

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2021



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2021



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Διεύθυνση

Ελ. Βενιζέλου 21
102 50 Αθήνα

Δικτυακός τόπος

<http://www.bankofgreece.gr>

Τηλέφωνο

+30 210 320 2393

Με την επιφύλαξη παντός δικαιώματος. Επιτρέπεται η αναπαραγωγή για εκπαιδευτικούς και μη εμπορικούς σκοπούς, εφόσον αναφέρεται η πηγή.

DOI: <https://doi.org/10.52903/monpol.gr202112>

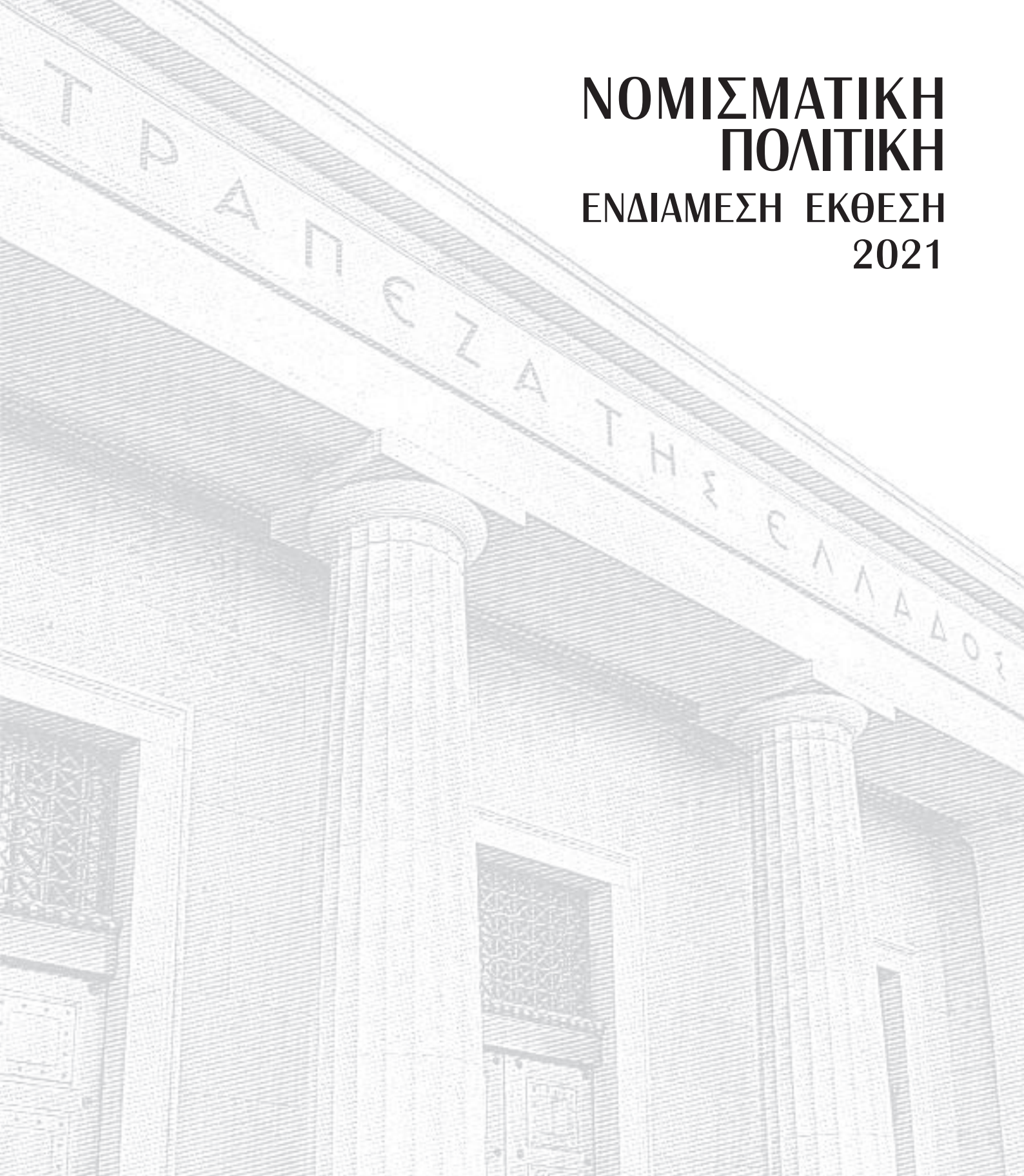
https://www.bankofgreece.gr/Publications/Inter_NomPol2021.pdf

Τυπώθηκε στο
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN: 1108-2305 (print)

ISSN: 2654-1939 (online)

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2021



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2021



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Προς τη Βουλή των Ελλήνων
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Ενδιάμεση Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται σε μια περίοδο κατά την οποία η ελληνική και η παγκόσμια οικονομία ανακάμπτουν δυναμικά μετά την άρση των περιορισμών και την επανεκκίνηση της οικονομικής δραστηριότητας. Ωστόσο, το ενδεχόμενο μιας νέας έξαρσης της πανδημίας από τη μετάλλαξη Όμικρον του κορωνοϊού και η ύπαρξη εμποδίων στις αλυσίδες προσφοράς αυξάνουν την αβεβαιότητα και δημιουργούν κινδύνους για την πορεία του πληθωρισμού και την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας.



Η οικονομική δραστηριότητα ανέκαμψε με υψηλούς ρυθμούς στη διάρκεια του 2021, μετά τη σημαντική ύφεση που καταγράφηκε το 2020, λόγω της πανδημίας και των μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης που επιβλήθηκαν για την αντιμετώπισή της. Με τη σταδιακή άρση των μέτρων περιορισμού και την επέκταση του εμβολιαστικού προγράμματος, η οικονομική δραστηριότητα ενισχύθηκε σημαντικά το β' και γ' τρίμηνο του 2021, ενώ για το σύνολο του έτους ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης αναμένεται να είναι πολύ ισχυρός, υπερβαίνοντας το 8%. Για το 2022 προβλέπεται να είναι 5%.

Εντούτοις, η επιδείνωση των επιδημιολογικών δεδομένων τους τελευταίους μήνες, η ανησυχία για τις νέες μεταλλάξεις του κορωνοϊού, καθώς και η αύξηση του κόστους της ενέργειας, των τιμών των πρώτων υλών και γενικότερα οι εισαγόμενες πληθωριστικές πιέσεις, εντείνουν την αβεβαιότητα και αυξάνουν τους κινδύνους για το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας τα επόμενα τρίμηνα. Παρ' όλα αυτά, οι μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας παραμένουν ιδιαίτερα θετικές, συνεπικουρούμενες από την έναρξη των επενδυτικών έργων και την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που συνδέονται με το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Το 2021 η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική κρίθηκε απαραίτητο να συνεχιστεί, προκειμένου να αναχαιτιστούν οι αρνητικές επιδράσεις της πανδημίας. Ωστόσο, η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας επέτρεψε τη σταδιακή απόσυρση των μέτρων στήριξης κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Την περίοδο μετά την πανδημία, η Ελλάδα θα κληθεί να διασφαλίσει τη δημοσιονομική βιωσιμότητα, μέσα και από τη δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων, λαμβάνοντας υπόψη ότι η τρέχουσα συγκυρία των χαμηλών επιτοκίων ενδέχεται να αντιστραφεί αν διατηρηθούν οι πληθωριστικές πιέσεις. Η τήρηση των κανόνων του υπό διαμόρφωση νέου ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου και η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων κρίνονται ως αναγκαίες προϋποθέσεις για την εξασφάλιση μιας πτωτικής δυναμικής του δημόσιου χρέους, η οποία ενισχύεται και από τη διατήρηση των ευνοϊκών του χαρακτηριστικών, όπως η σύνθεσή του και η διάρθρωση των αποπληρωμών.

Παρά την πρόοδο της ελληνικής οικονομίας, η πιστοληπτική αξιολόγησή της υπολείπεται της επενδυτικής βαθμίδας. Αυτό δημιουργεί μία σειρά από προβλήματα, κυρίως όμως στερεί την ελληνική οικονομία από πολύτιμους επενδυτικούς πόρους που θα μπορούσαν να εισρεύσουν από το εξωτερικό σε πολλούς κλάδους και τομείς, είτε ως δανειακά κεφάλαια χαμηλού κόστους είτε ως συμμετοχή στο κεφάλαιο επιχειρήσεων. Η απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 16ης Δεκεμβρίου να συνεχίσει να αγοράζει ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου μετά

το Μάρτιο του 2022 και μέχρι τη λήξη της περιόδου των επανεπενδύσεων το τέλος του 2024, μεγαλύτερου ύψους από τις επανεπενδύσεις των εξοφλήσεων των ομολόγων που αγόρασε η ΕΚΤ στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (PEPP), αναμένεται ότι θα διατηρήσει ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες και χαμηλό κόστος δανεισμού τόσο του δημόσιου όσο και του ιδιωτικού τομέα. Υπό την έννοια αυτή, παρέχει ένα “παράθυρο ευκαιρίας”, το οποίο όμως πρέπει να αξιοποιηθεί τάχιστα προκειμένου να αποκτηθεί η επενδυτική βαθμίδα.

Οι συνθήκες χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρέμειναν ευνοϊκές, ενώ συνεχίστηκε και η άνοδος των καταθέσεων. Περαιτέρω υποχώρηση εμφάνισε το υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), κυρίως λόγω της αξιοποίησης του προγράμματος “Ηρακλής”, με τις σχετικές συναλλαγές να έχουν αρνητικό αντίκτυπο στην κερδοφορία και στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών, οι οποίοι ωστόσο παραμένουν σε ικανοποιητικά επίπεδα. Χαμηλή παραμένει η ποιότητα των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, με τις οριστικές και εκκαθαρισμένες αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις να αποτελούν ακόμη μεγαλύτερο μέρος των συνολικών εποπτικών ιδίων κεφαλαίων. Οι προκλήσεις που έχουν να αντιμετωπίσουν οι ελληνικές τράπεζες είναι σημαντικές, ιδίως αν ληφθεί υπόψη ότι η πλήρης επίπτωση της πανδημίας στα στοιχεία ενεργητικού των τραπεζών εκτιμάται ότι θα εκδηλωθεί με κάποια υστέρηση, δηλαδή μετά την πλήρη άρση των μέτρων στήριξης της οικονομίας. Απαιτείται λοιπόν συνεχής επαγρύπνηση και εντατικότερη δράση εκ μέρους των τραπεζών, με στόχο την περαιτέρω μείωση των ΜΕΔ, την ποιοτική και ποσοτική ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης, κατεύθυνση στην οποία ήδη έχουν αρχίσει να κινούνται οι τράπεζες, και την αξιοποίηση της αυξημένης ρευστότητας που διαθέτουν για τη χρηματοδότηση της οικονομίας.

Βραχυπρόθεσμα, βασική προϋπόθεση ώστε να διατηρηθεί η αναπτυξιακή δυναμική των τελευταίων τριμήνων, υπό το πρίσμα των νέων μεταλλάξεων του ιού, είναι να αποφευχθούν νέα γενικευμένα περιοριστικά μέτρα. Ωστόσο, αυτό απαιτεί εντατικοποίηση της προσπάθειας για την επέκταση της εμβολιαστικής κάλυψης του πληθυσμού και τη θωράκιση των υπηρεσιών υγείας προκειμένου να τεθεί υπό έλεγχο η υγειονομική κρίση και να περιοριστεί η πίεση στο δημόσιο σύστημα υγείας. Οποιαδήποτε νέα μέτρα ελέγχου της πανδημίας θα πρέπει να έχουν περιορισμένο δημοσιονομικό αντίκτυπο, ώστε να αποφευχθεί η περαιτέρω επιβάρυνση των δημοσιονομικών μεγεθών που θα καθυστερήσει την επάνοδο στη δημοσιονομική ισορροπία.

Μεσοπρόθεσμα, η αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης Next-GenerationEU, η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων που περιλαμβάνονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και η χρηματοδοτική στήριξη από ένα εύρωστο τραπεζικό σύστημα θα ενισχύσουν τις επενδύσεις, θα υποστηρίξουν την πράσινη μετάβαση και τον ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας και θα συμβάλουν στην αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας και της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Αυτό θα επιτρέψει στην οικονομία να αντεπεξέλθει στις προκλήσεις και να επιλύσει τα προβλήματα που αντιμετωπίζει, εν μέρει ως κληρονομιά της κρίσης χρέους, και θα οδηγήσει στη μετάβαση σε ένα βιώσιμο, εξωστρεφές και χωρίς κοινωνικούς αποκλεισμούς παραγωγικό πρότυπο.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2021

Γιάννης Στουρνάρας
Διοικητής

ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Πρόεδρος

Γιάννης Στουρνάρας

Μέλη

Θεόδωρος Πελαγίδης

Χριστίνα Παπακωνσταντίνου

Δημήτριος Σιδέρης

Όλγα Χαρίτου

Χρήστος Χατζηεμμανουήλ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΑΝΑΚΑΜΨΗ – ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΠΑΝΔΗΜΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ – ΘΕΤΙΚΕΣ ΜΕΣΟΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1.	Εισαγωγή	11
2.	Εξελίξεις – Προοπτικές	11
3.	Παγκόσμια οικονομία	15
4.	Ενιαία νομισματική πολιτική	17
5.	Χρηματοπιστωτικός τομέας	19
6.	Προκλήσεις	23
7.	Προϋποθέσεις για διατηρήσιμη ανάπτυξη	24

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	29
2.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	31
2.1	Παγκόσμια οικονομία	31
2.2	Ζώνη του ευρώ	36
2.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	40
3.	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	41
Πλαίσιο ΙΙ.1	Διεθνείς πληθωριστικές πιέσεις: προσδιοριστικοί παράγοντες και προοπτικές	46
Πλαίσιο ΙΙ.2	Η κλιματική αλλαγή ως ευκαιρία και ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών	54

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	57
2.	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή	60
3.	Η αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ	67

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	69
2.	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	72
2.1	Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης	72
2.2	Εξελίξεις στην πλευρά της προσφοράς	78
3.	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	80
4.	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	83
5.	Πληθωρισμός, επιχειρηματικά κέρδη, κόστος εργασίας και ανταγωνιστικότητα	86
5.1	Πληθωρισμός	86
5.2	Επιχειρηματικά κέρδη	88
5.3	Κόστος εργασίας	88
5.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	89
6.	Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου πληρωμών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης	92
7.	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	97
Πλαίσιο ΙV.1	Συχνότητα και μέγεθος των μεταβολών των τιμών στην Ελλάδα: Ανάλυση με τη χρήση των μικροδοσμένων του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή	99
Πλαίσιο ΙV.2	Εκτίμηση της καμπύλης Phillips για την ελληνική οικονομία	105

Πλαίσιο IV.3 Δείκτης αστάθειας των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών – Η επίδραση της πανδημίας	108
--	------------

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1. Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	113
2. Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2021	114
3. Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις	117
Πλαίσιο V.1 Η εισαγωγή κεφαλαιοποιητικού συστήματος εισφορών στην επικουρική ασφάλιση (Ν. 4826/2021)	119
4. Προτάσεις πολιτικής	124
Πλαίσιο V.2 Ψηφιακός μετασχηματισμός της δημόσιας διοίκησης: η πρόσφατη ελληνική εμπειρία και η προοπτική του NextGenerationEU	127
5. Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών το 2021	132
5.1 Γενική κυβέρνηση (εθνολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)	132
5.2 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)	132
5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)	133
5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	133
5.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης	135

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

1. Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	137
2. Τραπεζική πίστη	138
3. Τραπεζικά επιτόκια	141
4. Τραπεζικές καταθέσεις	144
5. Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	147
Πλαίσιο VI.1 Καθαρή και ακαθάριστη ροή τραπεζικής χρηματοδότησης	150
Πλαίσιο VI.2 Πανδημία και μεταβολές στις αγοραστικές συνήθειες και τις πληρωμές	153

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII

ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1. Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	160
2. Διεθνείς κεφαλαιαγορές	161
Πλαίσιο VII.1 Προσδιοριστικοί παράγοντες της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου	164
3. Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	169
Πλαίσιο VII.2 Τα περιβαλλοντικά κριτήρια στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας	171
4. Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	178
5. Αγορά μετοχών	179
5.1 Τιμές μετοχών	179
5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων	179

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	181
-----------------------------	------------

ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΑΝΑΚΑΜΨΗ – ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΠΑΝΔΗΜΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ – ΘΕΤΙΚΕΣ ΜΕΣΟΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ελληνική και η παγκόσμια οικονομία ανακάμπτουν δυναμικά μετά την άρση των περιορισμών και την επανεκκίνηση της οικονομικής δραστηριότητας, υποβοηθούμενες από την εξαιρετικά διευκολυντική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική. Ωστόσο, η άνιση πρόσβαση στα εμβόλια μεταξύ ανεπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών, το ενδεχόμενο μιας νέας έξαρσης της πανδημίας από τη μετάλλαξη Όμικρον του κορωνοϊού και η ύπαρξη εμποδίων στις αλυσίδες προσφοράς αυξάνουν την αβεβαιότητα και δημιουργούν κινδύνους για την πορεία του πληθωρισμού και την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας. Επιπλέον, μια πιο έντονη και μεγαλύτερης διάρκειας άνοδος των τιμών της ενέργειας και των λοιπών πρώτων υλών ενδέχεται να διατηρήσει υψηλά τον πληθωρισμό για παρατεταμένο χρονικό διάστημα και να αποσταθεροποιήσει τις προσδοκίες γι' αυτόν, προκαλώντας ταχύτερη αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, αυξάνοντας έτσι τον κίνδυνο διαταραχών στις χρηματοπιστωτικές αγορές και αναστροφής της ανοδικής πορείας των οικονομιών.

Ειδικά όσον αφορά την ελληνική οικονομία, η πρόσφατη επιδείνωση των επιδημιολογικών δεδομένων σε συνδυασμό με τη σχετικά χαμηλή εμβολιαστική κάλυψη του πληθυσμού σε σύγκριση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο αυξάνουν την αβεβαιότητα και τους κινδύνους για την οικονομική ανάπτυξη. Παρ' όλα αυτά, οι μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας παραμένουν ιδιαίτερα θετικές, συνεπικουρούμενες και από την έναρξη των επενδυτικών έργων και την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που συνδέονται με το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ-ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Δυναμική ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας το β' και γ' τρίμηνο του 2021

Η οικονομική δραστηριότητα ανέκαμψε με υψηλούς ρυθμούς στη διάρκεια του 2021, μετά τη σημαντική ύφεση που καταγράφηκε το 2020 (-9,0%) λόγω της πανδημίας και των μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης που επιβλήθηκαν για την αντιμετώπισή της. Με την επανεκκίνηση της οικονομίας το πραγματικό ΑΕΠ σημείωσε ισχυρή άνοδο το β' και το γ' τρίμηνο του 2021. Ως αποτέλεσμα, κατά το εννεάμηνο του 2021 το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 9,5% σε ετήσια βάση. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται στη δυναμική ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης, που τροφοδοτήθηκε από την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος και την αποδέσμευση της αναβληθείσας κατανάλωσης, καθώς και στην αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Ταυτόχρονα, η αύξηση της επενδυτικής δαπάνης των επιχειρήσεων, αλλά και της δημόσιας κατανάλωσης, στήριξε την εγχώρια ζήτηση. Αρνητική συμβολή στην ανάπτυξη είχε η αύξηση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Από την πλευρά της προσφοράς, αξιοσημείωτη ήταν η ανάκαμψη των υπηρεσιών (κυρίως λόγω του τουρισμού), αλλά και της βιομηχανίας και των κατασκευών.

Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων σε όλους τους κλάδους βελτιώθηκαν και παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα σε όλη τη διάρκεια του έτους. Εντούτοις, ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών κατέγραψε επιδείνωση το δεύτερο εξάμηνο, ενδεχομένως λόγω της αβεβαιότητας σχετικά με την εξέλιξη της πανδημίας, αλλά και λόγω των πληθωριστικών πιέσεων. Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) σημείωσε μεγάλη βελτίωση στο ίδιο διάστημα, υποδηλώνοντας υψηλούς

αναπτυξιακούς ρυθμούς στη μεταποίηση. Επιπλέον, ο δείκτης όγκου της βιομηχανικής παραγωγής εμφάνισε σημαντική αύξηση κατά 10,2% την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021, ενώ και ο όγκος λιανικών πωλήσεων αυξήθηκε κατά 8,8% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2021. Συνολικά, σύμφωνα με τους διαθέσιμους δείκτες προσδοκιών και οικονομικής συγκυρίας, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να διατηρήσει τη θετική δυναμική της και κατά το τελευταίο τρίμηνο του έτους.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021, βελτιώθηκε σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2020, καθώς το έλλειμμα του μειώθηκε κατά 2,7 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 6,4 δισεκ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή είναι αποτέλεσμα της αύξησης των καθαρών εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες, οι οποίες ανέκαμψαν με ταχύ ρυθμό από το β' τρίμηνο του 2021 και ύστερα. Επίσης, σημαντική ήταν και η συμβολή των ισοζυγίων πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων, με τη βελτίωση του τελευταίου να οφείλεται κυρίως στην εκταμίευση της προχρηματοδότησης στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (Recovery and Resilience Facility – RRF). Παρά τη συνεχιζόμενη ανοδική πορεία των εξαγωγών όμως, το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών διευρύνθηκε, καθώς οι εισαγωγές αυξήθηκαν περισσότερο από τις εξαγωγές σε απόλυτο μέγεθος, ως αποτέλεσμα της συνεχιζόμενης αύξησης της βιομηχανικής παραγωγής και της ανάκαμψης των επενδύσεων και της κατανάλωσης.

Η απασχόληση συνέχισε να μειώνεται τους πρώτους μήνες του 2021, αλλά η επίδραση της πανδημίας στην αγορά εργασίας ήταν περιορισμένη, καθώς τα μέτρα που ελήφθησαν για τη στήριξη του εισοδήματος και της απασχόλησης αποδείχθηκαν αποτελεσματικά. Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας και η έναρξη της τουριστικής περιόδου οδήγησαν σε αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων και σε περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας ήδη από το β' τρίμηνο του έτους.

Η ελληνική αγορά ακινήτων ανέκαμψε ταχύτατα το 2021, τόσο στα επαγγελματικά όσο και στα οικιστικά ακίνητα. Αναφορικά με τα οικιστικά ακίνητα, το ενδιαφέρον συγκεντρώνεται στο τμήμα της αγοράς που συνδέεται με τον τουρισμό και τις επενδύσεις.

Ο πληθωρισμός άρχισε να καταγράφει θετικό ετήσιο ρυθμό από τον Ιούνιο του 2021, καθώς η οικονομική δραστηριότητα ανέκαμψε και παράλληλα εκδηλώθηκαν πληθωριστικές πιέσεις, λόγω κυρίως των διαταράξεων στις αλυσίδες προσφοράς και της μεγάλης ανόδου των διεθνών τιμών της ενέργειας. Ο πληθωρισμός με βάση τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή επιταχύνθηκε στο 4,0% το Νοέμβριο, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού στο 1,1% τον ίδιο μήνα. Οι έντονες πληθωριστικές πιέσεις που καταγράφονται το 2021 οφείλονται σε μεγάλο βαθμό σε επιδράσεις βάσης λόγω του αρνητικού πληθωρισμού το 2020 και σε απότομες αυξήσεις των τιμών της ενέργειας, των ειδών διατροφής, καθώς και των εισαγόμενων ενδιάμεσων προϊόντων λόγω των διαταράξεων στις παγκόσμιες αλυσίδες προσφοράς. Παρά τις καταγεγραμμένες αυξήσεις των τιμών τους τελευταίους μήνες, ο πληθωρισμός στην Ελλάδα παραμένει από τους χαμηλότερους στην ευρωζώνη, ενώ σε ετήσιο επίπεδο δεν αναμένεται να ξεπεράσει το 0,6% το 2021.

Χρηματοπιστωτικός τομέας: θετικές εξελίξεις – αβεβαιότητα στις αγορές για την πορεία της πανδημίας και την εξέλιξη του πληθωρισμού

Κατά τη διάρκεια του 2021 το επενδυτικό κλίμα στην αγορά ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων ήταν ιδιαίτερα θετικό, ως αποτέλεσμα της συμπερίληψης των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο έκτακτο πρόγραμμα αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) της ΕΚΤ, του ευνοϊκού διεθνούς νομισματικού και χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος και της ισχυρότερης από ό,τι αναμενόταν οικονομικής μεγέθυνσης. Θετική επίσης συμβολή είχαν οι εκτιμήσεις για επιστροφή από το 2021 του λόγου χρέους προς ΑΕΠ σε πτωτική πορεία, η προοπτική άντλησης κεφαλαίων για επενδύσεις και μεταρρυθμίσεων στο πλαίσιο του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU και η μείωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ). Έτσι, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, όλων των διαρκειών, έχουν διαμορφωθεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, διευκολύ-

νοντας σε πολύ μεγάλο βαθμό το Ελληνικό Δημόσιο να εκδώσει νέα ομόλογα με χαμηλό κόστος δανεισμού, ενώ παράλληλα διατηρήθηκε σχετικά μακρά η μεσοσταθμική διάρκεια νέου δανεισμού, με πολύ σημαντικά οφέλη τόσο για τη στήριξη της πραγματικής οικονομίας κατά τη διάρκεια της πανδημίας όσο και για τη βελτίωση των ιδιαίτερων διαρθρωτικών χαρακτηριστικών του δημόσιου χρέους που μειώνουν τους κινδύνους βιωσιμότητάς του. Ωστόσο, στο τέλος του γ' τριμήνου και κατά τη διάρκεια του δ' τριμήνου του έτους, σε συνάφεια με τη διαμόρφωση προσδοκιών για σταδιακή αυστηροποίηση των νομισματικών συνθηκών στις ΗΠΑ, παρατηρήθηκε τάση ανόδου των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων παγκοσμίως, καθώς και των διαφορών αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων έναντι των γερμανικών Bunds.

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών έχουν κινηθεί ανοδικά (Γενικός Δείκτης: +9,2%) έως τα μέσα Δεκεμβρίου του 2021, σε συνάφεια με τις θετικές αποδόσεις στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη. Οι περισσότεροι κλάδοι καταγράφουν θετικές αποδόσεις, με τις τιμές των μετοχών κλάδων όπως η βιομηχανία και η ενέργεια να καταγράφουν μεγαλύτερες αυξήσεις σε σχέση με το γενικό δείκτη. Ωστόσο, οι νέες μεταλλάξεις του κορωνοϊού και ο κίνδυνος επιβολής νέων μέτρων περιορισμού της οικονομικής δραστηριότητας σε πολλές χώρες επηρεάζουν αρνητικά τις προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας και κατ' επέκταση τη μελλοντική πορεία των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Η πιστωτική επέκταση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε στη διάρκεια του 2021, καθώς η εξομάλυνση των συνθηκών ρευστότητας των επιχειρήσεων περιορίσει τη ζήτηση τραπεζικής πίστης, ενώ και τα προγράμματα που χρηματοδοτούνται με δημόσιους πόρους και στοχεύουν στην απευθείας παροχή κινήτρων προς τις τράπεζες προκειμένου να χορηγήσουν πιστώσεις προς επιχειρήσεις είχαν, κατά το 2021, μικρότερο μέγεθος σε σχέση με το 2020. Παρ' όλα αυτά, ο ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων παραμένει υψηλότερος από ό,τι το 2019, ιδίως όσον αφορά τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους. Οι ιδιωτικές καταθέσεις επίσης αυξάνονται με πολύ ταχύτερους ρυθμούς από ό,τι πριν την πανδημία, ενώ η πολυετής καθοδική πορεία των επιτοκίων έχει οδηγήσει το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις σε ιστορικό χαμηλό.

Δημοσιονομικές εξελίξεις: Συνέχιση της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής το 2021 για να αναχαιτιστούν οι αρνητικές επιπτώσεις της πανδημίας

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων της περιόδου 2017-2020 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος τον Οκτώβριο του 2021, το πρωτογενές έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης για το 2020 διαμορφώθηκε σε 7,1% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ ανήλθε σε 206,3%.

Το 2021, τόσο το πρωτογενές έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης όσο και το δημόσιο χρέος αναμένεται να αυξηθούν έναντι του 2020 σε ονομαστικούς όρους, εξαιτίας της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής. Ωστόσο, ως ποσοστό του ΑΕΠ και τα δύο μεγέθη αναμένονται μειωμένα, χάρη στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, η οποία επέτρεψε τη σταδιακή απόσυρση των μέτρων στήριξης κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Ειδικότερα, στον Προϋπολογισμό 2022, το πρωτογενές έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2021 (με βάση τον ορισμό της ενισχυμένης εποπτείας) εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 7,3% του ΑΕΠ, έναντι 7,9% του ΑΕΠ το 2020, και το δημόσιο χρέος αναμένεται να αποκλιμακωθεί σε 197,1% του ΑΕΠ από 206,3% του ΑΕΠ το 2020. Σύμφωνα με την πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το αντίστοιχο πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2021 αναμένεται να διαμορφωθεί σε έλλειμμα 7,3% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος σε 196% του ΑΕΠ.

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις αντανakλούν το γεγονός ότι το 2021 υλοποιήθηκε μία δέσμη μέτρων ύψους 9,5% του ΑΕΠ, έναντι 10,8% του ΑΕΠ το 2020, προκειμένου να περιοριστούν οι αρνητικές επιδράσεις της πανδημίας, ενώ ελήφθησαν πρόσθετα μέτρα ύψους 0,3% του ΑΕΠ για την ανακούφιση των πληγέντων από τις πυρκαγιές του Αυγούστου.

Προβλέψεις: Θετικές προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα – προσωρινή αύξηση του πληθωρισμού

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2021 αναμένεται να διαμορφωθεί σε 7,2%. Όμως με βάση τα νέα εθνικολογιστικά στοιχεία του ΑΕΠ, τα οποία δόθηκαν στη δημοσιότητα προσφάτως από την ΕΛΣΤΑΤ και τα οποία δεν έχουν ληφθεί υπόψη στις προβλέψεις του Ευρωσυστήματος για την Ελλάδα, ο ρυθμός ανάπτυξης για το 2021 αναμένεται να είναι σημαντικά υψηλότερος, άνω του 8% σύμφωνα με μία τεχνική επανεκτίμηση. Το 2022 ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται ότι θα διαμορφωθεί σε 5,0% και το 2023 σε 3,9%, υπό την προϋπόθεση ότι η οικονομία θα συνεχίσει να ενισχύεται σημαντικά από το διεθνή τουρισμό, την ανάκαμψη της ευρωζώνης και την επιτάχυνση των επενδύσεων.

Η ιδιωτική κατανάλωση ενισχύθηκε σημαντικά το 2021, αντανακλώντας σε μεγάλο βαθμό την κάλυψη μέρους της ζήτησης που είχε συσσωρευθεί λόγω της αναβολής δαπανών κατά τη διάρκεια της πανδημίας, αλλά και τη βελτίωση του οικονομικού κλίματος. Η καταναλωτική δαπάνη αναμένεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται τα δύο επόμενα έτη, με ηπιότερους όμως ρυθμούς, παράλληλα με την αύξηση της απασχόλησης, ενώ και η αποκλιμάκωση του ποσοστού αποταμίευσης από τα ιστορικά υψηλά που κατέγραψε κατά τη διάρκεια της πανδημίας, αναμένεται να συμβάλει προς την ίδια κατεύθυνση.

Οι επενδύσεις αναμένεται να αυξηθούν με πολύ υψηλούς ρυθμούς τα δύο επόμενα έτη. Αυτό αποδίδεται στο γεγονός ότι έως το 2029 η Ελλάδα προβλέπεται να λάβει στήριξη ύψους 40 δισεκ. ευρώ περίπου από το μακροπρόθεσμο προϋπολογισμό της ΕΕ 2021-2027 και 32 δισεκ. ευρώ από το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU, ενώ παράλληλα αναμένεται και η προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων.

Οι εξαγωγές αγαθών εκτιμάται ότι θα αυξηθούν με υψηλούς ρυθμούς το 2022 και το 2023, καθώς θα βελτιώνεται το διεθνές περιβάλλον και θα αποκαθίστανται οι διεθνείς αλυσίδες προσφοράς. Οι εξαγωγές υπηρεσιών, ιδιαίτερα ο τουρισμός, εκτιμάται ότι θα κινηθούν ανοδικά, μετά τη σημαντική πτώση που κατέγραψαν ως αποτέλεσμα των μέτρων που είχαν ληφθεί σε παγκόσμιο επίπεδο για τον περιορισμό της υγειονομικής κρίσης. Παράλληλα όμως, ανοδικά αναμένεται να κινηθούν και οι εισαγωγές, σε συνάφεια με την ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης, ιδίως των επενδύσεων.

Οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης που αναμένονται για την περίοδο 2021-2023 ως αποτέλεσμα της υλοποίησης του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας θα είναι υποβοηθητικοί στην αύξηση της απασχόλησης και στην περαιτέρω αποκλιμάκωση της ανεργίας.

Ο πληθωρισμός, βάσει του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή, αναμένεται να καταγράψει ελαφρώς θετικό μέσο ετήσιο ρυθμό το 2021, κυρίως λόγω της ανοδικής πορείας των τιμών των ενεργειακών αγαθών, αλλά και των ανατιμήσεων στα είδη διατροφής, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού θα παραμείνει σε αρνητικό έδαφος. Το 2022 αναμένεται επιτάχυνση του πληθωρισμού και επιστροφή του πυρήνα σε θετικό έδαφος, με τη θετική συμβολή όλων των συνιστωσών τους. Ωστόσο, για το 2023 αναμένεται αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων, υπό την προϋπόθεση ότι θα αποκατασταθούν τα προβλήματα στις παγκόσμιες αλυσίδες προσφοράς και θα υποχωρήσουν οι τιμές ενέργειας και εισαγόμενων πρώτων υλών και ενδιάμεσων προϊόντων.

Σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό 2022, υπό την προϋπόθεση ότι η πανδημία θα περιοριστεί και η ανάκαμψη θα συνεχιστεί, προβλέπεται βελτίωση του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος σύμφωνα τον ορισμό της ενισχυμένης εποπτείας, με μείωση του ελλείμματος σε σχέση με το 2021 και διαμόρφωσή του σε 1,2% του ΑΕΠ. Το δημόσιο χρέος προβλέπεται να αποκλιμακωθεί σε 189,6% του ΑΕΠ το 2022 από 197,1% του ΑΕΠ το 2021.

Σύμφωνα με τις επικαιροποιημένες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η μεσοπρόθεσμη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παραμένει διασφαλισμένη. Ωστόσο, εξαιτίας της μειωμένης

οικονομικής δραστηριότητας την περίοδο της πανδημίας, των έκτακτων δημοσιονομικών μέτρων την περίοδο 2020-22 (συνολικού ύψους 37,6 δισεκ. ευρώ) και του πρόσθετου δανεισμού από ευρωπαϊκούς πόρους (RRF, SURE), τόσο το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ όσο και οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου έχουν επιβαρυνθεί σημαντικά σε σχέση με το προ πανδημίας βασικό σενάριο προβλέψεων. Πιο συγκεκριμένα, ο λόγος του χρέους προς ΑΕΠ αναμένεται να διαμορφωθεί το 2030 σε 138% (περίπου 27 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ υψηλότερα σε σχέση με τις προ πανδημίας εκτιμήσεις). Παράλληλα, υπό την προϋπόθεση ότι θα διατηρηθούν τα ταμειακά διαθέσιμα σε υψηλό επίπεδο, οι ετήσιες ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες την επόμενη δεκαετία κυμαίνονται πλέον κατά μέσο όρο περίπου 3 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ υψηλότερα σε σχέση με τις προ πανδημίας προβλέψεις, παραμένοντας όμως χαμηλότερες από το επίπεδο αναφοράς 15% του ΑΕΠ.

Η πρόβλεψη για την οικονομική δραστηριότητα υπόκειται σε αβεβαιότητες και κινδύνους

Η πρόβλεψη για την πορεία της οικονομίας υπόκειται σε αβεβαιότητες και κινδύνους. Τυχόν θετικότερη έκβαση σχετίζεται με την ισχυρότερη ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης, λόγω της συσσωρευμένης αποταμίευσης των νοικοκυριών κατά τη διάρκεια της πανδημίας, και την ταχύτερη από την αναμενόμενη ανάκαμψη του τουρισμού.

Υπάρχουν όμως και κίνδυνοι, που σχετίζονται με την εξέλιξη της πανδημίας, την επιτάχυνση του πληθωρισμού, την πιθανή αύξηση των ΜΕΔ μετά τη λήξη των μέτρων κρατικής στήριξης και ενδεχομένως ένα χαμηλό ποσοστό απορρόφησης των κονδυλίων του NextGenerationEU. Για παράδειγμα, οι νέες μεταλλάξεις του κορωνοϊού, εφόσον αποδειχθούν ανθεκτικές στα εμβόλια, θα μπορούσαν να πλήξουν την εμπιστοσύνη, να περιορίσουν τις τουριστικές ροές και να επιβραδύνουν την ανάκαμψη.

Επίσης, εξακολουθεί να υπάρχει αυξημένη αβεβαιότητα που σχετίζεται με τις πληθωριστικές πιέσεις στις πρώτες ύλες, στο κόστος μεταφορών και στην ενέργεια. Η συνέχιση των πληθωριστικών πιέσεων στις τιμές εισαγομένων θα μπορούσε να περιορίσει την ιδιωτική κατανάλωση και τη δυναμική της ανάπτυξης. Παράλληλα, μια ταχύτερη του αναμενομένου αλλαγή κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ θα μπορούσε να προκαλέσει ισχυρούς κλυδωνισμούς στις χρηματοπιστωτικές αγορές, επηρεάζοντας αρνητικά την παγκόσμια και την ελληνική οικονομία.

Τέλος, η αυξημένη διασύνδεση κρατικού και τραπεζικού τομέα εντείνει τόσο τους δημοσιονομικούς όσο και τους χρηματοπιστωτικούς κινδύνους.

3 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η παγκόσμια οικονομία ανακάμπτει δυναμικά, ο πληθωρισμός επιταχύνεται, οι κίνδυνοι για την ανάκαμψη παραμένουν

Η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας από τη μεγαλύτερη μεταπολεμικά ύφεση του 2020 λόγω της πανδημίας συνεχίζεται. Παρά τις επιμέρους διαφορές και ανισότητες που παρατηρούνται μεταξύ προηγμένων και αναπτυσσόμενων οικονομιών, ιδίως ως προς την εμβολιαστική κάλυψη του πληθυσμού, η εμπιστοσύνη και η οικονομική δραστηριότητα γενικά ενισχύονται από τα αυξανόμενα επίπεδα εμβολιασμού του πληθυσμού, τις ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες και την εξαιρετικά υποστηρικτική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική. Ως αποτέλεσμα, το παγκόσμιο ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα αυξηθεί κατά 5,9% το 2021 και κατά 4,9% το 2022, έναντι πτώσης κατά 3,1% το 2020.

Μετά τη σημαντική συρρίκνωσή του κατά 8,2% το 2020 εξαιτίας των περιορισμών της πανδημίας, ο όγκος του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών ανέκαμψε σημαντικά το 2021. Εντούτοις, τα προβλήματα στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας συνεχίστηκαν και το 2021, αντανakλώντας κυρίως την αδυναμία ανταπόκρισης της παραγωγής και των εξαγωγών στην απότομη

βελτίωση των οικονομικών προοπτικών και στην αυξημένη ζήτηση. Οι ελλείψεις που παρατηρήθηκαν στον εφοδιασμό της παραγωγής με βασικές εισροές, όπως οι ημιαγωγοί, οι αυξημένοι χρόνοι παράδοσης προϊόντων σε κλάδους όπως η αυτοκινητοβιομηχανία, αλλά και η κάμψη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας στα μέσα του 2021 εξαιτίας της επιδείνωσης της πανδημίας στις αναδυόμενες οικονομίες, περιόρισαν προσωρινά τη δυναμική της ανάκαμψης του διεθνούς εμπορίου. Οι διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς ενδέχεται να ενταθούν περαιτέρω, λόγω των επιπτώσεων από την κατακόρυφη αύξηση των διεθνών τιμών της ενέργειας, καθώς και των αυξανόμενων ελλείψεων σε εργατικό δυναμικό στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, ο όγκος του διεθνούς εμπορίου θα αυξηθεί κατά 9,7% το 2021 και κατά 6,7% το 2022, αντικατοπτρίζοντας μια μεγαλύτερη της αναμενόμενης ελαστικότητα του εμπορίου στην εκτιμώμενη ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας. Η ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου εκτιμάται ότι θα παραμείνει άνιση μεταξύ των αγαθών και των υπηρεσιών, εξαιτίας της συνεχιζόμενης αβεβαιότητας λόγω της πανδημίας και της ενδεχόμενης παράτασης των περιορισμών στις διασυνοριακές συναλλαγές υπηρεσιών, ιδίως στον τουρισμό.

Ο πληθωρισμός σε παγκόσμιο επίπεδο σημειώνει επιτάχυνση, η οποία είναι πιο αισθητή στις προηγμένες οικονομίες και ιδίως στις ΗΠΑ, ως αποτέλεσμα της μεγάλης ανόδου των τιμών της ενέργειας και των άλλων εισροών, καθώς και των δυσχερειών της συνολικής προσφοράς να ανταποκριθεί στην ταχέως ανακάμπτουσα τελική ζήτηση. Ο πληθωρισμός αναμένεται ότι θα υποχωρήσει, αλλά θα συνεχίσει να κινείται και το 2022 άνω του μακροχρόνιου μέσου όρου του, ανάλογα με την εξέλιξη των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, οι οποίες προβλέπεται ότι θα σημειώσουν μικρή υποχώρηση.

Η οικονομία της ευρωζώνης ανέκαμψε δυναμικά το β' και γ' τρίμηνο του 2021, αλλά με χαμηλότερους ρυθμούς σε σύγκριση με άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες, όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Η ταχεία, εκτεταμένη και συντονισμένη παρέμβαση της δημοσιονομικής πολιτικής αλλά και της ΕΚΤ ενίσχυσε την εμπιστοσύνη και στήριξε την απασχόληση και τις επιχειρήσεις, μειώνοντας τον κίνδυνο πιο μόνιμων επιπτώσεων στη δυνητική ανάπτυξη και τις εισοδηματικές ανισότητες. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2021), το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 5,1% το 2021 και κατά 4,2% το 2022, στηριζόμενο τόσο από το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU, την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων όσο και από την ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης.

Ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη, μετρούμενος με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), έφθασε στο 2,8% το γ' τρίμηνο του 2021, από 1,4% το πρώτο εξάμηνο του 2021 και -0,2% το δεύτερο εξάμηνο του 2020, ενώ το Νοέμβριο του 2021 ανήλθε στο 4,9%, το υψηλότερο επίπεδο ιστορικά. Η άνοδος του πληθωρισμού οφείλεται κυρίως στην εκτίναξη των τιμών της ενέργειας, κατά 15,8% το γ' τρίμηνο του 2021 και 27,5% το Νοέμβριο του 2021, και στην κατακόρυφη αύξηση των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Παράλληλα, η ανάκαμψη της ζήτησης, τα φαινόμενα συμφόρησης στις αλυσίδες αξίας και η συνακόλουθη αύξηση του κόστους εισροών και των ναύλων, εν μέρει υπό την επίδραση της πρόσφατης υποτίμησης του ευρώ, τροφοδοτούν την άνοδο των τιμών στην ευρωζώνη. Πρόσθετοι πρόσκαιροι παράγοντες, όπως η άρση της μείωσης του ΦΠΑ που εφαρμόστηκε στη Γερμανία το 2020 και η επίδραση βάσης λόγω των χαμηλότερων τιμών το 2020, επιδρούν αυξητικά στον πληθωρισμό. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2021), ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα ανέλθει στο 2,6% το 2021, έναντι 0,3% το 2020. Το 2022 ο πληθωρισμός αναμένεται να αυξηθεί στο 3,2%. Οι πληθωριστικές πιέσεις αναμένεται να είναι προσωρινές, αντανakλώντας την ομαλοποίηση των τιμών της ενέργειας καθώς και τη συγκρατημένη αύξηση των πληθωριστικών προσδοκιών και των ονομαστικών μισθών. Το 2023 η αύξηση του ΕνΔΤΚ προβλέπεται να είναι χαμηλότερη από το στόχο της ΕΚΤ (2%), και συγκεκριμένα 1,8%. Ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αυξήθηκε στο 2,6% το Νοέμβριο του 2021 από 1,4% τον Ιανουάριο, ενώ προβλέπεται στο 1,4% για το σύνολο του 2021 και στο 1,9% το 2022, έναντι 0,7% το 2020. Η αύξηση αυτή οφείλεται στη μείωση του παραγωγικού κενού, στην

άνοδο των μισθών, στη μερική μετακύλιση του αυξημένου κόστους της ενέργειας στα μη ενεργειακά αγαθά, καθώς και στα φαινόμενα συμφόρησης στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας.

Οι τρέχουσες προβλέψεις των διεθνών οργανισμών για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία περιβάλλονται από αυξημένη αβεβαιότητα και, σύμφωνα με τους οργανισμούς αυτούς, υφίστανται κίνδυνοι για την ανάκαμψη και την πορεία του πληθωρισμού. Οι ανησυχίες αυτές εντείνονται και από την εμφάνιση νέων γεωπολιτικών εντάσεων, όπως η αντιπαράθεση των ΗΠΑ και της ΕΕ με τη Ρωσία για την Ουκρανία, η όξυνση της αντιπαράθεσης των ΗΠΑ με την Κίνα, ενώ δυσμενή επίπτωση στους ρυθμούς ανάπτυξης μπορεί να έχει και η κατακόρυφη αύξηση διεθνώς του κρατικού χρέους που προέκυψε από τις επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές για την αντιμετώπιση της πανδημίας.

Η οικονομική δραστηριότητα ενδέχεται να εξασθενήσει, τόσο από μια πιθανή νέα έξαρση της πανδημίας από μεταλλάξεις του ιού όσο και από μια βραδεία ομαλοποίηση στο διεθνές εμπόριο και τις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας. Παράλληλα, μια πιο έντονη και παρατεταμένη άνοδος των τιμών της ενέργειας και των λοιπών εισροών ή μια λιγότερο σταδιακή απεξάρτηση από παραδοσιακές μορφές ενέργειας ενδέχεται να διατηρήσει τον πληθωρισμό σε υψηλά επίπεδα και να αποσταθεροποιήσει τις προσδοκίες γι' αυτόν, προκαλώντας ενδεχόμενη συσταλτική αντίδραση από τις νομισματικές αρχές νωρίτερα από ό,τι υπαγορεύει η ανάγκη στήριξης της τρέχουσας ανοδικής φάσης του κύκλου, ενισχύοντας έτσι τον κίνδυνο διαταραχών στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ταυτόχρονα, η αύξηση των επιτοκίων θα δυσχεραίνει την εξυπηρέτηση του υψηλού ιδιωτικού χρέους, με δευτερογενείς αρνητικές επιδράσεις στο τραπεζικό σύστημα. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η ενίσχυση της αυτοματοποίησης καθώς και η ταχύτερη υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων μέσω του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU σε τομείς με υψηλή παραγωγικότητα θα επιταχύνουν την οικονομική ανάπτυξη.

Επιπρόσθετο κίνδυνο για την παγκόσμια οικονομία αποτελεί και η ανισότητα της ανάκαμψης μεταξύ των χωρών. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, οι προηγμένες οικονομίες θα ανακτήσουν εντός του 2022 την τάση ανόδου που είχαν προ της πανδημίας, ενώ οι υπόλοιπες οικονομίες πλην της Κίνας θα εξακολουθήσουν να υπολείπονται αυτής τουλάχιστον μέχρι το 2024. Η ανισότητα αυτή οφείλεται στην τεράστια διαφορά εμβολιαστικής κάλυψης μεταξύ προηγμένων και χαμηλού εισοδήματος οικονομιών, αλλά και στο γεγονός ότι οι τελευταίες δεν έχουν τη δυνατότητα να χρηματοδοτήσουν τις αναγκαίες δαπάνες για την αντιμετώπιση της πανδημίας.

Δύο πρόσθετοι παράγοντες οι οποίοι θα επηρεάσουν την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας μακροπρόθεσμα είναι η πράσινη μετάβαση και ο ψηφιακός μετασχηματισμός. Αμφότεροι αναμένεται να έχουν θετική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα μακροπρόθεσμα, καθώς η υλοποίησή τους απαιτεί σημαντική αύξηση των επενδύσεων σε νέες τεχνολογίες. Ωστόσο, μεσοπρόθεσμα αναμένεται να έχουν αντίθετες επιπτώσεις στον πληθωρισμό. Ο ψηφιακός μετασχηματισμός, μέσω της αύξησης της συνολικής παραγωγικότητας, εκτιμάται ότι θα μειώσει το ρυθμό ανόδου των τιμών, ενώ η πράσινη μετάβαση, λόγω του αρχικού υψηλού κόστους επένδυσης και της αύξησης του φόρου στον άνθρακα με σκοπό τη μείωση των εκπομπών καυσαερίων, θα ασκήσει αυξητική πίεση στις τιμές της ενέργειας και θα πλήξει δυσανάλογα τα φτωχότερα νοικοκυριά.

4 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η ενιαία νομισματική πολιτική παραμένει διευκολυντική, καθώς η άνοδος του πληθωρισμού στην ευρωζώνη θεωρείται παροδική

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θέσπισε δέσμη μέτρων επεκτατικής πολιτικής κατά το 2020, τα περισσότερα από τα οποία συνέχισαν να εφαρμόζονται και στη διάρκεια του 2021. Όπως έχει τονίσει επανειλημμένα το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, η συντήρηση της οικονομικής ανάκαμψης αλλά και η διατήρηση του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα σε τιμές συμβατές με το

στόχο της νομισματικής πολιτικής καθιστούν αναγκαία τη συνέχιση των ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης.

Τα μέτρα νομισματικής πολιτικής που είναι πιθανόν να ληφθούν στο μέλλον δεδομένης της ακολουθούμενης στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής περιγράφονται από τις καθοδηγητικές ενδείξεις (forward guidance) τις οποίες ανακοινώνει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Στις 22 Ιουλίου 2021 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τροποποίησε τις καθοδηγητικές ενδείξεις ώστε να καταστούν συνεπείς με την αναθεωρημένη στρατηγική νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, η οποία είχε μόλις δημοσιοποιηθεί. Ο στόχος για τον πληθωρισμό τέθηκε πλέον στο 2% και λαμβάνεται ως συμμετρικός.

Σε αυτό το πλαίσιο, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι τα βασικά επιτόκια είτε θα παραμείνουν σταθερά είτε θα μειωθούν. Αυξήσεις επιτοκίων δεν θα πραγματοποιηθούν μέχρις ότου καταδειχθεί, πρώτον, ότι ο ρυθμός πληθωρισμού πρόκειται να φθάσει το 2% αρκετά πριν το πέρας του ορίζοντα των μακροοικονομικών προβολών, δεύτερον, ότι ο πληθωρισμός δεν θα υποχωρήσει κάτω από το στόχο τουλάχιστον κατά την υπολειπόμενη διάρκεια του ορίζοντα των προβολών και, τρίτον, ότι ο υποκείμενος πληθωρισμός έχει ενισχυθεί επαρκώς ώστε να είναι συνεπής με μεσοπρόθεσμη σταθεροποίηση του πληθωρισμού στο 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει τονίσει ότι η άσκηση μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής κοντά στο επίπεδο του ελάχιστου ορίου των βασικών επιτοκίων (effective lower bound) ενδέχεται να έχει ως συνέπεια την υπέρβαση του στόχου του πληθωρισμού για σύντομο χρονικό διάστημα.

