις μεταφορές (transport and logistics bottlenecks) και, πιο πρόσφατα, την πολιτική “zero-Covid” στην Κίνα. Αυτές οι εξελίξεις ανέδειξαν τους κινδύνους της εξάρτησης από απομακρυσμένους και γεωστρατηγικά ασταθείς προμηθευτές.
2. Πανδημία: σοκ από την πλευρά της ζήτησης, αρχικά αρνητικό από τα μέτρα κοινωνικής αποστασιοποίησης (lockdowns) και ακούσια αύξηση του ποσοστού αποταμίευσης. Μετά, μετατόπιση της κατανάλωσης από υπηρεσίες (που δεν ήταν διαθέσιμες κατά τη διάρκεια της πανδημίας) προς τα αγαθά και στη συνέχεια ενίσχυση της ζήτησης από τις πρωτοφανούς μεγέθους πολιτικές τόνωσης στις μεγάλες οικονομίες, τόσο με δημοσιονομικά μέτρα όσο και νομισματικά.
3. Πανδημία: δεύτερο σοκ από την πλευρά της ζήτησης μετά το άνοιγμα των οικονομιών με την απότομη στροφή προς τη ζήτηση υπηρεσιών, τις οποίες οι άνθρωποι είχαν στερηθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας, και, σε κάποιες χώρες, γενική αύξηση της κατανάλωσης σε επίπεδα άνω αυτών της προ-πανδημίας περιόδου. Η αυξημένη κατανάλωση είναι σε αρκετές περιπτώσεις αποσυνδεδεμένη από τις εξελίξεις στα διαθέσιμα εισοδήματα, των οποίων η αγοραστική δύναμη διαβρώνεται από τον πληθωρισμό, αλλά συνεχίζεται με καύσιμο τις αποταμιεύσεις, οι οποίες συσσωρευτήκαν την προηγούμενη περίοδο, ή και τον δανεισμό. Αρκετοί από τους τομείς των υπηρεσιών, το μέγεθος των οποίων είχε μειωθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας (πχ. τουρισμός, εστίαση, ψυχαγωγία), δυσκολεύονται να ανακτήσουν εξειδικευμένο προσωπικό και να ανταποκριθούν στην αυξημένη ζήτηση με αποτέλεσμα δεύτερο γύρο ανατιμητικών πιέσεων.
4. Πόλεμος στην Ουκρανία: σοκ από την πλευρά της προσφοράς λόγω της εκ νέου διαταραχής των οδών του διεθνούς εμπορίου, της παραγωγής εισροών και τροφίμων (commodities) και, κυρίως τις τεράστιες αυξήσεις στις τιμές της ενέργειας.

1.3 Επίδραση νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής

Ένας παράγων πιθανώς ποσοτικά σημαντικότερος από τους παραπάνω είναι η νομισματική και δημοσιονομική πολιτική. Οι Κεντρικές Τράπεζες, εφάρμοσαν γιγαντιαία προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης μεταξύ 2020-2022 διατηρώντας τα επιτόκια σε μηδενικά ή αρνητικά επίπεδα, προκειμένου να μετριάσουν την ύφεση που προκλήθηκε από την πανδημία. Αθροιστικά, ο ισολογισμός των 4 βασικών Κεντρικών Τραπεζών σχεδόν διπλασιάστηκε, από τα \$45τρισ στα \$79τρισ στις αρχές του 2022 πριν μειωθεί στα \$75τρισ το καλοκαίρι του 2022 (Διάγραμμα 3), ύψος όμως που παραμένει τετραπλάσιο κι από εκείνο στο οποίο είχαν φτάσει το 2010 ως μέρος της ποσοτικής επέκτασης που εφαρμόστηκε για να αντιμετωπιστεί η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009.

Οι κυβερνήσεις επίσης εφάρμοσαν μεγάλα προγράμματα δημοσιονομικής στήριξης κατά τη διάρκεια της πανδημίας, τα οποία είχαν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία σημαντικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων και ως εκ τούτου μεγάλων αυξήσεων στο δημόσιο χρέος, το οποίο ήταν ήδη υψηλό στις ανεπτυγμένες χώρες πριν από την πανδημία (Διάγραμμα 4). Η επεκτατική επίδραση αυτών των πολιτικών μεγεθύνθηκε επιπλέον από την ταυτόχρονη εφαρμογή τους. Αυτό, με δεδομένους τους περιορισμούς της προσφοράς, αναπόφευκτα θα είχε πληθωριστική επίδραση, η οποία όμως επιταχύνθηκε κι ενισχύθηκε περαιτέρω από τον πόλεμο στην Ουκρανία.

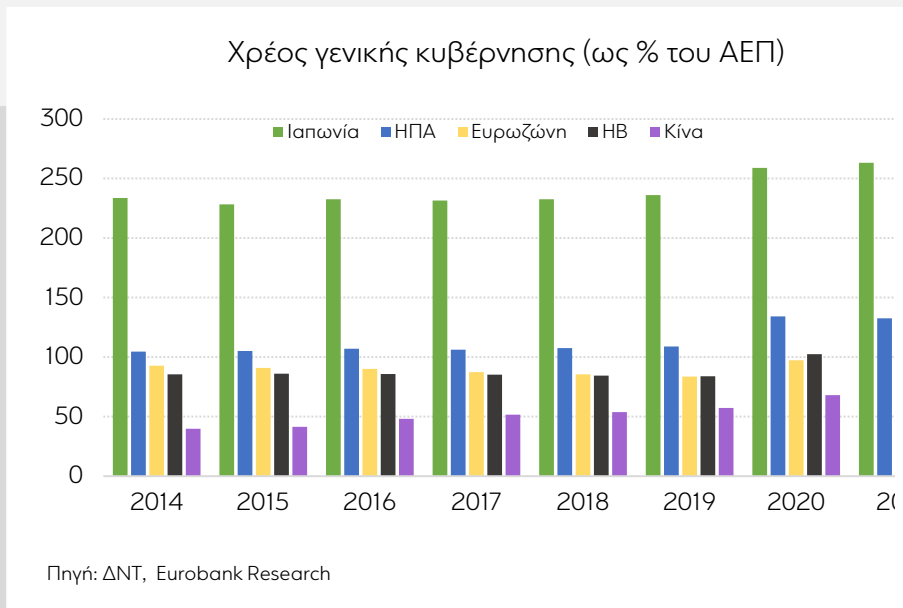
Διάγραμμα 3



Πηγή: Datastream/Fathom Consulting, Eurobank Research

Ο συνδυασμός των παραπάνω διαταραχών έχει ως αποτέλεσμα οι πληθωριστικές πιέσεις να είναι ευρείες και παρατεταμένες. Πλέον, οι πιέσεις έχουν διασπαρεί στον πυρήνα του πληθωρισμού, δηλαδή στα αγαθά και τις υπηρεσίες εκτός ενέργειας, τροφίμων, ποτών και καπνού (επίσημος ορισμός της ΕΚΤ) τα οποία επηρεάζονται λιγότερο από τη συγκυρία. Χαρακτηριστικά, το 75% των αγαθών στο καλάθι του πυρήνα του πληθωρισμού της Ευρωζώνης, καταγράφουν ρυθμούς αύξησης των τιμών άνω του 2% τους τελευταίους μήνες, έναντι λιγότερο από 20% πριν την έναρξη της πανδημίας, και όλοι οι τομείς της οικονομίας έχουν επηρεαστεί.

Διάγραμμα 4



1.4 Συγκυριακό ή δομικό φαινόμενο; κίνδυνος εμμονής του πληθωρισμού

Η διασπορά των πληθωριστικών πιέσεων στην παγκόσμια αλυσίδα τροφοδοσίας κι από εκεί σε ευρύτερες κατηγορίες καταναλωτικών και επενδυτικών προϊόντων, αυξάνει τον κίνδυνο το φαινόμενο να γίνει πιο εμμένον. Εάν οι πιέσεις διατηρηθούν έντονες τους επόμενους μήνες και στο βαθμό στον οποίον ενσωματωθούν στις προσδοκίες, θα μεταφραστούν σε πιέσεις στην αγορά εργασίας και θα αυξηθεί ο κίνδυνος για σπειροειδούς τύπου (δηλαδή αμοιβαία ανατροφοδοτούμενες) αυξήσεις μισθών και τιμών (wage-price spiral). Το Διάγραμμα 5 παρουσιάζει έναν ευρέως χρησιμοποιούμενο στις αγορές δείκτη μακροχρόνιων πληθωριστικών προσδοκιών, (5y5y inflation swap forward), από τον οποίον φαίνεται η σταθερή άνοδος, από το 2020 ως και σήμερα, του προσδοκώμενου πληθωρισμού σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη. Πάρα ταύτα, οι προσδοκίες παραμένουν ακόμα κοντά στο όριο του 2% με το οποίο οι Κεντρικές Τράπεζες (ΚΤ) ορίζουν τη σταθερότητα των τιμών, ένδειξη ότι οι αγορές εμπιστεύονται ακόμα τη δέσμευση και τη δυνατότητα των ΚΤ να τιθασεύσουν τον πληθωρισμό, καθώς και τις ενέργειες που κάνουν προς αυτή την κατεύθυνση. Σε αυτό συντελεί και η αξιοπιστία την οποία έχουν χτίσει οι ΚΤ τα προηγούμενα χρόνια, η οποία ωστόσο δεν είναι ανεξάντλητη. Καλούνται λοιπόν να δράσουν ταχέως και πειστικά, προτού οι προσδοκίες εδραιωθούν.

Αν και υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι ο ρυθμός ανόδου των τιμών βρίσκεται σχετικά κοντά στην κορύφωσή του, οι πιέσεις στην παγκόσμια αλυσίδα τροφοδοσίας διατηρούνται υψηλές λόγω της συνέχισης του πολέμου στην Ουκρανία (υψηλές τιμές φυσικού αερίου, γεωργικών προϊόντων, λιπασμάτων και βιομηχανικών μετάλλων), καθώς και της πολιτικής «μηδενικής διασποράς του Covid» από την Κίνα. Επομένως, κεντρική παράμετρος για να εκτιμηθεί η πιθανή επιμονή του φαινομένου αποτελεί το κατά πόσον ο πόλεμος θα διαρκέσει ακόμα μεγάλο χρονικό διάστημα και, σύμφωνα με το χειρότερο σενάριο, εάν επεκταθεί.

Διάγραμμα 5



Χαρακτηριστικά, σύμφωνα με τον αντίστοιχο δείκτη της Fed NY (Global Supply Chain Pressure Index), οι πιέσεις στην παγκόσμια εφοδιαστική αλυσίδα, κατέγραψαν μία σημαντική υποχώρηση τους τελευταίους μήνες λόγω του ανοίγματος των οικονομιών μετά την πανδημία ύστερα από άνοδο σε ιστορικά υψηλά επίπεδα τον Δεκέμβριο του 2021, ωστόσο παραμένουν σε σημαντικά υψηλότερα από τα προ-πανδημίας επίπεδα (Διάγραμμα 6). Ο δείκτης αυτός είναι σε συμφωνία με τον δείκτη του Bloomberg για τις τιμές βασικών εμπορευμάτων (Bloomberg commodity index), σύμφωνα με τον οποίον, παρά την υποχώρηση από τα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων 8 ετών στις αρχές Ιουνίου, οι τιμές παρέμειναν στα μέσα Σεπτεμβρίου 16% υψηλότερα από τις αρχές του έτους και σχεδόν 60% σε σύγκριση με τα προ-πανδημίας επίπεδα.

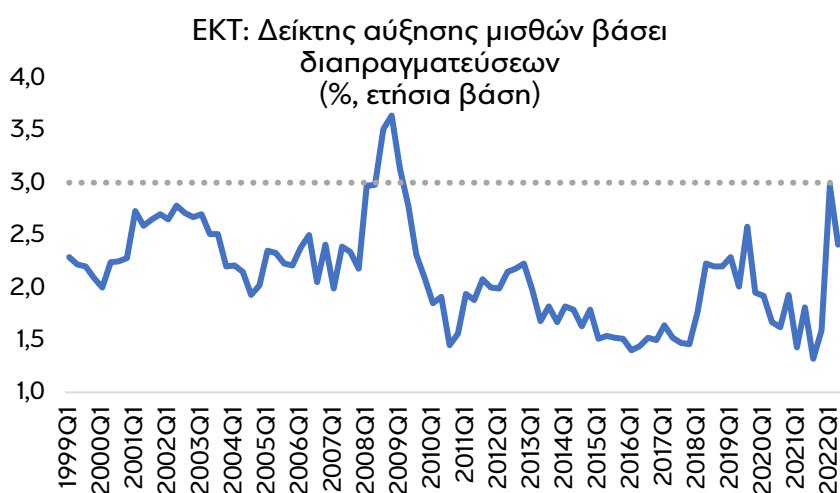
Διάγραμμα 6



Το κλειδί, ίσως, για την εξέλιξη του φαινομένου του πληθωρισμού αποτελεί η ερώτηση του βαθμού στον οποίο οι πιέσεις θα μεταδοθούν στην αγορά εργασίας. Ως προς αυτό, τα μέχρι τώρα στοιχεία είναι σχετικά καθυστερημένα.

Ο δείκτης της ΕΚΤ για τον ρυθμό αύξησης των μισθών που συμφωνήθηκε ύστερα από διαπραγματεύσεις (**wage negotiated index**) υποχώρησε το δεύτερο τρίμηνο του 2022 στο 2,41% ετησίως. Το προηγούμενο τρίμηνο είχε σημειώσει απότομη άνοδο στο 2,97%, υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων δέκα ετών, (Διάγραμμα 7) το οποίο όμως οφειλόταν κυρίως σε εφάπαξ πληρωμές (one off payments) στη Γερμανία, οι οποίες είχαν συμφωνηθεί με εργατικά σωματεία στο πλαίσιο των διαπραγματεύσεων την περίοδο του κορονοϊού και πληρώθηκαν το πρώτο τρίμηνο του έτους. Μεταξύ των μεγαλύτερων χωρών της Ευρωζώνης, ο χαμηλότερος ρυθμός αύξησης των μισθών μετά από διαπραγματεύσεις το δεύτερο τρίμηνο του 2022 σημειώθηκε στην Ιταλία όπου παρέμεινε κοντά στο ιστορικά χαμηλό 0,8%, στη Γερμανία υποχώρησε σημαντικά στο 1,9% από 4,4%, ενώ στη Γαλλία αυξήθηκε 3,3% από 2,3% το πρώτο τρίμηνο του έτους.

Διάγραμμα 7



Πηγή: ΕΚΤ, Eurobank Research

Σύμφωνα με τον Επικεφαλής Οικονομολόγο της ΕΚΤ Philip Lane, με πληθωριστικό στόχο 2,0% και μέση παραγωγικότητα τα τελευταία χρόνια 1,0%, ο ρυθμός αύξησης των μισθών θα πρέπει να κυμαίνεται κατά μέσο όρο στο 3,0% προκειμένου να μην υπάρχουν ανησυχίες για σπειροειδούς τύπου αυξήσεις. Από την πλευρά της προσφοράς, και δεδομένου ότι η υψηλή γεωπολιτική ανησυχία περιορίζει τη διάθεση των επιχειρήσεων να συμφωνήσουν για μισθολογικές αυξήσεις, η συνθήκη αυτή είναι πιθανόν να συνεχίσει να πληρείται. Ωστόσο, εάν οι συνθήκες αναφορικά με την πορεία της οικονομίας βελτιωθούν τους επόμενους μήνες, δεν αποκλείεται το 2023 ο δείκτης να αυξηθεί περαιτέρω καθώς οι συνθήκες στην αγορά εργασίας παραμένουν θετικές: το ποσοστό ανεργίας στην Ευρωζώνη ήταν στο ιστορικά χαμηλό 6,6% τον Αύγουστο του 2022 για δεύτερο συνεχή μήνα, μετά από άνοδο στο 8,6%, υψηλό 2 ½ ετών, στα μέσα του 2020. Το αποτέλεσμα σημαντικών συλλογικών διαπραγματεύσεων το τέταρτο τρίμηνο του 2022 στη Γερμανία θα αποτελέσει πρόκριμα για τις μισθολογικές αυξήσεις το 2023.

Αντίστοιχα από την πλευρά της ζήτησης, προς ώρας η διάθεση των νοικοκυριών για κατανάλωση παραμένει υψηλή στον απόηχο της πανδημίας και καθώς ο υψηλός πληθωρισμός πιέζει τα πραγματικά εισοδήματα, η κατανάλωση χρηματοδοτείται με την ανάληψη αποταμιεύσεων ή δανεισμό. Το ποσοστό αποταμίευσης στην Ευρωζώνη ως προς το διαθέσιμο εισόδημα αυξήθηκε οριακά το πρώτο τρίμηνο (τελευταία διαθέσιμα στοιχεία) του 2022 στο 15% από 14,9% το προηγούμενο τρίμηνο, παραμένοντας κοντά στο χαμηλότερο επίπεδο στη μετα-πανδημία εποχή 14,8% που σημειώθηκε το τρίτο τρίμηνο του 2021 μετά από αύξηση το δεύτερο τρίμηνο του 2020 στο ιστορικά υψηλό 24,9%. Εάν τα νοικοκυριά έχουν πεισθεί ότι το φαινόμενο είναι προσωρινό και θα αναστραφεί, θα μπορούσαν, ίσως, να ανταπεξέλθουν για κάποιο περιορισμένο χρονικό διάστημα. Ένας χειμώνας όμως με υψηλές τιμές στην ενέργεια και τη διατροφή, θα μπορούσε να τα πείσει ότι οι αυξήσεις θα διαρκέσουν αρκετά και άρα να ζητήσουν σημαντικές μισθολογικές αυξήσεις για να ανταπεξέλθουν. Οι παράγοντες αυτοί σε συνδυασμό με το εάν θα υπάρξει νέο σοκ αναφορικά με τις τιμές ενέργειας, θα καθορίσουν εάν η ΕΚΤ καταφέρει να τιθασεύσει τον πληθωρισμό.

Παράλληλα με τα συγκυριακά φαινόμενα, και ανεξαρτήτως του βαθμού επιτυχίας της νομισματικής πολιτικής να θέσει υπό έλεγχο τα τμήματα του πληθωρισμού που εξαρτώνται από τη συγκυρία, παρατηρείται και αντιστροφή κάποιων διαρθρωτικών τάσεων η οποία απειλεί να διατηρήσει αυξημένο, αν και πολύ χαμηλότερο από τον σημερινό, τον πληθωρισμό σε πιο μακροπρόθεσμο διάστημα:

1. Ο Ρωσο-Ουκρανικός πόλεμος και οι εντάσεις στις σχέσεις της Δύσης με την Κίνα ενεργοποιούν τάσεις υποκατάστασης των υπερεθνικών εφοδιαστικών αλυσίδων με άλλες, πιο τοπικά ορισμένες και λιγότερο εξαρτημένες από απομακρυσμένους, γεωπολιτικά ασταθείς κρίκους, αυτό που έγινε γνωστό ως απο-παγκοσμιοποίηση. Στον βαθμό που αυτό προχωρήσει, και έως ότου ολοκληρωθεί η αλλαγή, ενέχει τον κίνδυνο να οδηγήσει σε λιγότερο αποτελεσματικές ή πιο κοστοβόρες εφοδιαστικές αλυσίδες.

2. Η πράσινη μετάβαση, η διαδικασία μετάβασης σε ενέργεια που δεν συμβάλλει στη δημιουργία αερίων θερμοκηπίου, απαιτεί τεράστιες επενδύσεις σε έρευνα και υποδομές παραγωγής και αποθήκευσης ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές. Ως εκ τούτου, για αρκετά χρόνια η ενέργεια θα κοστίζει σε νοικοκυριά κι επιχειρήσεις περισσότερο σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια των χαμηλών τιμών των ορυκτών καυσίμων. Οι πιέσεις επαυξάνονται από το γεγονός ότι η πράσινη μετάβαση έχει μειώσει τις επενδύσεις σε έρευνα και εξόρυξη υδρογονανθράκων, δεδομένου ότι ο χρονικός ορίζοντας απόσβεσης αυτών των επενδύσεων μειώνεται de facto από τους ρυθμιστικούς περιορισμούς (Συμφωνία του Παρισιού για την κλιματική αλλαγή). Τέλος, ο πόλεμος στην Ουκρανία επιτείνει περαιτέρω τις αυξητικές πιέσεις στις τιμές των ορυκτών καυσίμων και κάποιων σπάνιων μετάλλων, επισπεύδοντας την πράσινη μετάβαση αλλά και δημιουργώντας ανησυχίες για την ενεργειακή ασφάλεια της Ευρώπης.