Καθ' όλη τη διάρκεια του 2021 οι καθοδηγητικές ενδείξεις (forward guidance) εξακολούθησαν να περιλαμβάνουν ότι οι αγορές τίτλων σε καθαρή βάση στο πλαίσιο του APP θα συνεχιστούν και δεν θα μηδενιστούν παρά λίγο πριν το Ευρωσύστημα προχωρήσει σε αύξηση των βασικών επιτοκίων, καθώς και ότι η πολιτική επανεπένδυσης του προϊόντος της εξόφλησης χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος τα οποία έχουν αποκτηθεί μέσω του προγράμματος APP δεν θα σταματήσει τότε, αλλά θα εφαρμόζεται και μετά το χρονικό σημείο οπότε θα ξεκινήσει η αύξηση των βασικών επιτοκίων. Παρομοίως, το προϊόν της εξόφλησης των τίτλων οι οποίοι έχουν αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα μέσω του PEPP θα επαναποποθετείται, σύμφωνα και με την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ της 16ης Δεκεμβρίου, σε τίτλους τουλάχιστον μέχρι τα τέλη του 2024, ενώ η σταδιακή συρρίκνωση του εν λόγω χαρτοφυλακίου (ενδεχομένως μετά τα τέλη του 2024) θα πραγματοποιηθεί κατά τρόπο ώστε να μη διαταράξει τη διατήρηση κατάλληλης κατεύθυνσης εκ μέρους της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Στις αρχές του 2021 οι αποδόσεις στις αγορές τίτλων κατέγραψαν αυξήσεις. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, κρίνοντας ότι έπρεπε να αποτραπεί τυχόν αυστηροποίηση των συνθηκών χρηματοδότησης, αποφάσισε την επιτάχυνση των αγορών τίτλων στο πλαίσιο του PEPP κατά τη διάρκεια του β' και του γ' τριμήνου του 2021 σε σύγκριση με τις αρχές του έτους. Ακολούθως, το Σεπτέμβριο του 2021 αποφασίστηκε να μειωθεί ο ρυθμός αυτών των αγορών τίτλων σε σύγκριση με το β' και το γ' τρίμηνο, υπό το φως της αναθεώρησης προς τα άνω των μακροοικονομικών προβολών για τον πληθωρισμό και του γεγονότος ότι οι συνθήκες χρηματοδότησης ήταν ικανοποιητικές.

Στις 28 Οκτωβρίου 2021 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι η υπό εξέλιξη ανοδική φάση όσον αφορά την εξέλιξη του πληθωρισμού πρόκειται να διαρκέσει περισσότερο χρόνο από ό,τι αναμενόταν αρχικά. Οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό, εκτιμώμενες με τους διαθέσιμους εναλλακτικούς δείκτες, πλησίαζαν εγγύτερα προς το 2% από ό,τι προηγουμένως. Το Διοικητικό Συμβούλιο υπενθύμισε ότι, εκτός από τις τιμές του αργού πετρελαίου, του φυσικού αερίου και της ηλεκτρικής ενέργειας, ο πληθωρισμός τροφοδοτείται και από το γεγονός ότι η ζήτηση ορισμένων προϊόντων για τα οποία παρουσιάζονται ελλείψεις είχε αυξηθεί ταχύτερα από την προσφορά.

Στις 16 Δεκεμβρίου 2021 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι η πρόοδος που σημείωσε η οικονομική ανάκαμψη αλλά και η προσέγγιση προς το μεσοπρόθεσμο στόχο για τον πληθω-

ρισμό επιτρέπει σταδιακό περιορισμό του ρυθμού διενέργειας των αγορών τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος. Το Διοικητικό Συμβούλιο επανέλαβε την αναγκαιότητα τήρησης διευκολυντικής κατεύθυνσης εκ μέρους της ενιαίας νομισματικής πολιτικής προκειμένου ο πληθωρισμός να σταθεροποιηθεί στο 2% μεσοπρόθεσμα. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι εν όψει της αβεβαιότητας που επικρατεί, η άσκηση της νομισματικής πολιτικής πρέπει να χαρακτηρίζεται από ευελιξία και ευχέρεια επιλογής. Με βάση αυτό το σκεπτικό, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε:

1) Το ύψος των αγορών τίτλων σε εκτέλεση του PEPP να περιοριστεί κατά το α' τρίμηνο του 2022 (σε σχέση με το τελευταίο τρίμηνο του 2021) και από το τέλος Μαρτίου 2022 η καθαρή απόκτηση τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του PEPP να μηδενιστεί.

2) Η επανεπένδυση του προϊόντος της εξόφλησης των τίτλων που έχουν ήδη αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα μέσω του PEPP κατά τη λήξη τους να παραταθεί τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2024.

3) Εάν η πανδημία προκαλέσει εκ νέου κατάτμηση της χρηματοπιστωτικής αγοράς στη ζώνη του ευρώ, το ύψος των επανεπενδύσεων να προσαρμοστεί με ευελιξία. Στη βάση αυτή, είναι δυνατόν να αγοράζονται ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου μεγαλύτερου ύψους από τις επανεπενδύσεις των αντίστοιχων εξοφλήσεων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος. Έτσι επιδιώκεται να διασφαλιστεί ότι οι αγορές από το Ευρωσύστημα τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου δεν θα διακοπούν, γεγονός που θα μπορούσε να επηρεάσει αρνητικά τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην ελληνική οικονομία, ενόσω αυτή ανακάμπτει από τις επιπτώσεις της πανδημίας. Οι καθαρές αγορές στο πλαίσιο του PEPP μπορεί να ξεκινήσουν εκ νέου, εφόσον κριθεί αναγκαίο για την αντιμετώπιση αρνητικών διαταραχών που σχετίζονται με την πανδημία.

4) Οι ανά μήνα αγορές τίτλων υπό το πρόγραμμα APP να διπλασιαστούν έναντι των παρόντων επιπέδων το β' τρίμηνο του 2022 και να διαμορφωθούν σε 40 δισεκ. ευρώ. Κατόπιν οι αγορές αυτές να μειωθούν (σε 30 δισεκ. ευρώ ανά μήνα) και από το δ' τρίμηνο του 2022 και εξής το ύψος των αγορών να επανέλθει στα παρόντα επίπεδα, δηλαδή 20 δισεκ. ευρώ ανά μήνα. Οι καθαρές αγορές τίτλων στο πλαίσιο του APP θα συνεχιστούν για όσο διάστημα κρίνεται αναγκαίο για την ενίσχυση της διευκολυντικής επίδρασης της πολιτικής επιτοκίων του Ευρωσυστήματος και αναμένεται να λήξουν λίγο πριν αρχίσουν να αυξάνονται τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ.

5) Το Διοικητικό Συμβούλιο να αξιολογεί σε τακτική βάση τη συνεισφορά των TLTRO-III στη διαμόρφωση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Πάντως, στο τέλος του Ιουνίου 2022 η ευνοϊκή ρύθμιση των όρων των εν λόγω πράξεων θα παύσει να ισχύει, όπως είχε ανακοινωθεί.

6) Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ να εξετάσει τον κατάλληλο προσδιορισμό των παραμέτρων οι οποίες οριοθετούν τις δύο βαθμίδες της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων προκειμένου το αρνητικό επιτόκιο να μην προκαλεί περιορισμό της διαμεσολαβητικής ικανότητας των τραπεζών στις παρούσες συνθήκες αφθονίας ρευστότητας.

5 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

Συνεχίζεται η άνοδος των καταθέσεων – Ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις – Εξομάλυνση της ζήτησης για τραπεζική πίστη μετά την άρση των περιοριστικών μέτρων – Θετικές προοπτικές για την πιστωτική επέκταση

Τα επιτόκια καταθέσεων (προθεσμίας και διάρκειας μίας ημέρας) που προσφέρονται στις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και στα νοικοκυριά διατηρήθηκαν το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σταθεροποιήθηκε το τρέχον έτος στα κατώτερα επίπεδα που έχουν

παρατηρηθεί από το 2003. Παράλληλα, τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων με προκαθορισμένη λήξη μειώθηκαν κυρίως για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους και σε μικρότερο βαθμό για τις μεγάλες επιχειρήσεις. Από την άλλη πλευρά, το κόστος τραπεζικού δανεισμού των νοικοκυριών αυξήθηκε σταδιακά το τρέχον έτος, κυρίως λόγω γενικευμένων αυξήσεων στα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας.

Οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα σημείωσαν σωρευτική αύξηση κατά 10,1 δισεκ. ευρώ (ή 6%) την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2021, η οποία ήταν χαμηλότερη από την αντίστοιχη ροή πέρυσι (12,8 δισεκ. ευρώ). Οι καταθέσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν κατά 6,0 δισεκ. ευρώ (ή 5%) και ο ετήσιος ρυθμός αύξησής τους επιταχύνθηκε ελαφρά. Η ανοδική πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών το 2020 και το 2021 συνδέεται με (α) τα δημοσιονομικά μέτρα στήριξης, (β) την αναβληθείσα κατανάλωση λόγω των περιοριστικών μέτρων της οικονομικής δραστηριότητας, (γ) την αύξηση της αποταμίευσης των νοικοκυριών για λόγους πρόνοιας και (δ) την άνοδο του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος εξαιτίας της δυναμικής ανάκαμψης της οικονομίας μετά το α' τρίμηνο του 2021.

Οι καταθέσεις των επιχειρήσεων αυξήθηκαν κατά 3,5 δισεκ. ευρώ (ή 11%) το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021, σε σύγκριση με 6,3 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι, αντιπροσωπεύοντας το 34% της σωρευτικής ροής καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα την περίοδο αυτή, έναντι 50% περίπου το 2020. Ο ρυθμός ανόδου των καταθέσεων των επιχειρήσεων σημείωσε απότομη επιτάχυνση μέχρι τα τέλη του 2020, λόγω του σχηματισμού αποθεμάτων ρευστότητας μέσω της αύξησης του τραπεζικού δανεισμού, των άμεσων κρατικών ενισχύσεων, των αναστολών πληρωμών δανειακών και φορολογικών υποχρεώσεων, καθώς και της έκδοσης εταιρικών ομολόγων στην εγχώρια και τη διεθνή αγορά. Στη διάρκεια του 2021 ο ρυθμός αυτός, παρότι υποχώρησε σταδιακά, παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα, καθώς από το β' τρίμηνο του 2021 παρουσίασαν σημαντική ανάκαμψη οι λιανικές πωλήσεις και οι τουριστικές εισπράξεις, με αποτέλεσμα την τόνωση των εσόδων των επιχειρήσεων.

Η αυξημένη αβεβαιότητα λόγω της πανδημίας ενίσχυσε τη ζήτηση χρήματος σε φυσική μορφή το διάστημα Μαρτίου 2020-Μαΐου 2021, οπότε διακόπηκε η σταδιακή υποχώρηση που παρουσίαζε η εγχώρια νομισματική κυκλοφορία από το δεύτερο εξάμηνο του 2015 και μετά. Επιπρόσθετα, ως αποτέλεσμα των περιοριστικών μέτρων της οικονομικής δραστηριότητας και της κάμψης του τουρισμού, στο διάστημα αυτό περιορίστηκαν δραστικά τα τραπεζογραμματάρια που εισέρρεαν προηγουμένως στη χώρα από ξένους επισκέπτες, αλλά και εκείνα που επανακατέθεταν οι επιχειρήσεις στο τραπεζικό σύστημα.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ), αφού κατέγραψε διψήφια ποσοστά στις αρχές του 2021, στη συνέχεια επιβραδύνθηκε και από το γ' τρίμηνο του έτους επανήλθε σχεδόν στα χαμηλότερα επίπεδα που κατέγραφε αμέσως πριν το ξέσπασμα της πανδημίας. Ειδικότερα, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2021 η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ ήταν μόλις 53 εκατ. ευρώ, έναντι 558 εκατ. ευρώ το 2020 (Ιανουάριος-Δεκέμβριος).

Η εξέλιξη αυτή αντανακλά την εξομάλυνση της ζήτησης για τραπεζική πίστη, επειδή οι επιχειρήσεις αφενός είχαν αντλήσει ικανά δανειακά κεφάλαια και είχαν σχηματίσει αποθέματα ρευστότητας ήδη το 2020 και αφετέρου δεν αναγκάστηκαν κατά το 2021 να περιορίσουν στην ίδια έκταση ή και να διακόψουν εντελώς τις δραστηριότητές τους λόγω της πανδημίας, όπως είχε συμβεί αρχικά το 2020. Αυτό είχε ως συνέπεια τα έξοδά τους να μπορούν να καλυφθούν σε μεγαλύτερο βαθμό πλέον από τα έσοδά τους που έχουν ανακάμψει.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2021 ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης των νέων δανείων προς τις μεγάλες επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε έναντι του 2020 σε 6,5% (Ιαν.-Δεκ. 2020: 10,0%) και για τις ΜΜΕ ανήλθε σε 5,9% (Ιαν.-Δεκ. 2020: 1,9%).

Πολλοί από τους παράγοντες που στήριξαν τη σημαντική άνοδο της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων κατά το 2020, όπως τα νομισματικά και εποπτικά μέτρα που θέσπισε η ΕΚΤ και η αυξημένη συγκέντρωση καταθέσεων από τις τράπεζες, εξακολούθησαν να ασκούν ευνοϊκή επίδραση στην πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών και κατά το 2021. Ωστόσο, τα προγράμματα που χρηματοδοτούνται με δημόσιους πόρους και στοχεύουν, επιμερίζοντας τον πιστωτικό κίνδυνο, στην απευθείας παροχή κινήτρων προς τις τράπεζες προκειμένου να χορηγήσουν πιστώσεις προς επιχειρήσεις είχαν κατά το 2021 μικρότερο μέγεθος από ό,τι το 2020. Αυτό είναι εύλογο, δεδομένου ότι τα περισσότερα από τα εν λόγω προγράμματα προορίζονταν για την αντιμετώπιση της κατάστασης έκτακτης ανάγκης που δημιουργήθηκε όταν ενέσκηψε η πανδημία.

Παρ' όλα αυτά, οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων με στήριξη από τα χρηματοδοτικά εργαλεία της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) και του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) ανήλθαν το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2021 σε 2,2 δισεκ. ευρώ περίπου (2020: 7,4 δισεκ. ευρώ), ποσό που υπερβαίνει το 30% της ροής νέων δανείων τακτής λήξης προς το σύνολο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και ελεύθερων επαγγελματιών της περιόδου (2020: 43%). Επισημαίνεται ότι κατά το 2021 η στήριξη που παρέχουν τα κυριότερα προγράμματα επικεντρώνεται στις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους.

Οι τραπεζικές πιστώσεις προς τα νοικοκυριά συνέχισαν να συρρικνώνονται με σχεδόν σταθερό ετήσιο ρυθμό την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021.

Τέλος, ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τη γενική κυβέρνηση παρέμεινε σε πολύ υψηλά επίπεδα, ως αποτέλεσμα των σημαντικών αγορών κρατικών ομολόγων τις οποίες πραγματοποίησαν οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες.

Οι προοπτικές για την πιστωτική επέκταση είναι θετικές, με δεδομένα την αναμενόμενη επιτάχυνση του ΑΕΠ αλλά και τις καθοδηγητικές ενδείξεις (forward guidance) που έχουν ανακοινωθεί όσον αφορά την πιθανή μελλοντική εξέλιξη της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Η θετική συμβολή των χρηματοδοτικών εργαλείων της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) στη διαθεσιμότητα και το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων εκτιμάται ότι θα διατηρηθεί και στο μέλλον, τόσο μέσω των υφιστάμενων προγραμμάτων εγγυοδοσίας και συγχρηματοδότησης όσο και μέσω των νέων εργαλείων που αναμένονται στο πλαίσιο του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Ειδικότερα, το δανειακό σκέλος του Σχεδίου Ανάκαμψης προβλέπει τη συγχρηματοδότηση (έως 50%) επενδυτικής δαπάνης με δημόσιους πόρους, γεγονός που περιορίζει τον πιστωτικό κίνδυνο που αναλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα στο σύνολο του επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου τους και διευκολύνει την υιοθέτηση ευνοϊκότερης τιμολογιακής πολιτικής στα επιχειρηματικά δάνεια. Βασικός ανασταλτικός παράγοντας σε σχέση με τη δυνατότητα στήριξης της οικονομικής ανάπτυξης με τραπεζική χρηματοδότηση παραμένει η επίδραση του υφιστάμενου αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων στην πιστοδοτική συμπεριφορά των τραπεζών.

Τραπεζικό σύστημα – Καταγραφή ζημιών το εννεάμηνο του 2021 εξαιτίας συναλλαγών απομείωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2021 οι τράπεζες εμφάνισαν μικρή μείωση των λειτουργικών τους εσόδων σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020, η οποία προήλθε από τη μείωση των καθαρών εσόδων από τόκους και από τις χρηματοοικονομικές πράξεις, ενώ τα έσοδα από προμήθειες αυξήθηκαν. Η μείωση των καθαρών εσόδων από τόκους αντανάκλα την υποχώρηση του καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου, που υπεραντιστάθμισε τη θετική επίδραση της μείωσης του κόστους άντλησης ρευστότητας. Ταυτόχρονα, η αύξηση που εμφάνισαν τα λειτουργικά έξοδα, κυρίως λόγω των έκτακτων εξόδων αναδιάρθρωσης δύο συστημικών τραπεζών, οδήγησε στη μείωση των αποτελεσμάτων προ προβλέψεων και φόρων σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους. Λαμβανομένου όμως υπόψη του σχηματισμού σημαντικών προβλέψεων, πρωτίστως λόγω των συναλλαγών απομείωσης των ΜΕΔ από τρεις

συστημικές τράπεζες και δευτερευόντως από την ανάγκη κάλυψης του πιστωτικού κινδύνου, το αποτέλεσμα μετά από φόρους ήταν ζημιογόνο.

Υποχώρηση της κεφαλαιακής επάρκειας εξαιτίας των συναλλαγών που σχετίζονταν με τη μείωση του αποθέματος των ΜΕΔ

Το εννεάμηνο του 2021 ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) και ο Συνολικός Δείκτης Κεφαλαίου (Total Capital Ratio) σε ενοποιημένη βάση υποχώρησαν και διαμορφώθηκαν στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2021 σε 12,6% και 15,1% αντίστοιχα (έναντι 14,6% και 16,3% αντίστοιχα το Σεπτέμβριο του 2020). Ενσωματώνοντας την πλήρη επίδραση του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9), ο δείκτης CET1 διαμορφώθηκε σε 10,7% και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 13,3%. Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης, σύμφωνα με στοιχεία Ιουνίου 2021 της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (EBA), ο αντίστοιχος μεσοσταθμικός δείκτης CET1 διαμορφώθηκε σε 15,5%.

Η ποιότητα των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων των ελληνικών τραπεζών επιδεινώθηκε περαιτέρω, καθώς το Σεπτέμβριο του 2021 οι οριστικές και εκκαθαρισμένες αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις (Deferred Tax Credits – DTCs) ανέρχονταν σε 14,4 δισεκ. ευρώ, αντιπροσωπεύοντας το 62% των συνολικών εποπτικών ιδίων κεφαλαίων (έναντι 53% το Δεκέμβριο του 2020).

Υποχώρηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων το εννεάμηνο του 2021 λόγω της εφαρμογής του σχεδίου “Ηρακλής” – Δεν επιτρέπουν εφυσασμό η συστηματική καταγραφή νέων ΜΕΔ και το γεγονός ότι η πλήρης επίπτωση της πανδημίας στην ποιότητα του ενεργητικού των τραπεζών αναμένεται να εμφανιστεί με χρονική υστέρηση

Το απόθεμα των ΜΕΔ ανήλθε στο τέλος Σεπτεμβρίου 2021 σε 20,9 δισεκ. ευρώ, μειωμένο κατά 26,3 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου 2020 και κατά 86,3 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου του 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ. Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΔ κατά τη διάρκεια του 2021 οφείλεται κυρίως σε πωλήσεις δανείων ύψους 26,2 δισεκ. ευρώ (λόγω της αξιοποίησης του προγράμματος “Ηρακλής”), και λιγότερο σε εισπράξεις μέσω ενεργητικής διαχείρισης (δηλαδή μέσω αναδιαρθρώσεων/ρυθμίσεων δανείων, είσπραξης καθυστερούμενων οφειλών, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων κ.λπ.). Επίσης, τη μείωση των ΜΕΔ υποβοήθησαν, μετά και τη λήξη των μέτρων αναστολής πληρωμής δόσεων, τα μέτρα των τραπεζών για διευκόλυνση πελατών τους όσον αφορά τους όρους αποπληρωμής των δανείων τους.

Σχετικά με τη διάρθρωση των ΜΕΔ σε απόλυτα μεγέθη, τα 2/3 περίπου αφορούν επιχειρηματικά δάνεια, το 1/5 περίπου στεγαστικά και το υπόλοιπο καταναλωτικά δάνεια. Επίσης, περίπου ισόποση είναι η κατανομή όσον αφορά δανειακές συμβάσεις που έχουν ήδη καταγγελθεί από τις τράπεζες, δάνεια αβέβαιης είσπραξης και δάνεια σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών τα οποία δεν έχουν ακόμη καταγγελθεί. Υψηλό παραμένει το ποσοστό (39% του συνόλου) των ΜΕΔ που συνδέονται με ρυθμίσεις, ενώ σημαντικό μέρος των δανείων που τίθενται σε καθεστώς ρύθμισης εμφανίζουν πάλι καθυστέρηση σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα μετά τη συνομολόγηση της ρύθμισης. Δεδομένης της επίδρασης της πανδημίας, εκτιμάται ότι σημαντικό ποσοστό από τα ρυθμισμένα δάνεια θα καταγραφεί ως μη εξυπηρετούμενο το τελευταίο τρίμηνο του 2021 και κατά τη διάρκεια του 2022. Μέρος επίσης από τα δάνεια που τελούν υπό καθεστώς στήριξης (π.χ. μέσω προγραμμάτων όπως το “Γέφυρα”) είναι πιθανόν να καταγραφεί ως ΜΕΔ όταν παρέλθει η περίοδος διευκόλυνσης.

Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων εμφάνισε σημαντική μείωση, αλλά παρέμεινε υψηλός (15%) το Σεπτέμβριο του 2021 σε σχέση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο (2,3% σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών). Ο δείκτης κάλυψης των ΜΕΔ από συσσωρευμένες προβλέψεις διαμορφώθηκε σε 43,5%, έναντι 44,4% το Σεπτέμβριο του 2020.

Συνολικά, διαπιστώνεται προσπάθεια των τραπεζών να βελτιώσουν την ποιότητα του ενεργητικού τους και να ενισχύσουν τα χρηματοοικονομικά τους μεγέθη. Σε λίγες επιμέρους περιπτώ-

σεις, ιδίως μικρότερου μεγέθους τραπεζών, απαιτείται ωστόσο εντατικοποίηση της προσπάθειας αυτής. Βέβαια, το μέγεθος της επίπτωσης της πανδημίας, το οποίο δεν μπορεί ακόμη να ποσοτικοποιηθεί, εκτιμάται ότι θα εκδηλωθεί με κάποια υστέρηση, δηλαδή μετά την πλήρη άρση των μέτρων στήριξης της οικονομίας. Για το λόγο αυτό, οι τράπεζες θα πρέπει να επανεξετάζουν συνεχώς την επάρκεια των προβλέψεων έναντι του πιστωτικού κινδύνου, να ενισχύσουν τα συστήματα έγκαιρης προειδοποίησης για ενδεχόμενη αθέτηση πληρωμής δανείων, ενώ είναι ιδιαίτερα κρίσιμο να υπάρξει προσεκτικός σχεδιασμός του χρονοδιαγράμματος άρσης των μέτρων στήριξης που έχουν λάβει το Ευρωσύστημα, η ΕΕ, η κυβέρνηση και οι εποπτικές αρχές.

6 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

Η βασικότερη πρόκληση για την ελληνική οικονομία σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα είναι ο αποτελεσματικότερος έλεγχος της πανδημίας, καθώς, έως τώρα, η εμβολιαστική κάλυψη του πληθυσμού υπολείπεται του ευρωπαϊκού μέσου όρου, ενώ και οι υγειονομικές επιπτώσεις είναι πιο σοβαρές συγκριτικά με τα ευρωπαϊκά δεδομένα.

Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, αν και βελτιώθηκε το 2021, λόγω της μείωσης του κόστους των επιχειρήσεων σε όρους φορολογίας και εργοδοτικών εισφορών και της αύξησης της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα, εξακολουθεί να είναι συγκριτικά χαμηλή σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο. Ειδικότερα, σύμφωνα με την κατάταξη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του Ινστιτούτου IMD, οι σημαντικότερες προκλήσεις οι οποίες πρέπει να αντιμετωπιστούν είναι: η διεύρυνση της παραγωγικής βάσης μέσω της αύξησης των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, η επιτάχυνση του ψηφιακού μετασχηματισμού του δημόσιου τομέα, η διευκόλυνση της πρόσβασης των επιχειρήσεων σε χρηματοδότηση και η δημιουργία ειδικών προγραμμάτων με σκοπό την ψηφιακή μετάβαση. Παράλληλα, διαχρονικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας εξακολουθούν να αποτελούν το υψηλό επίπεδο φοροδιαφυγής, η αργή απονομή της δικαιοσύνης και η δημογραφική επιδείνωση λόγω της γήρανσης του πληθυσμού.

Μια πρόσθετη σημαντική πρόκληση αφορά την ικανότητα του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα να απορροφήσουν πλήρως και εγκαίρως τους διαθέσιμους χρηματοδοτικούς πόρους από το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης την περίοδο 2021-2026 και από το ΕΣΠΑ την περίοδο 2021-2027. Η απορρόφηση των διαθέσιμων πόρων είναι απαραίτητη για την ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων. Επιπλέον, η υλοποίηση μεταρρυθμίσεων είναι αναγκαία προϋπόθεση για τη διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης τα επόμενα χρόνια.

Η πανδημία επιδείνωσε αρκετά προβλήματα που ήδη αντιμετώπιζε η ελληνική οικονομία, όπως το υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος, οι εξωτερικές ανισορροπίες, η υψηλή μακροχρόνια ανεργία, το χαμηλό ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό και η χαμηλή δυνητική ανάπτυξη. Επιπλέον, ο τραπεζικός τομέας αντιμετωπίζει μια σειρά από προκλήσεις, όπως η αδύναμη κερδοφορία και η ανάγκη για ποσοτική αλλά και ποιοτική ενίσχυση του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, λαμβάνοντας υπόψη και το υψηλό μερίδιο των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων στα κεφάλαια των τραπεζών και τον ακόμη υψηλό λόγο ΜΕΔ. Παράλληλα, όπως ανέδειξε και η 12η Έκθεση Ενισχυμένης Εποπτείας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, εξακολουθούν να υπάρχουν καθυστερήσεις στην εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου, καθώς και των παλαιών εκκρεμών συντάξεων. Ταυτόχρονα ωστόσο, η πανδημία λειτούργησε ως έναυσμα για σημαντική επιτάχυνση του ψηφιακού μετασχηματισμού του δημόσιου τομέα και της οικονομίας με έμμεσες θετικές επιδράσεις στην παραγωγικότητα.

Παρά την πρόοδο της ελληνικής οικονομίας, η πιστοληπτική αξιολόγησή της υπολείπεται της επενδυτικής βαθμίδας. Αυτό δημιουργεί μία σειρά από προβλήματα, κυρίως όμως στερεί την ελληνική οικονομία από πολύτιμους επενδυτικούς πόρους που θα μπορούσαν να εισρεύσουν από το εξωτερικό σε πολλούς κλάδους και τομείς, είτε ως δανειακά κεφάλαια χαμηλού κόστους είτε ως συμμετοχή στο κεφάλαιο επιχειρήσεων. Η απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

της 16ης Δεκεμβρίου να συνεχίσει να αγοράζει ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου μετά το Μάρτιο του 2022 και μέχρι τη λήξη της περιόδου των επανεπενδύσεων το τέλος του 2024, μεγαλύτερου ύψους από τις επανεπενδύσεις των εξοφλήσεων των ομολόγων που αγόρασε η ΕΚΤ στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (PEPP), αναμένεται ότι θα διατηρήσει ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες και χαμηλό κόστος δανεισμού τόσο του δημόσιου όσο και του ιδιωτικού τομέα. Υπό την έννοια αυτή, παρέχει ένα “παράθυρο ευκαιρίας”, το οποίο όμως πρέπει να αξιοποιηθεί τάχιστα προκειμένου να αποκτηθεί η επενδυτική βαθμίδα.

Η σημαντική αύξηση του δημόσιου χρέους στην Ελλάδα καθιστά τη διασφάλιση της βιωσιμότητάς του πρωτεύοντα στόχο της δημοσιονομικής πολιτικής. Κατά συνέπεια, με την επιστροφή της οικονομίας σε πλήρη λειτουργία, η διασφάλιση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας μέσα από τη δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων ανάγεται σε κεντρικό μέλημα της οικονομικής πολιτικής. Τα θετικά αναπτυξιακά αποτελέσματα του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης καθιστούν πιο εύκολη τη δημοσιονομική προσαρμογή που απαιτείται για τη διασφάλιση (ή και βελτίωση) της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Η αναθεώρηση των υφιστάμενων ευρωπαϊκών δημοσιονομικών κανόνων στην περίοδο μετά την πανδημία θα πρέπει να δώσει έμφαση στην αντικυκλικότητα της δημοσιονομικής πολιτικής, ώστε να διαφυλαχθούν η οικονομική ανάπτυξη και η διατηρήσιμη πτωτική πορεία του δημόσιου χρέους, λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του μακροοικονομικού περιβάλλοντος της κάθε χώρας.

Τέλος, η επερχόμενη κλιματική αλλαγή αναδεικνύει ως νέα πρόκληση τη μετάβαση της οικονομίας σε πιο καθαρές μορφές ενέργειας. Ωστόσο, η έλλειψη ικανής προόδου στην τεχνολογία αποθήκευσης ενέργειας καθυστερεί την πράσινη μετάβαση.

7 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΗ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Βραχυπρόθεσμα, βασική προϋπόθεση ώστε να διατηρηθεί η αναπτυξιακή δυναμική των τελευταίων τριμήνων, υπό το πρίσμα των νέων μεταλλάξεων του ιού, είναι να αποφευχθούν νέα γενικευμένα περιοριστικά μέτρα. Ωστόσο, αυτό απαιτεί εντατικοποίηση της προσπάθειας για την επέκταση της εμβολιαστικής κάλυψης του πληθυσμού και τη θωράκιση των υπηρεσιών υγείας, προκειμένου να τεθεί υπό έλεγχο η υγειονομική κρίση και να περιοριστεί η πίεση στο δημόσιο σύστημα υγείας. Οποιαδήποτε νέα μέτρα ελέγχου της πανδημίας θα πρέπει να έχουν περιορισμένο δημοσιονομικό αντίκτυπο, ώστε να αποφευχθεί η περαιτέρω επιβάρυνση των δημοσιονομικών μεγεθών που θα καθυστερήσει την επάνοδο στη δημοσιονομική ισορροπία.

Μεσοπρόθεσμα, η μετάβαση σε ένα βιώσιμο πρότυπο εξωστρεφούς οικονομικής δραστηριότητας, με την επίτευξη υψηλών αναπτυξιακών ρυθμών, κατά μέσο όρο 3% για την επόμενη δεκαετία, προϋποθέτει την αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων, την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων που περιλαμβάνονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, τη βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών, αλλά και την ενίσχυση της χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας.

Η ελληνική οικονομία θα επωφεληθεί την επόμενη δεκαετία από ευρωπαϊκούς πόρους που ξεπερνούν τα 70 δισεκ. ευρώ και οι οποίοι θα προέλθουν από το μακροπρόθεσμο προϋπολογισμό της ΕΕ 2021-2027, αλλά και από το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU. Η πλήρης και έγκαιρη αξιοποίησή τους θα αυξήσει τις επενδύσεις και θα εξαλείψει το επενδυτικό κενό που δημιουργήθηκε στη δεκαετία της κρίσης χρέους, θα ενισχύσει μακροπρόθεσμα τη συνολική παραγωγικότητα και θα συμβάλει στην ψηφιακή και την πράσινη μετάβαση της οικονομίας. Ταυτόχρονα, είναι αναγκαία η συνέχιση και επιτάχυνση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων, προκειμένου να αξιοποιηθούν αποτελεσματικότερα πόροι και παραγωγικές υποδομές.

Η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων που περιλαμβάνονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας είναι κομβικής σημασίας για τη διατηρησιμότητα των υψηλών αναπτυξιακών ρυθ-

μών. Προτεραιότητα πρέπει να δοθεί ιδίως στις μεταρρυθμίσεις που αποσκοπούν στην περαιτέρω απελευθέρωση των αγορών αγαθών και υπηρεσιών, την ενίσχυση της ευελιξίας της αγοράς εργασίας, τις επενδύσεις στην εκπαίδευση, τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας του Δημοσίου, τον ψηφιακό μετασχηματισμό του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα και την ταχύτερη απονομή της δικαιοσύνης.

Η ενίσχυση της αναπτυξιακής δυναμικής και η διάχυσή της σε όλο το φάσμα της οικονομικής δραστηριότητας απαιτούν την αύξηση της χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας και ιδιαίτερα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Σε αυτό αναμένεται να συμβάλουν η αύξηση της αποταμίευσης του ιδιωτικού τομέα και η αξιοποίηση των χρηματοδοτικών εργαλείων της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ), της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕΠ) και του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων, με τα οποία μειώνεται ο πιστωτικός κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι τράπεζες και βελτιώνονται οι όροι δανεισμού για τις επιχειρήσεις.

Επιπλέον, η υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας αναμένεται να συμβάλει στη διατήρηση των θέσεων εργασίας και στη δημιουργία νέων. Παράλληλα θα πρέπει να ενισχυθούν περαιτέρω τα προγράμματα ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης, ώστε να διευκολυνθεί η επανένταξη των μακροχρόνια ανέργων στην αγορά εργασίας και να στηριχθεί η απασχόληση στις ευπαθείς κοινωνικές ομάδες καθώς και στις περιφέρειες που αντιμετωπίζουν υψηλότερη ανεργία, αλλά και η διασύνδεση των αναγκών της αγοράς εργασίας με την ανώτατη εκπαίδευση, ώστε να υπάρχει προσφορά κατάλληλα εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού. Η αποτελεσματική διασύνδεση της αγοράς εργασίας με τις ανάγκες αλλά και τις ευκαιρίες που προκύπτουν από την 4η Βιομηχανική Επανάσταση είναι παράγοντας καθοριστικής σημασίας για το μέλλον της ελληνικής οικονομίας.

Την περίοδο μετά την πανδημία, η Ελλάδα θα κληθεί να μετατρέψει το σημερινό πρωτογενές έλλειμμα του δημόσιου τομέα –αναπόφευκτο λόγω των αναγκαίων μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας– σε πλεόνασμα, λαμβάνοντας υπόψη ότι η τρέχουσα συγκυρία των χαμηλών επιτοκίων ενδέχεται να αντιστραφεί αν παραμείνουν οι πληθωριστικές πιέσεις. Η διασφάλιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους μέσα από τη δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων και την αξιόπιστη τήρηση των κανόνων του υπό διαμόρφωση νέου ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου είναι απαραίτητη, ώστε να διατηρηθεί η αξιοπιστία των δημόσιων οικονομικών. Με αυτό τον τρόπο θα επιταχυνθεί η αποκλιμάκωση του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ. Η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους ενισχύεται και από τα ιδιαίτερα ευνοϊκά χαρακτηριστικά του, όπως η σύνθεσή του και η διάρθρωση των αποπληρωμών, τα οποία ωστόσο δεν είναι μόλιμα. Ως εκ τούτου, η Ελλάδα θα πρέπει να εκμεταλλευθεί το ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον της επόμενης περιόδου, που θα χαρακτηρίζεται από υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης (λόγω της αξιοποίησης των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας), ώστε να επιτευχθεί ταχεία αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, διατηρώντας παράλληλα χαμηλές ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες. Και αυτό διότι η σταδιακή αντικατάσταση του χρέους που διακρατείται από τον επίσημο τομέα με διαπραγματεύσιμο στις αγορές χρέος τα επόμενα χρόνια ενδέχεται να αυξήσει τους κινδύνους από μια πιθανή αύξηση των επιτοκίων αναχρηματοδότησης στις αγορές μεσομακροπρόθεσμα. Τονίζεται ότι η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών, μέσω της χάραξης αξιόπιστης μεσοπρόθεσμης δημοσιονομικής στρατηγικής, είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας και την ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας.

Η αποκατάσταση της δημοσιονομικής σταθερότητας και η αποκλιμάκωση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ κρίνονται επιβεβλημένες για να γίνει η ελληνική οικονομία πιο ανθεκτική και να αποκτήσει τον απαιτούμενο δημοσιονομικό χώρο ώστε να αντιμετωπίσει μελλοντικές αρνητικές διαταραχές και προκλήσεις, όπως π.χ. η κλιματική αλλαγή, οι μεταναστευτικές ροές, νέες υγειονομικές κρίσεις, η γήρανση του πληθυσμού, η ενεργειακή μετάβαση και ενδεχόμενη γεωπολιτική αστάθεια.

Όσον αφορά την αναθεώρηση των ευρωπαϊκών δημοσιονομικών κανόνων, θα πρέπει να βρεθεί η κατάλληλη ισορροπία ανάμεσα στην ανάγκη σταθεροποίησης του οικονομικού κύκλου και στη διασφάλιση της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών. Στην τρέχουσα συγκυρία, η σημαντική αύξηση του δημόσιου χρέους στην ευρωζώνη καθιστά τη διασφάλιση της βιωσιμότητάς του πρωτεύοντα στόχο της δημοσιονομικής πολιτικής, ενώ ως εργαλείο επίτευξης του στόχου αυτού προκρίνεται ο έλεγχος του ρυθμού αύξησης των δημόσιων δαπανών. Στο πλαίσιο αυτό, θα πρέπει να αντιμετωπιστούν οι αδυναμίες των κανόνων του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης που οδήγησαν στο παρελθόν σε υπερκυκλική (procyclical) δημοσιονομική πολιτική, δηλαδή σε συσταλτική δημοσιονομική πολιτική σε περιόδους ύφεσης και σε επεκτατική δημοσιονομική πολιτική σε περιόδους ανάπτυξης με αποτέλεσμα, τελικά, την επιδείνωση της δυναμικής του χρέους. Η υιοθέτηση μεσοπρόθεσμης αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής, που προβλέπει περιστολή σε περιόδους ανάπτυξης και επέκταση σε περιόδους ύφεσης, είναι σημαντική ιδιαίτερα για τις υπερχρεωμένες χώρες, καθώς εγγυάται μια βιώσιμη πτωτική πορεία του δημόσιου χρέους.

Όσον αφορά το τραπεζικό σύστημα, δεδομένης της σχετικά χαμηλής ποιότητας των κεφαλαίων των τραπεζών, καθώς το μεγαλύτερο μέρος των συνολικών εποπτικών ιδίων κεφαλαίων αφορά οριστικές και εκκαθαρισμένες αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις, σε συνδυασμό με την επίδραση του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9, απαιτείται ποιοτική και ποσοτική ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης και ενίσχυση της οργανικής κερδοφορίας των τραπεζών. Είναι θετικό ότι οι τράπεζες έχουν ξεκινήσει προσπάθειες ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους βάσης, τόσο μέσω αυξήσεων κεφαλαίου όσο και μέσω της έκδοσης ομολογιακών τίτλων. Ωστόσο, οι σημαντικές προκλήσεις που έχουν να αντιμετωπίσουν, όπως ενδεικτικά τα ΜΕΔ που θα προκύψουν από την πανδημία, η σταδιακή επάνοδος στην κανονικότητα και η αναμενόμενη απόσυρση κάποια στιγμή των μέτρων στήριξης (εποπτικών, δημοσιονομικών και άλλων), η υποχρέωση κάλυψης της Ελάχιστης Απαιτήσης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL), οι επιπτώσεις από την κλιματική αλλαγή, η ανάγκη δημιουργίας νέων πηγών εσόδων κ.λπ., απαιτούν συνεχή επαγρύπνηση και εντατικότερη δράση με στόχο την περαιτέρω μείωση των ΜΕΔ, την ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης και την αξιοποίηση της αυξημένης ρευστότητας που διαθέτουν για τη χρηματοδότηση της οικονομίας.

Παρά την αξιολογη μείωση των ΜΕΔ, το χρέος ιδιωτών και επιχειρήσεων παραμένει, δεν εξαφανίζεται μέσω της μεταφοράς των ΜΕΔ από τους ισολογισμούς των τραπεζών στους επενδυτές. Γι' αυτό είναι σημαντικό να μπορέσουν οι εταιρίες διαχείρισης ΜΕΔ (NPL Servicers) να διαχειριστούν με τον πιο αποτελεσματικό τρόπο το απόθεμα των ΜΕΔ που έχουν αναλάβει, καθώς κάτι τέτοιο είναι αναγκαίο τόσο για την αναδιάρθρωση βιώσιμων επιχειρήσεων όσο και για την επιτυχία του σχεδίου "Ηρακλής". Αυτό προϋποθέτει αξιοποίηση του μηχανισμού για την εξωδικαστική διευθέτηση οφειλών, των διατάξεων του πρόσφατου νόμου περί ρύθμισης οφειλών και παροχής δεύτερης ευκαιρίας, κυρίως όμως θα πρέπει οι εν λόγω εταιρίες να προσφέρουν βιώσιμες λύσεις ρύθμισης του ιδιωτικού χρέους σε πιστούχους με χαρακτηριστικά βιωσιμότητας, ώστε να διευκολυνθούν οι πιστούχοι αυτοί να επανέλθουν στην παραγωγική διαδικασία. Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι και η Πολιτεία θα πρέπει επίσης να φροντίσει ώστε να επιταχυνθεί η απονομή δικαιοσύνης και να αρθούν τα ποικίλα εμπόδια στην ομαλή εφαρμογή του μηχανισμού για την εξωδικαστική διευθέτηση οφειλών και των διατάξεων του νόμου για τη ρύθμιση οφειλών.

Η επανεκκίνηση της οικονομίας από το β' τρίμηνο του έτους και μετά συνέβαλε στη σημαντική αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων ενισχύθηκαν σε όλη τη διάρκεια του έτους, ενώ και η εξέλιξη των βασικών οικονομικών δεικτών στη βιομηχανία, στις κατασκευές και στην εξαγωγική δραστηριότητα παρέμεινε ιδιαίτερα θετική σε όλη τη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου.

Ωστόσο, η επιδείνωση των επιδημιολογικών δεδομένων τους τελευταίους μήνες, η ανησυχία για τις νέες μεταλλάξεις του κορωνοϊού, καθώς και η αύξηση του κόστους ενέργειας, των τιμών των πρώτων υλών και γενικότερα οι εισαγόμενες πληθωριστικές πιέσεις, εντείνουν την αβεβαιότητα, επηρεάζουν την εμπιστοσύνη και αυξάνουν τους κινδύνους για το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας τα επόμενα τρίμηνα. Ταυτόχρονα όμως, η έναρξη των έργων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, η προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων, η υψηλή αποταμίευση, η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος και η συνέχιση των ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης λόγω των διευκολυντικών νομισματικών και χρηματοοικονομικών πολιτικών αποτελούν παράγοντες αισιοδοξίας για την πορεία της οικονομίας τα προσεχή τρίμηνα.

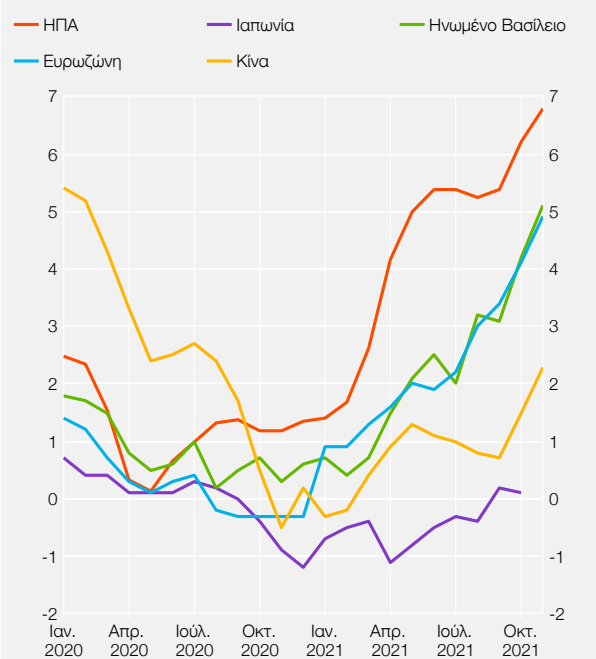
Μεσοπρόθεσμα, η αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU, η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων που περιλαμβάνονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και η χρηματοδοτική στήριξη από ένα εύρωστο τραπεζικό σύστημα θα ενισχύσουν τις επενδύσεις, θα υποστηρίξουν την πράσινη μετάβαση και τον ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας και θα συμβάλουν στην αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας και της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Αυτό θα επιτρέψει στην οικονομία να αντεπεξέλθει στις προκλήσεις και να επιλύσει τα προβλήματα που αντιμετωπίζει, εν μέρει ως κληρονομιά της κρίσης χρέους, και θα οδηγήσει στη μετάβαση σε ένα βιώσιμο, εξωστρεφές και χωρίς κοινωνικούς αποκλεισμούς παραγωγικό πρότυπο.

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας από την πρωτοφανή ύφεση του 2020 λόγω της πανδημίας συνεχίζεται, παρά την εκ νέου έξαρσή της στα τέλη του 2021, καθώς η εμπιστοσύνη και η οικονομική δραστηριότητα ενισχύονται από τα αυξανόμενα επίπεδα εμβολιασμού του πληθυσμού κατά της COVID-19, τις ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες και την εξαιρετικά υποστηρικτική πολιτική που εφάρμοσαν τόσο οι κυβερνήσεις όσο και οι νομισματικές αρχές. Από το καλοκαίρι του 2021, η σημαντική άνοδος του πληθωρισμού προκαλεί ανησυχία για την πορεία της ανάκαμψης τα επόμενα τρίμηνα, αυξάνει την αβεβαιότητα και θέτει νέα διλήμματα στη νομισματική πολιτική. Η άνοδος αυτή, που παρατηρήθηκε ιδίως σε ορισμένες προηγμένες οικονομίες (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.1), είναι αποτέλεσμα της ταχύτερης αύξησης της συνολικής ζήτησης από εκείνη της συνολικής προσφοράς, της ανόδου των τιμών της ενέργειας και των πρώτων υλών, καθώς και των προβλημάτων στις εφοδιαστικές αλυσίδες (βλ. Πλαίσιο ΙΙ.1). Επί του παρόντος οι προβλέψεις των διεθνών οργανισμών, αν και περιβάλλονται από αυξημένη αβεβαιότητα, συγκλίνουν στο ότι το παγκόσμιο ΑΕΠ, το παγκόσμιο εμπόριο και η απασχόληση θα συνεχίσουν να ανακάμπτουν και το 2022, αλλά με χαμηλότερο ρυθμό από ό,τι εφέτος. Οι πληθωριστικές πιέσεις εκτιμάται ότι θα υποχωρήσουν σταδιακά στη διάρκεια του επόμενου έτους. Παράλληλα, εντείνονται διεθνώς οι προσπάθειες αντιμετώπισης της κλιματικής αλλαγής, τόσο σε διακυβερνητικό επίπεδο, όσο και σε επίπεδο κεντρικών τραπεζών (βλ. Πλαίσιο ΙΙ.2).

Διάγραμμα ΙΙ.1 Πληθωρισμός μεγάλων οικονομιών

(μηνιαία στοιχεία, ετήσιες % μεταβολές)



Πηγές: ΟΟΣΑ και Eurostat για ΔTK και ΕνΔTK, ONS για το Ηνωμένο Βασίλειο.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας από τη μεγαλύτερη μεταπολεμικά ύφεση του 2020 λόγω της πανδημίας συνεχίζεται. Στα μέσα Δεκεμβρίου οι θάνατοι διεθνώς από το νέο κορωνοϊό είχαν φθάσει τα 5,4 εκατομμύρια, ωστόσο τα εμβόλια κατά της COVID-19 αποδείχθηκαν αποτελεσματικά στην ανάσχεση της πανδημίας και επέτρεψαν εντός του 2021 τη σταδιακή άρση των περιορισμών και το σταδιακό άνοιγμα των οικονομικών δραστηριοτήτων διεθνώς. Παρά τις επιμέρους διαφορές και ανισότητες που παρατηρούνται μεταξύ προηγμένων και αναπτυσσόμενων οικονομιών, ιδίως ως προς την εμβολιαστική κάλυψη του πληθυσμού, η εμπιστοσύνη και η οικονομική δραστηριότητα γενικά ενισχύθηκαν χάρη στα αυξανόμενα επίπεδα εμβολιασμού του πληθυσμού, τις ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες και την εξαιρετικά υποστηρικτική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική.

¹ Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφορίες και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 17.12.2021.

Ωστόσο, το Νοέμβριο, καθώς ο εμβολιασμός με την τρίτη δόση στις προηγμένες οικονομίες ήταν σε εξέλιξη, παρατηρήθηκε σε αρκετές χώρες νέα έξαρση του αριθμού των κρουσμάτων και σε ορισμένες ελήφθησαν περιοριστικά μέτρα, ενώ εμφανίστηκε και η μετάλλαξη Όμικρον, εξελίξεις οι οποίες περιόρισαν την αισιοδοξία και αύξησαν εκ νέου την αβεβαιότητα στην παγκόσμια οικονομία. Η αβεβαιότητα διατηρείται σε σχέση τόσο με τις υγειονομικές εξελίξεις και την εξάπλωση μεταλλάξεων του ιού όσο και με τη δέουσα διάρκεια, την έκταση και το μίγμα της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής, η οποία επί του παρόντος, παρά την απόσυρση κάποιων μέτρων ή τη σηματοδότηση αντιστροφής της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής από ορισμένες κεντρικές τράπεζες, εξακολουθεί να είναι διευκολυντική. Ο υψηλός και αυξανόμενος πληθωρισμός ζήτησης και κόστους, η διατήρηση του κρατικού χρέους σε ιστορικούς υψηλά επίπεδα, καθώς και η επιταχυνόμενη κλιματική αλλαγή και οι σχετικές πρωτοβουλίες, διεθνείς και εθνικές, για την ενεργειακή μετάβαση, θέτουν ασυνήθιστα σύνθετα διλήμματα στις οικονομικές και νομισματικές αρχές.

Το παγκόσμιο ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί κατά 5,9% το 2021 και κατά 4,9% το 2022, έναντι πτώσης κατά 3,1% το 2020 σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2021). Οι ρυθμοί αυτοί ενδεχομένως να είναι ελαφρώς χαμηλότεροι (5,6% το 2021 και 4,5% το 2022), σύμφωνα με τις νεότερες εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ (Δεκέμβριος 2021). Στις προηγμένες οικονομίες, όπου οι εμβολιασμοί προχώρησαν ταχύτερα και η οικονομική πολιτική υπήρξε περισσότερο υποστηρικτική, το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 5,2% το 2021 και κατά 4,5% το 2022. Ταχύτεροι ρυθμοί ανάκαμψης παρατηρούνται το 2021 στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και τη Γαλλία, ενώ μικρότεροι στη Γερμανία και την Ιαπωνία.

Το διεθνές εμπόριο ανέκαμψε, εντούτοις πλήττεται από τις παρενέργειες της πανδημίας, κυρίως τις καθυστερήσεις παράδοσης, το αυξημένο κόστος μεταφοράς και τις ελλείψεις σε βασικές εισροές της μεταποίησης. Ο όγκος του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών, μετά την υποχώρησή του κατά 8,2% το 2020, εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα αυξηθεί κατά 9,7% το 2021 και 6,7% το 2022.

Ο πληθωρισμός σε παγκόσμιο επίπεδο σημειώνει επιτάχυνση, η οποία είναι πιο αισθητή στις προηγμένες οικονομίες και ιδίως στις ΗΠΑ, ως αποτέλεσμα της μεγάλης ανόδου των τιμών της ενέργειας και των άλλων εισροών, καθώς και των δυσχερειών της συνολικής προσφοράς να ανταποκριθεί στην ταχέως ανακάμπτουσα τελική ζήτηση (βλ. Πλαίσιο ΙΙ.1). Ο πληθωρισμός αναμένεται ότι θα υποχωρήσει, αν και θα συνεχίσει να κινείται και το 2022 άνω του μακροχρόνιου μέσου όρου του, καθώς η πορεία του θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από την εξέλιξη των διεθνών τιμών βασικών εμπορευμάτων, οι οποίες προβλέπεται ότι θα σημειώσουν μικρή υποχώρηση.

Η νομισματική πολιτική παρέμεινε διευκολυντική καθ' όλη τη διάρκεια του έτους στις περισσότερες οικονομίες. Παρότι η έντονη αύξηση του πληθωρισμού τους τελευταίους μήνες σε ορισμένες οικονομίες κρίνεται ως προσωρινή, οι κεντρικές τράπεζες στις ΗΠΑ και, πολύ πιο συγκρατημένα, στη ζώνη του ευρώ, έλαβαν αποφάσεις περιορισμού του ανώτατου ορίου μηνιαίας αγοράς τίτλων, χωρίς να αυξήσουν τα βασικά τους επιτόκια. Αντιθέτως, η Τράπεζα της Αγίας προέβη σε μικρή αύξηση του βασικού της επιτοκίου στις 16.12.2021.

Η δημοσιονομική πολιτική συνέχισε να υποστηρίζει την οικονομική ανάκαμψη και την απασχόληση, δίνοντας προτεραιότητα στις δαπάνες για την καταπολέμηση της πανδημίας και των συνεπειών της, καθώς και για την προστασία των πιο ευάλωτων ομάδων, ανάλογα με τις συνθήκες σε κάθε χώρα. Το παγκόσμιο δημόσιο χρέος, αν και αυξήθηκε περαιτέρω, ως ποσοστό του ΑΕΠ εκτιμάται ότι μειώθηκε κατά μία ποσοστιαία μονάδα στο 98% το 2021 λόγω της ισχυρής ανάκαμψης των οικονομιών, προβλέπεται όμως ότι θα παραμείνει υψηλό τα επόμενα έτη, περί το 97% του ΑΕΠ.

Η οικονομία της ευρωζώνης ανέκαμψε πιο δυναμικά από όσο αρχικά αναμενόταν, αλλά με χαμηλότερους ρυθμούς σε σύγκριση με τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο και υψηλότερους σε σχέση με την Ιαπωνία. Η ταχεία, εκτεταμένη και συντονισμένη παρέμβαση της δημοσιονομικής πολιτικής αλλά και της ΕΚΤ ενίσχυσε την εμπιστοσύνη και στήριξε την απασχόληση και τις επι-

χειρήσεις, μειώνοντας τον κίνδυνο πιο μόνιμων επιπτώσεων στη δυνητική ανάπτυξη και τις εισοδηματικές ανισότητες. Το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 5,1% το 2021 και κατά 4,2% το 2022, στηριζόμενο από τη σταδιακή ομαλοποίηση της λειτουργίας των αλυσίδων αξίας, το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU και την αύξηση των επενδύσεων, καθώς και από την ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης και πλέον αναμένεται να υπερβεί τα προ πανδημίας επίπεδα το α' τρίμηνο του 2022. Ο πληθωρισμός εκτιμάται από την ΕΚΤ ότι, από 2,6% το 2021, θα αυξηθεί σε 3,2% το 2022, ενώ μεσοπρόθεσμα θα υποχωρήσει κάτω από το στόχο της ΕΚΤ (2%).

Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης επίσης ανέκαμψαν έντονα το β' τρίμηνο του έτους σε όλες τις συνιστώσες της ζήτησης, εν μέρει και λόγω επιδράσεων από τη χαμηλή βάση σύγκρισης το αντίστοιχο τρίμηνο του 2020, με σχετικά συγκρατημένο πληθωρισμό, ενώ οι προοπτικές συναρτώνται κρίσιμα με την εξέλιξη της εμβολιαστικής κάλυψης του πληθυσμού και την παγκόσμια ανάκαμψη των υπηρεσιών. Στην Τουρκία, το ΑΕΠ της οποίας αυξήθηκε κατά 1,8% το 2020, εκτιμάται ότι σημειώθηκε θεαματική επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας κατά 9,0% το 2021, παρά την ασκούμενη νομισματική πολιτική, η οποία συμβάλλει στη συνεχή διόλιση του νομίσματος και στον υψηλό πληθωρισμό.

2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

2.1 Παγκόσμια οικονομία

Ο τριμηνιαίος ρυθμός μεταβολής του παγκόσμιου ΑΕΠ, σύμφωνα με τις έως τώρα εκτιμήσεις, παρέμεινε σταθερός το γ' τρίμηνο του έτους έναντι του προηγούμενου τριμήνου, με εξασθένηση του όμως στις ΗΠΑ και την Κίνα και επιτάχυνσή του σε ορισμένες άλλες αναδυόμενες οικονομίες. Το χαμηλότερο επίπεδο εμβολιασμού του πληθυσμού, σε συνδυασμό με την εξάπλωση της μετάλλαξης Δέλτα του κορωνοϊού, και οι ελλείψεις που παρατηρούνται από την πλευρά της προσφοράς επιδρούν ανασχετικά στην ανάκαμψη πολλών οικονομιών, κυρίως της Ασίας.

Οι βραχυχρόνιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας παραπέμπουν σε συνέχιση της παγκόσμιας ανάκαμψης το δ' τρίμηνο του 2021, αλλά με γενικά χαμηλότερους και αρκετά διαφοροποιημένους μεταξύ οικονομιών ρυθμούς. Οι σύνθετοι δείκτες παραγγελιών (PMI) κατέγραψαν για το Νοέμβριο του 2021 αύξηση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας για 17ο συνεχόμενο μήνα (δηλ. από τον Ιούλιο του 2020), και μάλιστα επιταχυνόμενη τους μήνες Σεπτέμβριο έως και Νοέμβριο (54,8 το Νοέμβριο έναντι 52,5 τον Αύγουστο). Η επιτάχυνση της δραστηριότητας στις υπηρεσίες υπεραντιστάθμισε την επιβράδυνση στη μεταποίηση, ενώ οι τιμές των εισροών και εκροών αυξήθηκαν με τον ταχύτερο ρυθμό των τελευταίων 13 ετών. Οι σύνθετοι αυτοί δείκτες ωστόσο εμπεριέχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις ανά χώρα και περιοχή. Στη ζώνη του ευρώ οι σύνθετοι δείκτες παραγγελιών PMI των τελευταίων μηνών του έτους αντανάκλασαν ανομοιογένεια και μεταβλητότητα στις εξελίξεις, γενικά όμως περαιτέρω οικονομική επιβράδυνση, έναντι της κορύφωσης της οικονομικής δραστηριότητας το Σεπτέμβριο. Παρότι ο δείκτης εξακολουθεί να διαμορφώνεται άνω του 50 (που σημαίνει άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας), είναι εμφανές ότι η ευρωπαϊκή οικονομία πλήττεται εκ νέου από τη νέα έξαρση της πανδημίας, ιδίως ο τομέας των υπηρεσιών. Μεταξύ των σημαντικότερων οικονομιών της ΕΕ, η οικονομική δραστηριότητα πλήττεται περισσότερο στη μεγαλύτερη από αυτές, τη Γερμανία.

Το **παγκόσμιο ΑΕΠ** εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα αυξηθεί κατά 5,9% το 2021 και κατά 4,9% το 2022, έναντι πτώσης κατά 3,1% το 2020. Η ανάκαμψη των **προηγμένων οικονομιών**, όπου οι εμβολιασμοί προχώρησαν ταχύτερα και η οικονομική πολιτική υπήρξε περισσότερο υποστηρικτική, ήταν σημαντική και το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 5,2% το 2021 και κατά 4,5% το 2022. Για το 2021 η εκτίμηση του Οκτωβρίου είναι ελαφρώς χαμηλότερη (-0,4 της ποσοστιαίας μονάδας) έναντι εκείνης του Ιουλίου όσον αφορά τις προηγμένες οικονομίες, κυρίως λόγω των επιπτώσεων της πανδημίας στο διεθνές εμπόριο και τις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες. Ταχύ-

τεροι ρυθμοί ανάκαμψης παρατηρούνται το 2021 στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γαλλία και τον Καναδά, ενώ βραδύτεροι στη Γερμανία και την Ιαπωνία, ενδεχομένως επειδή οι οικονομίες τους είναι προσανατολισμένες περισσότερο προς τη μεταποίηση και τις εξαγωγές και συνεπώς πιο εκτεθειμένες στις ελλείψεις και δυσχέρειες που παρατηρούνται στον εφοδιασμό τους με βασικές εισροές αγαθών.

Στις **ΗΠΑ** ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ (ετησιοποιημένος) επιβραδύνθηκε στο 2,1% το γ' τρίμηνο, από 6,7% το β' και 6,3% το α' τρίμηνο, καθώς η οικονομία επηρεάστηκε αρνητικά από το νέο κύμα της πανδημίας και τις διαταράξεις στην παραγωγική αλυσίδα. Η ιδιωτική κατανάλωση επιβραδύνθηκε απότομα, καθώς η δαπάνη κυρίως για διαρκή αγαθά υποχώρησε μετά από δύο τρίμηνα ισχυρής ανόδου. Το πραγματικό ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα αυξηθεί κατά 6,0% το 2021 και κατά 5,2% το 2022. Νεότερες εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ (Δεκέμβριος 2021), που συνυπολογίζουν την επιβράδυνση του γ' τριμήνου, δίνουν χαμηλότερους ρυθμούς ανόδου του ΑΕΠ στις ΗΠΑ για το 2021 και το 2022 (5,3% και 3,7% αντίστοιχα). Παράλληλα, η αγορά εργασίας ανέκαμψε σημαντικά εντός του 2021, με 555.000 νέες θέσεις εργασίας κατά μέσο όρο κάθε μήνα, και το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε περαιτέρω το Νοέμβριο στο 4,2%, από 5,9% τον Ιούνιο και 8,1% το 2020. Χάρη στα εκτεταμένα δημοσιονομικά μέτρα στήριξης του 2020 και τις αυξημένες αποταμιεύσεις, οι οποίες μετατράπηκαν σε ζήτηση το 2021, το πραγματικό ΑΕΠ εκτιμάται ότι κινήθηκε υψηλότερα του δυνατικού, ενώ παρατηρήθηκαν ελλείψεις προσωπικού σε ορισμένους κλάδους της οικονομίας. Ο γενικός πληθωρισμός επιταχύνθηκε απότομα μετά τον Απρίλιο και από τον Ιούνιο και μετά βρισκόταν συνεχώς περί το 5,4%, ενώ το Νοέμβριο ανήλθε στο 6,8%, τον υψηλότερο ρυθμό από το 1982. Εντούτοις, εκτιμάται ότι θα κυμανθεί στο 4,3% το 2021, έναντι 1,2% το 2020 και 2,1% κατά μέσο όρο την περίοδο 2001-2020.

Στην **Ιαπωνία** η υγειονομική κρίση επέβαλε την εφαρμογή νέου γύρου περιοριστικών μέτρων τον Ιούλιο, που αποδυνάμωσε την ανάκαμψη της οικονομίας, κυρίως την εγχώρια ζήτηση. Παρά τις δυσχέρειες στην παραγωγή και στο εξωτερικό εμπόριο, οι εξαγωγές ανέκαμψαν σημαντικά, ενώ ο γενικός πληθωρισμός και ο πυρήνας του πληθωρισμού εκτιμάται ότι ήταν ελαφρά αρνητικοί το 2021. Το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 2,4% το 2021 και κατά 3,2% το 2022.

Στο **Ηνωμένο Βασίλειο** η ταχεία εμβολιαστική κάλυψη το πρώτο εξάμηνο άλλαξε άρδην τα δυσμενή υγειονομικά και οικονομικά δεδομένα του 2020 και επέτρεψε την ταχύτερη ανάκαμψη της οικονομίας το 2021. Η δημόσια κατανάλωση, η οποία είχε υποχωρήσει κατά 6,5% το 2020, αυξήθηκε κατά 15,5% το 2021, ενισχύοντας την απασχόληση και το εισόδημα. Το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 6,9% και 4,8% το 2021 και 2022 αντιστοίχως, έναντι της μεγάλης πτώσης κατά 9,7% το 2020. Ο πληθωρισμός, από 3,1% το Σεπτέμβριο έφθασε το 5,1% το Νοέμβριο, το υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων 10 ετών, ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά ότι θα αυξηθεί στο 2,4% το 2021 και στο 3,2% το 2022.

Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες** το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 6,4% το 2021 και 5,1% το 2022, με τις μεγαλύτερες από αυτές να καταγράφουν την εντονότερη άνοδο. Το ΑΕΠ της **Κίνας** εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 8,0% το 2021, έναντι 2,3% το 2020, παρά τη μικρότερη κρατική στήριξη, την κρίση στην αγορά ακινήτων και τη διακοπή λειτουργίας εργοστασίων εξαιτίας της απότομης ανόδου του κόστους της ενέργειας, εξελίξεις οι οποίες οδήγησαν σε σχεδόν μηδενική μεταβολή του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του έτους έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Το ΑΕΠ της **Ινδίας**, έπειτα από πτώση 7,3% το 2020, εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 9,5% το 2021, παρά τη σοβαρή έξαρση της πανδημίας στη χώρα και τη χαμηλή εμβολιαστική κάλυψη.

Ο **πληθωρισμός** σε παγκόσμιο επίπεδο σημειώνει άνοδο, η οποία είναι ολοένα πιο αισθητή στις προηγμένες οικονομίες, όπου το 2020 είχε υποχωρήσει σε πολύ χαμηλό επίπεδο λόγω των περιοριστικών μέτρων και της κατάρρευσης της παγκόσμιας ζήτησης. Ο πληθωρισμός με βάση τον ΔΤΚ αναμένεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται τουλάχιστον μέχρι τα τέλη του 2021, λόγω των εξελίξεων κυρίως στις διεθνείς τιμές της ενέργειας, και στη συνέχεια να υποχωρήσει σταδιακά σε επίπεδα συνεπή με τους υποκείμενους προσδιοριστικούς του παράγοντες, δηλ.

Πίνακας ΙΙ.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ ¹ %	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός ² (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα ³ (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Παγκόσμιο σύνολο	196	100,0	-3,1	5,9	4,9	3,2	4,3	3,8	-	-	-	98,6	97,8	96,9	-	-	-
1. Προηγμένες οικονομίες	40	42,4	-4,5	5,2	4,5	0,7	2,8	2,3	-10,8	-8,8	-4,8	122,7	121,6	119,3	0,3	0,4	0,3
ΗΠΑ		15,8	-3,4	6,0	5,2	1,2	4,3	3,5	-14,9	-10,8	-6,9	133,9	133,3	130,7	-2,9	-3,5	-3,5
Ιαπωνία		4,0	-4,6	2,4	3,2	0,0	-0,2	0,5	-10,3	-9,0	-3,9	254,1	256,9	252,3	3,3	3,5	3,3
Ην. Βασίλειο		2,2	-9,7	6,9	4,8	1,0	2,4	3,2	-12,9	-10,1	-5,5	102,3	103,0	103,9	-2,6	-2,8	-3,0
Ζώνη του ευρώ	19	12,1	-6,4	5,1	4,2	0,3	2,6	3,2	-7,2	-5,9	-3,2	97,3	96,6	93,2	1,8	2,0	1,8
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	156	57,6	-2,1	6,4	5,1	5,1	5,5	4,9	-9,3	-6,6	-5,7	63,1	63,4	64,8	0,6	0,8	0,6
Κίνα		18,3	2,3	8,0	5,6	2,4	1,1	1,8	-11,2	-7,5	-6,8	66,3	68,9	72,1	1,8	1,6	1,5
Ρωσία		3,1	-3,0	4,7	2,9	3,4	5,9	4,8	-4,0	-0,6	0,0	19,3	17,9	17,9	2,4	5,7	4,4

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook database* και *Fiscal Monitor*, Οκτώβριος 2021. Για το Ηνωμένο Βασίλειο: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast*, Autumn 2021, Νοέμβριος 2021. Για τη ζώνη του ευρώ: *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, Δεκέμβριος 2021 και Eurostat. Σημείωση: Για το 2021 εκτιμήσεις και για το 2022 προβλέψεις.

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2020, με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (PPP).

2 ΕνΔΤΚ για τη ζώνη του ευρώ και το Ηνωμένο Βασίλειο και ΔΤΚ για τις λοιπές περιπτώσεις. Μέσα επίπεδα έτους.

3 Της γενικής κυβέρνησης.

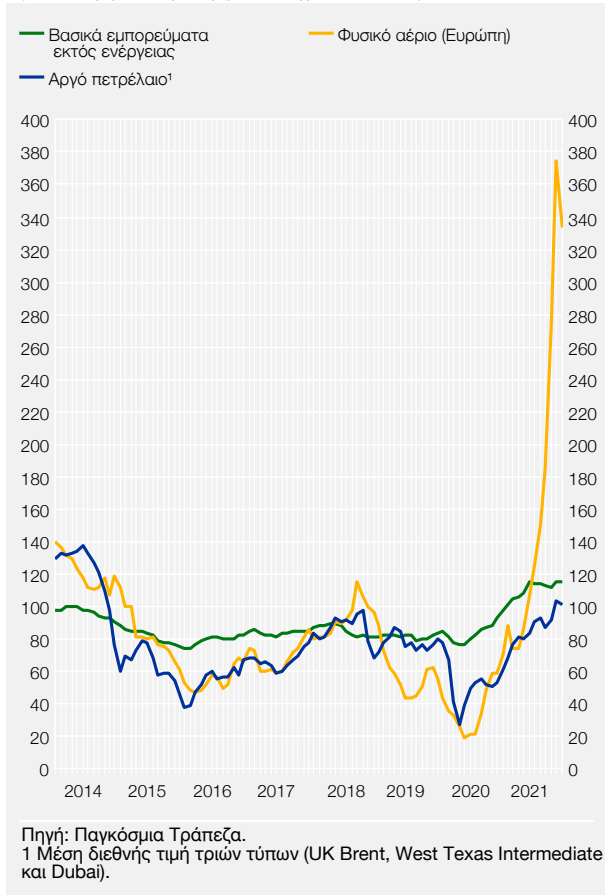
το ρυθμό ανόδου του κόστους εργασίας και το φθίνον παραγωγικό κενό των οικονομιών. Στις προηγμένες οικονομίες ο πληθωρισμός με βάση το ΔΤΚ εκτιμάται ότι αυξήθηκε στο 2,8% το 2021 (εκτίμηση του ΔΝΤ αναθεωρημένη έναντι 2,4% τον Ιούλιο του 2021), από 0,7% το 2020, ενώ θα υποχωρήσει στο 2,3% το 2022. Στις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι αυξήθηκε επίσης, αλλά λιγότερο, στο 5,5% από 5,1% το 2020, ενώ θα υποχωρήσει στο 4,9% το 2022 (βλ. Πίνακα ΙΙ.1).

Μετά τη σημαντική συρρίκνωση του όγκου του **διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** κατά 8,2% το 2020 εξαιτίας των περιορισμών της πανδημίας, αυτό ανέκαμψε σημαντικά το 2021. Εντούτοις, τα προβλήματα στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες συνεχίστηκαν και το 2021, αντανακλώντας κυρίως την αδυναμία ανταπόκρισης της παραγωγής και των εξαγωγών στην απότομη βελτίωση των οικονομικών προοπτικών και στην αυξημένη ζήτηση. Οι ελλείψεις που παρατηρήθηκαν στον εφοδιασμό της παραγωγής με βασικές εισροές (όπως οι ημιαγωγοί), οι αυξημένοι χρόνοι παράδοσης προϊόντων σε κλάδους όπως η αυτοκινητοβιομηχανία, και η κάμψη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας στα μέσα του 2021 (εξαιτίας της επιδείνωσης της πανδημίας στις αναδυόμενες οικονομίες) περιόρισαν προσωρινά τη δυναμική της ανάκαμψης του διεθνούς εμπορίου. Οι διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς ενδέχεται να ενταθούν περαιτέρω λόγω των επιπτώσεων από την κατακόρυφη αύξηση των διεθνών τιμών της ενέργειας και των αυξανόμενων ελλείψεων σε εργατικό δυναμικό στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, ο όγκος του διεθνούς εμπορίου θα αυξηθεί κατά 9,7% το 2021 και 6,7% το 2022, αντικατοπτρίζοντας μια μεγαλύτερη της αναμενόμενης ελαστικότητα του εμπορίου στην εκτιμώμενη ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας. Η ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου εκτιμάται ότι θα παραμείνει άνιση μεταξύ των αγαθών και των υπηρεσιών, εξαιτίας της συνεχιζόμενης αβεβαιότητας λόγω της πανδημίας και της ενδεχόμενης παράτασης των περιορισμών στις διασυνοριακές συναλλαγές υπηρεσιών, ιδίως στον τουρισμό.

Η μέση **διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου** αυξήθηκε τον Οκτώβριο του 2021 στα υψηλότερα επίπεδα από το 2014, φθάνοντας τα 82 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, και παρέμεινε κοντά στα 80 δολ. ΗΠΑ το Νοέμβριο, από περίπου 54 δολ. ΗΠΑ στις αρχές του έτους και 40 δολ. ΗΠΑ τον Οκτώβριο του 2020. Η αύξηση αυτή είναι αποτέλεσμα τόσο της ενίσχυσης της παγκόσμιας ζήτησης πετρε-

Διάγραμμα II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2014 - Νοέμβριος 2021)

(δείκτες αγοραίων τιμών, μηνιαία στοιχεία, 2010=100)



λαιοειδών, καθώς οι οικονομίες ανακάμπτουν από τις οικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας, όσο και της μείωσης της παραγωγής πετρελαίου από τις χώρες του ΟΠΕΚ και της Ρωσίας και της συνακόλουθης μείωσης των ενεργειακών αποθεμάτων. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η μέση τιμή του πετρελαίου το 2021 αναμένεται να διαμορφωθεί στα 65,7 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, από 41,3 δολ. ΗΠΑ το 2020, δηλαδή να αυξηθεί κατά 59%, αντανακλώντας επιπλέον την πρόσφατη ιστορική αύξηση των τιμών του φυσικού αερίου, η οποία εν μέρει στήριξε τη ζήτηση πετρελαιοειδών για την παραγωγή ενέργειας. Το 2022 η τιμή του πετρελαίου αναμένεται να μειωθεί ελάχιστα, στα 64,5 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι. Παράλληλα, η μέση τιμή του φυσικού αερίου όλων των τύπων αυξήθηκε κατά 175% το Νοέμβριο του 2021 έναντι του Ιανουαρίου, ως αποτέλεσμα μειωμένων αποθεμάτων λόγω καιρικών συνθηκών, αύξησης της βιομηχανικής δραστηριότητας σε πολλές οικονομίες και ιδίως στην Κίνα, καθώς και μειωμένων ευρωπαϊκών εισαγωγών φυσικού αερίου από τη Νορβηγία και τη Ρωσία. Ειδικότερα, η τιμή του φυσικού αερίου στην Ευρώπη αυξήθηκε κατά 471% το Νοέμβριο του 2021 σε ετήσια βάση (βλ. Διάγραμμα II.2), ενώ του υγροποιημένου φυσικού αερίου (LNG) αυξήθηκε κατά 86%. Ο περιορισμός της χρήσης λιγνίτη στο πλαίσιο των πολιτικών μετριασμού της κλιματικής αλλαγής και το αυξανόμενο κόστος εκπομπής ρύπων για την παραγωγή ενέργειας

αναμένεται να ενισχύσουν περαιτέρω τη ζήτηση φυσικού αερίου τα επόμενα χρόνια.

Οι τιμές των μετάλλων σημείωσαν ιστορικά υψηλά το Μάιο του 2021 και παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα, υπό την επίδραση τόσο της αυξημένης παγκόσμιας βιομηχανικής δραστηριότητας και της βελτίωσης των επενδυτικών προοπτικών σε υποδομές όσο και της αναστολής λειτουργίας μονάδων παραγωγής βασικών μετάλλων (όπως αλουμινίου) στην Κίνα, λόγω των περιορισμών που επιβλήθηκαν στη χρήση ενέργειας ως απόρροια της απότομης ανόδου του ενεργειακού κόστους. Η απόφαση της Κίνας τον Οκτώβριο του 2021 να διπλασιάσει το ανώτατο επίπεδο αύξησης των τιμών ηλεκτρικής ενέργειας δύναται να αυξήσει την παραγωγή και να κάμψει τη ζήτηση ενέργειας. Παράλληλα, οι προσδοκίες για αύξηση της ζήτησης ορισμένων μετάλλων, όπως ο χαλκός, κατά τη μετάβαση σε πιο φιλικές προς το περιβάλλον πηγές ενέργειας, διατήρησαν τις τιμές σε υψηλά επίπεδα. Οι τιμές των βασικών μετάλλων αυξήθηκαν κατά 25,5% μεταξύ Ιανουαρίου και Νοεμβρίου του 2021, ενώ η τιμή των πολύτιμων μετάλλων μειώθηκε περίπου κατά 3% την ίδια περίοδο.

Επιπρόσθετα, οι τιμές των τροφίμων συνέχισαν να αυξάνονται το δεύτερο εξάμηνο του 2021, αντανακλώντας την αύξηση του κόστους παραγωγής και μεταφοράς τους λόγω των αυξημένων τιμών της ενέργειας, τη συμφόρηση στις εφοδιαστικές αλυσίδες, καθώς και τη μειωμένη παραγωγή τροφίμων εξαιτίας φυσικών καταστροφών και επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής και των ελλείψεων σε εργατικό δυναμικό.

Σε αντιδιαστολή, η οικονομική ανάκαμψη και η περιορισμένη ζήτηση για ασφαλή περιουσιακά στοιχεία μείωσε την τιμή του χρυσού κατά 2,4% μεταξύ Ιανουαρίου και Νοεμβρίου 2021. Σύμ-

φωνα με το ΔΝΤ, η μέση τιμή των **βασικών εμπορευμάτων πλην των καυσίμων** εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 26,7% το 2021 (σε όρους δολ. ΗΠΑ), έναντι αύξησης κατά 6,7% το 2020, ενώ αναμένεται να μειωθεί κατά 0,9% το 2022. Παρότι η κατακόρυφη άνοδος στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων από τα μέσα του 2020 θα μπορούσε να σηματοδοτεί μια παρατεταμένη περίοδο υψηλών τιμών (commodities supercycle), το ενδεχόμενο αυτό φαίνεται λιγότερο πιθανό εν μέσω της σταθεροποίησης στις τιμές ορισμένων εμπορευμάτων (όπως της ξυλείας) και των προσδοκιών τόσο για κάμψη της οικονομίας της Κίνας όσο και για αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, εξελίξεις οι οποίες θα μειώσουν τη ζήτηση.

Δημοσιονομική πολιτική

Η δημοσιονομική πολιτική συνέχισε να υποστηρίζει την οικονομική ανάκαμψη και την απασχόληση, δίνοντας προτεραιότητα στις δαπάνες για την καταπολέμηση της πανδημίας και των συνεπειών της, καθώς και για την προστασία των πιο ευάλωτων ομάδων, ανάλογα με τις συνθήκες σε κάθε χώρα. Στις προηγμένες οικονομίες με υψηλά επίπεδα εμβολιασμού και χαμηλό κόστος χρηματοδότησης, το μίγμα της δημοσιονομικής πολιτικής σταδιακά μετατοπίστηκε από μέτρα έκτακτης ανάγκης κατά της πανδημίας προς επενδύσεις για μια ανθεκτική, χωρίς αποκλεισμούς, πράσινη και ψηφιακή οικονομία. Τα μεγάλα δημοσιονομικά πακέτα που ανακοινώθηκαν ή εγκρίθηκαν από την ΕΕ και τις ΗΠΑ είναι ιδιαίτερης σημασίας, καθώς εκτιμάται ότι θα προσθέσουν αθροιστικά 4,6 τρισεκ. δολ. ΗΠΑ στο παγκόσμιο ΑΕΠ την περίοδο 2021-2026.² Αντιθέτως, στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, οι αυξημένες υγειονομικές ανάγκες λόγω χαμηλών ποσοστών εμβολιασμού, σε συνδυασμό με το μικρότερο δημοσιονομικό χώρο και το υψηλότερο κόστος δανεισμού, περιόρισαν την ευελιξία της δημοσιονομικής πολιτικής και αύξησαν τον κίνδυνο οικονομικής υστέρησης και ανισότητας.

Το παγκόσμιο δημόσιο χρέος, παρά την ονομαστική του αύξηση, εκτιμάται ότι ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε κατά μία ποσοστιαία μονάδα και διαμορφώθηκε σε 97,8% το 2021, προβλέπεται όμως να σταθεροποιηθεί σε υψηλό επίπεδο, περίπου στο 97% του ΑΕΠ, τα επόμενα έτη. Το παγκόσμιο δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ εκτιμάται ότι μειώθηκε σε 7,9% το 2021 από 10,2% το 2020 και προβλέπεται να επιστρέψει στα προ της πανδημίας επίπεδα το 2026. Η αβεβαιότητα για την εξέλιξη της πανδημίας, το ρυθμό ανάκαμψης και τον πληθωρισμό παραμένει υψηλή, θέτοντας σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Η θέσπιση αξιόπιστων μεσοπρόθεσμων δημοσιονομικών πλαισίων, τα οποία προωθούν τη διαφάνεια και τις ορθές πρακτικές διακυβέρνησης, είναι σημαντική για τη διατήρηση της εμπιστοσύνης των αγορών και του χαμηλού κόστους δανεισμού.

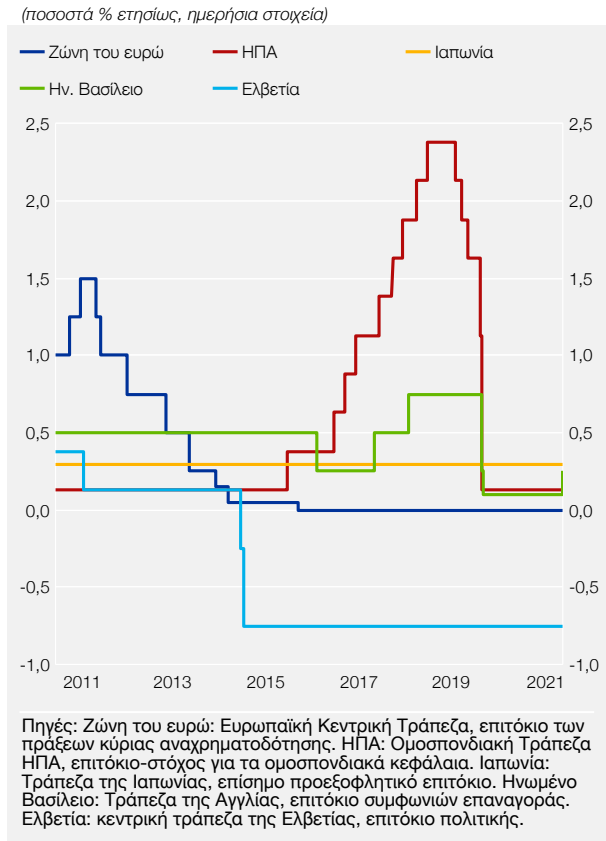
Νομισματική πολιτική

Η νομισματική πολιτική παρέμεινε διευκολυντική καθ' όλη τη διάρκεια του έτους στις περισσότερες οικονομίες, υποστηρίζοντας την ανάκαμψη. Τα υψηλά επίπεδα πληθωρισμού τους τελευταίους μήνες οδήγησαν τις κεντρικές τράπεζες, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, σε μεγαλύτερη εγρήγορση προκειμένου να δράσουν άμεσα σε περίπτωση που παρατηρηθούν πιο επίμονες πληθωριστικές πιέσεις και αποσταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών. Η πρωτοφανής συγκυρία και η μεγάλη αβεβαιότητα καθιστούν τη σαφή επικοινωνία αναφορικά με τις προοπτικές για τη νομισματική πολιτική ακόμη πιο σημαντική.

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχει διατηρήσει το εύρος-στόχο του βασικού της επιτοκίου σε 0,00%-0,25% από το Μάρτιο του 2020, ενώ δήλωσε προσφάτως ότι κρίνει κατάλληλο αυτό το εύρος-στόχο μέχρι να επιτευχθεί μέγιστη απασχόληση. Το Δεκέμβριο του 2021, καθώς η ανάκαμψη της οικονομίας παρέμενε εύρωστη, αλλά ο πληθωρισμός σταθερά υψηλός άνω του 5%, αποφάσισε να μειώσει κατά 30 δισεκ. δολ. ΗΠΑ τις μηνιαίες αγορές χρεογράφων ύψους 120 δισεκ. δολ. που είχε εγκαινιάσει το 2020. Από την πλευρά της η ΕΚΤ έχει διατηρήσει μηδενικό από το Μάρτιο του 2016 έως σήμερα το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης.

2 IMF, *Fiscal Monitor*, 13.10.2021. Η εκτίμηση στηρίζεται σε υποθέσεις για το μέγεθος των δημοσιονομικών πακέτων στις ΗΠΑ με βάση τα δεδομένα που ίσχυαν το χρόνο συγγραφής της εν λόγω έκθεσης του ΔΝΤ.

Διάγραμμα II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2011 - 16 Δεκεμβρίου 2021)



Στις 16 Δεκεμβρίου 2021 ανακοίνωσε ότι θα αυξήσει τη μηνιαία καθαρή αγορά περιουσιακών στοιχείων σε 40 δισεκ. ευρώ το β' τρίμηνο και 30 δισεκ. ευρώ το γ' τρίμηνο του 2022 μέσω του προγράμματος Asset Purchase Programme (APP), ενώ από τον Οκτώβριο του 2022 και μετά θα διατηρήσει το μηνιαίο ρυθμό σε 20 δισεκ. ευρώ για όσο χρονικό διάστημα κρίνεται αναγκαίο. Παράλληλα το α' τρίμηνο του 2022 αναμένεται χαμηλότερος έναντι του προηγούμενου τριμήνου ρυθμός καθαρών αγορών τίτλων στο πλαίσιο του Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), το οποίο θα διαρκέσει μέχρι το Μάρτιο του 2022. Η Τράπεζα της Αγγλίας, λαμβάνοντας υπόψη την πρόσφατη άνοδο του πληθωρισμού και ενδείξεις για πιο επίμονες πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά του κόστους εργασίας, στις 16 Δεκεμβρίου αύξησε το επιτόκιο της σε 0,25%, αλλά δεν μετέβαλε το συνολικό ανώτατο όριο αγοράς τίτλων του Βρετανικού Δημοσίου και των βρετανικών επιχειρήσεων ύψους 895 δισεκ. στερλινών (βλ. Διάγραμμα II.3).

Οι τρέχουσες προβλέψεις των διεθνών οργανισμών για την παγκόσμια οικονομία περιβάλλονται από αυξημένη αβεβαιότητα και υφίστανται **κίνδυνοι για την πορεία της ανάκαμψης και του πληθωρισμού**. Η οικονομική

δραστηριότητα ενδέχεται να εξασθενήσει, τόσο από μία πιθανή νέα έξαρση της πανδημίας από μεταλλάξεις του ιού όσο και από μία βραδεία ομαλοποίηση στο διεθνές εμπόριο και τις εφοδιαστικές αλυσίδες. Παράλληλα, μια πιο έντονη και παρατεταμένη άνοδος των τιμών της ενέργειας και των λοιπών εισροών ή μία λιγότερο σταδιακή απεξάρτηση από παραδοσιακές μορφές ενέργειας ενδέχεται να διατηρήσουν ψηλά τον πληθωρισμό και να αποσταθεροποιήσουν τις προσδοκίες γι' αυτόν, προκαλώντας ενδεχόμενη συσταλτική αντίδραση από τις νομισματικές αρχές νωρίτερα εκείνης που υπαγορεύει η τρέχουσα στήριξη της ανοδικής φάσης του κύκλου. Κίνδυνο για την παγκόσμια οικονομία αποτελεί και **η ανισότητα της ανάκαμψης μεταξύ των χωρών**. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, οι προηγμένες οικονομίες θα ανακτήσουν την τάση ανόδου που είχαν προ πανδημίας εντός του 2022, ενώ οι υπόλοιπες οικονομίες πλην της Κίνας θα εξακολουθήσουν να υπολείπονται αυτής τουλάχιστον μέχρι το 2024. Η ανισότητα αυτή εδράζεται στη μεγάλη διαφορά εμβολιαστικής κάλυψης μεταξύ προηγμένων και χαμηλού εισοδήματος οικονομιών (η διαφορά ήταν 60%, έναντι 4% το Σεπτέμβριο σύμφωνα με το ΔΝΤ), αλλά και στο γεγονός ότι οι τελευταίες δεν έχουν δυνατότητα να χρηματοδοτήσουν τις αναγκαίες δαπάνες για την αντιμετώπιση της πανδημίας.

2.2 Ζώνη του ευρώ

Παρά τη συνεχιζόμενη αβεβαιότητα εξαιτίας της πανδημίας, η οικονομία της ευρωζώνης ανέκαμψε πιο δυναμικά από όσο αρχικά αναμενόταν, αλλά με χαμηλότερους ρυθμούς σε σύγκριση με άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες, π.χ. ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο. Οι παρεμβάσεις οικονομικής πολιτικής ενίσχυσαν την εμπιστοσύνη και στήριξαν την απασχόληση και τις επιχειρήσεις, μειώνοντας τον κίνδυνο πιο μόνιμων επιπτώσεων στη δυνητική ανάπτυξη και τις εισοδηματικές ανισότητες. Παράλληλα, η ταχεία, εκτεταμένη και συντονισμένη δημοσιονομική και νομισματική αντίδραση απέναντι στην πρωτοφανή οικονομική διαταραχή της πανδημίας περιόρισε πιθανές δευτερογενείς αρνητικές επιδράσεις στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Η συρρίκνωση του ΑΕΠ της ευρωζώνης κατά 0,2% το α΄ τρίμηνο του 2021 έναντι του προηγούμενου τριμήνου, λόγω των πιο αυστηρών περιοριστικών μέτρων για την αντιμετώπιση της μετάλλαξης Δέλτα του κορωνοϊού, καθώς και λόγω των διαταράξεων στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες, ήταν προσωρινή. Το β΄ τρίμηνο του 2021 η οικονομική δραστηριότητα αυξήθηκε κατά 2,2%, σημειώνοντας το δεύτερο υψηλότερο τριμηνιαίο ρυθμό ιστορικά, κυρίως ως αποτέλεσμα της σημαντικής μείωσης του ποσοστού αποταμίευσης και της αύξησης της κατανάλωσης. Παράλληλα, η άνοδος των πραγματικών εισοδημάτων και η συνεχιζόμενη προσαρμογή της συμπεριφοράς των καταναλωτών και των επιχειρήσεων στα δεδομένα της πανδημίας στήριξαν το ΑΕΠ, το οποίο αυξήθηκε κατά 2,2% το γ΄ τρίμηνο του 2021, έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Ωστόσο, οι πρόδρομοι δείκτες δείχνουν κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας το δ΄ τρίμηνο εξαιτίας των συνεχιζόμενων προβλημάτων στις εφοδιαστικές αλυσίδες και της επαναφοράς περιοριστικών μέτρων λόγω της πανδημίας. Το ΑΕΠ αναμένεται ότι θα ξεπεράσει τα προ της πανδημικής κρίσης επίπεδα το α΄ τρίμηνο του 2022. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2021), το **ΑΕΠ** στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 5,1% το 2021 υπό την επίδραση της σημαντικής βελτίωσης του οικονομικού κλίματος, της περαιτέρω άρσης των περιορισμών, καθώς και των στοχευμένων μέτρων πολιτικής. Το 2022 η οικονομική δραστηριότητα προβλέπεται να αυξηθεί κατά 4,2%, στηριζόμενη από τη σταδιακή ομαλοποίηση της λειτουργίας των αλυσίδων αξίας, το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU και την αύξηση των επενδύσεων, καθώς και από την ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης, προσεγγίζοντας το επίπεδο που προβλεπόταν πριν την πανδημία για το 2022.

Η εγχώρια ζήτηση, η οποία αναμένεται να ανακάμψει ταχέως, θα αποτελέσει την κύρια συνιστώσα της οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ το 2021 και το 2022. Μετά από πτώση επί δύο συνεχόμενα τρίμηνα, η **ιδιωτική κατανάλωση** ενισχύθηκε κατά 3,9% το β΄ τρίμηνο του 2021 έναντι του προηγούμενου τριμήνου και κατά 4,1% το γ΄ τρίμηνο, αντανακλώντας την αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων από εργασία, τη μείωση των αποταμιεύσεων και την υποχώρηση της αβεβαιότητας. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2021), η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να αυξηθεί κατά 3,3% το 2021, έναντι μείωσης κατά 7,9% το 2020. Το 2022 οι καταναλωτικές δαπάνες προβλέπεται να επιταχυνθούν κατά 5,9% λόγω της συνεχιζόμενης βελτίωσης της καταναλωτικής εμπιστοσύνης και της επίδρασης της αναβαλλόμενης ζήτησης, σε συνάρτηση με την περαιτέρω μείωση των συσσωρευμένων αποταμιεύσεων. Η βελτίωση της αγοράς εργασίας και η αύξηση των μισθών θα στηρίξουν την κατανάλωση. Αντίθετα, η άρση των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης και η ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων αποτελούν σημαντικούς ανασταλτικούς παράγοντες. Επίσης, μέρος των συσσωρευμένων αποταμιεύσεων δύναται να διακρατηθεί από τα πιο ηλικιωμένα ή πιο εύπορα νοικοκυριά, περιορίζοντας τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της κατανάλωσης. Παράλληλα, η **δημόσια κατανάλωση** εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 3,9% το 2021, έναντι 1,3% το 2020, εξαιτίας της αύξησης των κοινωνικών μεταβιβάσεων και των υγειονομικών δαπανών, ενώ αναμένεται να αυξηθεί κατά 0,2% το 2022, κυρίως λόγω της άρσης των μέτρων στήριξης.

Η ανάκαμψη της εγχώριας και εξωτερικής ζήτησης και οι ευνοϊκές χρηματοδοτικές συνθήκες αύξησαν τις **ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου** στη ζώνη του ευρώ το πρώτο εξάμηνο του 2021. Η αύξηση της επενδυτικής δαπάνης αναμένεται πιο αναιμική το δεύτερο εξάμηνο κυρίως εξαιτίας των περιορισμών από την πλευρά της προσφοράς. Από το 2022 οι επενδύσεις προβλέπεται να ανακάμψουν πιο δυναμικά, στηριζόμενες στην περαιτέρω υποχώρηση της αβεβαιότητας, στην ανάκαμψη των επιχειρηματικών κερδών και στη χρηματοδότηση μέσω του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU. Η συνεχής άνοδος των τιμών των ακινήτων, οι οποίες ενισχύθηκαν κατά 6,8% το β΄ τρίμηνο του 2021, σημειώνοντας την υψηλότερη ετήσια αύξηση από το δ΄ τρίμηνο του 2006, καθώς και το χαμηλό κόστος δανεισμού αναμένεται να διατηρήσουν υψηλές τις επενδύσεις σε κατοικίες. Παράλληλα, οι αλλαγές στις καταναλωτικές προτιμήσεις και η επιτάχυνση του ψηφιακού μετασχηματισμού λόγω της πανδημίας θα συμβάλουν καθοριστικά στην υλοποίηση νέων επενδυτικών σχεδίων μεσοπρόθεσμα. Η θεσμοθέτηση αλ-

λαγών για την εκπομπή ρύπων σε τομείς όπως η αυτοκινητοβιομηχανία και η μετάβαση σε τεχνολογίες πιο φιλικές προς το περιβάλλον αναμένεται επίσης να ενισχύσουν τις επενδύσεις. Από την άλλη πλευρά, η αύξηση του χρέους των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της πανδημίας, καθώς και η απορρόφηση μέρους του αυξημένου κόστους παραγωγής λόγω της πρόσφατης ενεργειακής κρίσης θα αναστείλουν μερικώς τη δυναμική των επενδύσεων. Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου στην ευρωζώνη εκτιμάται ότι θα αυξηθούν κατά 3,7% το 2021 και κατά 3,9% το 2022, έναντι μείωσης κατά 7,0% το 2020.

Η εξαγωγική επίδοση της ζώνης του ευρώ το 2021 δέχθηκε αντίρροπες επιδράσεις, αφενός από τη δυναμική ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης και αφετέρου από τους περιορισμούς στην προσφορά και τη διατήρηση περιοριστικών μέτρων λόγω της πανδημίας. Τα προβλήματα στη λειτουργία των διεθνών εφοδιαστικών αλυσίδων, με επακόλουθο την έλλειψη βασικών ενδιάμεσων αγαθών και την αύξηση των χρόνων παράδοσης προϊόντων, επηρέασαν αρνητικά την εξαγωγική δυναμικότητα της ευρωζώνης. Αντίθετα, οι εξαγωγές υπηρεσιών ανέκαμψαν δυναμικά το γ' τρίμηνο του 2021, ως αποτέλεσμα της αύξησης των εμβολιασμών και της χαλάρωσης των περιοριστικών μέτρων, αν και εκτιμάται ότι θα παραμείνουν αναιμικές σε σύγκριση με το 2019 λόγω της πανδημίας. Οι **συνολικές εξαγωγές** της ευρωζώνης εκτιμάται ότι θα αυξηθούν κατά 9,3% το 2021 και κατά 6,4% το 2022, έναντι μείωσης κατά 9,1% το 2020. Η ισχυρή ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και η ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης, η ομαλοποίηση της λειτουργίας των αλυσίδων αξίας, καθώς και η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές λόγω της πρόσφατης υποτίμησης του ευρώ έναντι των βασικών εμπορικών εταίρων, θα συμβάλουν καθοριστικά στην ανοδική πορεία των εξαγωγών. Παρά την ισχυρή άνοδο των συνολικών εισαγωγών, οι καθαρές εξαγωγές εκτιμάται ότι θα έχουν θετική συμβολή στο ΑΕΠ το 2021 και το 2022.

Οι προοπτικές της **αγοράς εργασίας** στη ζώνη του ευρώ βελτιώθηκαν το 2021, ως επακόλουθο της οικονομικής ανάκαμψης και των μέτρων στήριξης της απασχόλησης. Ο αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε το β' και γ' τρίμηνο του 2021 κατά περίπου 2,0% σε ετήσια βάση, έναντι μείωσης κατά 1,7% το α' τρίμηνο, ενώ οι ώρες εργασίας ανέκαμψαν δυναμικά κατά 17,2% το β' τρίμηνο και κατά 3,4% το γ' τρίμηνο. Παράλληλα, το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 7,3% τον Οκτώβριο του 2021, έναντι 8,3% και 8,0% το α' και β' τρίμηνο του 2021 αντίστοιχα, ενώ εκτιμάται ότι το δεύτερο εξάμηνο του 2021 θα διατηρηθεί κοντά σε αυτό το επίπεδο. Η αυξανόμενη ανακατανομή θέσεων εργασίας μεταξύ κλάδων λόγω της πανδημίας και οι αναντιστοιχίες στις απαιτούμενες δεξιότητες οδηγούν σε προσωρινές ελλείψεις εργατικού δυναμικού σε αρκετές χώρες-μέλη. Οι διαφορές στο ποσοστό ανεργίας μεταξύ των χωρών-μελών παραμένουν αξιοσημείωτες, από 2,9% στην Ολλανδία έως 12,9% στην Ελλάδα και 14,5% στην Ισπανία τον Οκτώβριο του 2021. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2021), η σημαντική μείωση της συμμετοχής στα προγράμματα στήριξης της απασχόλησης και η αύξηση των απασχολούμενων σηματοδοτούν τη βελτίωση στην αγορά εργασίας, μειώνοντας το ποσοστό ανεργίας στην ευρωζώνη στο 7,7% για το σύνολο του 2021 από 7,9% το 2020. Το 2022 προβλέπεται περαιτέρω υποχώρησή του στο 7,3% σε συνάρτηση με την οικονομική ανάπτυξη και την αύξηση της απασχόλησης, ενώ θα φθάσει τα προ της πανδημίας επίπεδα ήδη από τα τέλη του 2021.