Αν και βραχυπρόθεσμα ο στασιμοπληθωρισμός είναι μάλλον αναπόφευκτος, η πιθανότητα εμμονής του φαινομένου μεσομακροπρόθεσμα, όπως συνέβη τη δεκαετία του 1970, είναι περιορισμένη. Βασικός λόγος είναι η ανεξαρτησία την οποία έχουν πλέον κατακτήσει οι Κεντρικές Τράπεζες στην άσκηση νομισματικής πολιτικής, μαζί με την εμπειρία και τα όπλα τα οποία έχουν αποκτήσει για την καταπολέμηση του πληθωρισμού. Εξίσου βασικό, έχουν κατακτήσει αξιοπιστία, γεγονός που συντελεί στη γρήγορη προσαρμογή των πληθωριστικών προσδοκιών και άρα συντομεύει την περίοδο του πληθωρισμού και μειώνει το κόστος της.

1.5 Προοπτικές νομισματικής πολιτικής

Στις ΗΠΑ, κι ενώ υπάρχουν κάποια πρώτα σημάδια ότι ο ρυθμός αύξησης των τιμών έχει φτάσει στην κορύφωσή του, η προοπτική κατατείνει στην διατήρηση του πληθωρισμού σε επίπεδα αρκετά υψηλότερα από το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2,0% της Fed για τα επόμενα 2 έτη τουλάχιστον. Παράλληλα, η αγορά εργασίας χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα υψηλό βαθμό στενότητας: το ποσοστό ανεργίας ήταν στο 3,7% τον Αύγουστο, κοντά στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 2 ½ ετών που σημειώθηκε τον προηγούμενο μήνα (3,5%), ενώ ο δείκτης κόστους εργασίας (employment cost index, for total compensation) αυξήθηκε κατά 5,1% σε ετήσια βάση το δεύτερο τρίμηνο, ο υψηλότερος ρυθμός από την αρχή της καταγραφής των σχετικών στοιχείων το 2001. Από την άλλη πλευρά, η αμερικανική οικονομία κατέγραψε ήδη το πρώτο και δεύτερο τρίμηνο του 2022 αρνητικό ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ και οι μέχρι τούδε αυξήσεις επιτοκίων έχουν ήδη καταστήσει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής πιο συσταλτική, τροφοδοτώντας ανησυχίες για επερχόμενη ύφεση. Οι ανησυχίες αυτές εντείνονται και από τη σταθερή μείωση του ποσοστού αποταμίευσης (τον Αύγουστο παρέμεινε στο 3,5% για δεύτερο συνεχή μήνα, οριακά υψηλότερο από το πολυετές χαμηλό 3,0% του Ιουνίου, ύστερα από ένα ιστορικά υψηλό επίπεδο του 33,8% τον Απρίλιο του 2020) καθώς τα μέτρα στήριξης της περιόδου του κορονοϊού αποσύρονται, ενώ ο υψηλός πληθωρισμός περιορίζει την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών. Παράλληλα, η διόρθωση στις κεφαλαιαγορές δημιουργεί αρνητικές επιδράσεις πλούτου (wealth effects) στην ιδιωτική κατανάλωση.

Μέμνησο ότι το mandate της Fed περιλαμβάνει επίτευξη του στόχου της πλήρους απασχόλησης μαζί με την σταθερότητα των τιμών, σε αντίθεση με την ΕΚΤ η οποία επιδιώκει μόνο τον δεύτερο στόχο. Ωστόσο, το μέγεθος της απόκλισης από τον στόχο της σταθερότητας των τιμών και ο κίνδυνος αποδέσμευσης των πληθωριστικών προσδοκιών (de-anchoring of inflation expectations) αναγκάζει τη Fed να προτεραιοποιήσει τον αποπληθωρισμό, όπως εξηγήθηκε, για να διασφαλίσει την αξιοπιστία και το κύρος της, ακόμα κι αν αυτό σημαίνει να ανεχθεί μια ήπια -ή λιγότερο ήπια- ύφεση.¹ Τούτου δοθέντος, η Τράπεζα πρόεβη σε εμπροσθοβαρείς αυξήσεις επιτοκίων (front-loading rate hikes), περιλαμβανομένων τριών αυξήσεων των 75 μονάδων βάσης έκαστη τον Ιούνιο, Ιούλιο και Σεπτέμβριο. Η αγορά αναμένει συνέχιση των αυξήσεων, με τερματικό επιτόκιο (terminal rate) πάνω από το 4,50% (4,52%, τιμή 30 Σεπτεμβρίου) στα τέλη του πρώτου τριμήνου του 2023. Αυτό είναι σημαντικά υψηλότερο από το ανώτερο όριο της περιοχής 2,3-3,0% το οποίο ορίζεται, βάσει των υπολογισμών της Fed, ως το επίπεδο μακροχρόνιας ισορροπίας. Το ερώτημα που αναδύεται είναι αν η Fed αναγκαστεί να προβεί στην αντίθετη πορεία της εκ νέου μείωσης των επιτοκίων, στην περίπτωση κατά την οποία η αντιπληθωριστική πολιτική επιτύχει έστω και εν μέρει το στόχο της αλλά οδηγήσει σε σημαντική ύφεση. Κάτι τέτοιο δεν φαίνεται πιθανό να συμβεί εντός του 2023.

Το ενδεχόμενο ύφεσης στις ΗΠΑ θα έχει από μόνο του επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία. Ειδικότερα όμως η Ευρωζώνη αντιμετωπίζει μεγαλύτερους κινδύνους ύφεσης εξαιτίας της μεγαλύτερης εξάρτησής της από ρωσικά ενεργειακά προϊόντα και την επ' αόριστον διακοπή της ροής φυσικού αερίου από τη Ρωσία προς την Ευρώπη μέσω του αγωγού Nord Stream 1. Σύμφωνα με την ΕΚΤ (Σεπτέμβριος 2022), το ενδεχόμενο αυτό σε συνδυασμό με πιθανή αδυναμία των Ευρωπαίων να υποκαταστήσουν πλήρως την εισαγωγή ρωσικού αερίου από εναλλακτικές πηγές και να συντονιστούν για την υιοθέτηση μέτρων προκειμένου να αντιμετωπιστεί το

¹ Ο δείκτης τον οποίον προτιμάει η ίδια η Fed για να μετρήσει τις πιθανότητες ύφεσης στο διάστημα των επόμενων 12 μηνών, η διαφορά απόδοσης μεταξύ του 10-ετούς αμερικανικού ομολόγου και του ομολόγου 3-μήνης διάρκειας, σύμφωνα με το μόντελο της NY Fed, έδειχνε στο τέλος Αυγούστου ότι η σχετική πιθανότητα έχει αυξηθεί σε περίπου 25%, έναντι 17,6% τον Ιούλιο και 5,9% τον Ιούνιο, πάνω από τη μέση μακροχρόνια τιμή 13,7 για δεύτερο συνεχή μήνα.

πρόβλημα ελλείψεων σε ενέργεια σε περίπτωση ενός ιδιαίτερα βαρύ χειμώνα, θα μείωνε το ΑΕΠ της Ευρωζώνης κατά περίπου 0,3 ποσοστιαίες μονάδες το 2022 και 1,8 ποσοστιαίες μονάδες το 2023 (δυσμενές σενάριο). Εντούτοις, ο δείκτης τιμών καταναλωτή ανήλθε σε νέο ιστορικά υψηλό επίπεδο τον Σεπτέμβριο του 2022 (10,0% ετησίως) κι ενδέχεται να διατηρηθεί πάνω από το στόχο του 2,0% για παρατεταμένη χρονική περίοδο. Μπροστά σε αυτό το ενδεχόμενο, η ΕΚΤ, εστιάζοντας την προσοχή της στη διασφάλιση των συνθηκών σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα (price stability) ώστε να αποτραπεί ο κίνδυνος συνεχούς αύξησης των πληθωριστικών προσδοκιών, προχώρησε σε νέα αύξηση στα βασικά επιτόκια κατά 75μβ τον Σεπτέμβριο, τη μεγαλύτερη στην ιστορία της, μετά από αύξηση 50μβ τον Ιούλιο, την πρώτη αύξηση για περισσότερα από δέκα χρόνια. Η επίσπευση της μετάβασης σε υψηλότερα επίπεδα επιτοκίων σηματοδοτεί τη δέσμευση της ΕΚΤ για την έγκαιρη επαναφορά του πληθωρισμού στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2,0%. Ωστόσο, δεδομένου του υψηλού δημόσιου χρέους κάποιων ευρωπαϊκών οικονομιών, οι αυξήσεις των επιτοκίων συνοδεύτηκαν από την ταυτόχρονη εισαγωγή τον Ιούλιο ενός εργαλείου «εναντίον του κατακερματισμού της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής» (Transmission Protection Instrument – TPI). Αυτό είναι πρακτικά ένα εργαλείο στήριξης των ομολόγων της ευρωπεριφέρειας έναντι αυξήσεων στις αποδόσεις τους δυσανάλογων με τα θεμελιώδη μεγέθη τους. Οι επόμενες κινήσεις ομαλοποίησης θα συνεχίσουν να ακολουθούν την πορεία των δεικτών της οικονομίας (κυρίως ανάπτυξη, πληθωρισμός, χρηματοοικονομικές συνθήκες), καθώς η στρατηγική της ΕΚΤ έχει μεταβληθεί στη λήψη αποφάσεων συνάντηση-προς-συνάντηση επί τη βάση των μακροοικονομικών στοιχείων όπως αυτά καθίστανται διαθέσιμα, και άρα στην αποφυγή παροχής καθοδήγησης για τις μελλοντικές της κινήσεις (forward guidance).² Σημειωτέον ότι, σε αντίθεση με τη Fed, η ΕΚΤ δεν έχει προκαθορίσει το επίπεδο μακροχρόνιας ισορροπίας για τα επιτόκια (εκτιμάται σύμφωνα με δηλώσεις αξιωματούχων της ΕΚΤ στην περιοχή 1,0-2,0%). Συνεπώς, σε περίπτωση που συνεχίσει να κινείται γρήγορα, υπάρχει ο κίνδυνος η εφαρμοζόμενη πολιτική να αποδειχθεί υπέρμετρα περιοριστική. Οι ασκούντες τη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ ασφαλώς επιθυμούν να αποφύγουν την επανάληψη του 2008 και του 2011, όπου μόλις 3-4 μήνες μετά από μία αύξηση των επιτοκίων υποχρεώθηκαν να τα μειώσουν εκ νέου.

1.6 Επιπτώσεις σε νοικοκυριά , επιχειρήσεις και τις διεθνείς κεφαλαιαγορές

Ο πληθωρισμός έχει σημαντικές επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Στο βραχυπρόθεσμο διάστημα, στο βαθμό που αποτελεί έκπληξη, δηλαδή πέραν των διαμορφωμένων προσδοκιών, και προτού προσαρμοστούν οι μισθοί στις αυξήσεις των τιμών αγαθών και υπηρεσιών, ο πληθωρισμός διαβρώνει την αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων κι επομένως τείνει να μειώνει την κατανάλωση και το ποσοστό αποταμίευσης. Επιπλέον, δημιουργεί αβεβαιότητα, η οποία πλήττει τις επενδύσεις. Τέλος, δημιουργεί ανακατανομή εισοδημάτων μεταξύ ομάδων που είναι λιγότερο ή περισσότερο σε θέση να τον αντιμετωπίσουν μετακυλίνοντας τις αυξήσεις στα κόστη. Στο μεσομακροπρόθεσμο διάστημα, ένας εμμένων πληθωρισμός δυσχεραίνει την κατανομή πόρων στις διάφορες οικονομικές δραστηριότητες μέσω του μηχανισμού των σχετικών τιμών κι επομένως επιδεινώνει την συνολική αποτελεσματικότητα της οικονομίας. Αν ο πληθωρισμός δεν αντιμετωπιστεί εγκαίρως από τις νομισματικές και δημοσιονομικές αρχές και μεταβληθεί σε καλπάζοντα, μπορεί να οδηγήσει σε κατάρρευση των συναλλακτικών ρηθών και της οικονομικής δραστηριότητας. Εν γένει, όσο υψηλότερος ο πληθωρισμός και όσο ισχυρότερη η εδραίωσή του εντός των προσδοκιών, τόσο υψηλότερο το κόστος του αποπληθωρισμού σε όρους μείωσης του ΑΕΠ από τις περιοριστικές πολιτικές. Υπάρχει όμως και μία θετική

² Μόνη εξαίρεση η δέσμευση της ΕΚΤ για συνέχιση για μεγάλο χρονικό διάστημα της επανεπένδυσης των ποσών των ομολόγων που λήγουν από τα έκτακτα προγράμματα παροχής ρευστότητας APP και PEPP.

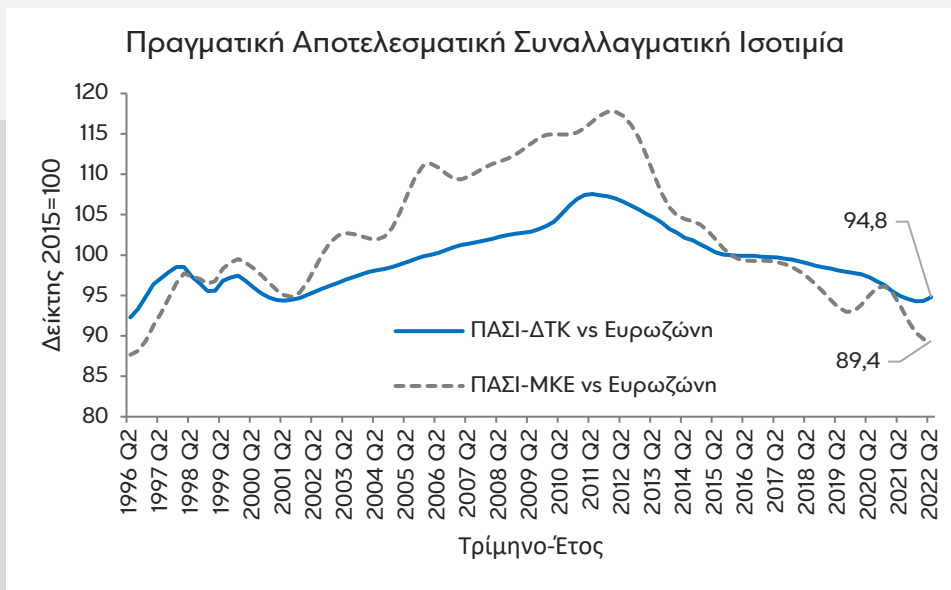
παράπλευρη επίπτωση: ο πληθωρισμός είναι ο πλέον ανώδυνος τρόπος για τη διάβρωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, τουλάχιστον μέχρι οι αυξήσεις στο κόστος αναχρηματοδότησης να αντισταθίσουν τη θετική επίπτωση. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για χώρες με υψηλό χρέος, όπως η Ελλάδα και η Ιταλία.

Η νομισματική σύσφιξη η οποία εφαρμόζεται αυτή τη στιγμή από τις βασικές Κεντρικές Τράπεζες, έχει επίσης σημαντικές επιπτώσεις στις κεφαλαιαγορές. Η σχετικά επιθετικότερη αύξηση επιτοκίων από την Fed έχει οδηγήσει σε ισχυροποίηση του δολαρίου λόγω επιτοκιακής διαφοράς (interest rate differential). Ωστόσο, η έναρξη αντίστοιχων κύκλων αυξήσεων και από άλλες τράπεζες μετριάξει την επιτοκιακή υπεροχή και άρα την ανατίμηση του δολαρίου, εκτός και αν αυξηθεί σημαντικά ο γεωπολιτικός κίνδυνος, το οποίο θα ενίσχυε την ελκυστικότητα του αμερικανικού νομίσματος ως καταφυγίου των επενδυτών σε περιόδους αβεβαιότητας. Τα χρηματιστήρια επίσης επηρεάστηκαν αρνητικά λόγω της αφαίρεσης ρευστότητας από τις αγορές, του περιορισμού της διάθεσης για νέες επενδύσεις, καθώς και του περιθωρίου κέρδους και του δείκτη εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων. Η ποσοτική σύσφιξη επίσης οδηγεί σε υποχώρηση των τιμών και αύξηση των αποδόσεων των κυβερνητικών ομολόγων λόγω του κινδύνου σημαντικής επιβράδυνσης ή ακόμα και ύφεσης της οικονομίας. Μία τελευταία αλλά σημαντική επίπτωση αφορά στις αναπτυσσόμενες οικονομίες οι οποίες δανείζονται σε δολάρια, και οι οποίες επηρεάζονται αρνητικά από την ενίσχυση του δολαρίου καθώς το εξωτερικό χρέος τους αυξάνεται. Παράλληλα, οι υψηλότερες αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων κάνουν πιο ελκυστικά τα ομόλογα αυτά σε σχέση με τα ομόλογα σε εγχώριο νόμισμα, το οποίο σημαίνει εκροές κεφαλαίων.

1.7 Ο πληθωρισμός στην Ελλάδα

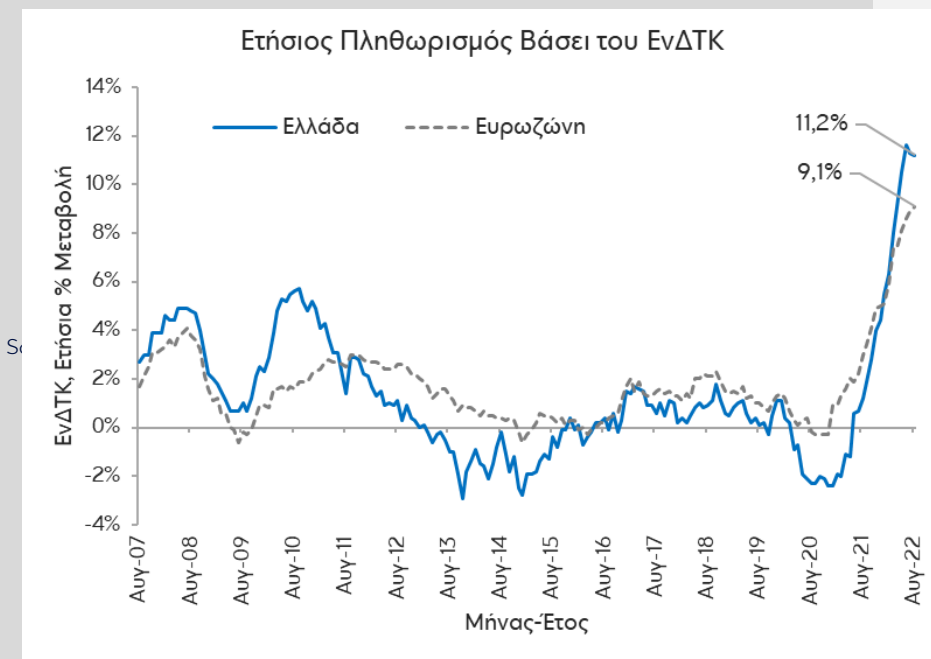
Στην Ελλάδα, κατά τη δεκαετία 2010-2020, οι περιοριστικές επιπτώσεις των προγραμμάτων προσαρμογής στη ζήτηση και εν μέρει οι μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας και προϊόντων, συνετέλεσαν ώστε ο πληθωρισμός να παραμείνει χαμηλός ή και αρνητικός. Συγκεκριμένα, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός την περίοδο Ιανουαρίου 2012 – Ιανουαρίου 2021 διαμορφώθηκε στο -0,1% (1,0% στην Ευρωζώνη). Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία συστηματικά ευνοϊκών διαφορών πληθωρισμού (inflation differentials) έναντι των βασικών εμπορικών εταίρων της χώρας (ιδίως έναντι των υπόλοιπων χωρών της Ευρωζώνης) κι έτσι αποκαταστάθηκε εν πολλοίς η απώλεια ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές η οποία είχε συσσωρευτεί τα προηγούμενα έτη (Διάγραμμα 8). Ωστόσο, από τα μέσα του 2021, κι ακόμα πιο έντονα μετά το ξέσπασμα του πολέμου στην Ουκρανία, ο πληθωρισμός έχει αυξηθεί και μάλιστα τους τελευταίους μήνες με ρυθμό σημαντικά ταχύτερο του μέσου όρου της Ευρωζώνης (Διάγραμμα 9). Τον Αύγουστο η σχετική διαφορά ήταν στις 2,1 π.μ, ήτοι 11,2% στην Ελλάδα έναντι 9,1% στην Ευρωζώνη. Για την ακρίβεια, εξαιρουμένων των χωρών της Βαλτικής οι οποίες έχουν άμεση έκθεση στη Ρωσία, ο πληθωρισμός στην Ελλάδα είναι ο 4ος υψηλότερος στην Ευρωζώνη. Εξίσου ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι τους τελευταίους μήνες οι αυξήσεις τιμών δεν είναι εστιασμένες μόνο στα ενεργειακά προϊόντα και τα τρόφιμα, όπως προηγουμένως, αλλά έχουν διαχυθεί στις περισσότερες ομάδες αγαθών και υπηρεσιών με αποτέλεσμα ο πυρήνας του πληθωρισμού να φθάσει το 5,8% τον Αύγουστο (από 5,5% τον Ιούλιο), έναντι 4,3% στην Ευρωζώνη. Αυτό το γεγονός αυξάνει τον κίνδυνο εδραίωσης σχετικά υψηλών πληθωριστικών προσδοκιών.