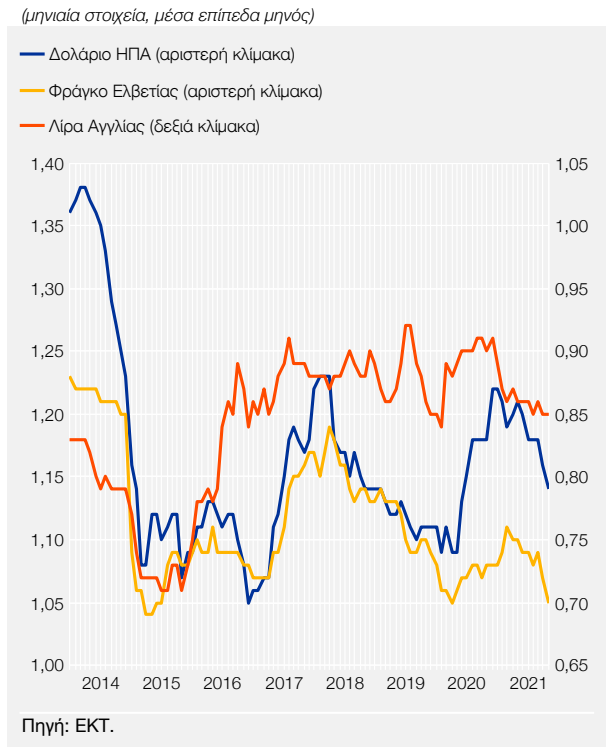
Το δεύτερο εξάμηνο του 2021 χαρακτηρίστηκε από ισχυρές πληθωριστικές πιέσεις στη ζώνη του ευρώ. Ο **πληθωρισμός**, μετρούμενος με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), έφθασε στο 2,9% το γ' τρίμηνο του 2021, από 1,4% το πρώτο εξάμηνο του 2021 και -0,2% το δεύτερο εξάμηνο του 2020, ενώ το Νοέμβριο του 2021 ανήλθε στο 4,9%, το υψηλότερο επίπεδο ιστορικά. Η άνοδος του πληθωρισμού οφείλεται κυρίως στην εκτίναξη των τιμών της ενέργειας, κατά 15,8% το γ' τρίμηνο του 2021 και 27,5% το Νοέμβριο του 2021, εξαιτίας της ενεργειακής κρίσης και της κατακόρυφης αύξησης στις διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων. Παράλληλα, η ανάκαμψη της ζήτησης, τα φαινόμενα συμφόρησης στις αλυσίδες αξίας και η συνακόλουθη αύξηση του κόστους εισροών και των τιμών των ναύλων, εν μέρει υπό την επίδραση της πρόσφατης υποτίμησης του ευρώ, τροφοδοτούν την άνοδο των

τιμών στην ευρωζώνη. Πρόσθετοι πρόσκαιροι παράγοντες, όπως η άρση της μείωσης του ΦΠΑ που εφαρμόστηκε στη Γερμανία το 2020 και η επίδραση βάσης λόγω των χαμηλότερων τιμών το 2020, επιδρούν αυξητικά στη μεταβολή των τιμών. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2021), ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα ανέλθει στο 2,6% το 2021, έναντι 0,3% το 2020. Οι πληθωριστικές πιέσεις προβλέπονται πιο επίμονες από ό,τι αρχικά αναμενόταν, ωστόσο θα παραμείνουν προσωρινές, αντανακλώντας τη συγκρατημένη αύξηση των πληθωριστικών προσδοκιών και των ονομαστικών μισθών. Το 2022 ο πληθωρισμός θα ενισχυθεί περαιτέρω στο 3,2%, ενώ μεσοπρόθεσμα η άνοδος του ΕνΔΤΚ προβλέπεται συμβατή με το στόχο της ΕΚΤ (2%). Ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αυξήθηκε στο 2,6% το Νοέμβριο 2021, από 1,4% τον Ιανουάριο, ενώ προβλέπεται στο 1,4% για το σύνολο του 2021 και στο 1,9% το 2022, έναντι 0,7% το 2020. Η αύξηση αυτή οφείλεται στους περιορισμούς από την πλευρά της προσφοράς, στη μείωση του παραγωγικού κενού, στην άνοδο των μισθών, καθώς και στη μερική μετακύλιση του αυξημένου κόστους της ενέργειας στα μη ενεργειακά αγαθά. Ο πληθωρισμός αναμένεται να παραμείνει υψηλός βραχυπρόθεσμα, λόγω της ανοδικής φάσης του οικονομικού κύκλου, των διαρθρωτικών αλλαγών από την πανδημία και των πολιτικών για την ενεργειακή μετάβαση (βλ. Πλαίσιο ΙΙ.1).

Παρά την οικονομική ανάκαμψη και τις ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες ως συνέπεια της πολιτικής νομισματικής χαλάρωσης της ΕΚΤ, ο **ρυθμός χρηματοδότησης** της οικονομίας της ευρωζώνης το 2021 δεν ανέπτυξε δυναμική. Ο ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε στο 2,5% τον Οκτώβριο του 2021 από 7,0% το Φεβρουάριο, ενώ τον Αύγουστο είχε φθάσει στο χαμηλότερο επίπεδο από τον Απρίλιο του 2016. Αντίθετα, ο δανεισμός προς τα νοικοκυριά αυξήθηκε κατά 4,1% τον Οκτώβριο, ρυθμός αμετάβλητος σε σύγκριση με το Σεπτέμβριο και ο υψηλότερος από το Νοέμβριο του 2008. Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων της ΕΚΤ για το γ' τρίμηνο του 2021, τα κριτήρια χορήγησης τραπεζικών πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις παρέμειναν αμετάβλητα για δεύτερο συνεχόμενο τρίμηνο, ως απόρροια των μέτρων πολιτικής και των οικονομικών προοπτικών, ενώ αναμένεται να αυστηροποιηθούν το επόμενο τρίμηνο. Τα κριτήρια χορήγησης καταναλωτικών δανείων ομοίως δεν μεταβλήθηκαν, ενώ έγιναν πιο αυστηρά για τα στεγαστικά δάνεια, επηρεαζόμενα από το βαθμό ανάληψης πιστωτικού κινδύνου, το κόστος κεφαλαίου και τους περιορισμούς στους ισολογισμούς των πιστωτικών ιδρυμάτων. Από την άλλη πλευρά, η ζήτηση επιχειρηματικών δανείων αυξήθηκε οριακά το γ' τρίμηνο, αντανακλώντας τη ζήτηση για επενδυτικά κεφάλαια και κεφάλαια κίνησης, την αναχρηματοδότηση υφιστάμενου χρέους, καθώς και το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων. Οι βελτιωμένες προοπτικές της αγοράς ακινήτων, το χαμηλό κόστος δανεισμού και η ενίσχυση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης αύξησαν επίσης τη ζήτηση στεγαστικών δανείων, έναντι μείωσης το προηγούμενο τρίμηνο. Τέλος, οι αυξημένες δαπάνες για διαρκή καταναλωτικά αγαθά ενίσχυσαν τη ζήτηση καταναλωτικών δανείων.

Η **δημοσιονομική πολιτική** στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο υπήρξε έντονα επεκτατική το 2020, ενώ πολλά από τα μέτρα στήριξης των επιχειρήσεων και των θέσεων εργασίας παρατάθηκαν και στο 2021. Οι δημοσιονομικές παρεμβάσεις αφορούν κατά κύριο λόγο επιδοτήσεις και μεταβιβάσεις προς τις επιχειρήσεις, συμπεριλαμβανομένων δαπανών για σχήματα διατήρησης της απασχόλησης, καθώς και μειώσεις των άμεσων και έμμεσων φόρων. Επίσης, οι επενδύσεις της γενικής κυβέρνησης αποτελούν μεγαλύτερο μέρος των μέτρων στήριξης το 2021 σε σύγκριση με το 2020, εν μέρει χάρη στη χρηματοδότηση από το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU. Το 2022 αναμένεται να αρθεί το μεγαλύτερο μέρος των μέτρων αυτών, με τη δημοσιονομική πολιτική να προβλέπεται περιοριστική. Συνολικά για την ευρωζώνη, το δημοσιονομικό έλλειμμα εκτιμάται ότι μειώθηκε στο 5,9% του ΑΕΠ το 2021, από 7,2% το 2020, και προβλέπεται να μειωθεί περαιτέρω στο 3,2% το 2022, εξαιτίας της οικονομικής ανάκαμψης, των χαμηλών επιτοκίων και της άρσης της δημοσιονομικών μέτρων στήριξης. Μετά την κορύφωσή του το 2020, το ακαθάριστο δημόσιο χρέος εκτιμάται ότι θα μειωθεί στο 96,6% του ΑΕΠ το 2021, ενώ θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται τα επόμενα χρόνια λόγω της ευνοϊκής διαφοράς

Διάγραμμα II.4 Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ, λίρας Αγγλίας και φράγκου Ελβετίας έναντι του ευρώ (Ιανουάριος 2014 - Νοέμβριος 2021)



ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου (snowball effect) και της μείωσης των πρωτογενών ελλειμμάτων.

Η **ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ** (έναντι 42 εμπορικών εταιρειών) εκτιμάται ότι σε μέσα επίπεδα έτους ανατιμήθηκε κατά 1,1% το 2021, έναντι 3,4% το 2020. Η εν λόγω ανατίμηση είναι μικρότερη από όσο αναμενόταν, λόγω της υποτίμησης του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ αλλά και έναντι άλλων νομισμάτων το γ' τρίμηνο του 2021. Οι προσδοκίες για διεύρυνση της διαφοράς στους κύκλους νομισματικής πολιτικής μεταξύ της ΕΚΤ και των άλλων μεγάλων κεντρικών τραπεζών άσκησε καθοδικές πιέσεις στο ευρώ, ενώ το δολάριο ΗΠΑ ισχυροποιήθηκε, ωθούμενο από τις προσδοκίες για μια πιο εμπροσθοβαρή αύξηση των επιτοκίων από τη Fed, καθώς και από την αύξηση της ζήτησής του επειδή θεωρείται ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο εν όψει μιας πιθανής κατάρρευσης του κινεζικού κατασκευαστικού ομίλου Evergrande (βλ. Διάγραμμα II.4).

Οι **κίνδυνοι** για την οικονομία της ευρωζώνης όσον αφορά τη μεγέθυνση παραμένου καθοδικοί και εξακολουθούν να εξαρτώνται κατά κύριο λόγο από την πορεία των εμβολιασμών

και την αντιμετώπιση της πανδημίας. Το ενδεχόμενο μιας πιο αναιμικής από την αναμενόμενη ανάκαμψης εξαιτίας τυχόν επιδείνωσης της πανδημίας παραμένει πιθανό. Η χειρότερηση του κλίματος εμπιστοσύνης και η βραδύτερη αποκλιμάκωση των συσσωρευμένων αποταμιεύσεων θα επιδράσουν αρνητικά στη δυναμική αύξηση της εγχώριας ζήτησης. Επίσης, η πιθανή διατήρηση της ανισορροπίας μεταξύ της αυξημένης ζήτησης και των περιορισμών στην προσφορά, καθώς και μια παρατεταμένη ενεργειακή κρίση μπορεί να αυξήσουν τις πληθωριστικές προσδοκίες, δημιουργώντας την ανάγκη για μια ταχύτερη από την αναμενόμενη αντίδραση της νομισματικής πολιτικής, ανακόπτοντας τη δυναμική ανάκαμψη της ευρωζώνης και ενισχύοντας τον κίνδυνο διαταραχών στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Παράλληλα, μία ενδεχόμενη αύξηση των επιτοκίων θα δυσχεράνει την εξυπηρέτηση του υψηλού ιδιωτικού και δημόσιου χρέους. Αντίθετα, η ενίσχυση της ψηφιοποίησης καθώς και η ταχύτερη υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων μέσω του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU σε τομείς με υψηλή παραγωγικότητα θα επιταχύνουν την οικονομική ανάπτυξη.

2.3 ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής

Ενεργειακή κρίση και κλιματική αλλαγή

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στη σύνοδό του στις 21-22 Οκτωβρίου συζήτησε την πρόσφατη εκτίναξη των τιμών της ενέργειας και τον αντίκτυπό της στους πολίτες και τις επιχειρήσεις. Ενθάρρυνε την άμεση εφαρμογή της προτεινόμενης από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή εργαλειοθήκης,³ η οποία περιλαμβάνει βραχυπρόθεσμα εθνικά μέτρα, όπως έκτακτη εισοδηματική στήριξη σε νοικοκυριά (π.χ. κουπόνια ή πληρωμή μέρους του λογαριασμού ηλεκτρικού ρεύματος), κρατικές ενισχύσεις σε επιχειρήσεις και στοχευμένες μειώσεις φόρων. Ταυτόχρονα, αποφασίστηκε η εξέταση μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων μέτρων, τα οποία θα συμβάλουν: (α) στην πιο

3 Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2021), "Αντιμετώπιση της αύξησης των τιμών της ενέργειας: μια εργαλειοθήκη για δράση και στήριξη", COM(2021) 660 final, 13 Οκτωβρίου.

αποδοτική χρήση της ενέργειας και την παροχή της σε τιμές προσιτές για τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, (β) αύξηση της ανθεκτικότητας του ενεργειακού συστήματος της ΕΕ και της εσωτερικής αγοράς ενέργειας σε απότομες αυξήσεις τιμών, (γ) την ασφάλεια εφοδιασμού και τη μικρότερη εξάρτηση από τα ορυκτά καύσιμα και, τέλος, (δ) τη μετάβαση στην κλιματική ουδετερότητα (επίτευξη μηδενικού ισοζυγίου εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου), λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαιτερότητες κάθε κράτους-μέλους.

Επίσης, στις 12 Οκτωβρίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε το πρώτο πράσινο ομόλογο NextGenerationEU, συγκεντρώνοντας 12 δισεκ. ευρώ αποκλειστικά για πράσινες και βιώσιμες επενδύσεις στην ΕΕ. Πρόκειται για τη μεγαλύτερη έκδοση πράσινου ομολόγου στην ιστορία, σε παγκόσμιο επίπεδο.

Ελλάδα: Δωδέκατη έκθεση ενισχυμένης εποπτείας

Στις 6 Δεκεμβρίου το Eurogroup διαπίστωσε ότι η Ελλάδα υλοποίησε τις μεταρρυθμιστικές της δεσμεύσεις, παρά τις αντίξοες συνθήκες λόγω της πανδημίας και των πυρκαγιών του Αυγούστου, και συνεπώς πληροί τις προϋποθέσεις για την αποδέσμευση της έκτης δόσης στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους, ύψους 767 εκατ. ευρώ. Επίσης, το Eurogroup τόνισε τη σημασία που έχουν η πλήρης και αποτελεσματική χρήση των πόρων του NextGenerationEU, η μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα και η εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης, ενώ ενθάρρυνε τις ελληνικές αρχές να επιταχύνουν τις μεταρρυθμίσεις στους τομείς της δικαιοσύνης και της υγείας. Τέλος, το Eurogroup ενημερώθηκε ότι η Ελλάδα εξετάζει την πρόωρη αποπληρωμή του υπολοίπου του δανείου από το ΔΝΤ, καθώς και τη μερική προπληρωμή των δανείων στο πλαίσιο της Ελληνικής Δανειακής Σύμβασης (Greek Loan Facility), με στόχο τη βελτίωση των δημόσιων οικονομικών της χώρας.

Σύνοδος κορυφής ΕΕ-Δυτικών Βαλκανίων

Στη Δήλωση του Brdo στις 6 Οκτωβρίου 2021, οι ηγέτες της ΕΕ εξέφρασαν εκ νέου την αμέριστη στήριξή τους για την ευρωπαϊκή προοπτική των Δυτικών Βαλκανίων και τη δέσμευσή τους όσον αφορά τη διαδικασία διεύρυνσης. Επισήμαναν τον πρωτεύοντα ρόλο της δημοκρατίας, του κράτους δικαίου και του σεβασμού των θεμελιωδών δικαιωμάτων και αξιών, καθώς και την ανάγκη για αποφασιστικές προσπάθειες που προωθούν την περιφερειακή σταθερότητα και ασφάλεια. Η ΕΕ στηρίζει τα σχέδια εμβολιασμού όλων των εταίρων στην περιοχή, ώστε αυτοί να επιτύχουν παρόμοια ποσοστά εμβολιασμού με το μέσο όρο της ΕΕ. Επίσης, έμφαση δίνεται στο Οικονομικό και Επενδυτικό Σχέδιο της ΕΕ για την εφαρμογή της Πράσινης Ατζέντας για τα Δυτικά Βαλκάνια. Το σχέδιο προβλέπει την κινητοποίηση περίπου 30 δισεκ. ευρώ κατά τα επόμενα επτά έτη με τη μορφή επιχορηγήσεων και επενδύσεων και με μόχλευση κεφαλαίων από το νέο μηχανισμό εγγυοδοσίας για τα Δυτικά Βαλκάνια.

3 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ

Το 2021 οι οικονομίες της **Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης**⁴ βρέθηκαν σε πορεία ανάκαμψης, καθώς ο μέσος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί σημαντικά (+6,4%) μετά την έντονη ύφεση του προηγούμενου έτους λόγω της υγειονομικής κρίσης. Η ανάκαμψη υπήρξε ταχύτερη του αναμενομένου (σύμφωνα με τις προβλέψεις της Παγκόσμιας Τράπεζας τον Οκτώβριο του 2021 και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής το Νοέμβριο του 2021) μετά τις ισχυρές επιδόσεις που καταγράφηκαν σε ολόκληρη την περιοχή το β' τρίμηνο του 2021, σε αντίθεση με τις υποτονικές του α' τριμήνου. Η οικονομική ανάκαμψη υποστηρίχθηκε από την επαναφορά της κανονικότητας σε μεγάλο βαθμό τόσο σε επίπεδο εξωτερικής ζήτησης, μέσω της επιτάχυνσης του εμβολιασμού ειδικά στις ανεπτυγμένες χώρες, όσο και σε εγχώριο επίπεδο, εξέλιξη που επέ-

4 Εξετάζονται οι οικονομίες της Αλβανίας, της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης, της Βουλγαρίας, του Μαυροβουνίου, της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας, της Ρουμανίας, της Σερβίας και της Τουρκίας.

Πίνακας II.2 Βασικοί μακροοικονομικοί και τραπεζικοί δείκτες των χωρών της ΝΑ Ευρώπης

	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες % μεταβολές)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)			Πιστωτική επέκταση (ετήσιες % μεταβολές)			Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)			Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (%)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2019	2020 ³	2021	2019	2020 ³	2021	2019	2020 ³	2021
Αλβανία	-4,0	6,9	3,7	1,6	2,2	2,8	-8,7	-7,7	-7,3	-6,8	-5,9	-4,0	3,0	6,1	6,6	18,3	18,3	18,1	8,4	8,1	7,1
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	-4,3	2,8	3,3	-1,1	1,8	1,8	-3,2	-3,9	-3,5	-4,1	-3,3	-1,5	5,7	1,1	2,4	17,9	19,2	19,2	7,4	6,1	5,7
Βουλγαρία ²	-4,4	3,8	4,1	1,2	2,4	2,9	0,6	0,4	1,2	-2,9	-3,1	-2,8	7,5	4,9	-	20,7	22,7	22,9	9,8	9,5	-
Μαυροβούνιο	-15,3	10,7	6,4	-0,8	3,3	2,5	-26,0	-17,8	-15,8	-11,1	-3,4	-0,5	4,0	5,0	9,0	17,5	19,6	-	4,7	5,5	5,5
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	-4,5	4,0	3,9	1,2	3,3	2,1	-3,4	-3,6	-2,6	-8,2	-6,1	-4,9	7,2	6,4	6,3	16,3	16,7	-	4,6	3,3	-
Ρουμανία ²	-3,9	7,0	5,1	2,3	4,0	4,0	-5,5	-6,5	-6,3	-7,5	-7,1	-6,4	8,0	11,1	-	20,0	23,2	23,9	4,1	4,0	-
Σερβία	-0,9	6,7	4,3	1,6	3,6	3,6	-4,1	-4,4	-4,3	-8,0	-4,9	-2,7	9,7	12,3	8,4	22,6	22,4	-	4,1	3,7	-
Τουρκία	1,8	9,0	4,0	12,3	17,8	17,7	-4,9	-2,7	-2,2	-4,7	-3,6	-3,5	6,5	29,6	13,7	14,0	19,4	18,0	5,4	4,1	3,7

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *EU Candidate Countries' & Potential Candidates' Economic Quarterly (CCEQ)*, 3rd Quarter 2021, Οκτώβριος 2021, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Autumn 2021*, Νοέμβριος 2021 και εθνικές κεντρικές τράπεζες.

Σημείωση: Για το 2021 εκτιμήσεις και για το 2022 προβλέψεις.

¹ Οι προβλέψεις για τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη προέρχονται από το ΔΝΤ, *World Economic Outlook database*, Οκτώβριος 2021.

² Στη Βουλγαρία και στη Ρουμανία η πιστωτική επέκταση αφορά τον ιδιωτικό τομέα, ενώ στις υπόλοιπες χώρες αφορά το σύνολο.

³ Τελευταίος διαθέσιμος μήνας.

τρεψε την ανάκαμψη της κατανάλωσης, των αφίξεων ξένων τουριστών και των εξαγωγών. Ωστόσο, παρά την αύξηση του ποσοστού εμβολιασμού στις χώρες της περιοχής (45% του ενήλικου πληθυσμού είχε εμβολιαστεί πλήρως μέχρι τα τέλη Σεπτεμβρίου), οι νέες μεταλλάξεις του ιού διατήρησαν την αβεβαιότητα σε υψηλά επίπεδα.

Στα **Δυτικά Βαλκάνια** η οικονομική μεγέθυνση για το 2021 αναμένεται μεγαλύτερη από ό,τι προβλεπόταν αρχικά (+6,2% κατά μέσο όρο), έναντι ύφεσης 5,8% κατά μέσο όρο το προηγούμενο έτος (βλ. Πίνακα II.2). Κινητήριες δυνάμεις της ανάκαμψης αποτέλεσαν όλες οι συνιστώσες της εγχώριας ζήτησης, οι οποίες είχαν θετική συμβολή στο ΑΕΠ σε όλες τις χώρες. Οι ιδιωτικές επενδύσεις ενισχύθηκαν σε όλες τις χώρες των Δυτικών Βαλκανίων, καθώς το επιχειρηματικό κλίμα ανέκαμψε και ο δανεισμός με σκοπό τις επενδύσεις επιταχύνθηκε. Σημαντικό ρόλο για την τόνωση των επενδύσεων διαδραματίζει τόσο το Οικονομικό και Επενδυτικό Σχέδιο της ΕΕ για τα Δυτικά Βαλκάνια,⁵ ύψους 9 δισεκ. ευρώ, όσο και τα εθνικά προγράμματα ανάκαμψης και βιωσιμότητας κάθε χώρας. Ειδικότερα η Αλβανία, η Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας και η Σερβία χαρακτηρίζονται γενικά από υψηλές δημόσιες επενδύσεις, οι οποίες υποστηρίζουν τη βελτίωση των ρυθμών ανάπτυξης, ενώ αντίθετα στο Μαυροβούνιο οι δημόσιες επενδύσεις αναμένεται να παραμείνουν υποτονικές μετά την ολοκλήρωση του αυτοκινητοδρόμου Bar-Boljare στο τέλος του έτους. Οι καθαρές εισροές ξένων άμεσων επενδύσεων παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, προσελκύνοντας περισσότερους επενδυτές, κατά κύριο λόγο από τη Βόρειο Αμερική και την Ανατολική Ασία. Προκειμένου να αξιοποιηθούν οι επενδυτικές ευκαιρίες, οι οικονομίες των Δυτικών Βαλκανίων είναι απαραίτητο να ενισχύσουν την ανταγωνιστικότητά τους. Για το 2022 εκτιμάται ότι η ανάπτυξη θα περιοριστεί, παραμένοντας όμως ισχυρή. Οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες που περιβάλλουν τις οικονομίες αυτές αφορούν: (α) στην επίπτωση από την εκ νέου εφαρμογή περιοριστικών μέτρων τόσο σε διεθνές όσο και σε τοπικό επίπεδο σε περίπτωση

⁵ Ειδικότερα, το Οικονομικό και Επενδυτικό Σχέδιο, που έχει ως βάση το Μηχανισμό Προενταξιακής Βοήθειας III (Instrument for Pre-accession Assistance, IPA III) ύψους 14,2 δισεκ. ευρώ για την περίοδο 2021-2027, περιλαμβάνει μία σημαντική δέσμη επενδυτικών μέτρων και, μαζί με ένα νέο Εγγυοδοτικό Μέσο για τα Δυτικά Βαλκάνια, στοχεύει στη μόχλευση επενδυτικών κεφαλαίων συνολικού ύψους έως και 20 δισεκ. ευρώ για την περιοχή.

νέας έξαρσης της πανδημίας, (β) στα υψηλά επίπεδα χρέους και (γ) στην πολιτική αβεβαιότητα, η οποία επιδρά αρνητικά στην ανάκαμψη των εγχώριων και των ξένων άμεσων επενδύσεων.

Αποτέλεσμα των ισχυρών ρυθμών ανάπτυξης του ΑΕΠ των χωρών της περιοχής ήταν η βελτίωση της απασχόλησης, καθώς τα ποσοστά ανεργίας υποχώρησαν σε ορισμένες χώρες και το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό ανέκαμψε ελαφρά σε σύγκριση με το 2020. Η αγορά εργασίας, η οποία άρχισε να ανακάμπτει στα τέλη του 2020, παραμένει εύθραυστη λόγω της σταδιακής κατάργησης των κρατικών προγραμμάτων διατήρησης θέσεων εργασίας με επιδοτήσεις των μισθών το 2021. Το Μαυροβούνιο και η Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, μολοντί διατήρησαν τα παραπάνω προγράμματα, τα περιορίσαν στους κλάδους που επλήγησαν περισσότερο από την πανδημία, όπως στις μεταφορές, την εστίαση, την ψυχαγωγία και τα καταλύματα.

Στις οικονομίες της **Βουλγαρίας** και της **Ρουμανίας**, των δύο χωρών της περιοχής που είναι κράτη-μέλη της ΕΕ, το ΑΕΠ ενισχύθηκε το 2021 ταχύτερα από ό,τι αναμενόταν, καταγράφοντας υψηλούς ρυθμούς αύξησης το β' τρίμηνο του έτους (9,6% και 13,6% αντίστοιχα). Όσον αφορά τη **Βουλγαρία**, η οικονομία της επιταχύνθηκε σημαντικά λόγω της θετικής συμβολής αφενός της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία ενισχύθηκε από το μεγαλύτερο διαθέσιμο εισόδημα αντανακλώντας τους υψηλότερους μισθούς, και αφετέρου της ανόδου των καθαρών εξαγωγών αγαθών. Οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες της οικονομίας σηματοδοτούν τη συνεχή ανάπτυξη της οικονομικής δραστηριότητας για όλο το έτος, μετά τη σταδιακή κατάργηση των περιοριστικών μέτρων στη χώρα. Η ανάπτυξη εκτιμάται ότι θα ενισχυθεί το 2022 με την εφαρμογή του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Όσον αφορά τη **Ρουμανία**, η ισχυρή ανάκαμψη της οικονομίας το 2021 αναμένεται να οδηγήσει το ΑΕΠ σε υψηλότερο επίπεδο από εκείνο πριν την υγειονομική κρίση. Οι παράγοντες που υποστηρίζουν την ανάκαμψη αυτή είναι η θετική συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης και των πάγιων επενδύσεων λόγω της έντονης κατασκευαστικής δραστηριότητας και των ισχυρών επενδύσεων στον ψηφιακό κλάδο. Η εξωτερική ζήτηση συνέβαλε αρνητικά στο ΑΕΠ, καθώς ο ρυθμός αύξησης των εισαγωγών ήταν πιο δυναμικός από τον αντίστοιχο των εξαγωγών λόγω των καθυστερήσεων από την πλευρά της προσφοράς και ειδικότερα στον κλάδο της αυτοκινητοβιομηχανίας. Η οικονομική ανάπτυξη της Ρουμανίας για το 2022 εκτιμάται ότι θα είναι λιγότερο έντονη, παραμένοντας όμως ισχυρή.

Το ΑΕΠ της **Τουρκίας**, της μεγαλύτερης οικονομίας της περιοχής, δεν υποχώρησε, αλλά αυξήθηκε, το 2020 και επιταχύνθηκε το 2021. Μοχλούς της ισχυρής ανάκαμψης αποτελούν: (α) η ισχυρή εξωτερική ζήτηση, η οποία υποστηρίζει τη βιομηχανική παραγωγή, (β) όλες οι συνιστώσες της εγχώριας ζήτησης, κυρίως η ιδιωτική κατανάλωση, (γ) η ισχυρή επίδοση των καθαρών εξαγωγών, ειδικότερα των υπηρεσιών (ταξιδιωτικών και τουριστικών), η οποία υποβοηθήθηκε από τον ταυτόχρονο περιορισμό των εισαγωγών και ειδικότερα του χρυσού, και (δ) η υψηλή βιομηχανική παραγωγή, ιδίως ενδιάμεσων και κεφαλαιακών αγαθών (πρώτο εξάμηνο: + 25,9%). Οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες της οικονομίας υποχώρησαν σταδιακά, παρέμειναν όμως θετικοί και προοιωνίζονται συνέχιση της ισχυρής ανάκαμψης στο υπόλοιπο του έτους. Τέλος, η ανάκαμψη είχε θετικά αποτελέσματα και στην αγορά εργασίας. Το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό ήταν 52,5% τον Αύγουστο, το μεγαλύτερο τους τελευταίους 20 μήνες, και το ποσοστό απασχόλησης 46,2% τον ίδιο μήνα, παρά τη λήξη των μέτρων που είχαν θεσπιστεί το 2020 με σκοπό την προστασία της αγοράς εργασίας από την υγειονομική κρίση. Για το 2022 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ της τουρκικής οικονομίας εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί (στο 4,4% σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα, στο 4,9% σύμφωνα με το ΔΝΤ, στο 4,0% σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και στο 3,3% σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ), καθώς η εγχώρια ζήτηση μετριάζεται. Ωστόσο, οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις για την τουρκική οικονομία παραμένουν υψηλοί, ειδικά οι γεωπολιτικοί.

Σε ό,τι αφορά τις τιμές, στη **Βουλγαρία** ο πληθωρισμός επιταχύνθηκε το 2021, και ειδικότερα από το γ' τρίμηνο (4,0% σε ετήσια βάση), αντανakλώντας τις υψηλότερες τιμές της ενέργειας, ως αποτέλεσμα της ισχυρής αύξησης των διεθνών τιμών του πετρελαίου και του φυσικού αερίου, και την

ισχυρή ζήτηση βιομηχανικών αγαθών και πρώτων υλών, μετά τη σταδιακή κατάργηση των μέτρων αντιμετώπισης της υγειονομικής κρίσης. Για το σύνολο του έτους 2021 και για το 2022 εκτιμάται ότι ο πληθωρισμός θα ενισχυθεί περαιτέρω, κυρίως ως αποτέλεσμα της ανοδικής τάσης των τιμών στα μη επεξεργασμένα τρόφιμα και το πετρέλαιο. Παρομοίως, στη **Ρουμανία** ο πληθωρισμός επιταχύνθηκε σημαντικά το 2021, ειδικότερα από τον Αύγουστο και μετά (5,2% σε ετήσια βάση), λόγω κυρίως της αύξησης των τιμών ορισμένων αγροτικών προϊόντων και της ενέργειας. Η κεντρική τράπεζα της Ρουμανίας αποφάσισε στις 5 Οκτωβρίου και στις 9 Νοεμβρίου 2021 να αυξήσει το βασικό επιτόκιο πολιτικής κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά και αυτό πλέον διαμορφώθηκε στο 1,75%.

Ο πληθωρισμός στην **Τουρκία** επιταχυνόταν συνεχώς κατά τη διάρκεια του 2021 και διαμορφώθηκε στο 21,3% το Νοέμβριο του 2021, από 12,3% το 2020. Η αύξησή του οφείλεται κυρίως στις αυξήσεις των τιμών της ενέργειας και των ειδών διατροφής, στον υψηλό ρυθμό πιστωτικής επέκτασης και κυρίως στην υποτίμηση της τουρκικής λίρας, η οποία εντάθηκε το δίμηνο Οκτωβρίου-Νοεμβρίου, τροφοδοτούμενη μεταξύ άλλων από δηλώσεις του Τούρκου Προέδρου για την πρόθεση της κυβέρνησης να μειώσει αντί να αυξήσει τα βασικά επιτόκια πολιτικής. Παρά τις αυξανόμενες πιέσεις στο νόμισμα και στις τιμές, στις 16 Δεκεμβρίου 2021 η κεντρική τράπεζα αποφάσισε να μειώσει εκ νέου το βασικό επιτόκιο στο 14%, εντείνοντας περαιτέρω την ανησυχία για τον πληθωρισμό (προηγούμενες μειώσεις επιτοκίου το Σεπτέμβριο από 19% σε 18%, τον Οκτώβριο από 18% σε 16% και το Νοέμβριο από 16% σε 15%), παρά την παράλληλη αύξηση των υποχρεωτικών διαθεσίμων των τραπεζών. Ωστόσο, σύμφωνα με την κεντρική τράπεζα, η σταθερότητα των τιμών στον επιθυμητό στόχο του 5% παραμένει προτεραιότητα. Στα τέλη Νοεμβρίου 2021 η τουρκική λίρα είχε συνολικά υποχωρήσει κατά 39,0% έναντι του ευρώ και 43,5% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε σύγκριση με το τέλος του 2020.

Το 2021 οι πληθωριστικές πιέσεις σε όλες τις **χώρες των Δυτικών Βαλκανίων** ήταν έντονες. Η ενίσχυση της ζήτησης από τις προηγούμενες οικονομίες οδήγησε σε συνεχή ανοδική πορεία τις τιμές της ενέργειας, των τροφίμων και των άλλων βασικών εμπορευμάτων, ασκώντας έντονη πίεση στις τιμές των εισαγομένων. Επιπλέον, οι διαταραχές στις εφοδιαστικές και μεταφορικές αλυσίδες και στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας ενέτειναν τις πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά του κόστους, με αποτέλεσμα την επιτάχυνση του πληθωρισμού από το β' τρίμηνο και έπειτα. Ταυτόχρονα, η ταχύτερη από την αναμενόμενη ανάκαμψη της εγχώριας κατανάλωσης σε όλη την περιοχή άσκησε πίεση στο εγχώριο κόστος, ιδιαίτερα στο κόστος εργασίας κατά τη θερινή τουριστική περίοδο.

Το **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών** (ΙΤΣ) ως ποσοστό του ΑΕΠ το 2021 στις περισσότερες χώρες της περιοχής εξακολούθησε να είναι έντονα ελλειμματικό, με εξαίρεση τη Βουλγαρία στην οποία διατηρήθηκε θετικό (βλ. Πίνακα ΙΙ.2). Σε όσες χώρες καταγράφηκε επιδείνωση το 2021 (πλην της Αλβανίας, του Μαυροβουνίου και της Τουρκίας), αυτό οφείλεται στην ισχυρή δυναμική των εισαγωγών λόγω της έντονης εγχώριας κατανάλωσης. Σε όσες καταγράφηκε ελαφρά συρρίκνωση των ελλειμμάτων, αυτή ήταν αποτέλεσμα της βελτιωμένης εξαγωγικής επίδοσης των αγαθών (λόγω της υψηλότερης ζήτησης των εμπορευμάτων, μετάλλων και ορυκτών), των αυξημένων τρεχουσών μεταβιβάσεων και του πλεονάσματος του ισοζυγίου των υπηρεσιών, και ειδικότερα του τουρισμού. Για το 2022 εκτιμάται ότι το ισοζύγιο θα καταγράψει βελτίωση σε όλες τις χώρες της περιοχής. Οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών θα συνεχίσουν την ανοδική πορεία τους, υποστηριζόμενες από τη σταδιακή ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου και της εξωτερικής ζήτησης. Το ίδιο ισχύει και για την Τουρκία, καθώς η ανοδική τάση των εξαγωγών θα συνεχιστεί για το υπόλοιπο του έτους.

Το **δημοσιονομικό αποτέλεσμα** ως ποσοστό του ΑΕΠ των οικονομιών της περιοχής παρουσιάζει τάση βελτίωσης το 2021 στις περισσότερες χώρες της ΝΑ Ευρώπης, ως απόρροια της ανάκαμψης των φορολογικών εσόδων (αυξημένα έσοδα ΦΠΑ) λόγω των ισχυρότερων ρυθμών ανάπτυξης. Το εξωτερικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ παραμένει πηγή κινδύνου για τις χώρες αυτές, πλην της Σερβίας και της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης, καθώς έχει φθάσει σε ιστορικά υψηλό

μέγεθος. Πρόκληση παραμένει για τις χώρες της περιοχής η εξεύρεση νέων πηγών εσόδων και ο εξορθολογισμός των δαπανών. Για το 2022 εκτιμάται ότι η δημοσιονομική θέση όλων των χωρών θα βελτιωθεί περαιτέρω. Σε αυτό θα συμβάλουν ιδιαίτερα η αναμενόμενη ισχυρότερη οικονομική μεγέθυνση και οι επιπρόσθετες επενδύσεις που θα υλοποιηθούν μέσα από τα εθνικά σχέδια ανάκαμψης και ανθεκτικότητας, παράγοντες που θα έχουν θετικές επιδράσεις στα δημόσια έσοδα.

Τα τραπεζικά συστήματα των εν λόγω χωρών εξακολουθούν να εμφανίζουν ανθεκτικότητα, καθώς οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας είναι υψηλότεροι από το ελάχιστο που απαιτείται. Ειδικότερα, στις 7 Σεπτεμβρίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, από κοινού με τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος και τις εποπτικές αρχές,⁶ ανακοίνωσε ότι, προκειμένου να είναι ανθεκτικές οι τράπεζες, προετοιμάζεται νομοθετική πρόταση ώστε να εφαρμοστεί στην περιοχή το πλαίσιο της Βασιλείας III. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε την ανάγκη να διασφαλιστεί η ανθεκτικότητά τους, με αναπροσαρμογή των αποθεμάτων ασφαλείας και να αναδιαρθρωθεί εν γένει ο ευρωπαϊκός τραπεζικός κλάδος, γεγονός που θα συμβάλει θετικά στην οικονομική ανάπτυξη των χωρών.

Το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων κυμάνθηκε το 2021 σε χαμηλότερα επίπεδα από ό,τι το 2020. Οι δείκτες των μη εξυπηρετούμενων δανείων υποχώρησαν το 2021, σε όσες χώρες είναι διαθέσιμοι, μετά την υιοθέτηση μέτρων με στόχο τη μείωση των επιπτώσεων της ύφεσης του 2020. Ωστόσο, ο πλήρης αντίκτυπος της πανδημικής κρίσης στο χρηματοπιστωτικό τομέα θα αξιολογηθεί μετά τη σταδιακή άρση των μέτρων στήριξης των δανειοληπτών.

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις για τη γενικότερη πορεία των οικονομιών των χωρών της περιοχής συνδέονται σε μεγάλο βαθμό, πέρα από την εξέλιξη της πανδημίας, με την απορρόφηση των ευρωπαϊκών κονδυλίων και ειδικότερα των πόρων του μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU. Πρόκληση αποτελεί η ολοκλήρωση της έγκρισης των εθνικών σχεδίων ανάκαμψης και ανθεκτικότητας, καθώς και ο ορισμός των νομικών και τεχνικών διαδικασιών που θα διέπουν τη δέσμευση των κεφαλαίων. Ειδικότερα όσον αφορά την οικονομία της Ρουμανίας, η αβεβαιότητα συνδέεται με την πρόσφατη αναθεώρηση του προϋπολογισμού και πιθανή εσωτερική πολιτική αστάθεια, που ενδέχεται να θέσει σε κίνδυνο τη δημοσιονομική εξυγίανση.

Τέλος, όσον αφορά την τρέχουσα κατάσταση της Διαδικασίας Σταθεροποίησης και Σύνδεσης (ΔΣΣ) των Δυτικών Βαλκανίων, στις 19 Οκτωβρίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε το σύνολο Μέτρων Διεύρυνσης (Enlargement Package),⁷ παρέχοντας αναλυτική αξιολόγηση της προόδου των χωρών και της Τουρκίας αναφορικά με την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που έχουν τεθεί ως βασικές προτεραιότητες. Κατά τη Σύνοδο Κορυφής στο Βrdo της Σλοβενίας στις 6 Οκτωβρίου 2021, οι ηγέτες των κρατών-μελών της ΕΕ, κατόπιν διαβούλευσης με τους ηγέτες των Δυτικών Βαλκανίων, επιβεβαίωσαν εκ νέου τη δέσμευση της ΕΕ στη διαδικασία της διεύρυνσης και διατύπωσαν ότι παραμένει κοινή στρατηγική επιλογή τους. Αντίστοιχα, οι ενδιαφερόμενες χώρες εξέφρασαν εκ νέου την προσήλωσή τους στις ευρωπαϊκές αρχές και στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων προς όφελος του λαού τους. Ειδικότερα, η Αλβανία και η Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας συνεχίζουν να πληρούν τους όρους για την έναρξη των ενταξιακών διαπραγματεύσεων. Μέχρι στιγμής εκκρεμούν κάποια διμερή θέματα μεταξύ της Βουλγαρίας και της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας. Τον Ιούνιο του 2021 πραγματοποιήθηκε η πρώτη πολιτική διάσκεψη με το Μαυροβούνιο και τη Σερβία, χώρες οι οποίες έχουν αποδεχθεί την εφαρμογή της αναθεωρημένης μεθοδολογίας. Όσον αφορά το Μαυροβούνιο, προτεραιότητα για την πρόοδο των διαπραγματεύσεων είναι η εκπλήρωση των προσωρινών κριτηρίων αναφοράς για το κράτος δικαίου. Όσον αφορά τη Σερβία, έχει επιτευχθεί μία συνολική

6 Τράπεζα της Ελλάδος, Δελτίο Τύπου, "Η ΕΕ θα πρέπει να τηρήσει τη συμφωνία Βασιλεία III", 7 Σεπτεμβρίου 2021.

7 European Commission, Press Release, "2021 Enlargement package: European Commission assesses and sets out reform priorities for the Western Balkans and Turkey", Οκτώβριος 2021.

ισορροπία μεταξύ της προόδου που έχει γίνει αφενός στα κεφάλαια του κράτους δικαίου και της ομαλοποίησης των σχέσεων με το Κοσσυφοπέδιο και αφετέρου στα κεφάλαια που αφορούν τις ενταξιακές διαπραγματεύσεις. Η Σερβία έχει εκπληρώσει τις προϋποθέσεις για να ανοίξουν συγκεκριμένα κεφάλαια διαπραγμάτευσης με την ΕΕ. Στη Βοσνία-Ερζεγοβίνη το πολωμένο πολιτικό περιβάλλον έχει εμποδίσει την πρόοδο σε 14 προτεραιότητες-κλειδιά που έχουν τεθεί. Ο μειωμένος βαθμός ευθυγράμμισης της χώρας με την εξωτερική πολιτική της ΕΕ και την πολιτική ασφαλείας της αποτελούν παράγοντες αποθάρρυνσης όσον αφορά την προοπτική ένταξης της στην ΕΕ. Ταυτόχρονα, η Βοσνία-Ερζεγοβίνη πρέπει να πραγματοποιήσει ένα σύνολο μεταρρυθμίσεων, συμπεριλαμβανομένων των εκλογικών και συνταγματικών, προκειμένου να είναι σε θέση η ΕΕ να της χορηγήσει το καθεστώς υποψήφιας προς ένταξη χώρας.

Σχετικά με την Τουρκία, τον Ιούνιο του 2021⁸ το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο υπενθύμισε το στρατηγικό συμφέρον της ΕΕ για σταθερό και ασφαλές περιβάλλον στην Ανατολική Μεσόγειο και για την ανάπτυξη συνεργατικής σχέσης με την Τουρκία. Οι ηγέτες εξέφρασαν ικανοποίηση για την αποκλιμάκωση στην Ανατολική Μεσόγειο και τόνισαν ότι είναι αναγκαίο να διατηρηθεί. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις 19 Οκτωβρίου δήλωσε ότι η χώρα δεν έχει σημειώσει πρόοδο όσον αφορά την ικανοποίηση των οικονομικών κριτηρίων που απαιτούνται για προσχώρηση. Επίσης επανέλαβε ότι η ΕΕ είναι έτοιμη να συζητήσει με την Τουρκία κατά τρόπο σταδιακό, αναλογικό και αναστρέψιμο για την ενίσχυση της συνεργασίας σε διάφορους τομείς κοινού ενδιαφέροντος, υπό την προϋπόθεση ότι θα διατηρηθεί η τρέχουσα αποκλιμάκωση και ότι η Τουρκία θα δεσμευθεί υπό τους καθορισμένους όρους. Σε περίπτωση μονομερών ενεργειών ή προκλήσεων παράβασης του διεθνούς δικαίου, η ΕΕ θα χρησιμοποιήσει όλα τα μέσα και τις επιλογές που έχει στη διάθεσή της, προκειμένου να υπερασπιστεί τα συμφέροντά της και τα συμφέροντα των κρατών-μελών της. Επίσης, η Τουρκία αναμένεται να υποστηρίξει ενεργά τις διαπραγματεύσεις για μια δίκαιη, συνολική και βιώσιμη διευθέτηση του Κυπριακού στο πλαίσιο του ΟΗΕ. Οι ηγέτες της ΕΕ επιβεβαίωσαν ότι ο διάλογος για το κράτος δικαίου και τα θεμελιώδη δικαιώματα παραμένει αναπόσπαστο μέρος της σχέσης ΕΕ-Τουρκίας. Οι σοβαρές ανησυχίες της ΕΕ σχετικά με τη συνεχιζόμενη επιδείνωση του κράτους δικαίου, των θεμελιωδών δικαιωμάτων και της ανεξαρτησίας της δικαιοσύνης στην Τουρκία παραμένουν. Η Τουρκία καλείται να αναστρέψει αυτή την αρνητική τάση κατά προτεραιότητα, αντιμετωπίζοντας την αποδυνάμωση των αποτελεσματικών ελέγχων και ισορροπιών στο πολιτικό σύστημα. Η ΕΕ χαιρετίζει την απόφαση της Τουρκίας να προσυπογράψει τη Συμφωνία των Παρισίων για την κλιματική αλλαγή και προσβλέπει στη συνεργασία με την Τουρκία για την εφαρμογή της Ευρωπαϊκής Πράσινης Συμφωνίας.

8 Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, 24 και 25 Ιουνίου 2021, Συμπεράσματα.

Πλαίσιο II.1

ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΤΙΚΕΣ ΠΙΕΣΕΙΣ: ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με μία απότομη άνοδο του πληθωρισμού κατά τη διάρκεια του 2021, μετά από πολλά έτη διατήρησής του σε μέτρια ή και χαμηλά επίπεδα. Αρχικά, η βασική αιτία ήταν η ισχυρή άνοδος της συνολικής ζήτησης μετά την άρση των περιορισμών που είχαν επιβληθεί λόγω της πανδημίας, υποβοηθούμενη από τη συμπιεσμένη ζήτηση (pent-up demand) και τις αυξημένες αποταμιεύσεις, σε αντιδιαστολή με την αδυναμία της συνολικής προσφοράς να ανταποκριθεί σε αυτήν.¹ Στην τρέχουσα συγκυρία, κύρια αιτία αύξησης του πληθωρισμού θεωρείται η άνοδος των τιμών της ενέργειας και του μεταφορικού κόστους, μετά την απότομη αύξηση της παγκόσμιας ζήτησης, καθώς οι οικονομίες εξέρχονται με ταχύτητα από την ύφεση του 2020. Η Ευ-

1 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος (2021), *Νομισματική Πολιτική 2020-2021*, Πλαίσιο II.1: “Πληθωριστικές πιέσεις στην παγκόσμια οικονομία στη μεταπανδημική εποχή”, Ιούνιος 2021.

ρωπαϊκή Επιτροπή, το ΔΝΤ και ο ΟΟΣΑ εκτιμούν ότι οι τιμές της ενέργειας, όπως και ο γενικός πληθωρισμός, θα αρχίσουν να υποχωρούν το 2022.

Παρά τις εκτιμήσεις για επιβράδυνση της ανόδου των τιμών το 2022, οι πληθωριστικές εξελίξεις έχουν ήδη σοβαρό αντίκτυπο στο κόστος παραγωγής και στις επιχειρήσεις, αλλά και στο πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, ενώ προκαλούν αβεβαιότητα ως προς τον προσωρινό ή μονιμότερο χαρακτήρα τους. Παράλληλα, οι νομισματικές αρχές, έχοντας επιλέξει μία εξαιρετικά διευκολυντική πολιτική για τη στήριξη της ανάκαμψης, προβληματίζονται για το χρόνο και την ταχύτητα ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής, αφενός επαγρυπνώντας για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα και διαφυλάσσοντας την αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής και αφετέρου αποφεύγοντας να θέσουν σε κίνδυνο την τρέχουσα δυναμική της ανάκαμψης με ενδεχομένως πρόωρα μέτρα περιοριστικής νομισματικής πολιτικής.

Στο παρόν πλαίσιο, αρχικά γίνεται επισκόπηση των μακροχρόνιων τάσεων στη σχέση του πληθωρισμού με την απασχόληση και το παραγωγικό κενό. Στη συνέχεια αποτυπώνονται οι κυριότερες πρόσφατες εξελίξεις του πληθωρισμού στις μεγάλες οικονομίες, αναλύονται οι πληθωριστικές πιέσεις που προέρχονται από τη συνολική προσφορά και τη συνολική ζήτηση και εξετάζεται ο ρόλος των τιμών της ενέργειας και του μεταφορικού κόστους. Ακολουθεί σύντομη ανάλυση των προβλέψεων για τον πληθωρισμό από τους διεθνείς οργανισμούς και των διλημάτων για τη νομισματική πολιτική από τις τρέχουσες συγκυριακές αλλά και μεσοπρόθεσμες τάσεις του πληθωρισμού. Τέλος, διατυπώνονται ορισμένα συμπεράσματα για τις προοπτικές του πληθωρισμού και την ενδεχόμενη στάση των νομισματικών αρχών.

Πληθωρισμός και απασχόληση: μία σχέση που εξασθενεί

Μετά την πετρελαϊκή κρίση του 2008 και την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που ακολούθησε, οι κεντρικές τράπεζες των προηγμένων οικονομιών δεν κατόρθωσαν να αυξήσουν τον πληθωρισμό κοντά στα επίπεδα του στόχου τους, παρά την εξαιρετικά διευκολυντική πολιτική που ακολούθησαν με συμβατικά (επιτόκια) και μη συμβατικά μέσα (προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης). Οι διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου φαίνεται ότι επηρεάζουν ολοένα λιγότερο τις αυξομειώσεις του πληθωρισμού. Στις ΗΠΑ λ.χ., ενώ επί 4 έτη (2016-19) είχε επιτευχθεί ποσοστό ανεργίας κάτω από 5%, ο πληθωρισμός δεν ξεπέρασε το 2,4%. Η εξασθένηση της σχέσης μεταξύ οικονομικής δραστηριότητας και πληθωρισμού κατά τις τελευταίες 2-3 δεκαετίες έχει διερευνηθεί στη βιβλιογραφία και υπάρχουν ενδείξεις ότι η κλίση της καμπύλης Phillips έχει μειωθεί διαχρονικά.² Διάφοροι λόγοι έχουν προταθεί ως εξήγηση για την περισσότερο οριζόντια καμπύλη Phillips, όπως η αξιοπιστία των κεντρικών τραπεζών, η παγκοσμιοποίηση των αλυσίδων αξίας και η εκχώρηση παραγωγικών δραστηριοτήτων σε οικονομίες χαμηλού κόστους, η πρόσδεση των μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό σε χαμηλό επίπεδο³ κ.λπ.

Παρά την εξασθένηση της σχέσης μεταξύ πληθωρισμού και ανεργίας, αυτή εξακολουθεί να υφίσταται, όπως δείχνουν πρόσφατες μελέτες.⁴ Ενώ σε επίπεδο χρονοσειρών η σχέση πληθωρισμού και ανεργίας φαίνεται ασθενής, σε επίπεδο διαστρωματικών δεδομένων (cross section) η συσχέτιση αυξάνεται. Στα Διαγράμματα Α και Β εμφανίζεται μία ικανοποιητική σχέση πληθωρισμού και οικονομικού κύκλου σε επίπεδο προηγμένων οικονομιών συνολικά για την περίοδο 2001-2021, η οποία γίνεται σαφέστερη όταν χρησιμοποιείται το παραγωγικό κενό αντί του ποσοστού ανεργίας. Ορισμένα έτη, όπως λ.χ. το 2008 και το 2021, εμφανίζονται ως ακραίες τιμές (outliers), γεγονός που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι άλλοι παράγοντες έπαιξαν σοβαρό ρόλο στην άνοδο του πληθωρισμού σε αυτές τις περιόδους.

Πρόσφατες πληθωριστικές εξελίξεις και χαρακτηριστικά

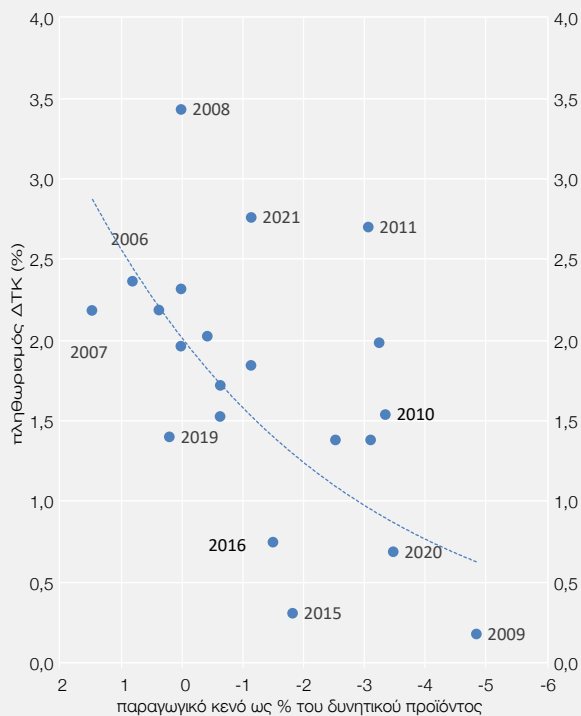
Ο πληθωρισμός αυξάνεται το 2021 παγκοσμίως, ωστόσο η άνοδος είναι εντονότερη στις προηγμένες οικονομίες, όπου για το 2021 εκτιμάται αύξηση στο 2,8% από 0,7% το 2020. Αντιθέτως, στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο πληθωρισμός, ο οποίος μακροχρόνια είναι υπερτριπλάσιος εκείνου των προηγμένων, δεν

2 Βλ. μεταξύ άλλων, del Negro M. et al. (2020), "What's up with the Phillips Curve?", ECB Working Paper No. 2435, Ιούλιος. Για την περίπτωση της Ελλάδος, βλ. Πλαίσιο IV.3.

3 Hazell J. et al. (2021), "The Slope of the Phillips Curve: Evidence from US States", NBER Working Paper 28005.

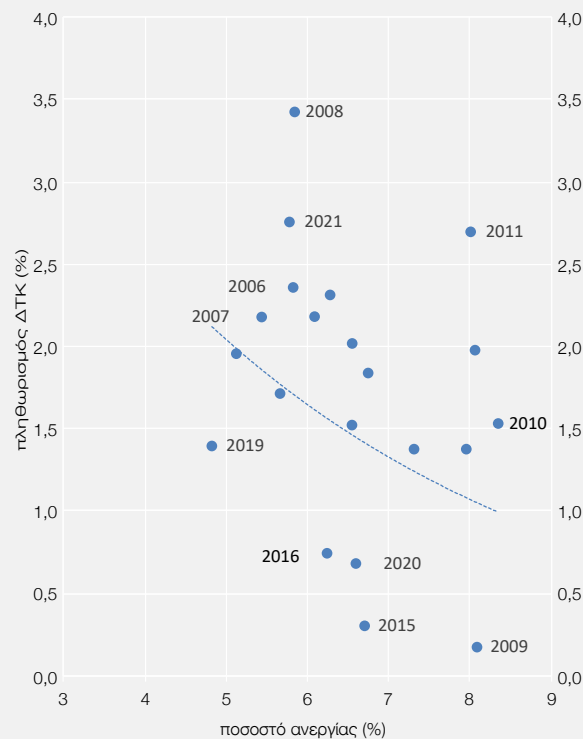
4 Eser F. et al. (2020), "The Phillips Curve at the ECB", ECB Working Paper No. 2400, Μάιος.

Διάγραμμα Α Προηγμένες οικονομίες: παραγωγικό κενό και πληθωρισμός ΔΤΚ (2001-2021)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΔΝΤ, World Economic Outlook database, Οκτώβριος 2021.

Διάγραμμα Β Προηγμένες οικονομίες: ποσοστό ανεργίας και πληθωρισμός ΔΤΚ (2001-2021)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΔΝΤ, World Economic Outlook database, Οκτώβριος 2021.

είχε υποχωρήσει το 2020 και η εκτιμώμενη αύξησή του το 2021 θα είναι μικρότερη (5,5% από 5,1% το 2019 και το 2020, βλ. Διάγραμμα Γ).

Μεταξύ των προηγμένων οικονομιών, ο πληθωρισμός αυξάνεται στη διάρκεια του 2021 εντονότερα στις ΗΠΑ και λιγότερο στο Ηνωμένο Βασίλειο και στη ζώνη του ευρώ, ενώ στην Ιαπωνία υπήρξε αρνητικός μέχρι και τον Αύγουστο (βλ. Διάγραμμα Δ). Στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο αυξάνεται κυρίως λόγω ανόδου του πυρήνα του, παρά τη μεγάλη άνοδο της ενεργειακής συνιστώσας. Στη ζώνη του ευρώ υπάρχουν ενδείξεις ότι η παρατεταμένη αύξηση των τιμών της ενέργειας από τον Αύγουστο ασκεί δευτερογενή επίδραση στις τιμές, τροφοδοτώντας την άνοδο του πυρήνα, δηλαδή αυξήσεις στους υποδείκτες των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών και στις υπηρεσίες.

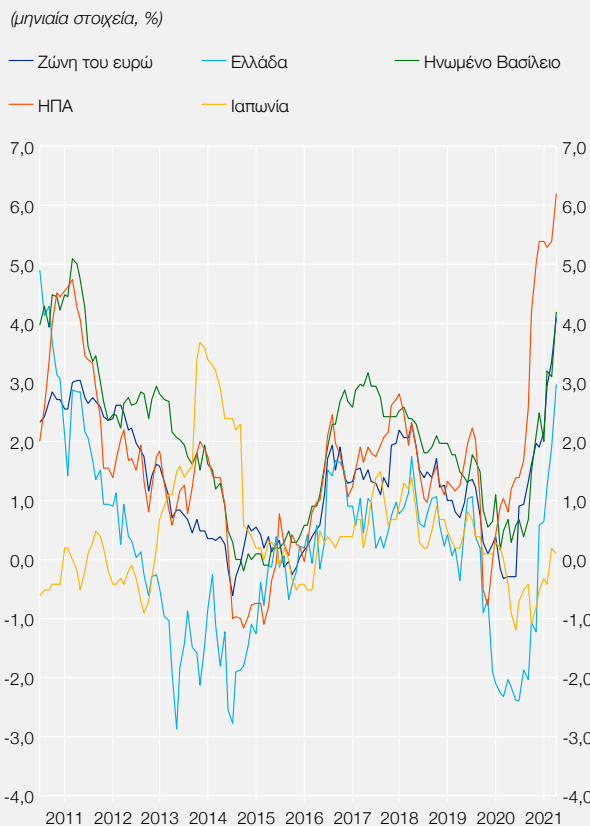
Αναλυτικότερα, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) στις **ΗΠΑ** τις δύο προηγούμενες δεκαετίες ήταν 2,1%, ενώ το 2020 διαμορφώθηκε στο 1,2%. Το 2021 ωστόσο άρχισε να αυξάνεται και τον Οκτώβριο επιταχύνθηκε στο 6,2% από 5,4% το Σεπτέμβριο, καταγράφοντας τον υψηλότερο ρυθμό από το Νοέμβριο του 1990. Το Νοέμβριο ο πληθωρισμός ανήλθε στο 6,8%, το υψηλότερο επίπεδο από το 1982. Ομοίως, ο πυρήνας του πληθωρισμού, δηλ. ο γενικός δείκτης χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας, αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 4,9%, από 4,6% τον Οκτώβριο, δηλ. τον υψηλότερο εδώ και 30 έτη. Ο υποδείκτης της ενέργειας (αγαθών και υπηρεσιών) αυξήθηκε κατά 33% το Νοέμβριο, έναντι αύξησης 30% τον Οκτώβριο. Μελέτη εναλλακτικών μεθόδων μέτρησης του πυρήνα του πληθωρισμού, όπου αφαιρούνται συγκυριακές εξάρσεις σε διάφορους τομείς δραστηριότητας και όχι μόνο στα είδη διατροφής και τα καύσιμα, οδηγεί σε λιγότερο ανησυχητικά συμπεράσματα σχετικά με τις εξελίξεις στον πληθωρισμό.⁵

5 IMF (2021), Box 2.2 “Core Inflation in the Covid-19 Crisis”, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος.

Στο **Ηνωμένο Βασίλειο** ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΔTK την περίοδο 2001-2020 διαμορφώθηκε στο 2,0%, δηλ. υπήρξε ανάλογος με αυτόν των ΗΠΑ. Το 2020 ο πληθωρισμός είχε υποχωρήσει στο 0,9%, αλλά στη διάρκεια του τρέχοντος έτους επιταχύνθηκε και το Νοέμβριο διαμορφώθηκε στο 5,1% από 4,2% τον Οκτώβριο. Κυριότερη αιτία της επιτάχυνσης του πληθωρισμού το δίμηνο Οκτωβρίου και Νοεμβρίου υπήρξε η άνοδος του υποδείκτη κόστους για στέγαση και υπηρεσίες κοινής ωφέλειας.

Στην **Ιαπωνία** ο πληθωρισμός κινείται σε πολύ χαμηλά και συχνά αρνητικά επίπεδα από τη δεκαετία του '90. Ενδεικτικά, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός την περίοδο 2001-2020 ήταν μόλις 0,1%. Ο ΔTK το 2020 παρέμεινε σταθερός, ενώ κατά τη διάρκεια του 2021 υποχωρούσε. Το Σεπτέμβριο σημειώθηκε για πρώτη φορά θετικός πληθωρισμός, με άνοδο του γενικού επιπέδου των τιμών κατά 0,2%, έναντι -0,4% τον Αύγουστο. Ο πυρήνας του πληθωρισμού (χωρίς τις τιμές των νωπών ειδών διατροφής και της ενέργειας) συνέχισε να υποχωρεί και τον Οκτώβριο, με ετήσιο ρυθμό -0,7%, από -0,5% το Σεπτέμβριο.

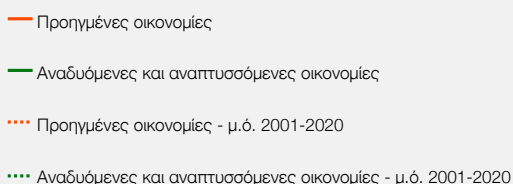
Διάγραμμα Δ Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής ΔTK και ΕνΔTK (Ιανουάριος 2011 - Οκτώβριος 2021)



Πηγές: Eurostat και εθνικές πηγές.

Διάγραμμα Γ Παγκόσμιος γενικός πληθωρισμός (ΔTK)

(μέση ετήσια μεταβολή %)



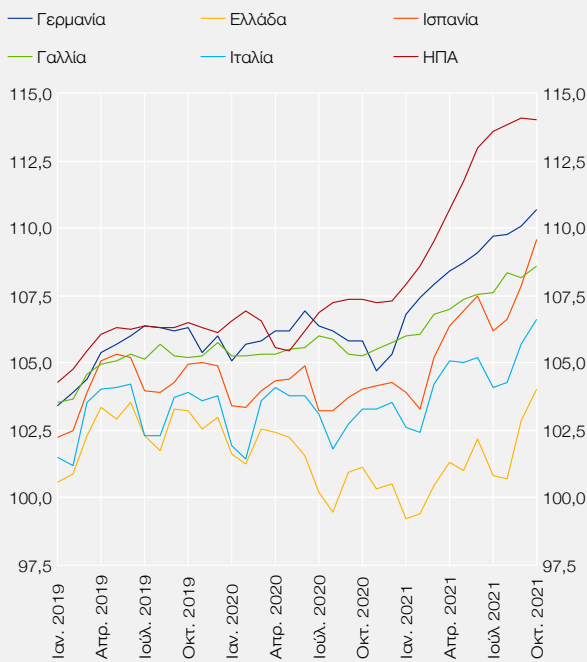
Πηγή: ΔΝΤ, World Economic Outlook database, Οκτώβριος 2021.

Στη **ζώνη του ευρώ** οι αυξομειώσεις του γενικού επιπέδου τιμών το 2020 έως και τον Ιούλιο του 2021 σχετιζονταν κυρίως με την ενεργειακή συνιστώσα, αφού ο πυρήνας του πληθωρισμού ήταν γενικά χαμηλός και παρέμεινε χαμηλός, περί το 0,9%. Από τον Αύγουστο όμως και έως τον Οκτώβριο, ο γενικός πληθωρισμός αυξήθηκε στο 4,1% και ο πυρήνας του έφθασε το 2,1%. Εκτός από τη συνιστώσα της ενέργειας, η οποία αυξανόταν τον Οκτώβριο με ετήσιο ρυθμό 23,7%, αύξηση παρουσίασαν και οι συνιστώσες των βιομηχανικών μη ενεργειακών αγαθών καθώς και των υπηρεσιών. Στη ζώνη του ευρώ τον Οκτώβριο του 2021 τον υψηλότερο γενικό πληθωρισμό κατέγραψαν οι τρεις οικονομίες της Βαλτικής (8,2% έως 6,0%), ενώ ακολούθησαν η Ισπανία και το Βέλγιο με 5,4%.

Είναι ο υψηλός και αυξανόμενος τρέχων πληθωρισμός διεθνώς **αποτέλεσμα βάσης**, λόγω του χαμηλού επιπέδου των τιμών το 2020; Ο πληθωρισμός τόσο στις ΗΠΑ όσο και τις τέσσερις μεγαλύτερες οικονομίες της ζώνης του

Διάγραμμα Ε Επίπεδο ΕνΔΤΚ και ΔΤΚ (Ιανουάριος 2019 - Οκτώβριος 2021)

(μηνιαία στοιχεία, 2015=100)



Πηγή: Eurostat.

στικές αλυσίδες, που κληροδότησαν τα έκτακτα μέτρα αναστολής δραστηριοτήτων για την αντιμετώπιση της πανδημίας, εμπόδισαν την έγκαιρη και ταχεία ανταπόκριση της συνολικής προσφοράς στην αυξημένη ζήτηση. Οι ελλείψεις πρώτων υλών και προσωπικού και οι καθυστερήσεις παράδοσης προϊόντων, οι οποίες παρατηρήθηκαν διεθνώς, συνέτειναν στη δημιουργία συνθηκών που προσομοιάζουν με συνθήκες **υπερβάλλουσας ζήτησης**.

Ταυτόχρονα, η άνοδος του κόστους παραγωγής, μεταφοράς και παράδοσης προϊόντων, σε συνδυασμό με τη μεγάλη αύξηση του κόστους στις διεθνείς τιμές της ενέργειας, η οποία παρατηρείται παγκοσμίως, μετακυλιέται εν μέρει στον καταναλωτή, προκαλώντας **πληθωριστικές πιέσεις κόστους**. Ωστόσο, ιδιαίτερως η άνοδος των τιμών της ενέργειας οφείλεται σε μεγαλύτερο βαθμό στην απότομη αύξηση της ζήτησης ενεργειακών προϊόντων κυρίως λόγω της παγκόσμιας ανάκαμψης και λιγότερο σε σοβαρές διαταραχές από την πλευρά της συνολικής προσφοράς ενέργειας, χωρίς αυτό να αποκλείει την επίδραση άλλων παραγόντων (γεωπολιτικές εντάσεις, ενεργειακή μετάβαση κ.λπ.). Για το λόγο αυτό, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά ότι, επειδή η διεθνής προσφορά ενέργειας δεν έχει υποστεί κάποιο σοβαρό πλήγμα, οι τιμές θα έχουν σταθεροποιηθεί μέχρι την άνοιξη του 2022.⁶

Το **παραγωγικό κενό**, όπως αυτό υπολογίζεται από την ποσοστιαία απόσταση του πραγματικού ΑΕΠ από το δυνητικό προϊόν, παρά τις εύλογες δυσκολίες στον υπολογισμό του κατά την περίοδο της πανδημίας, εκτιμάται ότι περιορίστηκε στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο στο -1,2% το 2021 από -3,5% το 2020. Η οικονομία των ΗΠΑ είναι η μόνη από τις μεγάλες προηγμένες όπου το πραγματικό ΑΕΠ υπερέβη το δυνητικό ήδη από το 2021. Στη ζώνη του ευρώ, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιαπωνία οι παραγωγικοί συντελεστές προβλέπεται από το ΔΝΤ ότι θα συνεχίζουν να υποαπασχολούνται και το 2022, παρά την επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας (βλ. Διάγραμμα ΣΤ). Στις προηγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι η μείωση του παραγωγικού κενού το 2021 και το 2022 θα προσθέσει 0,23 και 0,14 της ποσοστιαίας μονάδας στον ετήσιο πληθωρισμό κάθε έτους αντίστοιχα.⁷

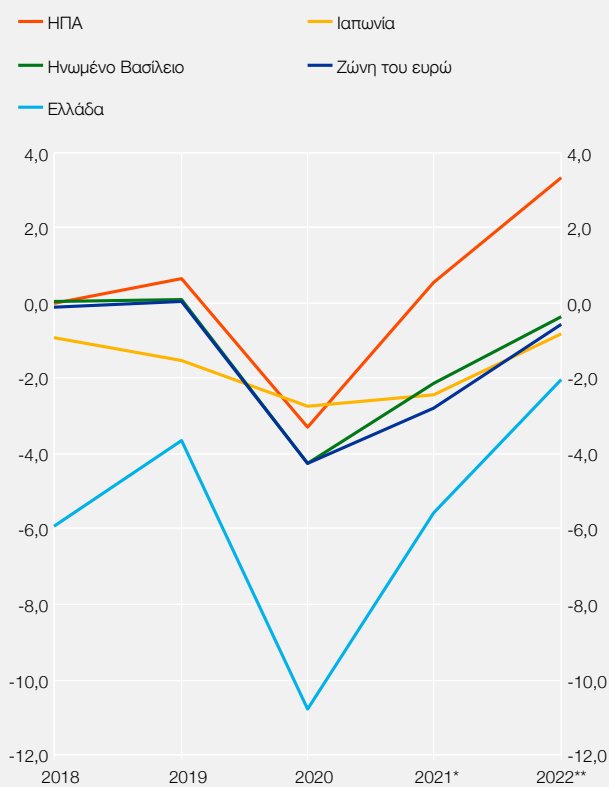
ευρώ, από τις αρχές του 2021, είναι υψηλότερος από εκείνον που θα οφειλόταν στο αποτέλεσμα βάσης, όπως αυτό αποτυπώνεται στην εξέλιξη των επιπέδων του δείκτη τιμών των οικονομιών αυτών. Ο ΔΤΚ των ΗΠΑ και οι εναρμονισμένοι δείκτες τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) της Γερμανίας, της Γαλλίας, της Ιταλίας και της Ισπανίας έχουν προ πολλού υπερβεί τα αντίστοιχα προ της πανδημίας επίπεδα, ενώ ο ΕνΔΤΚ της Ελλάδος, έχοντας υποχωρήσει εντονότερα το προηγούμενο διάστημα, έφθασε το επίπεδο του Δεκεμβρίου του 2019 μόλις το Σεπτέμβριο του 2021 (βλ. Διάγραμμα Ε).

Πληθωρισμός κόστους ή ζήτησης;

Με το σταδιακό άνοιγμα των οικονομιών από την άνοιξη του 2021, η ζήτηση τόσο αγαθών όσο και υπηρεσιών αυξήθηκε όπως αναμενόταν, υποβοηθούμενη από: (α) τη συμπιεσμένη ζήτηση του προηγούμενου έτους και την αύξηση των αποταμιεύσεων του ιδιωτικού τομέα, (β) τη διατήρηση των ευνοϊκών δημοσιονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών από κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες και (γ) την έναρξη των εμβολιασμών κατά του ιού, αρχικά και ταχύτερα στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο και στη συνέχεια στα υπόλοιπα κράτη. Η συνολική ζήτηση, εγχώρια και εξωτερική, αυξήθηκε έντονα στη διάρκεια του έτους, όμως τα προβλήματα στις διεθνείς εφοδια-

6 Βλ. European Commission (2021), "Tackling rising energy prices: a toolbox for action and support", COM(2021) 660 final, 13.10.2021.
7 IMF (2021), *World Economic Outlook*, October, Chapter 2 "Inflation Scares".

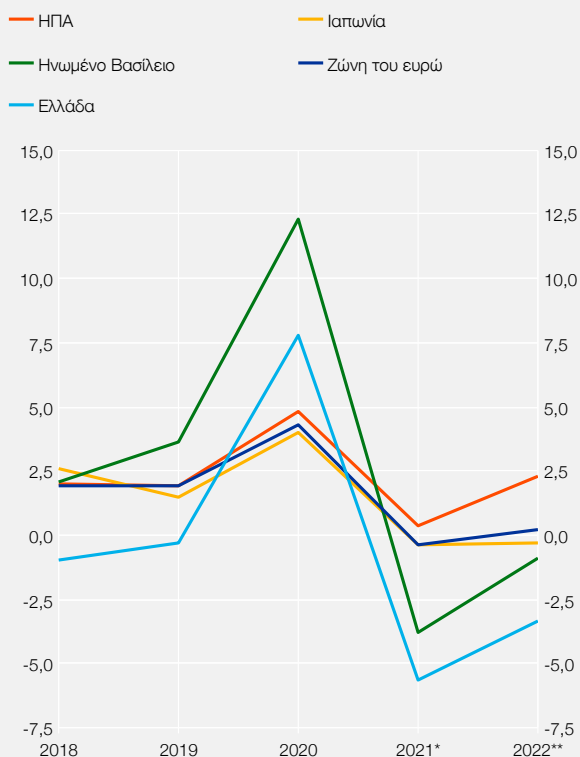
Διάγραμμα ΣΤ Παραγωγικό κενό ως ποσοστό του δυνητικού ΑΕΠ



Πηγή: ΔΝΤ, World Economic Outlook database, Οκτώβριος 2021.
* Εκτίμηση.
**Πρόβλεψη.

Διάγραμμα Ζ Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος

(σύνολο οικονομίας, ετήσια % μεταβολή)



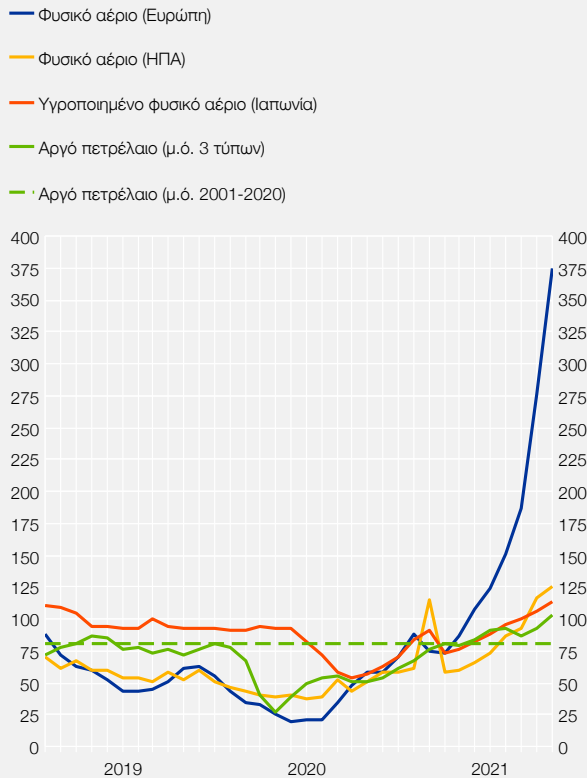
Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, European Economic Forecast, Autumn 2021, Νοέμβριος 2021.
* Εκτίμηση.
**Πρόβλεψη.

Μολονότι η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, οι πληθωριστικές πιέσεις δεν φαίνεται να σχετίζονται μέχρι στιγμής με το μισθολογικό κόστος, παρά τις αυξήσεις που παρατηρούνται σε ορισμένες οικονομίες και σε ορισμένους κλάδους και που θα ήταν αναμενόμενες μετά από δύο έτη στασιμότητας ή και υποχώρησης των μισθών. Ο δείκτης μεταβολής των συμβατικών αποδοχών όπως διαμορφώνονται μέσω συλλογικών διαπραγματεύσεων (index of negotiated wages) στη ζώνη του ευρώ, τον οποίο καταρτίζει η ΕΚΤ, επιταχύνθηκε το β' τρίμηνο του 2021, αλλά δεν ξεπέρασε το χαμηλό επίπεδο που είχε καταγράψει το αντίστοιχο τρίμηνο του 2020. Γενικότερα, το 2021 ο ρυθμός αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά απασχολούμενο υπολείπεται σε σχέση με τον υψηλό ρυθμό ανόδου της παραγωγικότητας της εργασίας, με αποτέλεσμα το **κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος** να υποχωρεί στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες, με εξαίρεση τις ΗΠΑ όπου αυξήθηκε ελαφρώς κατά 0,4%. Αντιθέτως, για το 2022 αναμένεται είτε μικρότερη αρνητική μεταβολή είτε (στις ΗΠΑ) επιτάχυνσή του (βλ. Διάγραμμα Ζ).

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι μεταβολές του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος τη διετία 2020-2021 προσδιορίστηκαν σε μεγάλο βαθμό από τις μεταβολές στην παραγωγικότητα της εργασίας ως αποτέλεσμα της πανδημίας και όχι από τις μισθολογικές μεταβολές. Συγκεκριμένα, η παραγωγικότητα της εργασίας μειώθηκε δραστικά το 2020 και ανέκαμψε έντονα το 2021, για λόγους που σχετίζονται με την εφαρμογή και εν συνεχεία άρση των διοικητικών περιορισμών στη λειτουργία και την παραγωγή κλάδων της οικονομίας, σε συνδυασμό με τα ισχυρά κίνητρα διαφύλαξης των θέσεων εργασίας με τα κρατικά προγράμματα ενίσχυσης της απασχόλησης (retention schemes) που υλοποιήθηκαν στις περισσότερες οικονομίες για την αντιμετώπιση των συνεπειών της πανδημίας. Η μείωση λοιπόν του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το 2021 είναι σε μεγάλο βαθμό αποτέλεσμα της διαταραχής της πανδημίας και πρέπει να αξιολογηθεί με μεγάλη προσοχή.

Διάγραμμα Η Διεθνείς τιμές φυσικού αερίου και αργού πετρελαίου (Ιανουάριος 2019 - Νοέμβριος 2021)

(μηνιαίοι δείκτες ονομαστικών τιμών σε δολ. ΗΠΑ, 2010=100)



Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα.

Ο ρόλος του κόστους της ενέργειας και των μεταφορών

Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων αυξάνονται με τον υψηλότερο ρυθμό που έχει παρατηρηθεί τις τελευταίες 4 δεκαετίες, επιδρώντας αυξητικά στις τιμές των εισαγομένων και στο γενικό πληθωρισμό. Οι τιμές των **βασικών εμπορευμάτων πλην ενέργειας** αυξήθηκαν με δωδεκάμηνο ρυθμό 30% τον Οκτώβριο και διαμορφώθηκαν στα υψηλότερα επίπεδα από το 2011. Από τα εν λόγω εμπορεύματα, σημαντική αύξηση σημειώνουν τα αγροτικά προϊόντα (+21%), λόγω έκτακτων καιρικών φαινομένων σε ορισμένες χώρες παραγωγής τροφίμων, αλλά και τα μέταλλα (+42%), στο πλαίσιο της διεθνώς παρατηρούμενης επανεκίνησης της μεταποίησης και των κατασκευών. Ο δείκτης τιμών της **ενέργειας** (αργό πετρέλαιο, φυσικό αέριο, γαιάνθρακας), μετά τα ιστορικά χαμηλά που κατέγραψε τον Απρίλιο του 2020, άρχισε να ενισχύεται διαρκώς έκτοτε και τον Οκτώβριο σημείωνε ποσοστιαία άνοδο 140%. Η τιμή του αργού πετρελαίου τον Οκτώβριο ήταν διπλάσια σε σχέση με ένα έτος πριν και ήδη από το Μάιο του 2021 κινείται άνω του μέσου όρου της εικοσαετίας (63,5 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι). Παρά τη θεαματική αυτή ποσοστιαία αύξηση, το αργό πετρέλαιο και ο δείκτης τιμών της ενέργειας υπολείπονταν των ιστορικά υψηλών επιπέδων του 2008, επιβαρύνοντας παρά ταύτα σημαντικά το κόστος παραγωγής, ιδίως των προϊόντων εντάσεως ενέργειας (βλ. Διάγραμμα Η).

Μεταξύ των συνιστωσών της ενέργειας, η σημαντικότερη άνοδος σημειώνεται στο δείκτη τιμής του **φυσικού αερίου** τριών τύπων (Ευρώπης, ΗΠΑ και υγροποιημένου Ιαπωνίας), με ετήσια άνοδο 306% τον Οκτώβριο. Μεταξύ των τριών τύπων, η τιμή του φυσικού αερίου της Ευρώπης, η οποία εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη Ρωσία, αυξήθηκε μέσα σε ένα χρόνο στο εξαπλάσιο και πλέον, προκαλώντας σοβαρό θέμα σε βιομηχανίες, κυρίως τη γερμανική, αλλά και μερική αντιστροφή της τάσης απομάκρυνσης από τη λιγνιτική παραγωγή ενέργειας. Η αύξηση της τιμής εν μέρει οφείλεται σε παραδόσεις ποσοτήτων αερίου από την Gazprom ελάχιστα πάνω από τους προσυμφωνημένους όγκους, οι οποίοι όμως πλέον δεν επαρκούν να καλύψουν την αποτόμη άνοδο της ζήτησης, αλλά και σε άλλους παράγοντες, όπως η αυξημένη πώληση από τις ΗΠΑ ποσοτήτων υγροποιημένου φυσικού αερίου (LNG) στην Κίνα αντί της Ευρώπης και ο γεωπολιτικός παράγοντας των πιέσεων της Ρωσίας προς την ΕΕ για πιστοποίηση του αγωγού Nord Stream II.

Σε επίπεδο ΕΕ, το φυσικό αέριο διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στο ενεργειακό μίγμα, αφού **αντιπροσωπεύει το 26% της συνολικής κατανάλωσης**. Από αυτό, το ήμισυ κατευθύνεται στην παραγωγή ενέργειας και στη μεταποίηση και το υπόλοιπο στην οικιακή χρήση. Η ενεργειακή εξάρτηση της ΕΕ από εισαγωγές φυσικού αερίου ανερχόταν στο 90% το 2019. Οι αυξήσεις τιμών φυσικού αερίου και ηλεκτρισμού που αντιμετωπίζει κάθε χώρα διαφοροποιούνται πολύ ανάλογα με τους βασικούς προμηθευτές και τις συμφωνίες με αυτούς, αλλά και ανάλογα με το σχετικό μερίδιο του φυσικού αερίου στη συνολική κατανάλωση ενέργειας κάθε χώρας. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπολόγισε ότι οι τιμές χονδρικής φυσικού αερίου και ηλεκτρισμού το Σεπτέμβριο του 2021 σε σχέση με το 2019 ήταν υψηλότερες κατά 590% στο Βέλγιο, 570% στην Ολλανδία και 560% στη Γερμανία και μόλις 11% στην Ελλάδα και 7% στη Σουηδία.⁸ Μέχρι το Νοέμβριο ωστόσο, η τιμή χονδρικής της ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα έφθασε στα υψηλότερα επίπεδα μεταξύ των χωρών της ΕΕ.

8 Βλ. European Commission (2021), "Tackling rising energy prices: a toolbox for action and support", COM(2021) 660 final, 13.10.2021.

Η αύξηση της τιμής του φυσικού αερίου ενδεχομένως υποεκτιμάται στη συνολική αύξηση του δείκτη της ενέργειας της Παγκόσμιας Τράπεζας καθώς, στους συναφείς δείκτες που καταρτίζει μηνιαίως, οι εξελίξεις των τιμών του φυσικού αερίου έχουν χαμηλή και σταθερή από το 2008 στάθμιση 10,8%, έναντι 84,6% του αργού πετρελαίου και 4,7% του λιγνίτη. Παράλληλα, το κόστος της ενέργειας που παράγεται από ανανεώσιμες πηγές δυστυχώς δεν υπολογίζεται ούτε εμπεριέχεται στο γενικό δείκτη ενέργειας της Παγκόσμιας Τράπεζας.⁹

Το μεταφορικό κόστος έχει επίσης αυξηθεί εντυπωσιακά, λόγω της αδυναμίας της προσφοράς να ανταποκριθεί στην απότομη αύξηση της ζήτησης. Παρατηρούνται αυξήσεις των ναύλων στα πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων (το Σεπτέμβριο του 2021 είχαν αυξηθεί στο διπλάσιο ή και τριπλάσιο έναντι του ίδιου μήνα του 2020), διπλασιασμός της μέσης διάρκειας άφιξης και εκφόρτωσης των πλοίων στους προορισμούς τους και αύξηση στο κόστος ενοικίασης των εμπορευματοκιβωτίων κατά 3-4 φορές, λόγω έλλειψης διαθεσιμότητας, καθώς, με το καθολικό κλείσιμο λιμανιών το 2020-2021, ένα ασυνήθιστα υψηλό ποσοστό άδειων εμπορευματοκιβωτίων βρίσκεται σε λάθος λιμάνια (dislocation).

Η επίδραση της ανόδου των τιμών των βασικών εμπορευμάτων και του μεταφορικού κόστους στις τιμές των εισαγομένων και μέσω αυτών στις εγχώριες τιμές εξηγεί σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ περίπου το 75% της αύξησης του πληθωρισμού το 2021 στις χώρες των G20, δηλ. περίπου 1,5 ποσοστιαία μονάδα.¹⁰

Εκτιμήσεις και προβλέψεις για τον πληθωρισμό και η νομισματική πολιτική

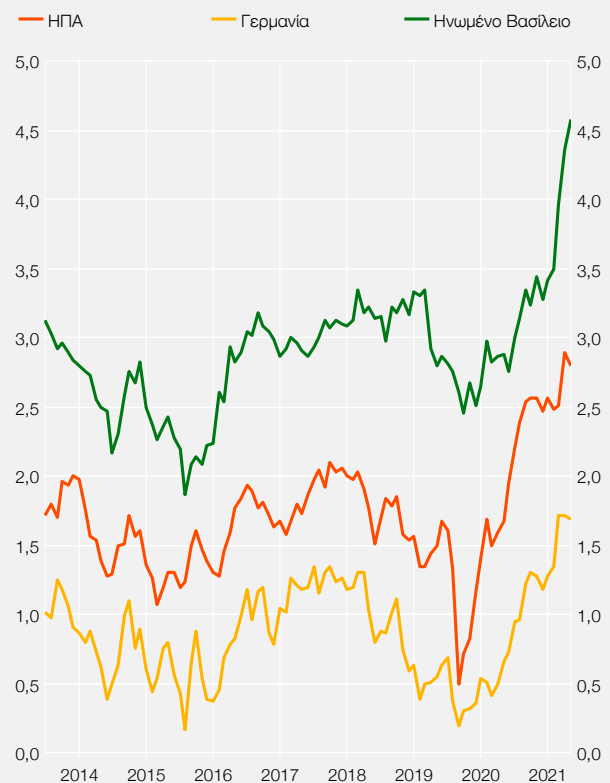
Το 2021 η ισχυρή επιτάχυνση της συνολικής ζήτησης μετά τους περιορισμούς της πανδημίας, σε συνδυασμό με την υστέρηση που παρουσιάστηκε στη προσαρμογή της συνολικής προσφοράς, έχει οδηγήσει στην εύλογη ανησυχία ότι ο πληθωρισμός θα ξεπεράσει αρκετά το στόχο που θέτουν οι κεντρικές τράπεζες.¹¹

Οι διεθνείς οργανισμοί εκτιμούν ότι ο γενικός πληθωρισμός θα υποχωρήσει το 2022, αλλά θα παραμείνει για ένα διάστημα υψηλότερος από το προ της πανδημίας επίπεδο. Η εξέλιξη των τιμών της ενέργειας και η άρση των δυσχερειών στο παγκόσμιο εμπόριο είναι κομβικής σημασίας για την πραγματοποίηση αυτού του σεναρίου. Οι δυσχέρειες στην αύξηση της συνολικής προσφοράς και ο περιορισμός του παραγωγικού κενού όσο θα εδραιώνεται η ανάκαμψη θα συντείνουν ώστε ο πυρήνας του πληθωρισμού να μην υποχωρήσει ή και να αυξηθεί περαιτέρω το 2022.

Οι προσδοκίες της αγοράς, όπως αυτές αποτυπώνονται στη διαφορά (breakeven inflation rates) μεταξύ των αποδόσεων των τίτλων 5ετούς και 10ετούς διάρκειας με τις αποδόσεις των τίτλων εξισορρόπησης του αναμενόμενου πληθωρισμού (inflation-linked bonds) αντίστοιχης διάρκειας, επίσης παραπέμπουν σε μία μέση αύξηση του πληθωρισμού, κυρίως τα 5ετή, αλλά όχι σε ανησυχητικά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα Θ).

Διάγραμμα Θ Προσδοκίες των αγορών για τον πληθωρισμό (Ιανουάριος 2014 - Νοέμβριος 2021)

(ετήσιες % αποδόσεις 5ετών ομολόγων εξισορρόπησης αναμενόμενου πληθωρισμού, μηνιαία στοιχεία)



Πηγές: FRED και Refinitiv.

9 Βλ. σύνθεση δεικτών στο <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>.

10 OECD (2021), Box 1 "The Impact of commodity prices and shipping costs on inflation", *Economic Outlook, Interim Report*, September.

11 Βλ. BIS (2021), *Annual Economic Report*, 29 June, Basel.

Οι νομισματικές αρχές οφείλουν να βρουν τη χρυσή τομή μεταξύ αφενός της ανοχής υψηλότερου πληθωρισμού, αν αυτός συνεχίζει να κρίνεται προσωρινός, ώστε να μην υπάρξει ανάσχεση της ανάκαμψης, και αφετέρου της επαγρύπνησης για τυχόν πληθωριστικές πιέσεις μονιμότερου χαρακτήρα, οι οποίες μπορεί να θέσουν εν αμφιβολία την αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής και να υπονομεύσουν την καθήλωση των προσδοκιών εξέλιξης του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα (de-anchoring). Η υιοθέτηση νέου πλαισίου νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ στις 27 Αυγούστου 2020 επικυρώνει την πρόθεση ανοχής υψηλότερου πληθωρισμού προκειμένου να προωθηθεί η απασχόληση και η ανάπτυξη. Αντιστοίχως η ΕΚΤ στα πλαίσια αναθεώρησης της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος τον Ιούλιο του 2021, έθεσε το στόχο για τον πληθωρισμό όχι πλησίον και κάτω, αλλά συμμετρικά στο 2,0%. Η παροχή καθοδηγητικών ενδείξεων σχετικά με τη μελλοντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής (forward guidance) θα πρέπει να εξακολουθήσει να παίζει καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση των προσδοκιών.

Συμπεράσματα

Ο γενικός πληθωρισμός παγκοσμίως αυξάνεται, ιδίως στις προηγμένες οικονομίες. Η άνοδος των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, τόσο των ενεργειακών, κυρίως του φυσικού αερίου, όσο και των λοιπών, συμβάλλει στην αύξηση του πληθωρισμού. Το ποσοστό μετακύλισης αυτής της επίπτωσης διαφέρει μεταξύ των οικονομιών ανάλογα με την ενεργειακή τους εξάρτηση και το ενεργειακό μίγμα που καταναλώνουν. Παράλληλα, η φάση του οικονομικού κύκλου και το μέγεθος του παραγωγικού κενού, καθώς και οι δυσχέρειες στις μεταφορές και στις εφοδιαστικές αλυσίδες, είναι εξίσου σημαντικοί παράγοντες στην αύξηση του πυρήνα του πληθωρισμού που καταγράφεται εντός του 2021. Η άνοδος των τιμών λόγω της ανόδου της ζήτησης των οικονομιών και λόγω της ανόδου των τιμών των βασικών εμπορευμάτων παρουσιάζει σημαντική συσχέτιση στην παρούσα συγκυρία. Ο πληθωρισμός αναμένεται ότι θα υποχωρήσει σταδιακά καθώς θα εξομαλύνονται οι συνθήκες προσφοράς και ζήτησης. Οι κεντρικές τράπεζες εκτιμάται ότι θα ανεχθούν ένα υψηλότερο επίπεδο πληθωρισμού για ένα διάστημα εφόσον κρίνεται ότι οι πληθωριστικές πιέσεις είναι περιστασιακές, αλλά είναι έτοιμες να δράσουν για τη διατήρηση των πληθωριστικών προσδοκιών μεσοπρόθεσμα σε χαμηλό επίπεδο.

Πλαίσιο II.2

Η ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ ΩΣ ΕΥΚΑΙΡΙΑ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Τα τελευταία χρόνια επιστήμονες συνεχώς κρούουν τον κώδωνα του κινδύνου, προειδοποιώντας για τις δυσμενείς επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής. Αυτές οι προειδοποιήσεις πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπόψη και να αξιοποιηθούν, ώστε να μετατραπεί η κλιματική αλλαγή από απειλή σε ευκαιρία. Επιπλέον, καθώς η κλιματική αλλαγή και η μετάβαση προς μια πράσινη οικονομία μπορούν να επηρεάσουν τη σταθερότητα των τιμών, οι κεντρικές τράπεζες θα συνεισφέρουν στην αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής εντός των ορίων της εντολής τους.¹

Επανεκκίνηση της οικονομίας

Οι παρεμβάσεις πολιτικής σε παγκόσμιο επίπεδο για την αντιμετώπιση της πανδημικής κρίσης προσφέρουν μια εξαιρετική ευκαιρία για την υιοθέτηση μιας συντονισμένης προσέγγισης απέναντι και στην πρόκληση της κλιματικής αλλαγής. Είναι η ευκαιρία να επανασχεδιαστεί η αναπτυξιακή πορεία με γνώμονα την απουσία αποκλεισμών, τη βιωσιμότητα και την ουδετερότητα ως προς τον άνθρακα, σε ευθυγράμμιση με τις προτεραιότητες και τους Στόχους Βιώσιμης Ανάπτυξης του ΟΗΕ, τη Συμφωνία των Παρισίων, αλλά και το καθήκον μας προς τις επόμενες γενιές. Καθώς η παγκόσμια οικονομία και κοινωνία ανακάμπτουν από την πανδημία, μπορούν να εφαρμοστούν κλιματικές πολιτικές για την επίτευξη μηδενικών καθαρών εκπομπών άνθρακα, την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή και τη δημιουργία ανθεκτικών υποδομών, με τρόπο που θα στηρίζει την οικονομική μεγέθυνση και την απασχόληση και θα περιορίζει τις εισοδηματικές ανισότητες. Κατά τα προσεχή έτη, θα πραγματοποιηθούν τεράστιες επενδύσεις προκειμένου η παγκόσμια οικονομία να ανακάμψει από τις επιπτώσεις της πανδημίας. Προς αυτή την κατεύθυνση, έχει ήδη προβλεφθεί ότι από τους πόρους του μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU το 30% θα διοχετευθεί σε

¹ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/climate/html/index.el.html>

δράσεις κατά της κλιματικής αλλαγής, επιπλέον των πόρων που διατίθενται στο πλαίσιο της πολιτικής συνοχής της ΕΕ. Αυτές οι πρωτοβουλίες πρέπει να γίνουν μόνιμα χαρακτηριστικά της απόκρισής μας στην κλιματική αλλαγή. Οι τωρινές μας αποφάσεις θα διαμορφώσουν σε μεγάλο βαθμό το μέλλον των κοινωνιών μας.

Πράσινη ένωση κεφαλαιαγορών

Η ενίσχυση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών είναι απαραίτητη για την ολοκλήρωση της ευρωπαϊκής Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, διότι θα μειώσει τον κατακερματισμό των αγορών και θα ενθαρρύνει τη διαφοροποίηση των χρηματοοικονομικών πόρων. Η δημιουργία μιας πράσινης ένωσης κεφαλαιαγορών μπορεί να στηρίξει τη μετάβαση στην Ένωση Κεφαλαιαγορών αυξάνοντας το βάθος και τη διαφοροποίηση των διαθέσιμων χρηματοοικονομικών εργαλείων, ενισχύοντας παράλληλα τη δυνατότητα επιμερισμού κινδύνων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της ΕΕ. Οι πράσινες κεφαλαιαγορές είναι δυναμικές και παρουσιάζουν σχετικά υψηλό βαθμό ενοποίησης σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Αποτελούν μια ταχέως αναπτυσσόμενη και ιδιαίτερα ελκυστική αγορά για εκδόσεις πράσινων ομολόγων και για επενδύσεις από κεφάλαια Environmental, Social and Corporate Governance (ESG). Σημαντικά στοιχεία μιας πράσινης ένωσης κεφαλαιαγορών είναι μεταξύ άλλων τα πρότυπα διαφάνειας (σύμφωνα με τα οποία οι επιχειρήσεις υποχρεούνται να δημοσιοποιούν στοιχεία αειφορίας), τα πράσινα χρηματοοικονομικά προϊόντα με επίσημη πιστοποίηση από την ΕΕ, όπως το αναμενόμενο πρότυπο Green Bond EU, και το εναρμονισμένο κανονιστικό και εποπτικό πλαίσιο για τη βιώσιμη χρηματοδότηση. Μια πράσινη ένωση κεφαλαιαγορών θα καθιστούσε την οικονομία της ΕΕ όχι μόνο πιο ανθεκτική, αλλά και περιβαλλοντικά περισσότερο βιώσιμη.

Οι κεντρικές τράπεζες

Σε ένα τέτοιο πλαίσιο, οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να έχουν σημαίνοντα ρόλο, καθώς οι κίνδυνοι που συνδέονται με το κλίμα αποτελούν πηγή αστάθειας για την οικονομία και ευπάθειας για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Φυσικοί κίνδυνοι, όπως η συχνότερη εμφάνιση και η αυξημένη σφοδρότητα ακραίων καιρικών φαινομένων, καθώς και κίνδυνοι μιας καθυστερημένης και απότομης μετάβασης σε μια οικονομία χαμηλών εκπομπών άνθρακα, μπορούν να επηρεάσουν τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής και να θέσουν σε κίνδυνο τη σταθερότητα των τιμών, του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της οικονομίας. Κατά συνέπεια, εμπίπτει στην αποστολή των κεντρικών τραπεζών που πρωτεύον καθήκον τους είναι να αποτρέπουν τους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών και, σε συνεργασία με τις εποπτικές αρχές, να διασφαλίζουν ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι ανθεκτικό σε κινδύνους που συνδέονται με την κλιματική αλλαγή. Αυτό το καθήκον πρέπει επειγόντως να μετουσιωθεί σε συγκεκριμένα μέτρα, τόσο στον τομέα της νομισματικής πολιτικής όσο και στον τομέα της εποπτείας. Παρότι οι κυβερνήσεις και τα κοινοβούλια έχουν την πρωταρχική ευθύνη για ανάληψη δράσης σχετικά με την κλιματική αλλαγή, οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να αναλάβουν ενεργό ρόλο στην αντιμετώπισή της.

Οι κεντρικές τράπεζες έχουν ήδη αρχίσει να εξετάζουν πιθανούς τρόπους ώστε οι επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής, είτε φυσικές είτε συνδεδεμένες με τη μετάβαση προς μια οικονομία χαμηλών εκπομπών άνθρακα, να συμπεριλαμβάνονται στις μακροοικονομικές προβλέψεις και στην παρακολούθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Επίσης ήδη ασχολούνται ενεργά με την ενσωμάτωση των κλιματικών κινδύνων στο θεσμικό πλαίσιο και στην πρακτική της προληπτικής εποπτείας, ενώ παράλληλα βρίσκονται σε συνεχή διάλογο με οίκους αξιολόγησης και με επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα, προκειμένου να διασφαλίσουν ότι οι εν λόγω οργανισμοί κατανοούν τους κλιματικούς κινδύνους, τους δημοσιοποιούν κατάλληλα και τους συνεκτιμούν στη γενικότερη αξιολόγηση των κινδύνων και στις πιστοδοτικές αποφάσεις τους. Μέχρι πρόσφατα, οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες έδιναν έμφαση κυρίως στην ευαισθητοποίηση σχετικά με τους κινδύνους της κλιματικής αλλαγής και στο πώς αυτά τα ζητήματα επηρεάζουν τις δικές τους δραστηριότητες. Ωστόσο, οι κεντρικές τράπεζες μπορούν –και δεσμεύονται– να κάνουν περισσότερα.

Η ΕΚΤ

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) ενέκρινε το καλοκαίρι του 2021 ένα ολοκληρωμένο σχέδιο δράσης, που περιλαμβάνει έναν φιλόδοξο οδικό χάρτη με στόχο την περαιτέρω ενσωμάτωση κλιματικών παραμέτρων στο πλαίσιο άσκησης της πολιτικής του και την πιο συστηματική ένταξη κριτηρίων περιβαλλοντικής βιωσιμότητας στη νομισματική πολιτική.² Ο οδικός χάρτης προβλέπει, μεταξύ άλλων, ότι οι ανα-

2 https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.el.html

λύσεις που διεξάγονται για σκοπούς εκτίμησης μακροοικονομικών υποδειγμάτων, παραγωγής στατιστικών δεδομένων και νομισματικής πολιτικής θα διευρυνθούν ώστε να συμπεριλαμβάνουν τη διάσταση της κλιματικής αλλαγής και τις επιπτώσεις της όχι μόνο για τις τράπεζες και τις επιχειρήσεις σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ, αλλά και για τις ίδιες τις κεντρικές τράπεζες στο βαθμό που η έκθεσή τους σε κλιματικούς κινδύνους επηρεάζει τον ισολογισμό τους. Η ΕΚΤ υποστηρίζει τις τρέχουσες πρωτοβουλίες της ΕΕ ώστε να δοθεί προτεραιότητα στη δημοσιοποίηση στοιχείων σχετικά με τους κλιματικούς κινδύνους και στην αξιολόγηση του τρόπου με τον οποίο οι πιστοληπτικές διαβαθμίσεις αντανάκλουν αυτούς τους κινδύνους, προκειμένου να ενισχυθεί η διαφάνεια και να προωθηθεί μια αγορά πράσινων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Ένα άλλο ορόσημο αυτού του οδικού χάρτη αφορά τις πράξεις νομισματικής πολιτικής, στο πλαίσιο των οποίων τα ζητήματα της κλιματικής αλλαγής αποκτούν αυξημένη βαρύτητα, έτσι ώστε να διασφαλίζεται ότι οι κλιματικοί κίνδυνοι δημοσιοποιούνται κατάλληλα και ότι οι πράξεις αγοράς τίτλων είναι πιο πράσινες, άρα πιο πράσινο είναι και ο ισολογισμός των κεντρικών τραπεζών.³ Οι κλιματικοί κίνδυνοι θα λαμβάνονται υπόψη στην αξιολόγηση της καταλληλότητας των τίτλων που προσφέρονται ως εξασφαλίσεις, ενώ θα υιοθετηθούν κλιματικά κριτήρια που θα εφαρμόζονται στις πράξεις αγοράς ομολόγων του επιχειρηματικού τομέα. Κατά το σχεδιασμό αυτών των μέτρων θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι οι ατέλειες της αγοράς όσον αφορά την κλιματική αλλαγή μπορεί να προκαλέσουν στρεβλώσεις στην αποτελεσματική κατανομή των πόρων μέσω των αγορών.