Διάγραμμα 8



Πηγή: Eurostat, Eurobank Research

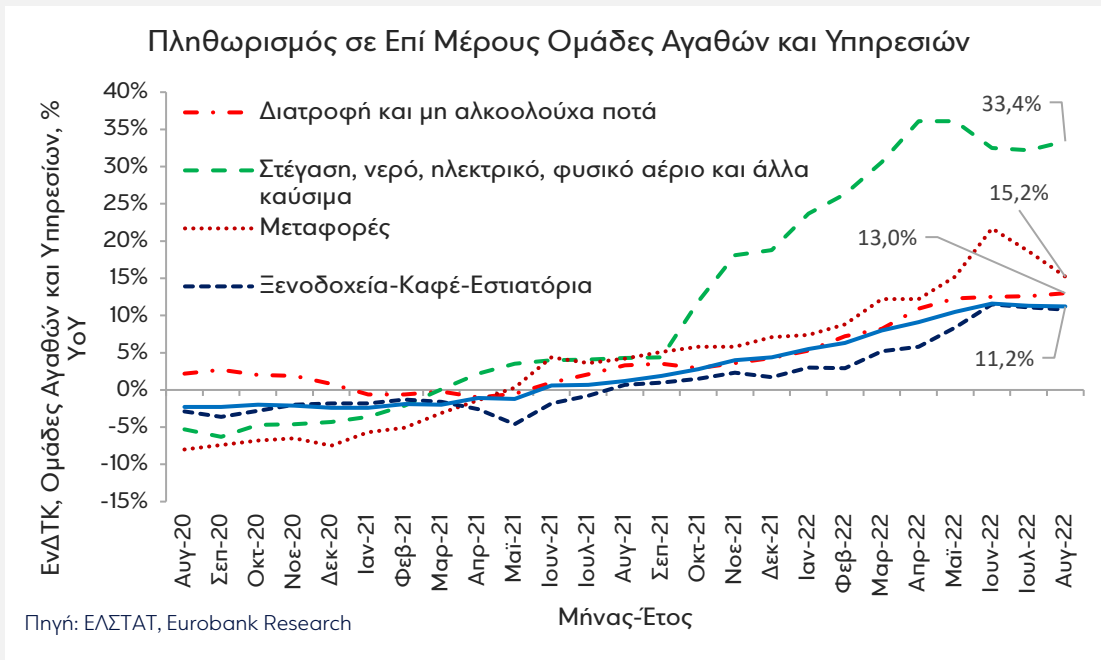
Διάγραμμα 9



Πηγή: Eurostat, Eurobank Research

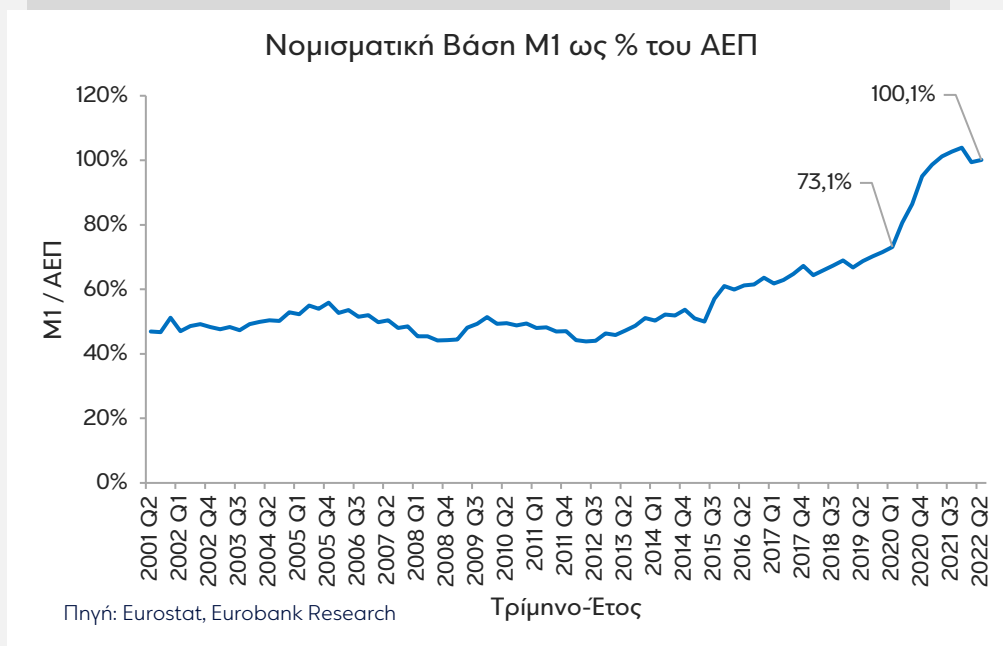
Η εξάπλωση των πληθωριστικών πιέσεων στην οικονομία είναι εμφανής στην ανάγνωση των υποδεικτών του ΕνΔΤΚ: ενώ αρχικά οι μεγαλύτερες αυξήσεις καταγράφονταν στην κατηγορία της στέγασης, νερού, ηλεκτρικού, φυσικού αερίου και άλλων καυσίμων, από την άνοιξη και μετά αυξάνονται έντονα και οι τιμές στις μεταφορές, τα τρόφιμα και τον τομέα εστίασης και ψυχαγωγίας (Διάγραμμα 10).

Διάγραμμα 10



Η κεντρική συνεισφορά της νομισματικής πολιτικής στην αύξηση του πληθωρισμού στην Ελλάδα, όπως και στην υπόλοιπη Ευρωζώνη, είναι εμφανής στην επέκταση της νομισματικής βάσης, M1 (περιλαμβάνει το νόμισμα σε κυκλοφορία, τις καταθέσεις όψεως και τις προθεσμιακές): το M1 ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ελλάδα (όλα σε ονομαστικούς όρους, άθροισμα ΑΕΠ τεσσάρων τριμήνων) αυξήθηκε από 73,1% το πρώτο τρίμηνο του 2020 σε 100,1% το δεύτερο τρίμηνο του 2022 (Διάγραμμα 11).

Διάγραμμα 11



Οι τελευταίες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Interim Summer Forecasts 2022) εκτιμούν τον πληθωρισμό στην Ελλάδα στο 8,9% το 2022 και στο 3,5% το 2023, έναντι 7,6% και 4% αντίστοιχα στην Ευρωζώνη. Οι προβλέψεις αυτές πιθανώς να αποδεικτούν μετριοπαθείς σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία. Με δεδομένη την ευνοϊκή επίδραση βάσης το 2023, η σταδιακή αποκλιμάκωση είναι συμβατή με την πορεία ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, τη μη κλιμάκωση του πολέμου στην Ουκρανία και τη σταδιακή εξομάλυνση των αυξήσεων στις τιμές της ενέργειας.

Το γεγονός ότι ο πληθωρισμός στην Ελλάδα είναι υψηλότερος του μέσου όρου της Ευρωζώνης μπορεί να αποδοθεί στις εξής αιτίες:

α) η Ελλάδα έχει υψηλή εξάρτηση στα ορυκτά καύσιμα, οι τιμές των οποίων έχουν αυξηθεί κατακόρυφα: συνιστούν το 46% της ακαθάριστης διαθέσιμης ενέργειας στη χώρα (με στοιχεία 2020), ποσοστό υψηλότερο του μέσου όρου της ΕΕ27. Η Ελλάδα εισάγει το 99% του αργού πετρελαίου που χρησιμοποιεί. Επιπλέον, στον τομέα της ενέργειας, περίπου το μισό των αναγκών καλύπτεται με πετρέλαιο, έναντι του 1/3 στην Ευρωζώνη.

β) το μοντέλο ορισμού τιμών στην αγορά ενέργειας βασίζεται στην οριακή τιμή συστήματος. Οι δύο πρώτοι παράγοντες μαζί είχαν σαν αποτέλεσμα, τον Αύγουστο οι τιμές της ενέργειας στην Ελλάδα να παρουσιάζουν αύξηση κατά 50,4% σε ετήσια βάση, έναντι 38,6% στην Ευρωζώνη.