Εντός των ορίων της εντολής του, το Ευρωσύστημα, όπως και κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο, διερευνά το φάσμα των εργαλείων που έχει στη διάθεσή του, προσαρμόζει το πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής και λειτουργεί ως καταλύτης αλλαγών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, επιδιώκοντας να επιταχύνει τη μετάβαση σε μια οικονομία φιλική προς το περιβάλλον και το κλίμα και να ενισχύσει την ανθεκτικότητα της οικονομίας και της κοινωνίας απέναντι στους κινδύνους της κλιματικής αλλαγής.

3 <https://www.ecb.europa.eu/ecb/climate/roadmap/html/index.el.html>

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Προκειμένου να περιορίσει τις δεινές οικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας, το Ευρωσύστημα προχώρησε σε μεγάλης κλίμακας χαλάρωση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, ώστε η υπερβάλλουσα ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα να ακολουθήσει έντονα ανοδική τάση και οι συνθήκες χρηματοδότησης τόσο από το τραπεζικό σύστημα όσο και από τις αγορές κεφαλαίων να διατηρηθούν πολύ ευνοϊκές. Με το άνοιγμα της οικονομίας που επέτρεψε ο εμβολιασμός του πληθυσμού στηρίχθηκε η ανάκαμψη του ΑΕΠ. Παράλληλα καταγράφηκε επιτάχυνση του πληθωρισμού, η οποία ωστόσο εκτιμάται ότι θα αντιστραφεί στη διάρκεια του 2022. Η επιτάχυνση αυτή οφείλεται μεταξύ άλλων στην άνοδο των τιμών της ενέργειας και στο γεγονός ότι η συνολική προσφορά δεν επαρκεί για να καλύψει την αυξανόμενη συνολική ζήτηση. Πάντως το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κρίνει ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός θα υπολείπεται του στόχου του 2% μετά το 2022. Συνεπώς, θεωρεί επιβεβλημένο η ενιαία νομισματική πολιτική να εξακολουθήσει να συμβάλλει στη διατήρηση πολύ ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ.

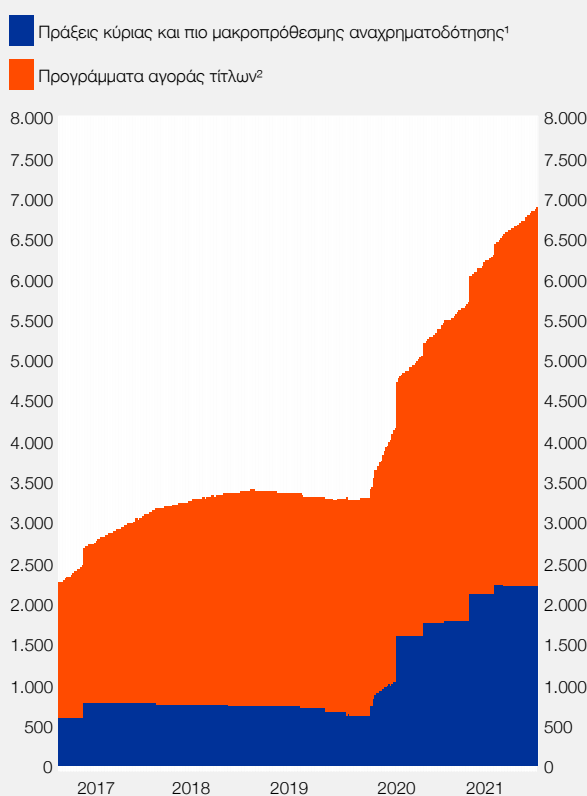
1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θέσπισε δέσμη μέτρων κατά το 2020, τα περισσότερα από τα οποία συνέχισαν να εφαρμόζονται και στη διάρκεια του 2021, προκειμένου να δώσει την ευκαιρία στις επιχειρήσεις σε όλους τους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, όπως επίσης και στα νοικοκυριά, τις τράπεζες και τις κυβερνήσεις, να επωφεληθούν των ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης.

Μεταξύ άλλων, το 2020 πραγματοποιήθηκαν μεγάλης έκτασης αγορές τίτλων στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος λόγω της πανδημίας (PEPP) και αυξήθηκαν οι αγορές στο πλαίσιο του προϋπάρχοντος διευρυσμένου προγράμματος αγοράς τίτλων APP (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.1). Διεξήχθησαν πρόσθετες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (additional LTROs και PELTROs) και αποφασίστηκαν βελτιώσεις στους όρους υπό τους οποίους χορηγείται ρευστότητα στους αντι-

Διάγραμμα ΙΙΙ.1 Παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα (2 Ιανουαρίου 2017 - 30 Νοεμβρίου 2021)

(δισεκ. ευρώ, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

¹ Περιλαμβάνονται οι τακτικές πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (MRO, LTRO), οι πρόσθετες LTRO, οι στοχευμένες TLTRO και οι έκτακτες πράξεις λόγω της πανδημίας PELTRO.

² Περιλαμβάνονται τα προγράμματα αγορών τίτλων (SMP), καλυμμένων ομολογιών (CBPP1, CBPP2 και CBPP3), προϊόντων τιτλοποίησης (ABSPP), τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP) και εταιρικών χρεογράφων (CSPP) καθώς και το έκτακτο πρόγραμμα αγοράς χρεογράφων λόγω της πανδημίας (PEPP).

¹ Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 16.12.2021.

συμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III). Εμπλουτίστηκε το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων τα οποία αποδέχεται το Ευρωσύστημα ως εξασφαλίσεις και μειώθηκαν οι περικοπές (haircut) που εφαρμόζονται στις αποτιμήσεις τους. Τέλος, θεσμοθετήθηκαν εποπτικά μέτρα με στόχο να ενθαρρυνθεί η επέκταση της πιστοδοτικής δραστηριότητας των τραπεζών στη Νομισματική Ένωση.

Στις αρχές του 2021 άρχισε να διαφαίνεται ότι ο εμβολιασμός θα συντελούσε αποφασιστικά στην υπέρβαση της υγειονομικής κρίσης. Ήταν ωστόσο επίσης σαφές ότι θα μεσολαβούσε ικανό χρονικό διάστημα μέχρι να επιτευχθεί ανοσία σε ευρεία κλίμακα, ενώ δεν θεωρούνταν απίθανα και μελλοντικά κύματα εμφάνισης κρουσμάτων και δη μεταλλάξεων του ιού.

Όταν πλέον η πλειοψηφία των πολιτών εμβολιάστηκε, κατέστη δυνατόν η οικονομία της ζώνης του ευρώ να επανεκκινήσει σε μεγάλη έκταση και να σημειωθεί άνοδος της παραγωγής των επιχειρήσεων. Επαναλειτούργησαν τα καταστήματα λιανικής πώλησης, η εστίαση και η ψυχαγωγία, ενώ αύξηση κατέγραψαν τα ταξίδια, ο τουρισμός και οι μεταφορές. Στο μεταποιητικό τομέα η επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας ήταν τόσο έντονη, ώστε να προσκρούει σε εμπόδια από ελλείψεις πρώτων υλών, εξοπλισμού και εργατικού δυναμικού, με απώτερο αποτέλεσμα να παρακωλύεται η περαιτέρω ενίσχυση της παραγωγής.

Οι ευνοϊκές προοπτικές για την απασχόληση, η θετική εξέλιξη της εμπιστοσύνης, αλλά και η στήριξη που παρείχαν διάφορα μέτρα σε επίπεδο κρατών-μελών, τόνωναν την ιδιωτική δαπάνη, αν και η άνοδος των τιμών της ενέργειας δημιούργησε ενδεχόμενο συρρίκνωσης της αγοραστικής δύναμης των νοικοκυριών. Η επέκταση της εγχώριας και της παγκόσμιας ζήτησης αύξησε την αισιοδοξία των επιχειρήσεων, ενθαρρύνοντας την ανάληψη νέων επενδύσεων. Πάντως το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι η παγκόσμια επικράτηση της μετάλλαξης Δέλτα του κορωνοϊού SARS-CoV-2 ήταν δυνατόν να παρακωλύσει την εξέλιξη της επανεκκίνησης της οικονομίας της Νομισματικής Ένωσης και την ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου. Υπογραμμίστηκε επίσης ότι η αποκατάσταση των ζημιών που έχει επιφέρει η πανδημία στην οικονομία της ζώνης του ευρώ χρειάζεται πολύ χρόνο. Σημαντικός αριθμός εργαζομένων τελούσε ακόμη σε αναστολή, ενώ πολλές θέσεις εργασίας είχαν χαθεί. Το εργατικό δυναμικό και οι ώρες εργασίας υπολείπονταν των επιπέδων προ της πανδημίας.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε επανειλημμένα ότι η συντήρηση της οικονομικής ανάκαμψης αλλά και η διατήρηση του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα σε τιμές συμβατές με το στόχο καθιστούν αναγκαία τη συνέχιση των ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης. Ήδη αυτό είχε επιτευχθεί όσον αφορά την πλειονότητα των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στη ζώνη του ευρώ.

Όμως πολλές επιχειρήσεις και νοικοκυριά είχαν αυξήσει το δανεισμό τους προκειμένου να αντεπεξέλθουν στις έκτακτες συνθήκες της πανδημίας. Κατά συνέπεια, ενδεχόμενη χειροτέρευση της μακροοικονομικής κατάστασης θα πλήξει τη χρηματοοικονομική τους υγεία και κατ' επέκταση την ποιότητα του ενεργητικού των τραπεζών.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ απέδωσε την ενίσχυση του ρυθμού πληθωρισμού, η οποία καταγράφηκε από τις αρχές του έτους, στην ανοδική πορεία των τιμών της ενέργειας από τα μέσα του 2020, στο γεγονός ότι η μείωση της έμμεσης φορολογίας στη Γερμανία είχε αντιστραφεί πλέον, καθώς επίσης και στις ελλείψεις πρώτων υλών και εξοπλισμού που παρατηρούνταν παγκοσμίως. Εκτιμάτο ότι οι ανοδικές πιέσεις στον καταγεγραμμένο πληθωρισμό θα έτειναν να αμβλυνθούν κατά τη διάρκεια του 2022, αλλά οι υποκείμενες πληθωριστικές πιέσεις θα αυξάνονταν περαιτέρω, καθώς η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας θα συνεχιζόταν με τη βοήθεια της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Η αποκατάσταση της πλήρους λειτουργίας της οικονομίας απαιτεί χρόνο, συνεπώς αναμενόταν οι μισθολογικές αυξήσεις να παραμείνουν συγκρατημένες. Εξάλλου, οι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών διατηρούνταν κάτω από το στόχο του 2%. Το Διοικητικό Συμ-

βούλιο υπογράμμισε ότι, μολονότι τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος –κατ' εξοχήν δηλαδή το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων– έχουν πλησιάσει τα κατώτατα εφικτά επίπεδα (effective lower bound), οι τιμές στις οποίες προβλεπόταν, στο πλαίσιο των οικονομετρικών προβολών του Σεπτεμβρίου αλλά και του Δεκεμβρίου 2021, να κινηθεί μεσοπρόθεσμα ο καταγραφόμενος πληθωρισμός υπολείπονταν αισθητά του στόχου του 2%.

Τα μέτρα νομισματικής πολιτικής που είναι πιθανόν να ληφθούν στο μέλλον, δεδομένης της ακολουθούμενης στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής, περιγράφονται από τις καθοδηγητικές ενδείξεις (forward guidance) τις οποίες ανακοινώνει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Στις 22 Ιουλίου 2021 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τροποποίησε τις καθοδηγητικές ενδείξεις, ώστε να καταστούν συνεπείς με την αναθεωρημένη στρατηγική νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, η οποία είχε μόλις δημοσιοποιηθεί. Ο στόχος για τον πληθωρισμό τέθηκε πλέον στο 2% (ετησίως) και εκλαμβάνεται ως συμμετρικός, υπό την έννοια ότι θετικές και αρνητικές αποκλίσεις από το στόχο θεωρούνται εξίσου ανεπιθύμητες.

Σε αυτό το πλαίσιο, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε (1) ότι τα βασικά επιτόκια είτε θα παραμείνουν σταθερά είτε θα μειωθούν. Αυξήσεις επιτοκίων δεν θα πραγματοποιηθούν μέχρις ότου καταδειχθεί, πρώτον, ότι ο ρυθμός πληθωρισμού πρόκειται να φθάσει το 2% αρκετά πριν το πέρας του χρονικού ορίζοντα των μακροοικονομικών προβολών. Ο χρονικός ορίζοντας των εν λόγω προβλέψεων καλύπτει το τρέχον έτος και τα επόμενα δύο έτη, με εξαίρεση το Δεκέμβριο εκάστου έτους οπότε ο ορίζοντας των προβλέψεων επεκτείνεται ώστε να καλύπτει εκτός από το τρέχον έτος και τα επόμενα τρία έτη. Δεύτερον, προκειμένου το Ευρωσύστημα να εξετάσει το ενδεχόμενο αύξησης των βασικών επιτοκίων, απαιτείται να έχει επιβεβαιωθεί ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός δεν πρόκειται να απομακρυνθεί από το στόχο (τον οποίο, όπως προαναφέρθηκε, πρέπει να έχει φθάσει) τουλάχιστον κατά την υπολειπόμενη διάρκεια του εν λόγω προβλεπτικού ορίζοντα. Τρίτον, αυξήσεις των βασικών επιτοκίων είναι δυνατόν να πραγματοποιηθούν μόνον εφόσον ο υποκείμενος πληθωρισμός έχει ενισχυθεί επαρκώς ώστε να είναι συνεπής με μεσοπρόθεσμα σταθεροποίηση του καταγραφόμενου πληθωρισμού στο 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι οι ανωτέρω περιορισμοί στις μελλοντικές αυξήσεις των βασικών επιτοκίων ενδέχεται να έχουν ως συνέπεια κάποια υπέρβαση του στόχου για τον καταγραφόμενο πληθωρισμό επί ένα σύντομο χρονικό διάστημα.

Καθ' όλη τη διάρκεια του 2021 οι καθοδηγητικές ενδείξεις εξακολούθησαν να περιλαμβάνουν ότι (2) οι αγορές τίτλων σε καθαρή βάση στο πλαίσιο του APP θα συνεχιστούν και δεν θα μηδενιστούν παρά λίγο πριν το Ευρωσύστημα προχωρήσει σε αύξηση των βασικών επιτοκίων, (3) η πολιτική επανεπένδυσης του προϊόντος της εξόφλησης χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος τα οποία έχουν αποκτηθεί μέσω του προγράμματος APP δεν θα σταματήσει τότε, αλλά θα εφαρμόζεται και αφού ξεκινήσει η αύξηση των βασικών επιτοκίων. Παρομοίως, μέχρι και τη συνεδρίαση της 28ης Οκτωβρίου 2021, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμιζε ότι (4) το προϊόν της εξόφλησης των τίτλων οι οποίοι έχουν αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα μέσω του PEPP θα επαναποθετείται σε τίτλους τουλάχιστον μέχρι τα τέλη του 2023, ενώ (5) η σταδιακή συρρίκνωση του εν λόγω χαρτοφυλακίου μελλοντικά θα πραγματοποιηθεί έτσι ώστε να μη διαταράξει τη διατήρηση κατάλληλης κατεύθυνσης εκ μέρους της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Στις αρχές του 2021 οι αποδόσεις στις αγορές τίτλων κατέγραψαν αυξήσεις. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι έπρεπε να αποτραπεί τυχόν αυστηροποίηση των συνθηκών χρηματοδότησης με επιτάχυνση των αγορών τίτλων στο πλαίσιο του PEPP κατά τη διάρκεια του β' και του γ' τριμήνου του 2021 σε σύγκριση με τις αρχές του έτους. Ακολούθως, το Σεπτέμβριο του 2021 αποφασίστηκε να μειωθεί ο ρυθμός αυτών των αγορών τίτλων συγκριτικά με το β' και το γ' τρίμηνο, υπό το φως της αναθεώρησης προς τα άνω των οικονομετρικών προβολών για τον πληθωρισμό και του γεγονότος ότι οι συνθήκες χρηματοδότησης ήταν ικανοποιητικές.

Στις 16 Δεκεμβρίου 2021 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι η πρόοδος που σημείωσε η οικονομική ανάκαμψη αλλά και η προσέγγιση προς το μεσοπρόθεσμο στόχο για τον πληθωρισμό

επιτρέπει σταδιακό περιορισμό των αγορών τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος. Το Διοικητικό Συμβούλιο επανέλαβε την αναγκαιότητα τήρησης διευκολυντικής κατεύθυνσης εκ μέρους της ενιαίας νομισματικής πολιτικής προκειμένου ο πληθωρισμός να σταθεροποιηθεί στο 2% μεσοπρόθεσμα. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι εν όψει της αβεβαιότητας που επικρατεί, η άσκηση της νομισματικής πολιτικής πρέπει να χαρακτηρίζεται από ελαστικότητα και τη διατήρηση ανοικτών πολλών επιλογών. Με βάση αυτό το σκεπτικό το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε:

1. Το ύψος των αγορών τίτλων σε εκτέλεση του ΡΕΡΡ να περιοριστεί κατά το α΄ τρίμηνο του 2022 και από το τέλος Μαρτίου 2022 η καθαρή απόκτηση τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του ΡΕΡΡ να μηδενιστεί. Δεν αποκλείεται επανενεργοποίηση των καθαρών αγορών τίτλων εάν τούτο καταστεί αναγκαίο λόγω μελλοντικής πρόκλησης υφειακών πιέσεων από την πανδημία.
2. Η επανεπένδυση του προϊόντος της εξόφλησης των τίτλων που έχουν ήδη αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα μέσω του ΡΕΡΡ να παραταθεί τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2024.
3. Εάν η πανδημία προκαλέσει εκ νέου κατάμηση της χρηματοπιστωτικής αγοράς στη ζώνη του ευρώ, το ύψος των επανεπενδύσεων να προσαρμοστεί κατάλληλα. Στη βάση αυτή είναι δυνατόν να αγοράζονται ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου μεγαλύτερου ύψους από τις αντίστοιχες εξοφλήσεις στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος. Έτσι αποσκοπείται να διασφαλιστεί ότι οι αγορές από το Ευρωσύστημα τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου δεν θα διακοπούν προτού η ελληνική οικονομία ξεπεράσει τις επιπτώσεις της πανδημίας.
4. Οι ανά μήνα αγορές τίτλων υπό το πρόγραμμα APP να διπλασιαστούν έναντι των παρόντων επιπέδων το β΄ τρίμηνο του 2022 και να διαμορφωθούν σε 40 δισεκ. ευρώ. Κατόπιν οι αγορές αυτές να μειωθούν και από το δ΄ τρίμηνο του 2022 και εξής το ύψος των αγορών να επανέλθει στα παρόντα επίπεδα, δηλαδή 20 δισεκ. ευρώ ανά μήνα.
5. Το Διοικητικό Συμβούλιο να αξιολογεί σε τακτική βάση τη συνεισφορά των TLTRO-III στη διαμόρφωση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Πάντως, στο τέλος Ιουνίου 2022 η ευνοϊκή ρύθμιση των όρων των εν λόγω πράξεων θα παύσει να ισχύει.
6. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ να εξετάσει τον κατάλληλο προσδιορισμό των παραμέτρων οι οποίες οριοθετούν τις δύο βαθμίδες της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων προκειμένου το αρνητικό επιτόκιο να μην συμβάλει σε περιορισμό της διαμεσολαβητικής ικανότητας των τραπεζών στις παρούσες συνθήκες αφθονίας ρευστότητας.

2 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Προς αντιμετώπιση των επιπτώσεων της πανδημίας στην οικονομία της ζώνης του ευρώ, το 2020 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θέσπισε σειρά μέτρων νομισματικής πολιτικής. Μεταξύ άλλων ενισχύθηκε το πρόγραμμα αγοράς τίτλων APP και εφαρμόστηκε ταυτόχρονα νέο έκτακτο πρόγραμμα αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας, το ΡΕΡΡ, με ύψος που αυξήθηκε διαδοχικά σε πολύ σημαντικά επίπεδα.

Πραγματοποιήθηκαν επίσης αξιόλογες μειώσεις του κόστους και αυξήσεις του επιτρεπόμενου όγκου της χρηματοδότησης προς άντληση από τους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος (κυρίως πιστωτικά ιδρύματα) μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III). Βελτιώθηκαν οι όροι για τη χορήγηση –σε συντονισμό με άλλες κεντρικές τράπεζες– ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ προς αντισυμβαλλομένους στην επικράτεια της Νομισματικής Ένωσης.

Διευρύνθηκε η ποικιλία των περιουσιακών στοιχείων τα οποία αποδέχεται το Ευρωσύστημα ως εξασφαλίσεις και μειώθηκαν οι περικοπές (haircut) που εφαρμόζονται στις αποτιμήσεις

αυτών των στοιχείων. Λήφθηκαν μέτρα περιορισμού της επίπτωσης στη διαθεσιμότητα εξασφαλίσεων εξαιτίας των υποβαθμίσεων του αξιόχρεου των εκδοτών τίτλων ή της πιστοληπτικής διαβάθμισης μεμονωμένων σειρών χρεογράφων λόγω της πανδημίας. Οι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου καλύφθηκαν με παρέκκλιση (*waiver*) από τις απαιτήσεις ελάχιστης πιστοληπτικής διαβάθμισης, ώστε να καταστούν επιλέξιμοι για αγορά από το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος PEPP. Επιπρόσθετα, οι τίτλοι αυτοί αναγνωρίστηκαν ως επιλέξιμες εξασφαλίσεις για τις διάφορες πράξεις που διενεργούνται από το Ευρωσύστημα για την αναχρηματοδότηση των αντισυμβαλλομένων του. Δρομολογήθηκε νέα έκτακτη σειρά μη στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με ευνοϊκό επιτόκιο και κατά προσέγγιση μηνιαία συχνότητα (PELTRO). Τέθηκε σε λειτουργία διευκόλυνση παροχής ρευστότητας σε ευρώ προς κεντρικές τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ (EUREP). Τέλος, αποφασίστηκε να εξακολουθήσουν οι τακτικές πράξεις αναχρηματοδότησης MRO και LTRO να διενεργούνται μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου χωρίς ποσοτικό περιορισμό στο ύψος της ρευστότητας προς χορήγηση.

Επιπρόσθετα, το Εποπτικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, το οποίο είναι αρμόδιο για την τραπεζική εποπτεία στη Νομισματική Ένωση, επέτρεψε στις τράπεζες να λειτουργούν με μειωμένη κεφαλαιακή βάση και τις διευκόλυνε να εκπληρώσουν τις εναπομείνουσες κεφαλαιακές απαιτήσεις με χρήση κεφαλαίων υποδεέστερης ποιότητας. Επίσης επιτράπηκε στις τράπεζες επί των οποίων ασκεί απευθείας εποπτεία η ΕΚΤ να μην περιλαμβάνουν στον υπολογισμό του δείκτη μόχλευσης² μέρος από τις καταθέσεις τις οποίες τηρούν στις εθνικές κεντρικές τράπεζες, όπως επίσης και τα μετρητά στο ταμείο τους.

Επιδίωξη της δέσμης μέτρων, τα περισσότερα από τα οποία συνέχισαν να εφαρμόζονται και το 2021, ήταν να δοθεί ικανή ώθηση στην οικονομία της ζώνης του ευρώ, να διαφυλαχθεί η πρόσβαση των οικονομικών μονάδων στις πηγές χρηματοδότησης και να διατηρηθεί η ομαλότητα της μετάδοσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής σε όλα τα κράτη-μέλη. Οι πρόσφορες συνθήκες χρηματοδότησης συγκράτησαν την αρχικά έντονα μειωτική επίδραση της πανδημίας στις τιμές, περιορίζοντας την απόκλιση της πορείας του πληθωρισμού από την απαιτούμενη προκειμένου να προσεγγιστούν τα επίπεδα που θεωρούνται επιθυμητά από το Ευρωσύστημα.

Δεδομένης της αναζωπύρωσης της πανδημίας προς τα τέλη του 2020, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εκτίμησε ότι η παρεπόμενη αυστηροποίηση των περιοριστικών υγειονομικών μέτρων θα επηρέαζε αρνητικά την οικονομική ανάπτυξη, ενώ η εξασθένηση του πληθωρισμού που παρατηρείτο τότε ήταν περισσότερο επίμονη από ό,τι αναμενόταν αρχικά.

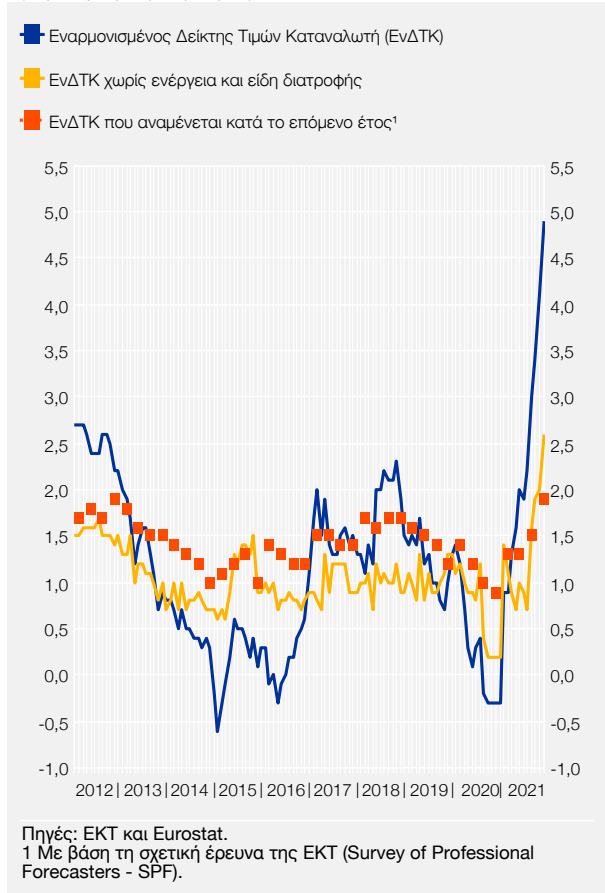
Στις 21 Ιανουαρίου 2021 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εξέφρασε την πεποίθηση ότι ο εμβολιασμός θα συντελούσε στην υπέρβαση της υγειονομικής κρίσης σταδιακά. Τόνισε όμως ότι απαιτείται χρόνος μέχρι να εξασφαλιστεί ανοσία σε ευρεία κλίμακα, ενώ δεν απέκλεισε το ενδεχόμενο μελλοντικών κυμάτων αναζωπύρωσης των κρουσμάτων.

Στις 11 Μαρτίου 2021 το Διοικητικό Συμβούλιο διατύπωσε την προσδοκία ότι θα βελτιωθεί η κατάσταση της οικονομίας στη ζώνη του ευρώ το 2021. Βεβαίως, το Διοικητικό Συμβούλιο αναγνώρισε ότι οι εξελίξεις στο εγγύς μέλλον υπόκεινται σε αβεβαιότητα, επειδή εξαρτώνται τόσο από τη δυναμική της πανδημίας όσο και από την ταχύτητα με την οποία προχωρεί ο εμβολιασμός του πληθυσμού. Η αναθέρμανση της παγκόσμιας ζήτησης και τα πρόσθετα δημοσιονομικά μέτρα που είχαν υιοθετηθεί επιδρούσαν ευνοϊκά στην οικονομική δραστηριότητα στη Νομισματική Ένωση. Από την άλλη πλευρά, η εξάπλωση της πανδημίας που συνεχιζόταν στις αρχές του έτους, η διάδοση μεταλλάξεων του κορωνοϊού SARS-CoV-2 και η συνακόλουθη αυστηροποίηση των υγειονομικών μέτρων δυσχέραιναν την αύξηση του ΑΕΠ βραχυπρόθεσμα.

2 Λόγος ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας (κατ' ακρίβεια του δείκτη κεφαλαίων Tier 1) προς το ενεργητικό της – κατ' ακρίβεια προς ένα συνολικό δείκτη ανοιγμάτων εντός και εκτός ισολογισμού, παραγώγων κ.ά.

**Διάγραμμα III.2 Πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ
(Ιανουάριος 2012 - Νοέμβριος 2021)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε ότι η επιτάχυνση του ρυθμού πληθωρισμού η οποία είχε καταγραφεί από τις αρχές του έτους οφειλόταν σε παροδικούς παράγοντες και στην ενίσχυση των τιμών της ενέργειας (βλ. Διάγραμμα III.2). Υπογραμμίστηκε ότι οι πληθωριστικές προσδοκίες παρέμεναν σε πολύ χαμηλά επίπεδα, αν και οι σχετικοί δείκτες που τεκμαίρονται από τις τιμές στις χρηματοπιστωτικές αγορές παρουσίαζαν σταδιακή ενίσχυση.

Οι παράγοντες που ασκούσαν ανοδική πίεση στον πληθωρισμό εκτιμάτο ότι θα εξέλειπαν στις αρχές του 2022. Θεωρείτο πιθανόν οι υποκείμενες πληθωριστικές πιέσεις να ενισχύονταν κατά τι στη διάρκεια του 2021, δεδομένων των περιορισμών στη συνολική προσφορά και της αναμενόμενης ανάκαμψης της εγχώριας ζήτησης. Πάντως, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι οι πληθωριστικές πιέσεις θα παρέμεναν εν γένει συγκρατημένες, δεδομένου του χαμηλού ρυθμού μισθολογικών αυξήσεων και της προηγηθείσας ανατίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Κατά τις εκτιμήσεις του Διοικητικού Συμβουλίου, όταν φθάσει στο τέλος της η επίδραση της πανδημίας και αρχίσει να περιορίζεται το παραγωγικό κενό, ο πληθωρισμός θα ενισχυθεί μεσοπρόθεσμα με τη βοήθεια της διευκολυντικής κατεύθυνσης την οποία ακολουθούν τόσο η δημοσιονομική όσο και η νομισματική πολιτική. Παρά ταύτα, το Διοικητικό

Συμβούλιο θεωρούσε ότι ο πληθωρισμός θα παραμείνει για μερικά χρόνια κάτω από τα επιθυμητά επίπεδα. Η προοπτική αυτή καθιστούσε αναγκαίο να εξακολουθήσουν να επικρατούν ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης τουλάχιστον μέχρι το τέλος της πανδημίας.

Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο της EKT σημείωσε ότι οι αποδόσεις στις αγορές τίτλων έχουν ακολουθήσει αυξητική πορεία από τις αρχές του 2021. Υπογραμμίστηκε ότι οι συνθήκες χρηματοδότησης οριοθετούνται από ευρύ φάσμα δεικτών, οι οποίοι αντιστοιχούν στα επιμέρους στάδια της διαδικασίας μετάδοσης των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής. Οι εν λόγω δείκτες περιλαμβάνουν επιτόκια χωρίς κίνδυνο και αποδόσεις κρατικών και εταιρικών ομολόγων, καθώς και τους όρους υπό τους οποίους οι τράπεζες πιστοδοτούν την οικονομία. Εάν οι αυξήσεις στις αποδόσεις λάμβαναν σημαντική έκταση και αποδεικνύονταν επίμονες, υπήρχε κίνδυνος να αυστηροποιηθούν προώρως οι συνθήκες χρηματοδότησης σε όλη την οικονομία. Το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρούσε ότι μια τέτοια εξέλιξη έπρεπε οπωσδήποτε να αποσοβηθεί. Προς τούτο, επιβεβαίωσε ότι θα εξακολουθήσουν να εφαρμόζονται τα μέτρα νομισματικής πολιτικής που είχαν υιοθετηθεί σε προηγούμενες συνεδριάσεις. Επιπλέον ανακοίνωσε ότι οι αγορές τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος PEPP θα επιταχυνθούν αξιοσημείωτα κατά τη διάρκεια του β' τριμήνου του 2021 σε σύγκριση με τις αρχές του έτους. Ακολούθως, στις 22 Απριλίου 2021 το Διοικητικό Συμβούλιο της EKT επισήμανε ότι οι συνθήκες χρηματοδότησης είχαν σταθεροποιηθεί κατά το β' τρίμηνο του έτους, αν και, όπως υπογράμμισε, οι σχετικοί κίνδυνοι δεν είχαν εκλείψει.

Στις 10 Ιουνίου 2021 το Διοικητικό Συμβούλιο της EKT διατύπωσε πρόβλεψη για σημαντική επιτάχυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2021, καθώς τα υγειονομικά μέτρα θα αίρονται, δεδομένης της προόδου που είχαν σημειώσει οι εκστρατείες

εμβολιασμού στα κράτη-μέλη. Αναλυτικότερα, η εξέλιξη των δεικτών καταναλωτικής εμπιστοσύνης κρίθηκε ως προβλεπτική σημαντικής ανάκαμψης της ιδιωτικής κατανάλωσης, ενώ οι επιχειρηματικές επενδύσεις παρουσίαζαν ανθεκτικότητα. Η υπό εξέλιξη επιτάχυνση του καταγραφόμενου πληθωρισμού αποδόθηκε όχι μόνο στην άνοδο των τιμών της ενέργειας, αλλά και σε ελαφρά ενδυνάμωση του ρυθμού πληθωρισμού των τιμών των βιομηχανικών προϊόντων εκτός ενέργειας. Όσον αφορά τον υποκείμενο πληθωρισμό, το Διοικητικό Συμβούλιο ανέμενε επίταση των ανοδικών πιέσεων, λόγω εκδήλωσης περιορισμών στη συνολική προσφορά ταυτόχρονα με την αναθέρμανση της συνολικής ζήτησης.

Τα πιθανά μελλοντικά μέτρα νομισματικής πολιτικής απαριθμούνται στις καθοδηγητικές ενδείξεις (forward guidance) τις οποίες παρέχει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Περιληπτικά, οι ενδείξεις περιέλαβαν κατά τη διάρκεια του 2020 και μέχρι τα μέσα του 2021 ότι (1) τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος θα παραμείνουν κατ' αρχήν σταθερά, χωρίς να αποκλείονται περαιτέρω μειώσεις, (2) οι αγορές τίτλων σε καθαρή βάση στο πλαίσιο του APP θα μηδενιστούν λίγο πριν το Ευρωσύστημα προβεί σε αύξηση επιτοκίων, (3) η πολιτική επανεπένδυσης του προϊόντος της εξόφλησης χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος τα οποία έχουν αποκτηθεί μέσω του προγράμματος APP θα εξακολουθήσει και αφού ξεκινήσει η αύξηση των βασικών επιτοκίων. Παρομοίως, (4) το προϊόν της εξόφλησης των τίτλων οι οποίοι αποκτώνται μέσω του REPP θα επανεπενδύεται σε τίτλους τουλάχιστον μέχρι τα τέλη του 2023, ενώ (5) η προσοδευτική συρρίκνωση του εν λόγω χαρτοφυλακίου, η οποία αναμένεται να λάβει χώρα ενδεχομένως μετά τα τέλη του 2023, θα συντελεστεί κατά τρόπο ώστε να μην αντιστρατεύεται τη διατήρηση κατάλληλης κατεύθυνσης εκ μέρους της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Στις 22 Ιουλίου 2021 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προσάρμοσε τις καθοδηγητικές ενδείξεις ώστε να ευθυγραμμιστούν με τα πορίσματα της επανεξέτασης της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος που είχαν τότε μόλις ανακοινωθεί. Με αυτό τον τρόπο το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε τη δέσμευσή του να διατηρήσει με επιμονή διευκολυντική κατεύθυνση για την ενιαία νομισματική πολιτική προκειμένου να επιτευχθεί ο στόχος για τον πληθωρισμό. Ο στόχος αυτός τίθεται πλέον στο 2% (ετησίως) –αντί για “κάτω αλλά πλησίον του 2%”– και χαρακτηρίζεται ως συμμετρικός. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε επίσης ότι τα βασικά επιτόκια τα οποία καθορίζει έχουν πλησιάσει τα ελάχιστα εφικτά επίπεδα (effective lower bound), παρά ταύτα οι τιμές στις οποίες αναμένεται να διαμορφωθεί μεσοπρόθεσμα ο πληθωρισμός υπολείπονται του στόχου του 2%.

Με αυτά τα δεδομένα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι τα βασικά επιτόκια ή θα παραμείνουν στα παρόντα επίπεδα ή θα μειωθούν περαιτέρω. Αυξήσεις επιτοκίων δεν θα αποφασιστούν μέχρις ότου καταδειχθεί, πρώτον, ότι ο ρυθμός πληθωρισμού πρόκειται να διαμορφωθεί στο 2% αρκετό χρόνο πριν το τέλος του χρονικού ορίζοντα των μακροοικονομικών προβολών. Δεύτερον, προκειμένου το Ευρωσύστημα να προβεί σε αυξήσεις επιτοκίων, απαιτείται να έχει επιβεβαιωθεί ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός, έχοντας διαμορφωθεί στο στόχο, δεν πρόκειται κατόπιν να αποκλίνει προς τα κάτω από αυτόν τουλάχιστον κατά τη διάρκεια του εν λόγω προβλεπτικού ορίζοντα. Τρίτον, ως προϋπόθεση για αύξηση των βασικών επιτοκίων τίθεται να μπορεί να διαπιστωθεί ότι ο υποκείμενος πληθωρισμός έχει ενισχυθεί επαρκώς ώστε να έχει πλέον καταστεί συνεπής με μεσοπρόθεσμη σταθεροποίηση του καταγραφόμενου πληθωρισμού στο 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι η οριοθέτηση αυτή των πιθανών μελλοντικών αυξήσεων των βασικών επιτοκίων δεν αποκλείεται να οδηγήσει σε κάποια υπέρβαση του στόχου για τον καταγραφόμενο πληθωρισμό στη διάρκεια μιας βραχείας μεταβατικής περιόδου. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο έχει επανειλημμένως δηλώσει ότι βρίσκεται σε ετοιμότητα να αναπροσαρμόσει καταλλήλως όλα τα μέσα νομισματικής πολιτικής προκειμένου να επιτευχθεί μεσοπρόθεσμη σταθεροποίηση του καταγραφόμενου ρυθμού πληθωρισμού στη στοχευόμενη τιμή.

Αναλύοντας την τρέχουσα συγκυρία, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε ότι η βελτίωση των προοπτικών για την απασχόληση και η τόνωση της εμπιστοσύνης, αλλά και η στήριξη την οποία επιτυγχάνουν τα διάφορα μέτρα που εφαρμόζουν οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών,

είχαν ως αποτέλεσμα την ενίσχυση της ιδιωτικής δαπάνης. Με τη σειρά της, η αναθέρμανση τόσο της εγχώριας όσο και της παγκόσμιας ζήτησης τόνωνε την αισιοδοξία των επιχειρήσεων, πράγμα που οδηγούσε σε ανάληψη νέων επενδύσεων. Σχετικά, η έρευνα πεδίου για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ, η οποία διεξάγεται περιοδικά, έδειξε, για πρώτη φορά από την έναρξη της πανδημίας, ότι η χρηματοδότηση πάγιων επενδύσεων συνιστούσε σημαντικό κίνητρο για λήψη τραπεζικών δανείων εκ μέρους των επιχειρήσεων.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επίσης σημείωσε ότι η επούλωση των πληγών που έχει προκαλέσει η πανδημία στην οικονομία της ζώνης του ευρώ θα πάρει πολύ χρόνο ακόμη. Ο αριθμός των εργαζομένων που τελούν σε αναστολή ακολουθούσε μεν πτωτική πορεία, παρέμενε δε υψηλός. Επιπλέον, είχαν ήδη καταγραφεί σημαντικές απώλειες θέσεων εργασίας, ιδίως μεταξύ των νεότερων σε ηλικία και των ανειδίκευτων.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επανέλαβε στις 22 Ιουλίου 2021 ότι η οικονομική ανάκαμψη αλλά και η μεσοπρόθεσμη ενδυνάμωση του πληθωρισμού προϋποθέτουν τη διατήρηση ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης. Ήδη αυτό είχε επιτευχθεί όσον αφορά την πλειονότητα των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στη ζώνη του ευρώ. Πάντως το κόστος χρηματοδότησης με έκδοση μετοχικών τίτλων παρέμενε υψηλό. Εξάλλου, πολλές επιχειρήσεις και νοικοκυριά, στην προσπάθεια να αντέξουν την πανδημία, είχαν αναλάβει χρέος. Κατά συνέπεια, ενδεχόμενη χειροτέρευση της μακροοικονομικής κατάστασης θα επηρεάσει δυσμενώς τη χρηματοοικονομική τους ευρωστία. Αν συμβεί αυτό, θα τρωθεί συνακόλουθα και η ποιότητα του ενεργητικού των τραπεζών. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θεωρεί αναγκαίο να αποσοβηθεί η αλληλοτροφοδότηση μεταξύ ταμειακών δυσκολιών των πιστούχων και χειροτέρευσης του ισολογισμού και άρα των πιστοδοτικών δυνατοτήτων των τραπεζών.

Ακολούθως, στις 9 Σεπτεμβρίου 2021, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι η οικονομική ανάκαμψη στη Νομισματική Ένωση διένυε ολόένα και περισσότερο προχωρημένα στάδια. Το ΑΕΠ προβλεπόταν να υπερβεί περί τα τέλη του 2021 τα επίπεδα στα οποία βρισκόταν πριν την εκδήλωση της πανδημίας. Χάρη στο ότι ένα ποσοστό 70% του πληθυσμού είχε εμβολιαστεί, η οικονομία είχε ανοίξει σε μεγάλη έκταση, γεγονός που ευνοούσε την αύξηση των δαπανών των καταναλωτών και την άνοδο της παραγωγής των επιχειρήσεων. Από την άλλη πλευρά, το Διοικητικό Συμβούλιο διατύπωσε την εκτίμηση ότι η διάδοση της μετάλλαξης Δέλτα παγκοσμίως ήταν ικανή να καθυστερήσει τη διαδικασία επανεκκίνησης της οικονομίας και την αναθέρμανση του διεθνούς εμπορίου. Πάντως σημειώθηκε ότι μέχρι εκείνη τη στιγμή δεν είχε χρειαστεί να επιβληθούν εκ νέου και σε γενικευμένη βάση περιοριστικά υγειονομικά μέτρα.

Αντιθέτως, ως συνέπεια της χαλάρωσης των υγειονομικών περιορισμών κατά το προηγούμενο διάστημα, στον τομέα των υπηρεσιών ενισχύθηκε σημαντικά η παραγωγή, καθώς επαναλειτούργησαν τα καταστήματα λιανικής πώλησης και η εστίαση, ενώ αυξήθηκαν τα ταξίδια και ο τουρισμός. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανέφερε ότι στο μεταποιητικό τομέα η οικονομική δραστηριότητα κατέγραφε έντονη άνοδο, ώστε η περαιτέρω επέκταση της παραγωγής να εμποδίζεται πλέον από ελλείψεις πρώτων υλών και εξοπλισμού.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εκτίμησε ότι η επιτάχυνση του καταγραφόμενου πληθωρισμού που παρατηρείτο θα απέβαινε προσωρινή και ότι οι υποκείμενες πληθωριστικές πιέσεις δεν ενισχύονταν απότομα, αλλά πολύ σταδιακά (βλ. Διάγραμμα III.2). Η επιτάχυνση του καταγραφόμενου πληθωρισμού αποδόθηκε στη σημαντική άνοδο των τιμών του αργού πετρελαίου από τα μέσα του 2020, στο γεγονός ότι η μείωση του ΦΠΑ στη Γερμανία ήταν προσωρινή και είχε αντιστραφεί πλέον, στο ότι οι θερινές εκπτώσεις το 2020 έλαβαν χώρα καθυστερημένα σε σύγκριση με άλλες χρονιές, καθώς επίσης και στις προαναφερθείσες ελλείψεις πρώτων υλών και εξοπλισμού. Το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε ότι όλες αυτές οι επιδράσεις που ασκούσαν ανοδική πίεση στον πληθωρισμό θα τείνουν να εκλείψουν κατά τη διάρκεια του 2022. Όπως προαναφέρθηκε, το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε ότι οι υποκείμενες πληθωριστικές πιέσεις είχαν ήδη αρχίσει να αυξάνονται και αναμενόταν να ενισχυθούν

περαιτέρω, καθώς η ανάκαμψη θα συνεχιζόταν με τη στήριξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Η ενίσχυση αυτή προβλεπόταν ότι θα προχωρήσει σταδιακά, εξαιτίας του γεγονότος ότι η επιστροφή της οικονομίας σε πλήρη λειτουργία απαιτεί χρόνο, συνεπώς οι μισθολογικές πιέσεις θα διατηρούνταν συγκρατημένες. Υπογραμμίστηκε ότι οι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών είχαν καταγράψει άνοδο, αλλά παρέμεναν αρκετά κάτω από το στόχο του 2%. Οι οικονομετρικές προβολές που είχαν υποβληθεί στο Διοικητικό Συμβούλιο (9 Σεπτεμβρίου 2021) ενσωμάτωναν περιορισμένη προς τα άνω αναθεώρηση της αναμενόμενης πορείας του πληθωρισμού, εντούτοις υποδήλωναν ότι μεσοπρόθεσμα ο ρυθμός πληθωρισμού θα υπολείπεται σημαντικά του στόχου του 2%.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ παρατήρησε ότι τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά παρέμεναν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Όσον αφορά την πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών (η οποία υποβοηθείται από την ευρωστία των ισολογισμών τους), ο δανεισμός των νοικοκυριών ιδίως για την αγορά κατοικίας συνέχιζε να αυξάνεται. Αντίθετα, οι πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις πιο πρόσφατα είχαν επιβραδυνθεί, ως συνέπεια του γεγονότος ότι οι επιχειρήσεις είχαν σχηματίσει ικανοποιητικά αποθέματα ρευστών διαθέσιμων ήδη από το πρώτο κύμα της πανδημίας. Εξάλλου, πλέον πραγματοποιούσαν ολόένα και υψηλότερα κέρδη, τα οποία ήταν διαθέσιμα προς διακράτηση, ώστε οι ανάγκες τους για εξωτερική χρηματοδότηση να αμβλύνονται. Επίσης, οι συνθήκες στις αγορές κεφαλαίων είχαν καταστεί πρόσφορες ώστε οι μεγάλες επιχειρήσεις να έχουν την επιλογή να υποκαταστήσουν τον τραπεζικό δανεισμό με την έκδοση ομολόγων.

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω στοιχεία, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε υπέρ συγκρατημένης μείωσης του ύψους των αγορών τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του προγράμματος REPP κατά τους αμέσως επόμενους μήνες σε σύγκριση με τα δύο προηγούμενα τρίμηνα. Διευκρινίστηκε ότι στη λήψη αυτής της απόφασης βάρυνε ειδικότερα η αναθεώρηση της αναμενόμενης πορείας του πληθωρισμού έστω και οριακά προς τα άνω, καθώς επίσης και το ότι ήδη επικρατούσαν ικανοποιητικές συνθήκες χρηματοδότησης.

Στις 28 Οκτωβρίου 2021 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε ότι η ένταση της οικονομικής ανάκαμψης φαινόταν να περιορίζεται κάπως κατά το γ' τρίμηνο του 2021, διότι οι ελλείψεις που γίνονταν αισθητές πλέον και σε σχέση με το εργατικό δυναμικό εμπόδιζαν τη μεταποιητική κυρίως παραγωγή. Παρατηρείτο επιμήκυνση των χρόνων παράδοσης, ενώ στοιχεία του κόστους όπως τα μεταφορικά έξοδα και το ενεργειακό κόστος είχαν αυξηθεί απότομα. Επίσης, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι τόσο το εργατικό δυναμικό όσο και ο αριθμός των καταγραφόμενων ωρών εργασίας στην οικονομία της ζώνης του ευρώ παρέμεναν κάτω από τα προ πανδημίας επίπεδα. Η ιδιωτική κατανάλωση παρουσίαζε άνοδο, ιδιαίτερα όσον αφορά τις δαπάνες για διασκέδαση, εστίαση, τουρισμό και μεταφορές, αλλά η αύξηση των τιμών της ενέργειας ήταν δυνατόν να επιφέρει κατά τους ακόλουθους μήνες περιορισμό της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι η παρατηρούμενη ανοδική φάση όσον αφορά την εξέλιξη του καταγραφόμενου πληθωρισμού επρόκειτο να διαρκέσει περισσότερο χρόνο από ό,τι αναμενόταν αρχικά. Οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό, εκτιμώμενες με τους διαθέσιμους εναλλακτικούς δείκτες, πλησίαζαν εγγύτερα προς το 2% από ό,τι προηγουμένως. Το Διοικητικό Συμβούλιο υπενθύμισε ότι, εκτός από τις τιμές του αργού πετρελαίου, του φυσικού αερίου και της ηλεκτρικής ενέργειας, ο πληθωρισμός τροφοδοτείται από το γεγονός ότι η ζήτηση υπηρεσιών και ορισμένων προϊόντων για τα οποία παρουσιάζονται ελλείψεις είχε αυξηθεί ταχύτερα από την προσφορά.

Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε την πρόσφατη αύξηση των αποδόσεων στις αγορές χρεογράφων. Όσον αφορά την εξέλιξη της τραπεζικής χρηματοδότησης, υπογραμμίστηκε ότι, σύμφωνα με την έρευνα πεδίου για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ κατά το γ' τρίμηνο του 2021, ο εκλαμβανόμενος εκ μέρους των τραπεζών κίνδυνος αποκλιμα-

κώθηκε για πρώτη φορά από το 2018. Από την άλλη πλευρά, οι τράπεζες αυστηροποίησαν τα πιστοδοτικά κριτήρια για τα στεγαστικά δάνεια, μια κατηγορία τραπεζικής πίστης για την οποία εκδηλώνεται ισχυρή ζήτηση και σημειώνονται ταχείς ρυθμοί ανόδου του υπολοίπου.

Στις 16 Δεκεμβρίου 2021, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι η οικονομία της ζώνης του ευρώ εξακολουθεί να ανακάμπτει και οι συνθήκες στις αγορές εργασίας να βελτιώνονται καθώς οι οικονομικές πολιτικές που ακολουθούνται προσφέρουν ικανή στήριξη. Στην παρούσα φάση ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιβραδύνεται, αλλά η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να επιταχυνθεί εκ νέου και σημαντικά στη διάρκεια του 2022. Το πιο πρόσφατο κύμα της πανδημίας και η εμφάνιση της μετάλλαξης Όμικρον οδήγησαν ορισμένα κράτη-μέλη σε αυστηροποίηση των εφαρμοζόμενων υγειονομικών περιορισμών. Η κρίση δημόσιας υγείας εξακολουθεί, αλλά οι εμβολιαστικές εκστρατείες και μάλιστα με αναμνηστικές δόσεις (booster) επιταχύνονται. Σύμφωνα με το Διοικητικό Συμβούλιο, η δυνατότητα της κοινωνίας να αντιμετωπίζει τα κύματα της επιδημίας και να προσαρμόζεται στους παρεπόμενους περιορισμούς έχει ενισχυθεί, γεγονός που απαλύνει τις οικονομικές συνέπειες του COVID-19. Τέλος το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι ο πληθωρισμός έχει σημειώσει απότομη αύξηση λόγω της ανόδου των τιμών της ενέργειας και λόγω των ανισορροπιών μεταξύ ζήτησης και προσφοράς που επικρατούν σε ορισμένους τομείς της οικονομίας. Ο πληθωρισμός αναμένεται να παραμείνει αυξημένος βραχυπρόθεσμα, αλλά να αποκλιμακωθεί κατά το 2022. Οι οικονομετρικές προβολές για τον πληθωρισμό σε μέση ετήσια βάση αναθεωρήθηκαν προς τα άνω το Δεκέμβριο, πάντως ο καταγραφόμενος ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να διαμορφωθεί κάτω από το 2% στη διάρκεια του προβλεπτικού ορίζοντα (2021: 2,6%, 2022: 3,2%, 2023: 1,8%, 2024: 1,8%).

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κρίνει ότι η πρόοδος που σημείωσε η οικονομική ανάκαμψη αλλά και η προσέγγιση προς το μεσοπρόθεσμο στόχο για τον πληθωρισμό δικαιολογούν σταδιακό περιορισμό του ύψους των αγορών τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος. Ταυτόχρονα, το Διοικητικό Συμβούλιο τονίζει ότι εξακολουθεί να είναι απαραίτητη η τήρηση διευκολυντικής κατεύθυνσης εκ μέρους της ενιαίας νομισματικής πολιτικής ώστε ο πληθωρισμός να σταθεροποιηθεί στο 2% μεσοπρόθεσμα. Θεωρεί επίσης ότι, δεδομένης της αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει την παρούσα συγκυρία, η άσκηση της νομισματικής πολιτικής πρέπει να διαπνέεται από ελαστικότητα και να βασίζεται στη διατήρηση πολλών εναλλακτικών. Με αυτό το σκεπτικό το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε:

1. Το ύψος των αγορών τίτλων στο πλαίσιο του PEPP να περιοριστεί κατά το α' τρίμηνο του 2022 συγκριτικά με το τελευταίο τρίμηνο του 2021 και από το τέλος Μαρτίου 2022 οι καθαρές αγορές τίτλων σε εφαρμογή του PEPP να σταματήσουν. Η επανεπένδυση του προϊόντος της εξόφλησης των τίτλων που έχουν ήδη αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα μέσω του PEPP να παραταθεί τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2024. Επιπρόσθετα, το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι σε περίπτωση που η πανδημία προκαλέσει εκ νέου κατάτμηση της χρηματοπιστωτικής αγοράς στη ζώνη του ευρώ, το ύψος των επανεπενδύσεων θα αναπροσαρμοστεί με ευκαμψία. Στη βάση αυτή είναι δυνατόν να αγοράζονται από το Ευρωσύστημα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου μεγαλύτερης αξίας από αυτής των αντίστοιχων εξοφλήσεων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος. Η δυνατότητα αυτή θα διασφαλίσει ότι οι αγορές τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου οι οποίες υποβοηθούν τη μετάδοση των αποτελεσμάτων της ενιαίας νομισματικής πολιτικής προς την ελληνική οικονομία δεν θα διακοπούν προτού η χώρα μας υπερβεί τις επιπτώσεις της πανδημίας. Το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε γενικότερα ότι είναι δυνατόν να πραγματοποιηθούν εκ νέου καθαρές αγορές τίτλων στο πλαίσιο του PEPP εάν τούτο καταστεί αναγκαίο για την αντιμετώπιση υφεσιακών πιέσεων τις οποίες θα προκαλέσει μελλοντικά η πανδημία.

2. Οι ανά μήνα καθαρές αγορές τίτλων υπό το πρόγραμμα APP να διπλασιαστούν έναντι των παρόντων επιπέδων το β' τρίμηνο του 2022 και να διαμορφωθούν σε 40 δισεκ. ευρώ. Κατόπιν οι αγορές αυτές να μειωθούν σε 30 δισεκ. ευρώ κατά το γ' τρίμηνο του 2022, ενώ από το δ' τρίμηνο του 2022 και εξής το ύψος των αγορών να επανέλθει στα παρόντα επίπεδα, δηλαδή 20 δισεκ. ευρώ ανά μήνα. Καθορίστηκε ότι οι αγορές τίτλων θα διατηρήσουν αυτό το ύψος για

όσο χρονικό διάστημα απαιτηθεί να ενισχύουν τη διευκολυντική επίδραση που ασκείται από την πολιτική βασικών επιτοκίων την οποία ακολουθεί το Ευρωσύστημα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε επίσης ότι θα συνεχίσει να παρακολουθεί τις συνθήκες άντλησης χρηματοδοτικών πόρων εκ μέρους των τραπεζών επιδιώκοντας να διασφαλίσει ότι η εξόφληση εκ μέρους των αντισυμβαλλομένων του Ευρωσυστήματος της αντληθείσας μέσω των πράξεων TLTRO-III χρηματοδότησης δεν θα οδηγήσει σε διατάραξη της απρόσκοπτης μετάδοσης των αποτελεσμάτων της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Το Διοικητικό Συμβούλιο θα αξιολογεί σε τακτική βάση τη συνεισφορά των TLTRO-III στη διαμόρφωση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Τονίστηκε εξάλλου ότι στο τέλος του Ιουνίου 2022 οι ειδικές ευνοϊκές ρυθμίσεις ως προς τους όρους των εν λόγω πράξεων θα παύσουν να ισχύουν. Επίσης ανακοινώθηκε ότι το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θα εξετάσει τον κατάλληλο προσδιορισμό των παραμέτρων οι οποίες οριοθετούν τις δύο βαθμίδες της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων προκειμένου το αρνητικό επιτόκιο το οποίο εφαρμόζεται επί του παρόντος στη μια εκ των δύο βαθμίδων να μην προκαλεί περιορισμό της διαμεσολαβητικής ικανότητας των τραπεζών υπό τις επικρατούσες συνθήκες πλεονάζουσας ρευστότητας.

3 Η ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η ρευστότητα που παρείχε το Ευρωσύστημα προς το τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ ενισχύθηκε σημαντικά από την εκδήλωση της πανδημικής κρίσης και μετά και στο τέλος Νοεμβρίου 2021 ανήλθε σε 6.860 δισεκ. ευρώ περίπου, έναντι 5.470 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2020 (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.3).

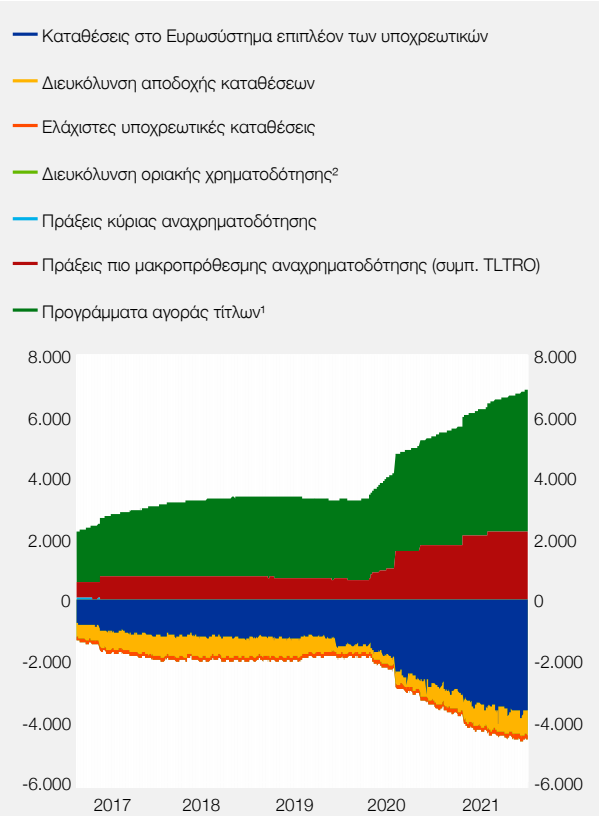
Η αξία των τίτλων που αποκτήθηκαν μέσω των προγραμμάτων αγοράς τίτλων του Ευρωσυστήματος διαμορφώθηκε κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2021 κατά μέσο όρο σε 4.150 δισεκ. ευρώ περίπου, συγκριτικά με περίπου 3.080 δισεκ. ευρώ το 2020. Από τα επιμέρους προγράμματα, οι αγορές στο πλαίσιο του PEPP αντιπροσώπευαν το μεγαλύτερο μέρος της ανόδου, ενώ ακολούθησαν το πρόγραμμα αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα και το πρόγραμμα αγοράς εταιρικών ομολόγων. Ωστόσο, το μερίδιο των προγραμμάτων αγοράς τίτλων (PEPP και APP) στη συνολική ρευστότητα που χορηγήθηκε προς τους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος διαμορφώθηκε σε 67% κατά μέσο όρο την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2021, σε σύγκριση με 71% το 2020. Το εναπομένον μερίδιο στη συνολική ρευστότητα αντλήθηκε μέσω των πράξεων αναχρηματοδότησης (TLTRO, PELTRO, LTRO και MRO) και ανήλθε σε 33%, έναντι 29% προηγουμένως. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στον υψηλό όγκο ρευστότητας που χορηγήθηκε μέσω των πράξεων TLTRO-III, ιδίως εκείνης του Μαρτίου 2021. Το υπόλοιπο της χρηματοδότησης που έχει αντληθεί συνολικά μέσω των πράξεων TLTRO-III ανερχόταν στα τέλη Νοεμβρίου 2021 σε 2,3 τρισεκ. ευρώ περίπου.

Η ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα συνέχισε κατά συνέπεια να ενισχύεται, γεγονός που επηρέασε το βαθμό χρήσης του συστήματος δύο βαθμίδων (two-tier system) από τα πιστωτικά ιδρύματα. Όπως είναι γνωστό, ένα μέρος από τα υπερβάλλοντα διαθέσιμα που κατατίθενται από τους αντισυμβαλλομένους στους τρεχούμενους λογαριασμούς τους οποίους τηρούν στο Ευρωσύστημα εξαιρείται και δεν τοκίζεται με το ισχύον αρνητικό επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων (-0,50%). Αντίθετα, το εν λόγω μέρος τοκίζεται επί του παρόντος με μηδενικό επιτόκιο. Οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ αξιοποίησαν το επιτρεπόμενο όριο μέχρι του οποίου τα διαθέσιμα εξαιρούνται από το αρνητικό επιτόκιο σε ποσοστό 99,2% (Νοέμβριος 2021), έναντι 99% το Δεκέμβριο του 2020, ενώ η ρευστότητα πάνω από το όριο, η οποία δεν εξαιρέθηκε και κατ' ανάγκη τοκίστηκε με -0,50%, αυξήθηκε σημαντικά. Το μερίδιο στη συνολική υπερβάλλουσα ρευστότητα³ των διαθεσίμων που εξαιρούνται από το αρνητικό επιτόκιο ήταν 21% το Νοέμβριο

3 Ως υπερβάλλουσα ρευστότητα ορίζεται το άθροισμα των καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στους τρεχούμενους λογαριασμούς τους στο Ευρωσύστημα (πέραν των ελάχιστων υποχρεωτικών) και στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων.

Διάγραμμα III.3 Παροχή ρευστότητας και καταθέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων στο Ευρωσύστημα (2 Ιανουαρίου 2017 - 30 Νοεμβρίου 2021)

(δισεκ. ευρώ, ημερήσια στοιχεία)

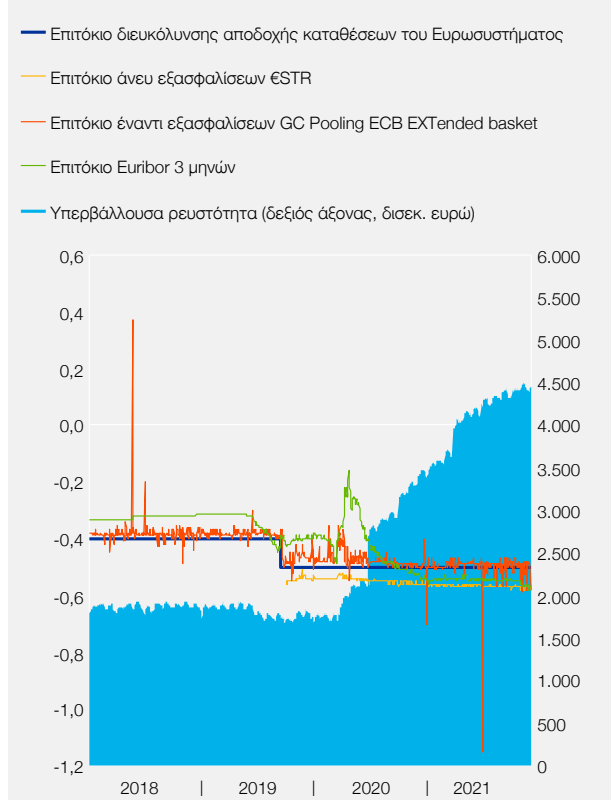


Πηγή: ΕΚΤ.

¹ Περιλαμβάνονται τα προγράμματα αγορών τίτλων (SMP), καλυμμένων ομολογιών (CBPP1, CBPP2 και CBPP3), προϊόντων τιτλοποίησης (ABSPP), τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP) και εταιρικών χρεογράφων (CSPP) καθώς και το έκτακτο πρόγραμμα αγοράς χρεογράφων λόγω της πανδημίας (PEPP).
² Λόγω του πολύ μικρού μεγέθους, η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης δεν διακρίνεται στο διάγραμμα.

Διάγραμμα III.4 Επιτόκια στην αγορά χρήματος και στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων και υπερβάλλουσα ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ (2 Ιανουαρίου 2018 - 30 Νοεμβρίου 2021)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγές: ΕΚΤ, Eurex Repo, European Money Markets Institute και Refinitiv/Reuters Eikon.

του 2021, έναντι 25% στο τέλος του 2020, ενώ το μερίδιο εκείνων που δεν εξαιρούνται αυξήθηκε σε 63%, από 58% αντίστοιχα.

Λόγω της ενίσχυσης της υπερβάλλουσας ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, τα επιτόκια στην αγορά χρήματος εξακολούθησαν να κυμαίνονται σε πολύ χαμηλά (αρνητικά) επίπεδα το ενδεκάμηνο του 2021 και κατέγραψαν συνολικά περαιτέρω υποχώρηση (βλ. Διάγραμμα III.4). Ειδικότερα, το επιτόκιο €STR στην αγορά άνευ εξασφαλίσεων διαμορφώθηκε την εξεταζόμενη περίοδο κατά μέσο όρο σε -0,567%, έναντι -0,547% το 2020. Η υποχώρηση αυτή υποβοηθήθηκε από τις αναθεωρημένες καθοδηγητικές ενδείξεις για τα βασικά επιτόκια τον Ιούλιο του 2021 (βλ. ενότητα 1 του παρόντος κεφαλαίου). Σημαντικότερη υποχώρηση, αλλά και μεγαλύτερη μεταβλητότητα, εμφάνισε το επιτόκιο Euribor 3 μηνών, αντανακλώντας το χαμηλότερο όγκο συναλλαγών στις μεγαλύτερες διάρκειες. Από τον Οκτώβριο του 2020, το επιτόκιο αυτό διαμορφώνεται σε επίπεδο χαμηλότερο του επιτοκίου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων και το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2021 ήταν κατά μέσο όρο -0,546, έναντι -0,427 το 2020 (βλ. Διάγραμμα III.4). Ευνοϊκές εξελίξεις καταγράφηκαν το 2020 και το 2021 στην αγορά ρευστών τοποθετήσεων έναντι εξασφαλίσεων, δηλ. μέσω συμφωνιών επαναγοράς, η οποία αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο τμήμα του όγκου των συναλλαγών στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ. Το επιτόκιο για τοποθετήσεις έναντι τυποποιημένων ομάδων εξασφαλίσεων GC Pooling ECB EXT διαμορφώθηκε γενικά κοντά στο επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2021 υποχώρησε κατά μέσο όρο σε -0,497%, έναντι -0,475% το 2020.

IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Από το β' τρίμηνο του 2021 και ύστερα, με την επανεκκίνηση της ελληνικής οικονομίας, ο αναπτυξιακός ρυθμός ανέκαμψε ταχύτατα. Η ιδιωτική κατανάλωση, οι επενδύσεις και ο εξωτερικός τομέας τροφοδότησαν την οικονομική δραστηριότητα. Η ανάκτηση σημαντικού μέρους των απωλειών του τουριστικού τομέα και η διατήρηση του ανοδικού ρυθμού στη μεταποίηση συνέβαλαν στη στήριξη του διαθέσιμου εισοδήματος και της απασχόλησης. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων διατηρήθηκαν σε υψηλό επίπεδο και ενισχύθηκαν σε όλη τη διάρκεια του έτους, ενώ ιδιαίτερα θετική παρέμεινε καθ' όλη τη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου και η εξέλιξη των βασικών οικονομικών δεικτών στη βιομηχανία, στις κατασκευές και στην εξαγωγική δραστηριότητα.

Ο πληθωρισμός, από τον Ιούνιο και ύστερα, κατέγραψε θετικούς ρυθμούς, καθώς σημειώθηκε σημαντική αύξηση των τιμών της ενέργειας, των πρώτων υλών και των τροφίμων σε διεθνές επίπεδο. Ταυτόχρονα, οι εισαγόμενες πληθωριστικές πιέσεις πολλαπλασιάστηκαν λόγω προβλημάτων στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες. Το αποτύπωμα της πανδημίας στα βασικά μεγέθη της αγοράς εργασίας παραμένει ήπιο έως τώρα, καθώς τα μέτρα για την προστασία τόσο της απασχόλησης όσο και του εισοδήματος των εργαζομένων αποδείχθηκαν αποτελεσματικά, ενώ σαφή δείγματα βελτίωσης της απασχόλησης καταγράφονται από το β' τρίμηνο και ύστερα. Στον εξωτερικό τομέα παρατηρήθηκε βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας, τόσο σε επίπεδο τιμών όσο και σε διαρθρωτικό. Οι εξαγωγές αγαθών συνέχισαν την ανοδική τους πορεία, αλλά το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών αυξήθηκε, ιδιαίτερα μετά το α' τρίμηνο του έτους, οπότε οι εισαγωγές επιταχύνθηκαν λόγω της ανάκαμψης της κατανάλωσης και των επενδύσεων.

Η μετάβαση σε ένα βιώσιμο πρότυπο εξωστρεφούς οικονομικής δραστηριότητας, με την επίτευξη υψηλών αναπτυξιακών ρυθμών το επόμενο διάστημα, αποτελεί σημαντική πρόκληση. Στην κατεύθυνση αυτή, ιδιαίτερο ρόλο αναμένεται να διαδραματίσουν η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU προκειμένου να αυξηθούν οι επενδύσεις και η συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας, η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων που περιλαμβάνονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, αλλά και η ενίσχυση της χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας.

Η οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται ότι κατέγραψε ρυθμό αύξησης 7,2% το 2021, αν και με βάση τα νέα εθνικολογιστικά στοιχεία του ΑΕΠ που ανακοινώθηκαν πρόσφατα και δεν είχαν ληφθεί υπόψη στις προβλέψεις του Ευρωσυστήματος για την Ελλάδα ο ρυθμός αναμένεται, σύμφωνα με μία τεχνική επανεκτίμηση, να είναι σημαντικά υψηλότερος, άνω του 8%. Για το 2022 προβλέπεται να διαμορφωθεί στο 5,0%. Στους παράγοντες που ενδέχεται να επηρεάσουν θετικά την ανάκαμψη περιλαμβάνονται η ταχύτερη του αναμενομένου αύξηση της κατανάλωσης των νοικοκυριών και η επιτάχυνση της απορρόφησης των πόρων του NextGenerationEU. Τυχόν επιδείνωση της υγειονομικής κατάστασης λόγω της πανδημίας, αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων μετά τη λήξη των μέτρων κρατικής στήριξης, χαμηλότερο ποσοστό απορρόφησης των κονδυλίων του Next-GenerationEU και μεγαλύτερη αβεβαιότητα για την εξέλιξη του πληθωρισμού ενδέχεται να επιβραδύνουν την πορεία της ανάπτυξης.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η οικονομική δραστηριότητα ανέκαμψε με υψηλούς ρυθμούς στη διάρκεια του 2021, μετά τη σημαντική ύφεση που καταγράφηκε το 2020 (-9,0%) λόγω των συνεπειών της πανδημίας

¹ Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 17.12.2021.

COVID-19 και των μέτρων περιορισμού για την αντιμετώπισή της. Το ΑΕΠ σημείωσε ισχυρή άνοδο τόσο στο β΄ όσο και στο γ΄ τρίμηνο, κατά 16,6% και 13,4% έναντι των αντίστοιχων τριμήνων του 2020 (βλ. Διάγραμμα IV.1). Από την πλευρά της ζήτησης, επισημαίνεται η δυναμική ανάκαμψη τόσο της ιδιωτικής κατανάλωσης –η οποία υποστηρίχθηκε από την αποδέσμευση της αναβληθείσας κατανάλωσης των νοικοκυριών, αλλά και από την άνοδο του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματός τους– όσο και των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Ταυτόχρονα, η αύξηση της επενδυτικής δαπάνης των επιχειρήσεων και της δημόσιας κατανάλωσης επίσης στήριξε την εγχώρια ζήτηση. Αρνητική συμβολή στην ανάπτυξη είχε η αύξηση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, η οποία συνδέεται με την άνοδο της μεταποίησης και την ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων (βλ. Πίνακα IV.1). Από την πλευρά της προσφοράς, σημειώνεται η ανάκαμψη των υπηρεσιών (κυρίως στον τουριστικό τομέα), καθώς επίσης και της βιομηχανίας και των κατασκευών.

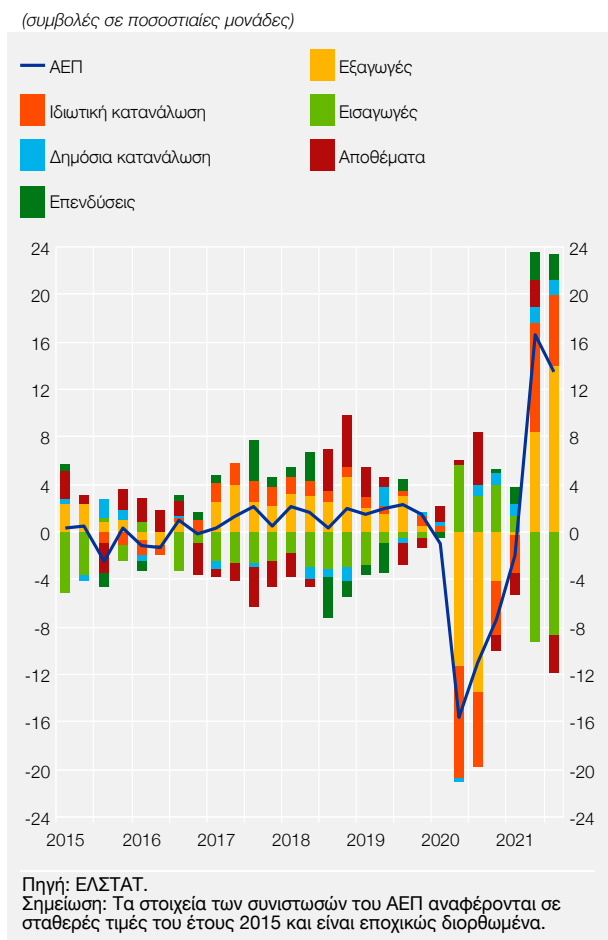
Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων σε όλους τους κλάδους βελτιώθηκαν και παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα σε όλη τη διάρκεια του έτους (βλ. Διάγραμμα IV.2). Εντούτοις, ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών κατέγραψε επιδείνωση το δεύτερο εξάμηνο, ενδεχομένως λόγω της αβεβαιότητας σχετικά με την εξέλιξη της πανδημίας, αλλά και των πληθωριστικών πιέσεων. Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) σημείωσε μεγάλη βελτίωση στο ίδιο διάστημα, υποδηλώνοντας υψηλούς αναπτυξιακούς ρυθμούς στη μεταποίηση. Στην ίδια κατεύθυνση, σημαντικοί δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας, όπως της βιομηχανικής παραγωγής, των λιανικών πωλήσεων, των οικοδομικών αδειών και των πωλήσεων επιβατικών αυτοκινήτων, κατέγραψαν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης.

Η ελληνική αγορά ακινήτων περιόρισε τις απώλειές της και σταδιακά το 2021 ενισχύθηκε εκ νέου το ενδιαφέρον για ακίνητα τόσο επαγγελματικής όσο και οικιστικής χρήσης. Ιδιαίτερα στον τομέα της κατοικίας, το ενδιαφέρον συγκεντρώνεται στο τμήμα της αγοράς που συνδέεται με τον τουρισμό και τις επενδύσεις. Παρά το γεγονός ότι εξακολουθούν να υπάρχουν στοιχεία αβεβαιότητας, η ελληνική αγορά ακινήτων αναμένεται να συνεχίσει να αναπτύσσεται, καθώς η σωρευτικά σημαντική πτώση των αξιών και η περιορισμένη οικοδομική δραστηριότητα της τελευταίας δεκαετίας αναδεικνύουν επενδυτικές ευκαιρίες.

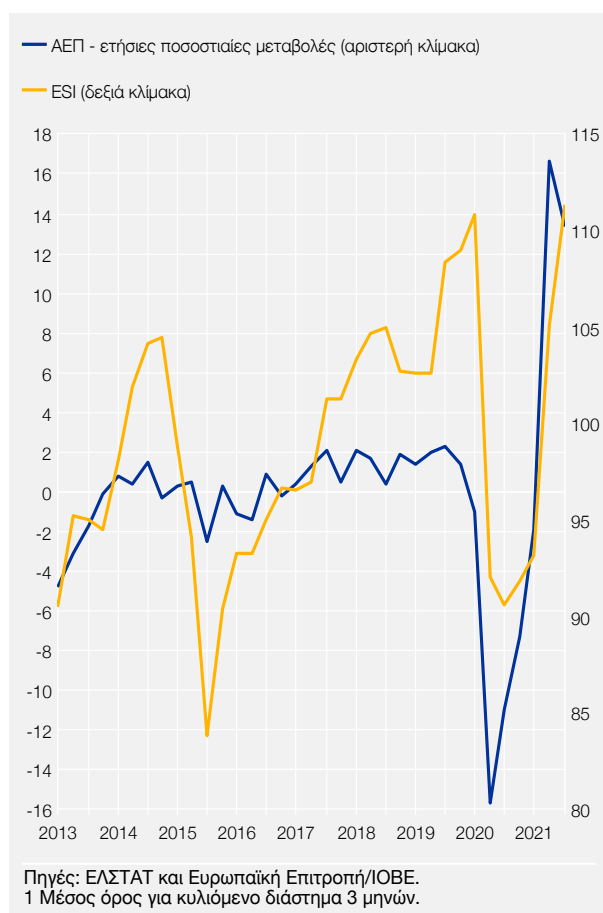
Η απασχόληση συνέχισε να μειώνεται τους πρώτους μήνες του 2021, αλλά η επίδραση της πανδημίας στην αγορά εργασίας ήταν περιορισμένη, καθώς τα μέτρα που ελήφθησαν για τη στήριξη του εισοδήματος και της απασχόλησης αποδείχθηκαν αποτελεσματικά. Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας και η έναρξη της τουριστικής περιόδου οδήγησαν σε αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων και σε περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας ήδη από το β΄ τρίμηνο του έτους, το οποίο από τον Οκτώβριο του 2021 υποχώρησε στο 13,3% από 16,4% τον Οκτώβριο του 2020 (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία). Η υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0” αναμένεται να συμβάλει στη διατήρηση των θέσεων εργασίας και στη δημιουργία νέων, ενώ παράλληλα θα πρέπει να ενισχυθούν περαιτέρω τα προγράμματα ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης, ώστε να διευκολυνθεί η επανένταξη των μακροχρόνια ανέργων στην αγορά εργασίας και για να ενισχυθεί η απασχόληση στις ευπαθείς κοινωνικές ομάδες και στις περιφέρειες που αντιμετωπίζουν υψηλότερη ανεργία.

Ο γενικός πληθωρισμός ξεκίνησε να καταγράφει θετικό ετήσιο ρυθμό από τον Ιούνιο του 2021, καθώς η οικονομική δραστηριότητα ανέκαμψε και παράλληλα εκδηλώθηκαν πληθωριστικές πιέσεις, λόγω κυρίως των διαταράξεων στις εφοδιαστικές αλυσίδες και της μεγάλης ανόδου των διεθνών τιμών της ενέργειας. Παρά το γεγονός ότι ο εγχώριος ρυθμός αύξησης των τιμών καταγράφεται λιγότερο έντονος σε σύγκριση με άλλες χώρες της ευρωζώνης, τόσο ο γενικός πληθωρισμός όσο και ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να κινηθούν, σε μέση ετήσια βάση, σε θετικό έδαφος το 2022, καθώς αυξητικές τάσεις παρατηρούνται σχεδόν σε όλες τις συστατικές του εναρμονισμένου δείκτη πληθωρισμού (βλ. Πλαίσιο IV.1 και Πλαίσιο IV.2).

Διάγραμμα IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης (α' τρίμηνο 2015 - γ' τρίμηνο 2021)



Διάγραμμα IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος (ESI)¹ (α' τρίμηνο 2013 - γ' τρίμηνο 2021)



Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας βελτιώθηκε το 2021. Σημειώνεται μάλιστα ότι στο πεδίο της ανταγωνιστικότητας τιμών, καταγράφηκε βελτίωση τόσο σε όρους σχετικών τιμών καταναλωτή όσο και σε όρους σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Τους πρώτους δέκα μήνες του 2021 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών βελτιώθηκε σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2020, καθώς το έλλειμμά του μειώθηκε κατά 2,7 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 6,4 δισεκ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή είναι αποτέλεσμα της αύξησης των καθαρών εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες, οι οποίες ανέκαμψαν με γρήγορο ρυθμό από το β' τρίμηνο του 2021 και ύστερα. Επίσης, σημαντική ήταν και η συμβολή των ισοζυγίων πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων, με τη βελτίωση του τελευταίου να οφείλεται κυρίως στην εκταμίευση της προχρηματοδότησης στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (Recovery and Resilience Facility – RRF). Παρά τη συνεχιζόμενη ανοδική πορεία των εξαγωγών όμως, το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών διευρύνθηκε, καθώς οι εισαγωγές αυξήθηκαν περισσότερο από τις εξαγωγές σε απόλυτο μέγεθος, λόγω αφενός της συνεχιζόμενης αύξησης της βιομηχανικής παραγωγής και αφετέρου της ανάκαμψης των επενδύσεων και της κατανάλωσης.

Με την προοπτική επίτευξης υψηλών αναπτυξιακών ρυθμών το επόμενο διάστημα, παραμένει ως βασική επιδίωξη ένα βιώσιμο πρότυπο οικονομικής ανάπτυξης, το οποίο να στηρίζεται στην εξωστρέφεια και την αύξηση της παραγωγικότητας και των επενδύσεων λαμβάνοντας υπόψη την ψηφιακή και την πράσινη μετάβαση. Σχετικά σημειώνονται τα εξής:

(α) Εκτιμάται ότι την επόμενη δεκαετία η ελληνική οικονομία, κυρίως μέσα από την αξιοποίηση των πόρων ύψους 72 δισεκ. ευρώ από το μακροπρόθεσμο προϋπολογισμό της ΕΕ 2021-2027 και το Ευρωπαϊκό Μέσο Ανάκαμψης NextGenerationEU, θα διατηρήσει υψηλούς ετήσιους ρυθμούς ανάπτυξης που θα ξεπεράσουν το 3% κατά μέσο όρο. Κατά συνέπεια, αναμένεται να καλύψει σημαντικό μέρος του επενδυτικού κενού που δημιουργήθηκε στη δεκαετία της κρίσης και ταυτόχρονα να ενισχύσει μακροπρόθεσμα τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών.

(β) Η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων που περιλαμβάνονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας είναι κομβικής σημασίας για τη διατηρησιμότητα των υψηλών αναπτυξιακών ρυθμών. Αναλυτικότερα, στο επίκεντρο του σχεδίου αυτού βρίσκονται οι μεταρρυθμίσεις που αφορούν την περαιτέρω απελευθέρωση αγορών αγαθών και υπηρεσιών, την ενίσχυση της ευελιξίας της αγοράς εργασίας, τις επενδύσεις στην εκπαίδευση, αλλά και τη μετάβαση σε πράσινες και ψηφιακές υποδομές. Ταυτόχρονα, είναι αναγκαία η συνέχιση και επιτάχυνση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων, προκειμένου να αξιοποιηθούν αποτελεσματικότερα πόροι και παραγωγικές υποδομές.

(γ) Εξίσου σημαντική για τη μεγιστοποίηση του οφέλους από την προβλεπόμενη ανάπτυξη και τη διάχυσή της σε όλο το φάσμα της οικονομικής δραστηριότητας είναι η ενίσχυση της χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας και ιδιαίτερα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Σε αυτό αναμένεται να συμβάλουν τόσο η βελτίωση της αποταμίευσης του ιδιωτικού τομέα – η οποία ήδη παρατηρείται – όσο και η χρήση των χρηματοδοτικών εργαλείων της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ), της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕΠ) και του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων. Με την αξιοποίηση αυτών των εργαλείων μειώνεται ο πιστωτικός κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι τράπεζες (επιμερισμός κινδύνου) και βελτιώνονται οι όροι δανεισμού για τις επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το πραγματικό ΑΕΠ θα αυξηθεί κατά 7,2% το 2021. Επισημαίνεται ότι με βάση τα νέα εθνολογιστικά στοιχεία του ΑΕΠ, τα οποία δόθηκαν στη δημοσιότητα προσφάτως από την ΕΛΣΤΑΤ και τα οποία δεν έχουν ληφθεί υπόψη στις προβλέψεις του Ευρωσυστήματος για την Ελλάδα, ο ρυθμός ανάπτυξης για το 2021 αναμένεται να είναι σημαντικά υψηλότερος, άνω του 8%, σύμφωνα με μια τεχνική επανεκτίμηση. Το 2022 το πραγματικό ΑΕΠ προβλέπεται να αυξηθεί κατά 5,0%, καθώς εκτιμάται ότι η κατανάλωση και οι επενδύσεις – με τη συμβολή και των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU – θα συνεχίσουν να συμβάλλουν θετικά. Οριακή αναμένεται να είναι η συμβολή του εξωτερικού τομέα της οικονομίας, λόγω της αναμενόμενης αύξησης των εισαγωγών που συνδέονται με τις επενδύσεις αλλά και με την αύξηση των εξαγωγών. Ωστόσο, η πρόβλεψη αυτή για το ΑΕΠ υπόκειται σε αβεβαιότητες. Τυχόν θετικότερη έκβαση σχετίζεται με την ισχυρότερη ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης, λόγω της συσσωρευμένης αποταμίευσης των νοικοκυριών κατά τη διάρκεια της πανδημίας και της ταχύτερης ανάκαμψης του τουρισμού, και με την ταχύτερη από την αναμενόμενη εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που θα οδηγήσει σε αποτελεσματικότερη απορρόφηση των κονδυλίων του NextGenerationEU. Υπάρχουν όμως και κίνδυνοι, που σχετίζονται με την εξέλιξη της πανδημίας, την αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) μετά τη λήξη των μέτρων κρατικής στήριξης και ενδεχομένως με ένα χαμηλό ποσοστό απορρόφησης των κονδυλίων του NextGenerationEU. Επίσης, εξακολουθεί να υπάρχει αυξημένη αβεβαιότητα που σχετίζεται με τις πληθωριστικές πιέσεις στις πρώτες ύλες, στο κόστος μεταφορών και στην ενέργεια.

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

2.1 Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

Μετά τη μεγάλη ύφεση που καταγράφηκε το 2020 (-9,0%) λόγω της πανδημίας COVID-19, η οικονομική δραστηριότητα ανέκαμψε το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2021 (8,9% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία), ως αποτέλεσμα

Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2016 - γ' τρίμηνο 2021)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες, σε σταθερές αγοραίες τιμές έτους 2015)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (α' τρίμ.)	2021 (β' τρίμ.)	2021 (γ' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	-0,3 (-0,2)	2,5 (1,7)	1,7 (1,2)	1,1 (0,8)	-7,1 (-4,9)	-4,5 (-3,2)	13,1 (9,2)	8,6 (6,0)
Δημόσια κατανάλωση	-0,1 (-0,0)	-1,1 (-0,2)	-3,3 (-0,7)	1,6 (0,3)	2,6 (0,5)	5,0 (1,0)	5,6 (1,3)	5,7 (1,3)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	1,4 (0,2)	11,0 (1,2)	-3,2 (-0,4)	-4,8 (-0,5)	0,4 (0,0)	13,1 (1,4)	17,7 (2,2)	18,1 (2,2)
<i>Επενδύσεις σε κατοικίες</i>	-11,3 (-0,1)	-6,9 (-0,0)	22,6 (0,1)	17,2 (0,1)	13,8 (-0,1)	27,2 (-1,0)	12,9 (-1,3)	69,0 (-1,0)
Εγχώρια τελική ζήτηση ¹	-0,1 (-0,1)	2,7 (2,7)	0,1 (0,1)	0,5 (0,5)	-4,4 (-4,4)	-0,8 (-0,8)	12,0 (12,7)	9,1 (9,5)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	2,1%	0,2%	1,5%	1,6%	3,2%	2,3%	3,9%	1,9%
Εγχώρια ζήτηση	0,5 (0,7)	0,9 (0,9)	1,1 (1,0)	1,2 (1,3)	-4,8 (-4,6)	-2,9 (-3,0)	16,4 (17,6)	7,4 (8,3)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-0,7 (-0,2)	8,5 (2,7)	9,4 (3,2)	4,6 (1,7)	-18,9 (-7,2)	-0,8 (-0,3)	26,3 (8,3)	48,6 (13,9)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	2,7 (-0,9)	7,6 (-2,6)	7,4 (-2,7)	3,1 (-1,2)	-7,9 (3,1)	-3,4 (1,4)	23,7 (-9,2)	21,7 (-8,7)
Εξωτερική ζήτηση	... (-1,1)	... (0,1)	... (0,6)	... (0,5)	... (-4,1)	... (1,1)	... (-1,0)	... (5,2)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	-0,5	1,1	1,5	1,8	-8,8	-1,9	16,6	13,4

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 6 Δεκεμβρίου 2021, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

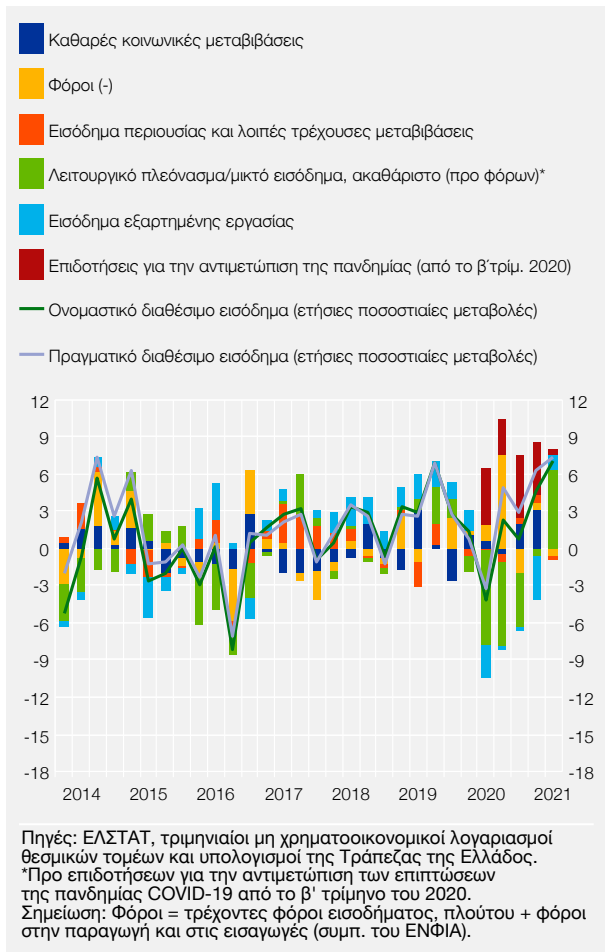
¹ Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης, της προσαρμογής των καταναλωτών και των επιχειρήσεων στις έκτακτες συνθήκες της πανδημίας και της επανεκκίνησης της οικονομίας το β' τρίμηνο του 2021, που διευκολύνθηκε από την πρόοδο του εμβολιαστικού προγράμματος. Συγκεκριμένα, η ανάκαμψη του ΑΕΠ κυρίως υποστηρίχθηκε από την αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (21,4%) και την άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης (5,2%). Η άνοδος του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου (16,3%) και της δημόσιας κατανάλωσης (5,5%) επίσης συνέβαλε στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Αντίθετα, η αύξηση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (13,2%), που αποδίδεται στην άνοδο της βιομηχανικής παραγωγής και στην ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων, είχε αρνητική επίδραση στην ανάπτυξη (βλ. Διάγραμμα IV.1 και Πίνακα IV.1).

Η ιδιωτική κατανάλωση ανέκαμψε δυναμικά από το β' τρίμηνο του έτους, καθώς υποστηρίχθηκε από την αποδέσμευση της αναβληθείσας κατανάλωσης των νοικοκυριών, αλλά και από την άνοδο του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος. Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία των τριμηνιαίων μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ) αυξήθηκε κατά 5,7% (6,8% σε πραγματικούς όρους) το πρώτο εξάμηνο του 2021 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020 και υποστηρίχθηκε κυρίως από τις κρατικές επιδοτήσεις και μεταβιβάσεις για την ενίσχυση των εισοδημάτων που επλήγησαν λόγω της πανδημίας που ανήλθαν σε 2,8 δισεκ. ευρώ (συμβολή κατά +2,2 ποσοστιαίες μονάδες), καθώς και από την ιδιαίτερα θετική συμβολή του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος/μικτού εισοδήματος (+3,0 ποσ. μον., σε μεγάλο βαθμό εισόδημα αυτοαπασχολούμενων, εξαιρουμένων των κρατικών επιδοτήσεων), το οποίο ανέκαμψε σημαντικά το β' τρίμηνο του έτους λόγω της επανεκκίνησης της οικονομικής δραστηριότητας (βλ. Διάγραμμα IV.3).

Το διαθέσιμο εισόδημα ενισχύθηκε σημαντικά κατά τη διάρκεια της πανδημίας μέσω κρατικών επιδοτήσεων και μεταβιβάσεων, ενώ η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών, ιδίως για υπηρεσίες και διαρκή αγαθά, κατέγραψε μεγάλη μείωση τις περιόδους εφαρμογής των περιοριστι-

Διάγραμμα IV.3 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμηνο 2014 - β' τρίμηνο 2021)



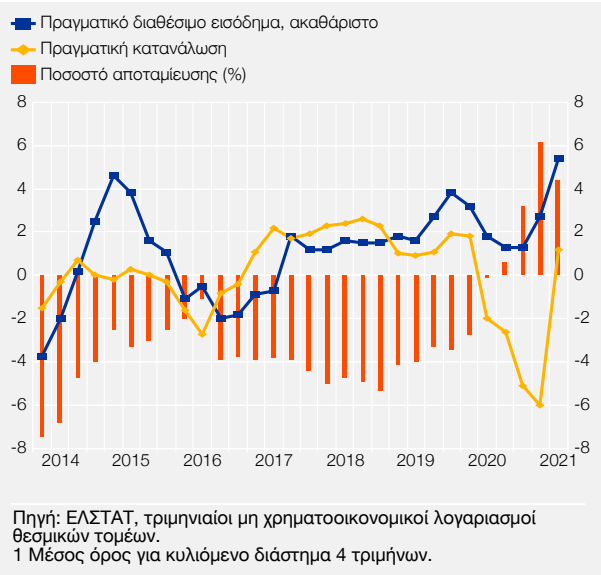
τη στήριξη των εισοδημάτων των νοικοκυριών το 2021. Ο Προϋπολογισμός για το 2021 προέβλεπε αναστολή της ειδικής εισφοράς αλληλεγγύης για τον ιδιωτικό τομέα και μείωση του ποσοστού των εργοδοτικών εισφορών κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες για τους υπαλλήλους του ιδιωτικού τομέα. Επίσης, τα προγράμματα ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης του ΟΑΕΔ, η επιδότηση των εισφορών για την πρόσληψη μακροχρόνια ανέργων, με στόχο τη δημιουργία 150.000 νέων θέσεων εργασίας, καθώς και η αξιοποίηση των κονδυλίων του προγράμματος SURE της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, αναμένεται να συνεχίσουν να στηρίζουν το

κών μέτρων, με αποτέλεσμα την άνοδο των αποταμιεύσεων. Παρά τη μικρή αποκλιμάκωση του υψηλού ποσοστού αποταμίευσης το β' τρίμηνο του 2021, ο μέσος όρος του για κυλιόμενο διάστημα τεσσάρων τριμήνων ήταν το β' τρίμηνο του 2021 πολύ υψηλότερος σε σχέση με τα προ πανδημίας επίπεδα, αντανακλώντας σε μεγάλο βαθμό την αναγκαστική αποταμίευση των νοικοκυριών² κατά τις περιόδους γενικευμένων περιοριστικών μέτρων (βλ. Διάγραμμα IV.4). Παράλληλα, η άνοδος των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών, με τις καταθέσεις τους να έχουν αυξηθεί κατά 16,6 δισεκ. ευρώ από το Μάρτιο του 2020 έως τον Οκτώβριο του 2021, εν μέρει μπορεί να αποδοθεί και σε λόγους πρόνοιας, εξαιτίας της ανησυχίας των νοικοκυριών για την οικονομική τους κατάσταση συνεπεία της πανδημίας.³

Ως προς την εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης το τρέχον έτος, η αναμενόμενη άνοδος του εισοδήματος των νοικοκυριών λόγω της αύξησης της απασχόλησης θα συνεχίσει να στηρίζει την ιδιωτική κατανάλωση. Παράλληλα, σημαντική ήταν και η επέκταση των μέτρων της κυβέρνησης για

Διάγραμμα IV.4 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης¹ (α' τρίμηνο 2014 - β' τρίμηνο 2021)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές για την ιδιωτική κατανάλωση και το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών)



2 Βλ. "COVID-19 and the increase in household savings: an update", ECB, *Economic Bulletin*, Issue 5/2021.

3 Σύμφωνα με την έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής "Business and Consumer Survey", οι προσδοκίες των καταναλωτών για την εξέλιξη της ανεργίας τους επόμενους 12 μήνες επιδεινώθηκαν μεταξύ Μαρτίου 2020 και Φεβρουαρίου 2021. Αν και από το Μάρτιο έως το Νοέμβριο του 2021 παρατηρήθηκε βελτίωση των προσδοκιών, οι εκτιμήσεις για την ανεργία παραμένουν πιο απαισιόδοξες σε σχέση με τα προ πανδημίας επίπεδα.

Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής και επενδυτικής ζήτησης (2015-2021)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)¹

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-1,5	-0,6	1,2	1,4	0,8	-4,0	8,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-9,1	20,9	-6,7	9,3	6,0	-20,6	12,6 (Ιαν.-Νοέμ.)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-50,3	-62,9	-58,9	-44,0	-19,8	-31,2	-40,8 (Νοέμ.)
Νέες κυκλοφορίες ΙΧ. επιβατικών αυτοκινήτων	13,8	10,7	22,2	25,8	13,2	-26,6	21,8 (Ιαν.-Νοέμ.)
Καταναλωτική πίστη ²	-2,3 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-0,5 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-1,6 (Δεκ.)	-2,2 (Δεκ.)	-1,4 (Οκτ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	62,1	65,5	64,1	69,4	69,8	70,1	74,9 (Ιαν.-Νοέμ.)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	2,3	-2,3	2,1	5,8	6,0	0,2	14,0 (Ιαν.-Οκτ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	-2,8	-1,8	-5,4	4,8	-9,5	88,7	2,9 (Ιαν.-Οκτ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ²	-1,2 (Δεκ.)	-0,1 (Δεκ.)	0,3 (Δεκ.)	0,2 (Δεκ.)	1,7 (Δεκ.)	9,8 (Δεκ.)	2,3 (Οκτ.)
Στεγαστική πίστη ²	-3,5 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-3,4 (Δεκ.)	-2,7 (Δεκ.)	-2,8 (Οκτ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	3,1	6,0	-18,2	-14,0	-6,0	-9,6	4,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	-0,5	-6,8	19,5	21,4	9,8	5,9	53,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	-29,9	-1,1	-9,6	4,8	0,0	7,9	105,2 (Ιαν.-Νοέμ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (λιανικό εμπόριο, αυτοκίνητα, παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή στις κατασκευές), IOBE (προσδοκίες, βαθμός χρησιμοποίησης), IOBE και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών), Τράπεζα της Ελλάδος (καταναλωτική και στεγαστική πίστη, χρηματοδότηση επιχειρήσεων και εκταμιεύσεις ΠΔΕ).

1 Με εξαίρεση το δείκτη εμπιστοσύνης καταναλωτών (διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων) και το βαθμό χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών (ποσοστά %).

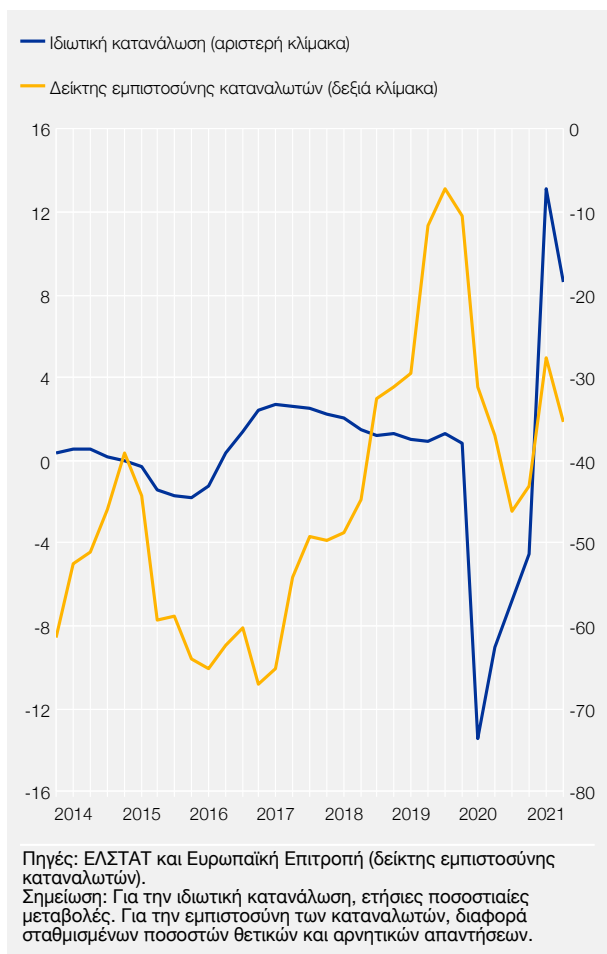
2 Οι ρυθμοί προκύπτουν από τις μεταβολές των υπολοίπων διορθωμένες ως προς τις διαγραφές δανείων, συναλλαγματικές διαφορές και αναταξινομήσεις.