γ) η συνολική ζήτηση στη χώρα -κι επομένως οι τιμές- τονώθηκε σημαντικά από τα δημοσιονομικά μέτρα στήριξης έναντι της πανδημίας: μεταξύ 2020-2022, ελήφθησαν μέτρα στήριξης έναντι της πανδημίας αξίας €43,3δισ, το μεγαλύτερο πακέτο στην ΕΕ27 ως ποσοστό του ΑΕΠ. Επιπροσθέτως αυτών, άλλα €13,2δισ είχαν διατεθεί μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2022 για μέτρα στήριξης νοικοκυριών κι επιχειρήσεων έναντι των αυξήσεων των τιμών στην ενέργεια. Δεδομένης της χαμηλής ικανότητας της ελληνικής οικονομίας για υποκατάσταση εισαγωγών, η ρευστότητα αυτή δεν αύξησε μόνο τις τιμές, αλλά σε ικανό ποσοστό χρηματοδότησε και τη δαπάνη προς εισαγωγές, συντείνοντας στη διατήρηση υψηλών ελλειμμάτων του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών: η ΤτΕ αναμένει το έλλειμμα το 2022 στο 7,2% του ΑΕΠ, μετά από 6,6% και 5,9% το 2020 και 2021 αντίστοιχα. Εξίσου ανησυχητικό είναι ότι άνω του 60% της αύξησης στις εισαγωγές αγαθών αφορά αγαθά πλην πετρελαίου και πλοίων.

δ) εναπομένουσες δυσλειτουργίες στις αγορές προϊόντων καταλήγουν σε ολιγοπωλιακές στρεβλώσεις και ατελή μετάδοση των διεθνών τιμών.

Η θετική παρενέργεια του πληθωρισμού για την Ελλάδα είναι ότι διαβρώνει την αξία του δημόσιου χρέους και των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών ως ποσοστά του ΑΕΠ, παρά τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείματα των προηγούμενων δύο ετών. Αυτό κατέστη δυνατόν εξαιτίας του ότι το συντριπτικά μεγαλύτερο μέρος στο στοκ του χρέους έχει κλειδωθεί σε χαμηλά σταθερά επιτόκια (στην περιοχή του 1,5%) μέσω συμφωνιών ανταλλαγής επιτοκίων (interest rate swaps). Ως αποτέλεσμα, και σύμφωνα με την τελευταία Ανάλυση Βιωσιμότητας του Χρέους της Eurobank Research, το Ελληνικό Ακαθάριστο Δημόσιο Χρέος αναμένεται περίπου στο 172% και 160% του ΑΕΠ στο τέλος του 2022 και 2023 αντίστοιχα, έναντι κορύφωσης 206,3% του ΑΕΠ το 2020 Προηγούμενες (Μάιος 2022) εκτιμήσεις στο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης ήταν στο 180,2% και 168,6% του ΑΕΠ αντίστοιχα και οι εαρινές προβλέψεις της ΕΕ (Μάιος 2022) στο 185,7% και 180,4% αντίστοιχα. Ωστόσο, εάν ο υψηλός πληθωρισμός γίνει επίμονος, μεσοπρόθεσμα η πτώση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί ή και θα αντιστραφεί λόγω της αρνητικής επίπτωσής του σε εισοδήματα, κατανάλωση κι επενδύσεις, της απόδοσης

των επιτοκίων από τις Κεντρικές Τράπεζες,³ καθώς και της επιβάρυνσης του προϋπολογισμού από περαιτέρω δημοσιονομικά μέτρα στήριξης.

2. Έρευνα κόστους επιχειρήσεων

Ο υψηλός κι επίμονος πληθωρισμός και η ενεργειακή κρίση έχουν σημαντικές συνέπειες, όχι μόνο για τα νοικοκυριά, αλλά και για τις επιχειρήσεις: αβεβαιότητα, αυξημένα κόστη και δυσκολίες στον εφοδιασμό, μεταβολές στην δύναμη αγοράς και ανακατανομή εισοδημάτων. Στο δεύτερο μέρος η Έκθεση καταγράφει και αναλύει την αποτίμηση που οι ίδιες οι επιχειρήσεις κάνουν.

Η έρευνα διεξήχθη στα τέλη της άνοιξης του 2022, μετά το ξέσπασμα του πολέμου στην Ουκρανία, όταν το πληθωριστικό φαινόμενο άρχισε να εμφανίζει έξαρση και στην Ελλάδα και κατέστη φανερό ότι θα διαρκέσει περισσότερο από όσο οι επίσημοι φορείς είχαν εκτιμήσει αρχικά. Την υλοποίησαν στελέχη της τράπεζας (RMs Δικτύου καταστημάτων, Account Managers, V-Banking RMs), σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις με κύκλο εργασιών έως €5εκ., σχετικά με τις επιπτώσεις της αύξησης του κόστους ενέργειας και πρώτων υλών.

Στην έρευνα έλαβαν μέρος **1.408 επιχειρήσεις** από βασικούς κλάδους της ελληνικής οικονομίας, οι οποίες κλήθηκαν να απαντήσουν σε 8 ερωτήσεις που σκιαγραφούν την επίδραση του φαινομένου, και ιδίως της αύξησης του κόστους των πρώτων υλών και της ηλεκτρικής ενέργειας, στην λειτουργία τους αλλά και να απαντήσουν για τα πλάνα δράσης τους.

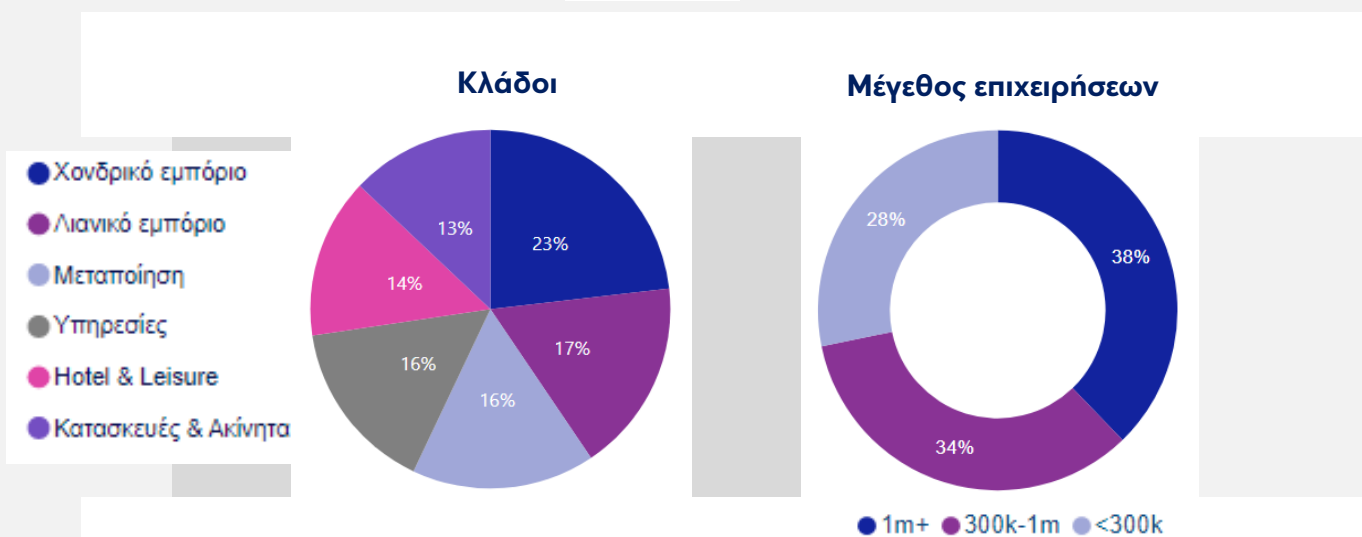
Οι ερωτήσεις που ετέθησαν σε μορφή ερωτηματολογίου είναι οι ακόλουθες:

1. Πόσο (%) αυξάνει το συνολικό κόστος της επιχείρησής σας η αύξηση του κόστους των πρώτων υλών;
2. Τι ποσοστό επίπτωσης έχει στις πωλήσεις σας η αύξηση του κόστους των πρώτων υλών;
3. Τι ποσοστό επίδρασης έχει στην τελική τιμή του προϊόντος η αύξηση του κόστους των πρώτων υλών;
4. Πως σχεδιάζει η επιχείρησή σας να διαχειριστεί την αύξηση του κόστους των πρώτων υλών;
5. Πόσο (%) αυξάνει το συνολικό κόστος της επιχείρησής σας η αύξηση του κόστους ηλεκτρικής ενέργειας;
6. Τι % του συνολικού κόστους της επιχείρησής σας αφορά σε κόστος ηλεκτρικής ενέργειας;
7. Τι πλάνα δράσης σχεδιάζει η επιχείρησή σας για τη διαχείριση του κόστους ενέργειας;
8. Πως σχεδιάζετε να διαχειριστείτε τις επιπτώσεις που απορρέουν από το κόστος πρώτων υλών και ενέργειας πάνω στην επιχείρησή σας;

Όσον αφορά στο προφίλ των επιχειρήσεων που έλαβαν μέρος στην έρευνα, αφορούν σε πελάτες της Τράπεζας που δραστηριοποιούνται στους κλάδους Χονδρικού και Λιανικού εμπορίου, Υπηρεσιών, Μεταποίησης, Κατασκευών και Hotel & Leisure ενώ ο κύκλος εργασιών τους κατανέμεται σε επιχειρήσεις με τζίρο <€300 χιλ., €300 χιλ. – €1 εκ. και >€1 εκ (Διάγραμμα 12). Στο επόμενο τμήμα παρουσιάζονται και σχολιάζονται τα βασικά ευρήματα.

³ Ακόμα και δεδομένων των σταθερών επιτοκίων του Δημόσιου Τομέα, η αύξηση του κόστους δανεισμού επιβαρύνει νοικοκυριά κι επιχειρήσεις με επιπτώσεις στη ζήτηση και τα δημόσια έσοδα.

Διάγραμμα 12

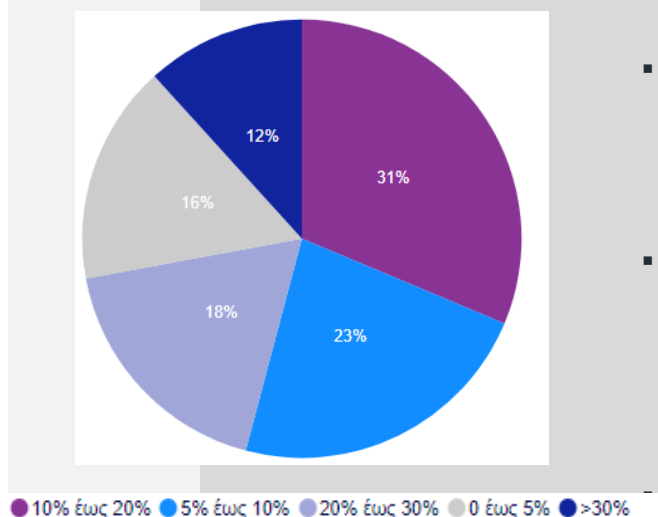


2.1 Βασικά ευρήματα, ποιοτικά και ποσοτικά χαρακτηριστικά

A. Αύξηση κόστους πρώτων υλών

Ερώτηση 1: Το 61% των ερωτηθέντων απάντησε ότι το συνολικό κόστος της επιχείρησης αυξήθηκε > 10% εξαιτίας της αύξησης στο κόστος α' υλών (Διάγραμμα 13).

Διάγραμμα 13



- Το 30% απάντησε ότι η αύξηση στο κόστος α' υλών αυξάνει >20% το συνολικό κόστος της επιχείρησης, ενώ μόνο το 16% απάντησε ότι η επίδραση είναι της τάξης έως 5%.
- Μεγαλύτερη επίπτωση παρατηρείται στον κλάδο της Μεταποίησης, όπου το 72% των ερωτηθέντων απάντησαν ότι το συνολικό κόστος αυξάνεται >10% ενώ ακολουθούν οι Κατασκευές και το Χονδρικό εμπόριο.

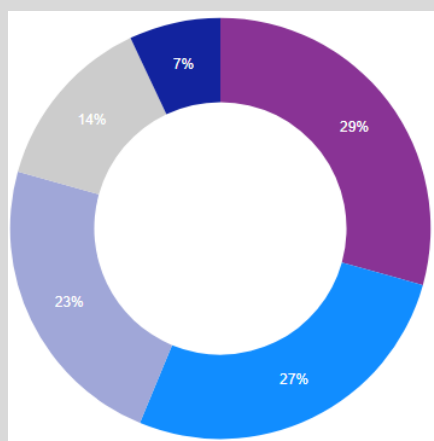
Στον κλάδο Υπηρεσιών παρατηρείται η μικρότερη επίπτωση λόγω μη άμεσης συσχέτισης του αντικειμένου με τις α' ύλες. Συγκεκριμένα, το 38% των πελατών του κλάδου απάντησε ότι η αύξηση είναι έως 5%.

Ερώτηση 2: Το 69% των επιχειρήσεων απάντησε ότι η αύξηση του κόστους α΄ υλών και ηλεκτρικής ενέργειας έχουν επηρεάσει τις πωλήσεις τους

- Μεγαλύτερη επίπτωση παρατηρείται στον κλάδο Λιανικού εμπορίου και Κατασκευών λόγω της εξάρτησης από τις α΄ ύλες, ενώ μικρότερη επίπτωση έχει ο κλάδος των Υπηρεσιών και Hotel & Leisure.
- Συγκεκριμένα, το 24% των ερωτηθέντων στον κλάδο του Λιανικού εμπορίου και το 26% στον κλάδο των Κατασκευών απάντησε ότι το % επίπτωσης στις πωλήσεις ξεπερνά το 10%.
- Αντιθέτως, το 44% των ερωτηθέντων στον κλάδο των Υπηρεσιών και το 40% στον κλάδο Hotel & Leisure απάντησαν ότι δεν έχει παρατηρηθεί καμία επίπτωση. Η αυξημένη διάθεση των ανθρώπων να απολαύσουν τις υπηρεσίες τις οποίες στερήθηκαν στη διάρκεια της πανδημίας φαίνεται να τις έχει καταστήσει, μέχρι τώρα, λιγότερο ελαστικές ως προς την τιμή.
- Γενικότερα, διαφορετική επίδραση φαίνεται να έχει το φαινόμενο στις επιχειρήσεις με μικρότερο τζίρο (<€300k) καθώς φαίνεται ότι οι πωλήσεις τους έχουν επηρεαστεί σε μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι στις μεγαλύτερες επιχειρήσεις.

Ερώτηση 3: Το 50% των ερωτηθέντων απάντησε ότι η τελική τιμή του προϊόντος αυξήθηκε >10% (διάγραμμα 14).

Διάγραμμα 14



● 10% έως 20%
 ● 5% έως 10%
 ● 0 έως 5%
 ● 20% έως 30%
 ● >30%

- το 21% εξ΄ αυτών απάντησαν ότι οι τιμές έχουν παρουσιάσει αύξηση >20%.
- Όπως αναμενόταν, μεγαλύτερη επίπτωση παρατηρείται στον κλάδο των Κατασκευών, της Μεταποίησης και του Χονδρικού εμπορίου.
- Συγκεκριμένα, το 32% των πελατών στον κλάδο των Κατασκευών απάντησε ότι το ποσοστό επίδρασης στις τιμές ξεπερνά το >20% ενώ στη Μεταποίηση και στο Χονδρικό εμπόριο το αντίστοιχο ποσοστό είναι της τάξης του 24%.

- Μεγαλύτερη επίπτωση στις τιμές παρατηρείται στις επιχειρήσεις με τζίρο >€1εκ. σε σχέση με τις επιχειρήσεις <€1 εκ..

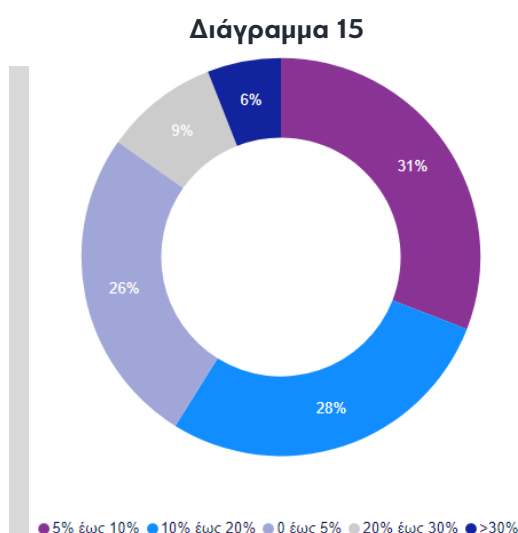
Ερώτηση 4: Το 49% των πελατών που έλαβαν μέρος στην έρευνα απάντησε ότι θα προβεί συνδυαστικά σε αυξήσεις τιμών ενώ παράλληλα θα απορροφήσει μέρος του κόστους.

- Το 24% απάντησε ότι θα προβεί αποκλειστικά σε μετακύλιση κόστους και αύξηση τιμών
- Το 14% απάντησε ότι θα απορροφήσει το κόστος
- Το 9% θα προβεί σε μαζικές αγορές για καλύτερες τιμές (αποθεματοποίηση)

Από τις απαντήσεις προκύπτουν διαφοροποιημένες συνθήκες δύναμης αγοράς και δυνατότητας μετακύλισης των αυξήσεων του κόστους στον καταναλωτή. Ασφαλώς, η τελική ισορροπία θα εξαρτηθεί από την διάρκεια του φαινομένου και από τις εξελίξεις στα εισοδήματα.

B. Αύξηση κόστους ηλεκτρικής ενέργειας

Ερώτηση 5: Το 43% των ερωτηθέντων απάντησαν ότι το συνολικό κόστος της επιχείρησης αυξήθηκε >10%
(Διάγραμμα 15)



- Το 15% των επιχειρήσεων απάντησε ότι το συνολικό κόστος της επιχείρησης αυξήθηκε από την ηλεκτρική ενέργεια > 20% ενώ μόνο στο 26% εμφανίζεται μικρή επίπτωση (<5%).
- Ο κλάδος της Μεταποίησης και Hotel & Leisure έχουν την μεγαλύτερη επίπτωση καθώς το 22% του Hotel & Leisure και το 18% της Μεταποίησης απάντησαν ότι το κόστος της επιχείρησης αυξήθηκε >20%.

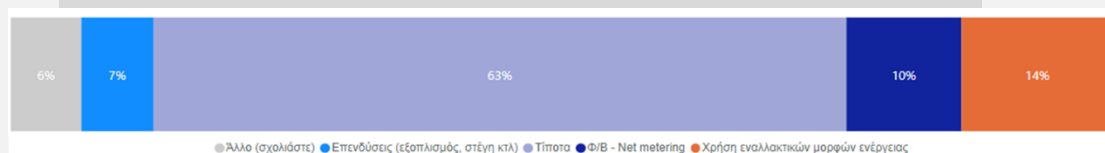
- Μικρότερη επίδραση παρατηρείται στις Υπηρεσίες, όπου το 39% απάντησε ότι το κόστος της επιχείρησης έχει αυξηθεί έως 5%, καθώς και στις επιχειρήσεις με τζίρο >€1 εκ., όπου το αντίστοιχο ποσοστό είναι της τάξης του 30%.

Ερώτηση 6: Το 28% απάντησε ότι το κόστος της ηλεκτρικής ενέργειας υπερβαίνει το 10% του συνολικού κόστους της επιχείρησης

- Το 7% των ερωτηθέντων απάντησε ότι το κόστος της ηλεκτρικής ενέργειας υπερβαίνει το 20% του συνολικού κόστους της επιχείρησης.
- Μεγαλύτερη επίπτωση παρατηρείται στον κλάδο Hotel & Leisure, όπου το 40% απάντησε ότι το κόστος ηλεκτρικής ενέργειας είναι >10% του συνολικού κόστους ενώ ακολουθεί η Μεταποίηση με αντίστοιχο % της τάξης του 37%.
- Οι Κατασκευές φαίνεται να έχουν τη μικρότερη επίδραση καθώς και οι επιχειρήσεις με τζίρο >€1 εκ. όπου μόλις 5 στις 100 επιχειρήσεις απάντησε ότι το κόστος της ηλεκτρικής ενέργειας υπερβαίνει το 20% του συνολικού.

Ερώτηση 7: Πλάνα δράσης για την διαχείριση του κόστους ενέργειας (Διάγραμμα 16)

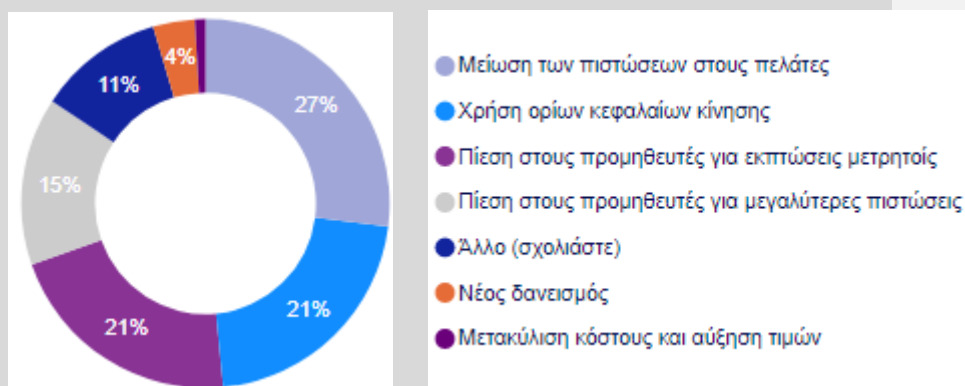
Διάγραμμα 16



- Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι παρότι το μέγεθος της επίπτωσης στις επιχειρήσεις είναι μεγάλο, μικρό ποσοστό σχεδιάζει να κάνει ενέργειες για τη διαχείρισή του, δεδομένου ότι το 63% απάντησε ότι δεν έχει πλάνα δράσης.
- Το 14% απάντησε ότι θα χρησιμοποιήσει εναλλακτικές μορφές ενέργειας, το 10% θα στραφεί σε Φ/Β ενώ το 7% σχεδιάζει να κάνει επενδύσεις.
- το 22% των πελατών Hotel & Leisure απάντησε ότι θα κάνει χρήση εναλλακτικών μορφών ενέργειας ενώ
- το 21% της Μεταποίησης και το 14% του Hotel & Leisure θα επενδύσει σε Φ/Β
- Οι επιχειρήσεις με τζίρο >€1 εκ. είναι αυτές που ετοιμάζουν πλάνα διαχείρισης για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης. Οι μικρότερες επιχειρήσεις φαίνεται να έχουν λιγότερες επιλογές.

Ερώτηση 8: Πλάνα δράσης για τη διαχείριση της αύξησης του κόστους πρώτων υλών και ηλεκτρικής ενέργειας (Διάγραμμα 17 και Πίνακας 1)

Διάγραμμα 17



- 22% των ερωτηθέντων απάντησε ότι θα χρησιμοποιήσει Κεφάλαια Κίνησης ώστε να καλύψει το χρηματοδοτικό κενό που έχει δημιουργηθεί

 - ✓ 1 στους 4 από τον κλάδο Hotel & Leisure και Μεταποίησης
- Το 24% των πελατών θα πιέσει τους προμηθευτές για εκπτώσεις μετρητοίς

 - ✓ Κυρίως στο Hotel & Leisure και στο Λιανικό εμπόριο όπου τα αντίστοιχα ποσοστά είναι 30% και 27% αντίστοιχα
- Το 19% των πελατών της έρευνας απάντησε ότι σχεδιάζει να μειώσει τις πιστώσεις στους πελάτες τους

 - ✓ Το 27% του Χονδρικού εμπορίου και το 21% της Μεταποίησης
- Το 17% απάντησε ότι σχεδιάζει να ασκήσει πίεση στους προμηθευτές για μεγαλύτερες πιστώσεις

 - ✓ Το 20% του Hotel & Leisure και το 19% των Κατασκευών
- Το 14% απάντησε άλλη ενέργεια

Οι περισσότερες απαντήσεις αφορούν σε μετακύλιση κόστους στην τελική τιμή ή απορρόφηση κόστους από την επιχείρηση ή χρήση ιδίων κεφαλαίων.
- 4% θα πάρει νέο δανεισμό για να καλύψει το κενό στο συναλλακτικό κύκλωμα

Πίνακας 1

| | Χονδρικό εμπόριο | Λιανικό εμπόριο | Μεταποίηση | Υπηρεσίες | Hotel & Leisure | Κατασκευές |
|---------------------------------------------------|------------------|-----------------|------------|-----------|-----------------|------------|
| Χρήση ορίων κεφαλαίου κίνησης | 21% | 20% | 25% | 19% | 24% | 23% |
| Πίεση στους προμηθευτές για εκπτώσεις μετρητοίς | 21% | 27% | 20% | 25% | 30% | 21% |
| Μείωση των πιστώσεων στους πελάτες | 27% | 17% | 21% | 20% | 6% | 18% |
| Πίεση στους προμηθευτές για μεγαλύτερες πιστώσεις | 15% | 18% | 17% | 12% | 20% | 19% |
| Άλλο | 11% | 12% | 11% | 19% | 18% | 13% |
| Νέος δανεισμός | 4% | 5% | 5% | 5% | 2% | 5% |
| | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

2.2 Επιπτώσεις για τις προοπτικές της πιστωτικής επέκτασης

Για την αντιμετώπιση της κρίσης η κυβέρνηση έχει θέσει σε εφαρμογή ένα εκτεταμένο πλέγμα υποστηρικτικών δράσεων για την άμβλυση των συνεπειών από την εκρηκτική άνοδο των τιμών ενέργειας και α' υλών. Παράλληλα όμως από την έρευνα προκύπτει ότι υπάρχει ανάγκη για επιπλέον κάλυψη του χρηματοδοτικού κενού που έχει δημιουργηθεί μέσω νέου δανεισμού ή αύξηση χρήσης των υφιστάμενων Κεφαλαίων Κίνησης.

Δεδομένου λοιπόν ότι οι επιχειρήσεις σχεδιάζουν είτε να χρησιμοποιήσουν τα υφιστάμενα δάνεια τους ή να αιτηθούν νέα δάνεια ως μέσο αντιμετώπισης της κρίσης, αναμένεται να παρατηρηθεί αύξηση στα υπόλοιπα των επιχειρηματικών δανείων. Επιπρόσθετα, η ανάγκη για πληρωμές στους προμηθευτές τοις μετρητοίς, με σκοπό την επίτευξη καλύτερων τιμών και όρων, θα δημιουργήσει ανάγκη για Κεφάλαια Κίνησης τα οποία οι επιχειρήσεις θα αντλήσουν από τις τράπεζες. Σημαντικό ποσοστό των ερωτηθέντων της έρευνας απάντησε ότι θα μειώσει τις πιστώσεις στους πελάτες τους, γεγονός που θα δημιουργήσει χρηματοδοτικό κενό στους αγοραστές (π.χ. στο λιανικό εμπόριο) και άρα πιθανή ανάγκη για χρηματοδότηση. Αντίστοιχα, μεγάλο ποσοστό των πελατών απάντησε ότι θα πιέσει τους προμηθευτές για μεγαλύτερες πιστώσεις γεγονός που θα δημιουργήσει ανάγκη για χρηματοδότηση ή χρήση ιδίων κεφαλαίων. Σημαντικό, επίσης, είναι το ποσοστό που θα στραφεί σε επενδύσεις (π.χ. μέσω Φ/Β) γεγονός που συνεπάγεται ευκαιρίες για χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων. Συνεπάγεται ότι, παρότι σε θεωρητικό επίπεδο ο πληθωρισμός συνοδεύεται από αύξηση της αβεβαιότητας που πλήττει τις επενδύσεις, οι συγκεκριμένες ανάγκες δημιουργούν προϋποθέσεις για επίτευξη θετικής πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις.

Ομάδα Ανάλυσης και Έρευνας



Δρ, Τάσος Αναστασάτος | Επικεφαλής Οικονομολόγος Ομίλου Eurobank
tanastasatos@eurobank.gr | + 30 214 40 59 706



Μιχαήλ Βασιλειάδης
Ερευνητής Οικονομολόγος
mvasileiadis@eurobank.gr
+ 30 214 40 59 709



Δρ, Στυλιανός Γώγος
Ερευνητής Οικονομολόγος
sgogos@eurobank.gr
+ 30 214 40 63 456



Μαρία Κασόλα
Ερευνήτρια Οικονομολόγος
mkasola@eurobank.gr
+ 30 210 40 63 453



Παρασκευή Πετροπούλου
Ανώτερη Οικονομολόγος
rpetropoulou@eurobank.gr
+ 30 214 40 63 455



Δρ, Θεόδωρος Ράπανος
Οικονομικός Αναλυτής
trapanos@eurobank.gr
+ 30 214 40 59 711



Δρ, Θεόδωρος Σταματίου
Ανώτερος Οικονομολόγος
tstamatiou@eurobank.gr
+ 30 214 40 59 708

Περισσότερες εκδόσεις μας διαθέσιμες στην ηλεκτρονική διεύθυνση που ακολουθεί: <https://www.eurobank.gr/en/group/economic-research>
Εγγραφείτε ηλεκτρονικά, σε: <https://www.eurobank.gr/el/omilos/oikonomikes-analuseis/forma-ekdilosis-endiaferontos>
Ακολουθήστε μας στο twitter: https://twitter.com/Eurobank_Group
Ακολουθήστε μας στο LinkedIn: <https://www.linkedin.com/company/eurobank>

DISCLAIMER

This report has been issued by Eurobank S.A. ("Eurobank") and may not be reproduced in any manner or provided to any other person. Each person that receives a copy by acceptance thereof represents and agrees that it will not distribute or provide it to any other person. This report is not an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned herein. Eurobank and others associated with it may have positions in, and may effect transactions in securities of companies mentioned herein and may also perform or seek to perform investment banking services for those companies. The investments discussed in this report may be unsuitable for investors, depending on the specific investment objectives and financial position. The information contained herein is for informative purposes only and has been obtained from sources believed to be reliable but it has not been verified by Eurobank. The opinions expressed herein may not necessarily coincide with those of any member of Eurobank. No representation or warranty (express or implied) is made as to the accuracy, completeness, correctness, timeliness or fairness of the information or opinions herein, all of which are subject to change without notice. No responsibility or liability whatsoever or howsoever arising is accepted in relation to the contents hereof by Eurobank or any of its directors, officers or employees. Any articles, studies, comments etc. reflect solely the views of their author. Any unsigned notes are deemed to have been produced by the editorial team. Any articles, studies, comments etc. that are signed by members of the editorial team express the personal views of their author.