διαθέσιμο εισόδημα και να συμβάλλουν στην ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης. Επιπλέον, η σταδιακή αποκλιμάκωση των αποταμιεύσεων από τα τρέχοντα υψηλά επίπεδα αναμένεται να συμβάλει στην αποδέσμευση της αναβαλλόμενης ζήτησης των προηγούμενων περιόδων και να οδηγήσει στην ανάκαμψη της καταναλωτικής δαπάνης.⁴ Άλλωστε, η μεγάλη άνοδος που καταγράφει ο γενικός δείκτης όγκου λιανικών πωλήσεων (βλ. Πίνακα IV.2), ο οποίος τους τελευταίους μήνες κινείται σε επίπεδα υψηλότερα σε σχέση με την περίοδο πριν την πανδημία, ιδίως στις κατηγορίες διαρκών αγαθών, καταδεικνύει την αποδέσμευση της αναβαλλόμενης ζήτησης των νοικοκυριών. Εντούτοις, δείκτες συγκυρίας, όπως η καταναλωτική εμπιστοσύνη (βλ. Διάγραμμα IV.5) που καταγράφει υποχώρηση από τα μέσα του 2021, ενσωματώνουν την αβεβαιότητα των νοικοκυριών για τη μελλοντική οικονομική τους κατάσταση και τη μείωση της αγοραστικής τους δύναμης συνεπεία των αυξήσεων στις τιμές, ιδίως των τροφίμων και της ενέργειας. Ακόμη, η υψηλή αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση των νοικοκυριών και η λήξη των μέτρων αναστολής πληρωμών των δόσεων δανείων (moratoria) ενδέχεται να επηρεάσουν την ιδιωτική κατανάλωση. Επομένως, η καταναλωτική δαπάνη αναμένεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται τα επόμενα δύο έτη, με ηπιότερους όμως ρυθμούς, παράλληλα με την αύξηση της απασχόλησης, ενώ και η μείωση της αποταμίευσης αναμένεται να συμβάλει προς αυτή την κατεύθυνση (βλ. ενότητα IV.7).

Ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου αυξήθηκε σημαντικά κατά 16,3% το εννεάμηνο του 2021 σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2020. Η βελτίωση αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση των επενδύσεων και στις τρεις κατηγορίες εξοπλισμού. Η υψηλότερη αύξηση καταγράφηκε στο μεταφορικό εξοπλισμό και οπτικά συστήματα (+33,0%), σε μεγάλο βαθμό οφειλόμενη σε επιδράσεις βάσης, εφόσον το εννεάμηνο του 2020 η συγκεκριμένη κατηγορία είχε υποχωρήσει

4 Βλ. "Household saving ratio dynamics and implications for the euro area economic outlook", Box 2, Eurosystem staff macro-economic projections for the euro area, June 2021.

Διάγραμμα IV.5 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών (α' τρίμηνο 2014 - γ' τρίμηνο 2021)



κατά 36,5%. Αξιόλογη βελτίωση σημείωσαν τόσο οι επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό και οπτικά συστήματα (+18,6%) όσο και σε εξοπλισμό τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνιών (+19,6%). Οι επενδύσεις σε κατοικίες σημείωσαν εκ νέου σημαντική άνοδο κατά 34,7% το πρώτο εννεάμηνο του 2021, ενώ και οι κατασκευές πλην κατοικιών επίσης αυξήθηκαν κατά 10,1%.

Το β' τρίμηνο του 2021 οι επενδύσεις κεφαλαίου του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα ανήλθαν σε 19,7 δισεκ. ευρώ ή 11,5% του ΑΕΠ, από 9,5% του ΑΕΠ το 2019, δηλαδή την περίοδο πριν από την εμφάνιση της πανδημίας (βλ. Διάγραμμα IV.6). Ταυτόχρονα, εντείνεται η επέκταση της παραγωγικής κεφαλαιακής βάσης των επιχειρήσεων, μετά την επιβράδυνση που παρατηρήθηκε στην αρχική φάση της πανδημίας.

Η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα συνέχισε την έντονη ανοδική της πορεία, από 6,1% του ΑΕΠ στο τέλος του 2019 σε 23,5% του ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2021, λόγω της αύξησης τόσο της εξωτερικής χρηματοδότησης (κατά 8,4% του ΑΕΠ) όσο και της εσωτερικής χρηματοδότησης από ίδιους πόρους (κατά 8,9% του ΑΕΠ) το εν λόγω διάστημα, με τη βοήθεια των κυβερνητικών προγραμμάτων στήριξης.⁵ Ειδικότερα, το β' τρίμηνο του 2021, συγκριτικά με το τέλος του 2019, αυξήθηκε θεαματικά η εξωτερική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων⁶ (16,7

δισεκ. ευρώ από 3,8 δισεκ. ευρώ το 2019). Η βελτίωση αυτή εξηγείται από τη δυναμική ανόδο του δανείων (σε 10,5 δισεκ. ευρώ από 0,7 δισεκ. ευρώ το 2019), την αυξημένη έκδοση χρεογράφων (2,4 δισεκ. ευρώ, έναντι 0,2 δισεκ. ευρώ το 2019) και την έκδοση νέων μετοχών (3,1 δισεκ. ευρώ, έναντι 0,7 δισεκ. ευρώ το 2019). Επιπλέον, το β' τρίμηνο του 2021 η εσωτερική χρηματοδότηση (δηλαδή οι ιδιωτικοί αποταμιευτικοί πόροι που είναι διαθέσιμοι για επενδύσεις) υπερδιπλασιάστηκε στο 15,2% του ΑΕΠ από 6,3% το 2019, λόγω των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης της οικονομίας, της αναστολής πληρωμής υποχρεώσεων, καθώς και της περικοπής δαπανών (ηθελμημένης ή εξ ανάγκης) εκ μέρους των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Συνεπώς, το β' τρίμηνο του 2021, η εσωτερική αποταμίευση του ιδιωτικού τομέα υπερκαλύπτει το σχετικά χαμηλό επίπεδο επενδύσεων στην πραγματική οικονομία (11,5% του ΑΕΠ).

Παράλληλα, το β' τρίμηνο του 2021 σε σύγκριση με το τέλος του 2019, παρατηρείται θεαματική αύξηση των επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα σε χρηματοοικονομικά στοιχεία (κατά 14,6% του ΑΕΠ), που είχε ξεκινήσει αμυδρά το 2019, ανακόπτοντας την αποεπένδυση χρηματοοικονομικού πλούτου επί σειρά ετών. Η αύξηση αυτή αντανακλά κυρίως την ενίσχυση των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα. Έτσι, το β' τρίμηνο του 2021 από το ποσοστό 15,2% του ΑΕΠ που αντι-

5 Η εσωτερική χρηματοδότηση ορίζεται ως το άθροισμα της ακαθάριστης αποταμίευσης των νοικοκυριών (και των παρακρατηθέντων κερδών των επιχειρήσεων) και των καθαρών κεφαλαιακών μεταβιβάσεων.

6 Για πληρέστερη ανάλυση και διευκρινίσεις, βλ. Πλαίσιο IV.3, "Η χρηματοδότηση των ιδιωτικών επενδύσεων στην Ελλάδα", Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2018, Ενδιάμεση Έκθεση*, Δεκέμβριος 2018.

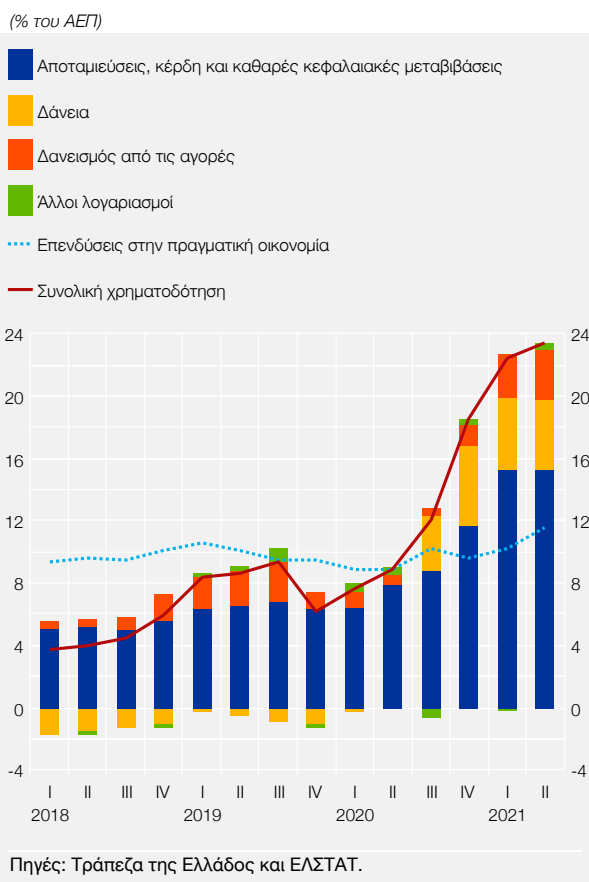
προσωπεύουν οι χρηματοοικονομικές επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα, το 10,4% του ΑΕΠ αφορά καταθέσεις, το 2,3% μετοχές και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων και το 0,3% επενδύσεις σε χρεόγραφα. Η ενίσχυση των χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού του ιδιωτικού τομέα αντανακλά, πέρα από τη συμμετοχή των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στα ευρύτερα προγράμματα στήριξης, την υποχώρηση της κατανάλωσης και την αναστολή πληρωμής δανείων και λοιπών φορολογικών υποχρεώσεων (moratoria) ευάλωτων νοικοκυριών και επιχειρήσεων.

Η επιτάχυνση των επενδύσεων είναι καίριας σημασίας για την ανάπτυξη και την πραγματική σύγκλιση με τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης. Σημειώνεται ότι το μερίδιο του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου στο ΑΕΠ τη δεκαετία 2011-2020 ήταν μόλις 11,4%, έναντι 23,0% τη δεκαετία 2001-2010, με αποτέλεσμα το επενδυτικό κενό συνεχώς να διευρύνεται. Ο κύριος μοχλός της επιτάχυνσης των επενδύσεων είναι το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0”, που περιλαμβάνει μία σειρά 68 διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και 106 επενδυτικών έργων και θα χρηματοδοτηθεί με 30,5 δισεκ. ευρώ από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας της ΕΕ, ενώ οι συνολικοί επενδυτικοί πόροι που εκτιμάται ότι θα κινητοποιηθούν ανέρχονται σε 60 δισεκ. ευρώ περίπου. Ήδη από τον Αύγουστο 2021 έχουν εκταμιευθεί 4 δισεκ. ευρώ, τα οποία θα διατεθούν για χρηματοδότηση νέων επενδύσεων.

Παράλληλα, το Σεπτέμβριο του 2021 εγκρίθηκε το Τομεακό Πρόγραμμα Ανάπτυξης του Υπουργείου Ανάπτυξης και Επενδύσεων 2021-2025 με συνολικό προϋπολογισμό 885 εκατ. ευρώ, που έχει ως στόχους τη δημιουργία φιλικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος, την ενίσχυση της βιομηχανίας, την ανάπτυξη της έρευνας και τεχνολογίας, τη στήριξη του εμπορίου και την προστασία του καταναλωτή. Ταυτόχρονα, συνεχίζονται ή θα ξεκινήσουν στο εγγύς μέλλον οι εργασίες σε σημαντικά επενδυτικά σχέδια, όπως το αεροδρόμιο στο Καστέλι Ηρακλείου Κρήτης, το μετρό της Θεσσαλονίκης, η γραμμή 4 του μετρό της Αθήνας, η αστική ανάπτυξη στο Ελληνικό, το βόρειο τμήμα του Αυτοκινητόδρομου Κεντρικής Ελλάδας (Ε65), η ανάπτυξη του Εκθεσιακού και Συνεδριακού Κέντρου Θεσσαλονίκης και ο Βόρειος Οδικός Άξονας Κρήτης.

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας ενίσχυσης των επενδύσεων είναι το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων. Τους τελευταίους μήνες παρατηρείται έντονη κινητικότητα και ήδη τα πρώτα αποτελέσματα έχουν αρχίσει να φαίνονται. Η σημαντικότερη εξέλιξη είναι η πώληση του 49% του ΔΕΔΔΗΕ από τη ΔΕΗ έναντι τιμήματος 2,1 δισεκ. ευρώ, που αποτελεί τη μεγαλύτερη αποκρατικοποίηση των τελευταίων ετών. Επίσης, έχουν γίνει αποδεκτές από το ΤΑΙΠΕΔ οι δεσμευτικές προσφορές για την παραχώρηση του δικαιώματος χρήσης και εκμετάλλευσης της Εγνατίας Οδού για χρονική περίοδο 35 ετών έναντι τιμήματος 1.496 εκατ. ευρώ και για την πώληση του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της ΔΕΠΑ Υποδομών. Επίσης, έχουν κατατεθεί προσφορές για την παραχώρηση της μαρίνας Καλαμαριάς (Αρετσού), για την πώληση του 67% του μετοχικού κεφαλαίου του Οργανισμού Λιμένος Ηρακλείου και για την αξιοποίηση τμήματος της πρώην αμερικανικής βάσης στις Γούρνες Ηρακλείου Κρήτης.

Διάγραμμα IV.6 Πηγές χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και πραγματικές επενδύσεις



2.2 Εξελίξεις στην πλευρά της προσφοράς

Το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2021 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας αυξήθηκε κατά 8,3%, αντανakλώντας την επανεκκίνηση της οικονομικής δραστηριότητας το β' τρίμηνο του έτους μετά από την άρση των αυστηρών περιοριστικών μέτρων και την επέκταση του εμβολιαστικού προγράμματος (βλ. Πίνακα IV.3). Η άνοδος της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στην επίδοση του συνόλου των υπηρεσιών (+7,4%) και κυρίως του κλάδου που συνδέεται με τον τουρισμό "Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορά και αποθήκευση" (+17,4%), λόγω της αποδέσμευσης της αναβαλλόμενης ζήτησης (που είχε συσσωρευθεί λόγω της πανδημίας) και της έναρξης της τουριστικής περιόδου.

Ιδιαίτερα θετική ήταν και η επίδοση της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας της βιομηχανίας συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2021 (+10,2%). Η εξέλιξη αυτή συνάδει με την πορεία του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, που καταγράφει άνοδο επί 12 συνεχείς μήνες και αυξήθηκε κατά 10,2% μεταξύ Ιανουαρίου και Οκτωβρίου 2021 (βλ. Διάγραμμα IV.7), ενώ με υψηλό ρυθμό επίσης αυξήθηκε και η μεταποιητική παραγωγή την ίδια περίοδο (+9,0%). Ισχυρή άνοδο της μεταποιητικής παραγωγής υποδηλώνει και ο δείκτης PMI, ο οποίος κινείται σε ιστορικά υψηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα IV.8). Ωστόσο, σύμφωνα με τα στοιχεία ερευνών του δείκτη, η μεταποιητική παραγωγή δέχεται αρνητικές πιέσεις λόγω των διαταράξεων στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας που προκαλούν ελλείψεις σε πρώτες ύλες και των συνακόλουθων αυξήσεων στις τιμές. Ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία, όπως καταγράφεται από τις έρευνες του IOBE, έχει ανακάμψει σημαντικά την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2021 και βρίσκεται σε πολύ υψηλότερο επίπεδο σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020.

Πίνακας IV.3 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2017-γ' τρίμηνο 2021)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά κλάδο, σε σταθερές τιμές έτους 2015)

	2017	2018	2019	2020	2021 (α' τρίμ.)	2021 (β' τρίμ.)	2021 (γ' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	13,0 (0,5)	-2,0 (-0,1)	5,3 (0,2)	-4,2 (-0,2)	-7,2 (-0,3)	-1,6 (-0,1)	-13,2 (-0,6)
Δευτερογενής τομέας	-1,7 (-0,3)	3,7 (0,6)	1,5 (0,3)	2,3 (0,4)	7,4 (1,3)	15,6 (2,9)	11,2 (2,2)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	3,2 (0,5)	3,0 (0,4)	0,4 (0,1)	2,5 (0,4)	6,0 (0,9)	16,3 (2,7)	8,7 (1,5)
Κατασκευές	-30,9 (-0,8)	9,1 (0,2)	10,6 (0,2)	0,7 (0,0)	17,9 (0,4)	10,2 (0,2)	32,2 (0,7)
Τριτογενής τομέας	1,6 (1,3)	0,9 (0,7)	0,7 (0,5)	-10,7 (-8,3)	-3,4 (-2,6)	15,8 (12,1)	11,5 (8,7)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	5,5 (1,3)	2,1 (0,5)	1,6 (0,4)	-19,3 (-4,9)	-10,1 (-2,6)	40,7 (8,2)	33,2 (7,1)
Ενημέρωση και επικοινωνία	3,4 (0,1)	-6,8 (-0,2)	3,4 (0,1)	1,3 (0,0)	5,4 (0,2)	14,8 (0,5)	11,7 (0,4)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	0,8 (0,0)	-6,6 (-0,4)	-7,2 (-0,4)	-5,8 (-0,3)	1,1 (0,0)	2,3 (0,1)	-13,4 (-0,7)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	-0,4 (-0,1)	1,9 (0,3)	0,5 (0,1)	-10,3 (-1,8)	0,1 (0,0)	0,2 (0,0)	0,3 (0,1)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	2,5 (0,1)	2,8 (0,1)	4,2 (0,2)	-6,2 (-0,3)	-0,4 (-0,0)	26,7 (1,3)	19,3 (1,0)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-1,8 (-0,4)	0,0 (0,0)	-0,2 (-0,0)	-1,0 (-0,2)	3,2 (0,6)	4,4 (1,0)	2,3 (0,5)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	3,9 (0,1)	9,5 (0,3)	3,9 (0,1)	-24,6 (-0,9)	-22,6 (-0,8)	42,4 (1,0)	14,2 (0,4)
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	1,7	1,2	1,1	-8,7	-1,7	15,0	13,0

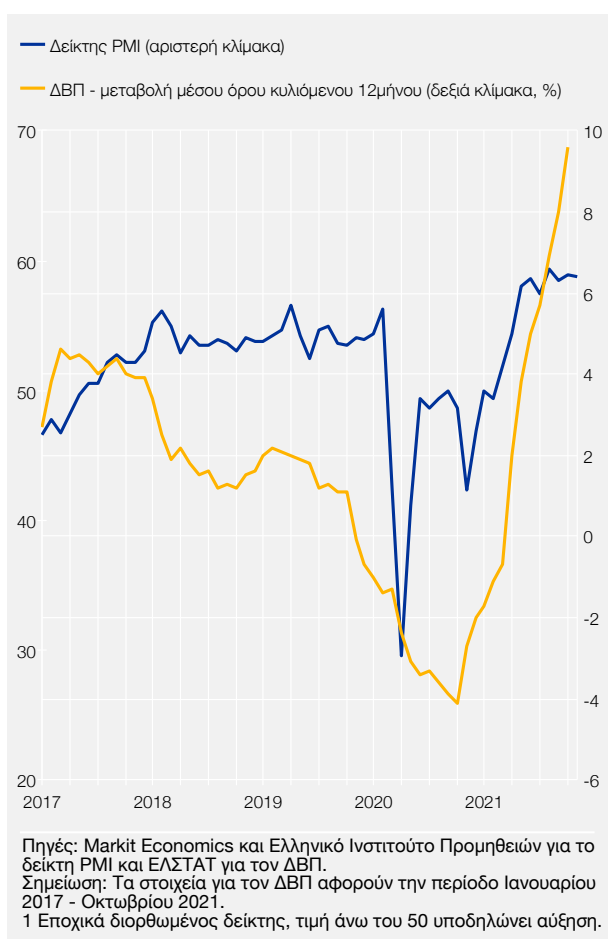
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 6 Δεκεμβρίου 2021, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

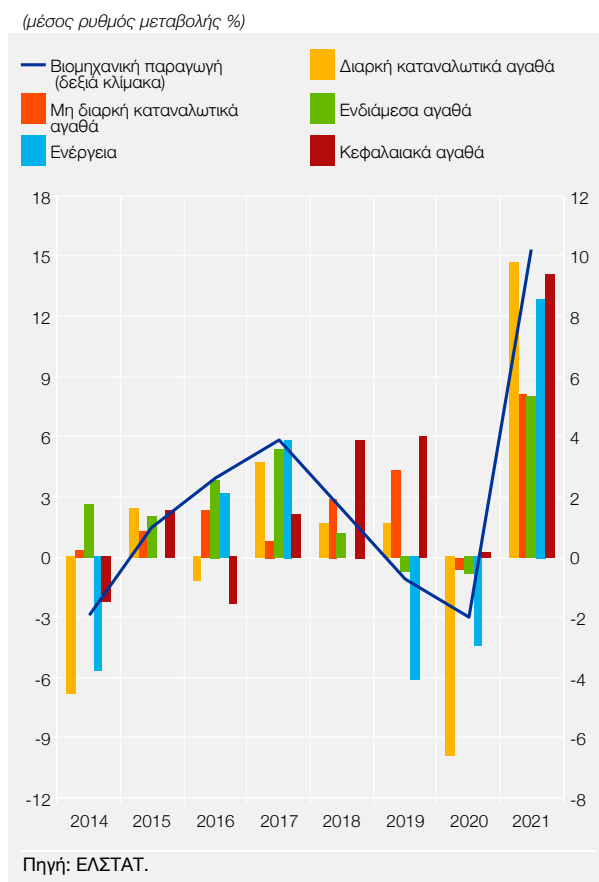
Θετική ήταν και η εξέλιξη του κατασκευαστικού τομέα το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2021 (19,6%). Η θετική δυναμική του κατασκευαστικού κλάδου αποτυπώνεται και στη σημαντική αύξηση του όγκου οικοδομικών αδειών την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου (53,5%) και του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στον κατασκευαστικό κλάδο (105,2%) την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου (βλ. Πίνακα IV.2).

Κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2021 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 7,4% και συνέβαλε θετικά κατά 6,1 ποσοστιαίες μονάδες στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας. Τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών στις υπηρεσίες σε τρέχουσες τιμές για το 2021 (βλ. Πίνακα IV.4) επιβεβαιώνουν τις θετικές εξελίξεις. Αυτό συνάδει με την ανοδική πορεία του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών

Διάγραμμα IV.8 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών¹ (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (ΔΒΠ) (Ιανουάριος 2017 - Νοέμβριος 2021)



Διάγραμμα IV.7 Βιομηχανική παραγωγή (2014 - δεκάμηνο 2021)



στον τομέα των υπηρεσιών, που διαμορφώθηκε στις 131,3 μονάδες το Νοέμβριο, από 116,9 τον Ιούνιο.

Όσον αφορά τις υπηρεσίες του τουρισμού, οι αφίξεις μη κατοίκων και οι ταξιδιωτικές εισπράξεις για το δεκάμηνο του 2021 έφθασαν το 46% και 58%, αντίστοιχα των επιπέδων που είχαν καταγραφεί το ίδιο διάστημα του 2019, τελευταίου έτους κανονικότητας για τον τουρισμό. Οι αφίξεις επιβατών εξωτερικού στο αεροδρόμιο της Αθήνας ήταν αυξημένες κατά 135%, την περίοδο Ιουνίου-Σεπτεμβρίου 2021, σε ετήσια βάση, εξακολουθούσαν όμως να υπολείπονται κατά 45% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019. Επιπλέον, στα περιφερειακά αεροδρόμια της χώρας, η ετήσια αύξηση της επιβατικής κίνησης εξωτερικού τον Οκτώβριο προσέγγισε το 117%. Τέλος, οι επιχειρηματικές προσδοκίες στους κλάδους που σχετίζονται με τον τουρισμό (καταλύματα, εστίαση, ταξιδιωτικά πρακτορεία κ.λπ.) έχουν επανέλθει σε θετικό έδαφος και μάλιστα στα επίπεδα που είχαν καταγράψει πριν από την πανδημική κρίση.

Πίνακας IV.4 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2015-2021)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (διαθέσιμη περίοδος)
A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες							
1. Εμπόριο							
Χονδρικό εμπόριο	-4,4	-1,6	3,7	6,9	-1,7	-10,9	17,6 (lav.-Σεπτ.)
Λιανικό εμπόριο	-2,9	-2,1	1,8	2,0	1,3	-3,9	9,1 (lav.-Σεπτ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσικλετών	7,8	7,2	6,3	10,8	8,4	-12,9	30,6 (lav.-Σεπτ.)
2. Μεταφορές							
Χερσαίες μεταφορές	-5,7	-2,3	10,9	-1,2	1,0	-17,8	8,6 (lav.-Σεπτ.)
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	-3,1	-4,6	-9,6	-0,2	6,3	-25,8	7,4 (lav.-Σεπτ.)
Αεροπορικές μεταφορές	7,8	3,9	10,4	-0,1	6,3	-65,9	48,0 (lav.-Σεπτ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	3,0	8,2	8,0	9,0	10,2	-14,6	15,0 (lav.-Σεπτ.)
3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια							
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	7,8	0,8	8,2	7,6	1,3	-62,7	76,6 (lav.-Σεπτ.)
4. Ενημέρωση και επικοινωνία							
Τηλεπικοινωνίες	-1,3	0,5	-0,5	0,6	2,4	-2,6	7,5 (lav.-Σεπτ.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλ/κών προγραμμάτων-ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-24,2	-1,3	-5,0	9,0	-6,6	-17,5	6,2 (lav.-Σεπτ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εκπομπών	-22,4	-15,0	-3,7	14,1	6,1	0,4	7,6 (lav.-Σεπτ.)
5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες							
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	-12,7	-13,5	4,1	6,9	6,0	-2,9	17,1 (lav.-Σεπτ.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	4,6	-9,1	-8,4	-12,8	0,4	4,1	30,1 (lav.-Σεπτ.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	1,0	-5,9	3,9	-1,1	9,9	-8,6	19,7 (lav.-Σεπτ.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-7,4	-4,7	9,1	25,6	3,1	-75,0	98,9 (lav.-Σεπτ.)
B. Επιβατική κίνηση							
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών	19,0	10,7	8,6	11,0	6,0	-68,4	43,1 (lav.-Νοέμ.)
Επιβάτες Aegean Airlines ¹	15,2	7,0	6,0	5,7	7,3	-65,5	12,6 (lav.-Σεπτ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-9,7	-3,0	4,1	2,2	8,7	-59,3	-3,1 (lav.-Ιούν.)
Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες							
	-16,2	1,5	16,9	4,6	0,7	-22,2	141,9 (lav.-Νοέμ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες), ΔΑΑ, Aegean Airlines, ΟΛΠ και IOBE (προσδοκίες).

¹ Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Η ελληνική αγορά ακινήτων το ενδεκάμηνο του 2021, εξερχόμενη από μια περίοδο διατάραξης της ομαλότητας στην οικονομική δραστηριότητα, όχι μόνο περιόρισε τις απώλειές της, αλλά και επέδειξε γρήγορα αντανακλαστικά ανάκαμψης, ειδικά σε χρήσεις και θέσεις αιχμής. Χαρακτηριστικό των τελευταίων μηνών είναι η δυναμική της αγοράς επενδυτικών επαγγελματικών ακινήτων όσο και της κατοικίας σε θέσεις υψηλών προδιαγραφών και προοπτικών. Ειδικά στον τομέα της κατοικίας, ιδιαίτερο ενδιαφέρον συγκεντρώνει το τμήμα της αγοράς που σχετίζεται με τον τουρισμό και τις επενδύσεις και αφορά τόσο τις αγοραπωλησίες όσο και τις μισθώσεις, βραχυχρόνιες και μακροχρόνιες. Μετά από ένα παρατεταμένο διάστημα υποτονικής οικοδομικής δραστηριότητας, η ανάπτυξη νέων ακινήτων και η αναβάθμιση του υφιστάμενου αποθέματος επανέρχονται σταδιακά στο προσκήνιο, με τις επενδύσεις σε προνομιακές θέσεις να καταγρά-

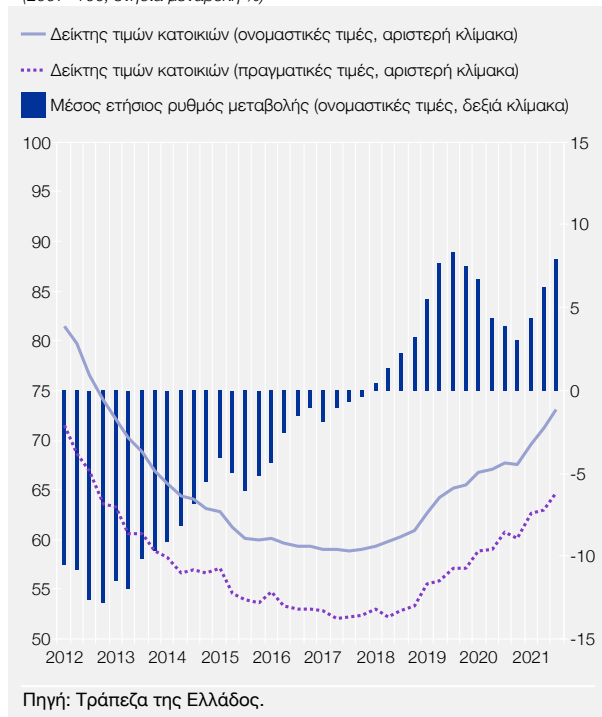
φουν αξιοσημείωτους ρυθμούς μεγέθυνσης και τη ζήτηση νέων στεγαστικών δανείων να παρουσιάζει κάποιες αρχικές ενδείξεις τόνωσης.

Στην αγορά των κατοικιών, η τάση αποκλιμάκωσης των ρυθμών αύξησης των αξιών που καταγράφηκαν με την έναρξη της πανδημίας αντιστράφηκε το 2021. Πιο συγκεκριμένα, με βάση τους δείκτες και τα στοιχεία εκτιμήσεων που συλλέγονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, το εννεάμηνο του 2021 οι τιμές των διαμερισμάτων (σε ονομαστικούς όρους) αυξήθηκαν κατά 6,1% σε ετήσια βάση, έναντι αύξησης κατά 4,9% το αντίστοιχο διάστημα του 2020. Ειδικότερα, σε ετήσια βάση, ο δείκτης τιμών διαμερισμάτων κατέγραψε σταδιακή επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης για το σύνολο της χώρας στα επιμέρους τρίμηνα του 2021 (4,3%, 6,2% και 7,9% για το α', β' και γ' τρίμηνο του 2021 αντίστοιχα, βλ. Διάγραμμα IV.9). Σε τοπικό επίπεδο οι τιμές των κατοικιών διατήρησαν την ετερογένεια στις μεταβολές τους, με σημαντικές αυξήσεις σε περιοχές με έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον και οριακές μεταβολές σε άλλες. Πιο συγκεκριμένα, στην αύξηση των τιμών διαμερισμάτων για το σύνολο της χώρας κατά το εννεάμηνο του 2021 συνέβαλαν σημαντικά οι υψηλοί ετήσιοι ρυθμοί αύξησης των τιμών στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα της χώρας, δηλ. την Αθήνα (8,3%) και τη Θεσσαλονίκη (6,3%), καθώς στις άλλες μεγάλες πόλεις και τις λοιπές περιοχές της χώρας οι ρυθμοί που καταγράφονται είναι μεν θετικοί, αλλά αρκετά ηπιότεροι (4,2% και 3,5% αντίστοιχα). Οι τιμές των παλαιών διαμερισμάτων το εννεάμηνο του 2021 αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 6,2%, ενώ εκείνες των νέων διαμερισμάτων κατά 6,1%.

Παράλληλα, διάφοροι σχετικοί δείκτες αποτυπώνουν τη θετική δυναμική της αγοράς οικιστικών ακινήτων το 2021. Πιο συγκεκριμένα, η οικοδομική δραστηριότητα κατοικιών⁷ το οκτάμηνο του 2021 καταγράφει σημαντικά υψηλούς ετήσιους ρυθμούς αύξησης του αριθμού και του όγκου των νέων οικοδομικών αδειών (48,9% και 57,7% αντίστοιχα) σε επίπεδο χώρας και ακόμη υψηλότερους στην Αττική (66,1% και 71,0% αντίστοιχα). Το αυξημένο επενδυτικό ενδιαφέρον από το εξωτερικό, το οποίο τροφοδότησε την ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων υψηλών προδιαγραφών και εισοδήματος, ειδικά τη διετία 2018-2019, ανέκαμψε κατά τη διάρκεια του εννεαμήνου του 2021 (34,7%, έναντι μείωσης 42,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2020),⁸ παρά τον περιορισμένο αριθμό αδειών διαμονής ιδιοκτητών ακινήτων του προγράμματος Golden Visa. Οι επενδύσεις σε κατοικίες⁹ συνέχισαν να ενισχύονται το εννεάμηνο του 2021, με σημαντικά υψηλό ετήσιο ρυθμό (34,7%) έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2020 (19,3%), ωστόσο παρέμειναν σε χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ (1,4%). Επίσης, οι επιχειρηματικές προσδοκίες για την κατασκευή κατοικιών, όπως αποτυπώνονται στο σχετικό δείκτη του IOBE, ενισχύθηκαν σημαντικά το ενδεκάμηνο του 2021 (47,1% σε σχέση με το αντίστοιχο ενδεκάμηνο του 2020). Επιπλέον, ο αριθμός συναλλαγών αγοραπωλησιών ακινήτων, παρά την επιβράδυνση που

Διάγραμμα IV.9 Δείκτης τιμών κατοικιών (α' τρίμηνο 2012 - γ' τρίμηνο 2021)

(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



7 Στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ.

8 Οι ξένες άμεσες επενδύσεις για την αγορά ακινήτων, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, κατέγραψαν σημαντική αύξηση κατά τη διάρκεια του εννεαμήνου του 2021 και ανήλθαν σε 797,2 εκατ. ευρώ, έναντι 592,0 εκατ. ευρώ το εννεάμηνο του 2020.

9 Στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ (σε σταθερές τιμές, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία).

καταγράφηκε το 2020,¹⁰ εκτιμάται ότι θα καταγράψει εκ νέου θετικό ρυθμό το 2021, ιδίως εν όψει της εφαρμογής των νέων αναπροσαρμοσμένων αντικειμενικών αξιών από το 2022 και της αναστολής υποχρέωσης υποβολής ηλεκτρονικής ταυτότητας κτιρίου έως τα τέλη του 2021.

Στην αγορά επαγγελματικών ακινήτων, με βάση τους δείκτες τιμών της Τράπεζας της Ελλάδος, κατά το πρώτο εξάμηνο του 2021 καταγράφηκαν θετικοί ρυθμοί μεταβολής. Συγκεκριμένα, με βάση τα προσωρινά στοιχεία, το πρώτο εξάμηνο του 2021 αυξήσεις καταγράφηκαν στις τιμές γραφείων και καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών, για το σύνολο της χώρας, κατά 1,4% και 1,1% αντίστοιχα, σε σχέση με το δεύτερο εξάμηνο του 2020. Για το σύνολο του 2020, με βάση τα αναθεωρημένα στοιχεία, η μέση ετήσια αύξηση για τα γραφεία και καταστήματα υψηλών προδιαγραφών για το σύνολο της χώρας ανήλθε στο 1,2% και 2,5% αντίστοιχα. Σημειώνεται ότι το σημαντικό ενδιαφέρον ειδικά για την αγορά γραφείων της Αθήνας κατά το πρώτο εξάμηνο του 2021 και η πτώση των αποδόσεων των ακινήτων υψηλών προδιαγραφών αποτυπώνονται στον υψηλό μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης των αντίστοιχων τιμών (3,9%), και την ελαφρώς μικρότερη αύξηση των μισθωμάτων γραφείων (2,6%) μετά από δύο συνεχόμενα εξάμηνα υποχώρησης.

Το επενδυτικό ενδιαφέρον για επαγγελματικής χρήσης ακίνητα εμφανίζεται ανανεωμένο, με αρκετά νέα έργα ανάπτυξης και ανακατασκευής να δρομολογούνται και την οικοδομική δραστηριότητα του οκταμήνου του 2021, σε κάποιες κατηγορίες επαγγελματικών ακινήτων, να εμφανίζει από τα υψηλότερα επίπεδα της τελευταίας δεκαετίας. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ για την οικοδομική δραστηριότητα, σε ετήσια βάση, καταγράφονται ιδιαίτερα υψηλοί ρυθμοί αύξησης στον αριθμό νέων αδειών για την κατασκευή γραφείων (52,2%) και καταστημάτων (68,3%), ενώ αντίστοιχα πολύ υψηλοί ρυθμοί, τόσο σε όρους αριθμού νέων αδειών όσο και σε όρους όγκου, καταγράφονται σχεδόν στο σύνολο των ακινήτων επαγγελματικών χρήσεων, γεγονός ενδεικτικό της ενισχυόμενης ζήτησης και της τάσης ανανέωσης του υφιστάμενου αποθέματος. Στον τομέα των ξενοδοχείων η οικοδομική δραστηριότητα διατηρεί αρκετά υψηλούς θετικούς ρυθμούς, χωρίς ωστόσο να έχει ανακτήσει τους ρυθμούς που εμφάνιζε πριν από την υγειονομική κρίση.

Στην πλειονότητά τους, τα τρέχοντα έργα ανάπτυξης επαγγελματικών ακινήτων υψηλών προδιαγραφών στοχεύουν πλέον σε ενεργειακά και περιβαλλοντικά βιώσιμες λύσεις. Οι επενδυτές αναζητούν καλύτερες αποδόσεις, ενώ ταυτόχρονα οι χρήστες επιδιώκουν την εξοικονόμηση ενέργειας και αντίστοιχη μείωση του λειτουργικού κόστους. Ακίνητα με ανώτερες προδιαγραφές βιοκλιματικού σχεδιασμού, αερισμού, φωτισμού, αυξημένη ενεργειακή αυτονομία και σύγχρονες τεχνολογικά υποδομές ανταποκρίνονται καλύτερα τόσο στις τρέχουσες υγειονομικές απαιτήσεις όσο και στις νέες ενεργειακές προκλήσεις. Παράλληλα, νέες διεθνείς τάσεις δημιουργίας “ψηφιακών νομάδων” οδηγούν σε νέες ανάγκες για ανάπτυξη ευέλικτων –μη μόνιμων– εργασιακών χώρων, αλλά και οικιστικών ακινήτων υψηλών τεχνικών και τεχνολογικών προδιαγραφών, οι οποίες εκτιμάται ότι σταδιακά θα προσελκύσουν μια αναδυόμενη αγορά με εξαιρετικές δυνατότητες για τη χώρα.

Κατά τους προσεχείς μήνες, με δεδομένο ότι η οικονομία έχει εισέλθει σε πορεία ανάκαμψης, η ελληνική αγορά ακινήτων αναμένεται να συνεχίσει να αναπτύσσεται. Η σωρευτικά σημαντική πτώση των αξιών και η περιορισμένη οικοδομική δραστηριότητα της τελευταίας δεκαετίας έχουν αναδείξει σημαντικές ευκαιρίες και δυνατότητες, οι οποίες, σε συνδυασμό με τη σταδιακή ενίσχυση των επενδύσεων, την προσπάθεια καταπολέμησης της γραφειοκρατίας μέσω της ψηφιακής αναβάθμισης του κράτους, τη δρομολόγηση και επιτάχυνση σημαντικών έργων υποδομής, τη δυναμική του τουρισμού και την περαιτέρω ανάκαμψη της οικονομίας, αναμένεται να δώσουν πρόσθετη ώθηση στη θετική δυναμική που σταδιακά αναπτύσσει η αγορά ακινήτων.

10 Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ από την έρευνα εργασιών συμβολαιογράφων σχετικά με τις συναφθείσες συμβολαιογραφικές πράξεις αγοραπωλησιών ακινήτων, οι συναλλαγές μειώθηκαν το 2020 κατά 22,6% (74.769 πράξεις το 2020, έναντι 96.662 το 2019).

Σημειώνεται πάντως ότι εξακολουθούν να υφίστανται παράμετροι αβεβαιότητας, οι οποίες πλέον δεν περιορίζονται στις άμεσες επιπτώσεις από την πανδημία, αλλά σχετίζονται επιπρόσθετα με τη διάρκεια της διατάραξης των διεθνών εφοδιαστικών αλυσίδων και τα αυξημένα κόστη των πρώτων υλών, παράγοντες οι οποίοι, εφόσον παραμείνουν για παρατεταμένη περίοδο, ενδέχεται να ανακόψουν τους ρυθμούς της οικοδομικής δραστηριότητας και να περιορίσουν τις τρέχουσες κεφαλαιακές αποδόσεις της αγοράς ακινήτων.

4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

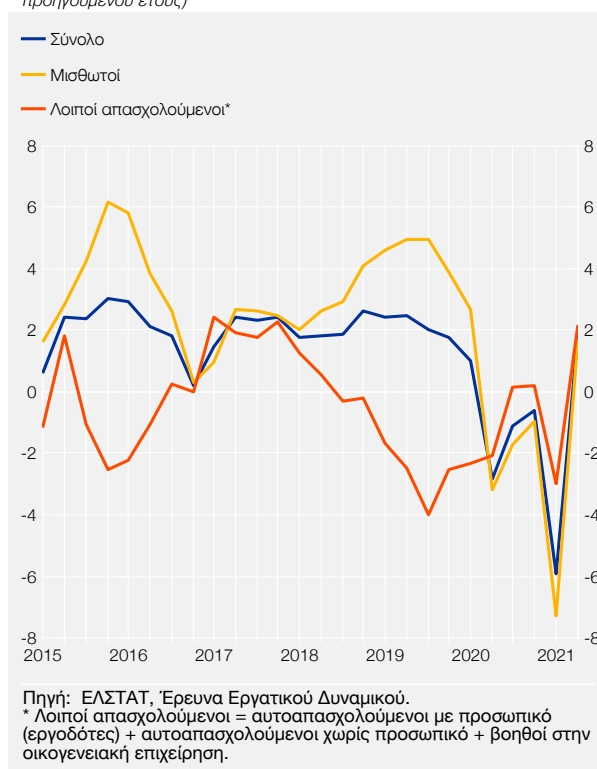
Η μείωση της απασχόλησης που σημειώθηκε το 2020, λόγω των επιπτώσεων της υγειονομικής κρίσης, συνεχίστηκε και τους πρώτους μήνες του 2021, με τον αριθμό των απασχολούμενων να υποχωρεί σημαντικά, κυρίως εξαιτίας της μειωμένης οικονομικής δραστηριότητας. Εντούτοις, η επίδραση στην αγορά εργασίας ήταν περιορισμένη, καθώς τα μέτρα στήριξης που έλαβε η κυβέρνηση για τη στήριξη του εισοδήματος και της απασχόλησης, αν και με σημαντικό δημοσιονομικό κόστος, ήταν αποτελεσματικά. Η εικόνα βελτιώνεται από το Μάιο του 2021 καθώς, σύμφωνα με τα μηνιαία στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, αυξάνεται ο αριθμός των απασχολούμενων και υποχωρεί το ποσοστό ανεργίας. Σημαντικό ρόλο στη βελτίωση αυτή είχαν η επαναφορά της οικονομίας στην κανονικότητα και η έναρξη της τουριστικής περιόδου. Τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία (Οκτώβριος 2021, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία) δείχνουν περαιτέρω μείωση του ποσοστού ανεργίας στο 13,3%.

Ειδικότερα, κατά το πρώτο εξάμηνο του 2021, η απασχόληση μειώθηκε, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΕΔ, με τον αριθμό των απασχολούμενων να καταγράφει ρυθμό μείωσης 2,0% σε ετήσια βάση, έναντι μείωσης 0,9% την αντίστοιχη περίοδο του 2020 (βλ. Διάγραμμα IV.10). Η μισθωτή απασχόληση υποχώρησε κατά 2,8% (έναντι -0,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2020), ενώ ο αριθμός των λοιπών απασχολούμενων υποχώρησε οριακά κατά 0,4%), αντανακλώντας τη μείωση των αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό και των βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση. Αντίθετα, οι αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό αυξήθηκαν (1,5%, έναντι -2,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2020). Αξίζει να σημειωθεί ότι η αρνητική εικόνα που παρουσίασε η απασχόληση το πρώτο εξάμηνο του 2021 οφείλεται στην ιδιαίτερως αρνητική πορεία του α' τριμήνου (-5,9%), ενώ το β' τρίμηνο του έτους βελτιώθηκε σημαντικά (1,9%).

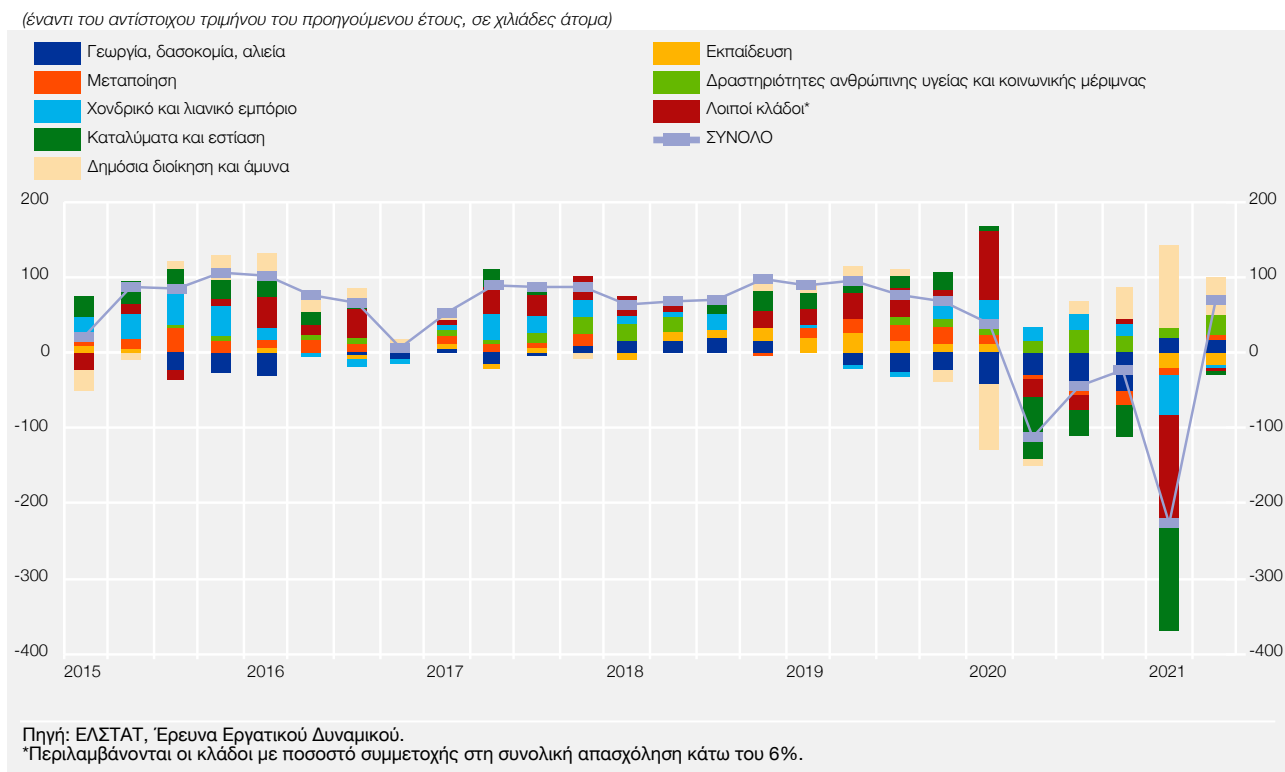
Ο αριθμός των απασχολούμενων ανά τομέα οικονομικής δραστηριότητας το πρώτο εξάμηνο του 2021 υποχώρησε στο δευτερογενή (-2,2%) και στον τριτογενή τομέα (-3,0%), ενώ αυξήθηκε στον πρωτογενή τομέα (4,4%). Σε κλαδικό επίπεδο, η μείωση της απασχόλησης προήλθε κυρίως από τη μείωση του αριθμού των απασχολούμενων στον κλάδο του χονδρικού και λιανικού εμπορίου (-4,1%), ο οποίος έχει μερίδιο 17,9% στη συνολική απασχόληση, και στη σημαντική υποχώρηση του αριθμού των απασχολούμενων στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες (-21,6%), η οποία αποτυπώνει τις σοβαρές αρνητικές συνέπειες της πανδημίας στο συγκεκριμένο κλάδο. Μικρότερη ήταν η μεί-

Διάγραμμα IV.10 Απασχόληση
(α' τρίμηνο 2015 - β' τρίμηνο 2021)

(ποσοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



Διάγραμμα IV.11 Μεταβολές του αριθμού των απασχολούμενων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (α' τρίμηνο 2015 - β' τρίμηνο 2021)



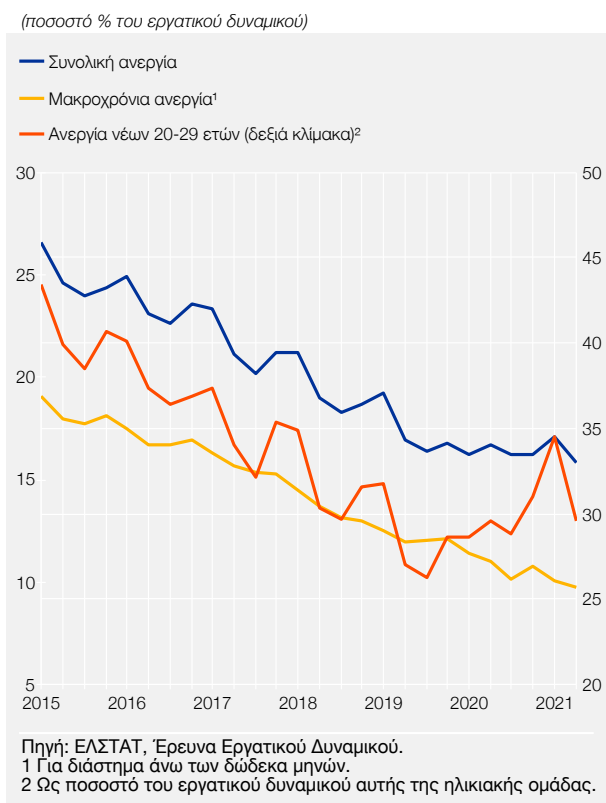
ωση της απασχόλησης στη μεταποίηση και στις κατασκευές (-0,4% και -2,6% αντίστοιχα). Αντίθετα, αύξηση των απασχολούμενων παρατηρήθηκε στη δημόσια διοίκηση και άμυνα (13,6%, έναντι -3,4% το πρώτο εξάμηνο του 2020), στις δραστηριότητες ανθρώπινης υγείας και κοινωνικής μέριμνας (7,0%) και στις επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες (13,2%, βλ. Διάγραμμα IV.11).

Το ποσοστό μερικής απασχόλησης υποχώρησε στο 8,0% του συνόλου των απασχολούμενων το πρώτο εξάμηνο του 2021 (από 9,4% το πρώτο εξάμηνο του 2020), γεγονός που αποτυπώνει τη συμβολή των μέτρων στήριξης, καθώς πολλά από τα μέτρα στόχευαν στη διατήρηση και δημιουργία θέσεων εργασίας πλήρους απασχόλησης.

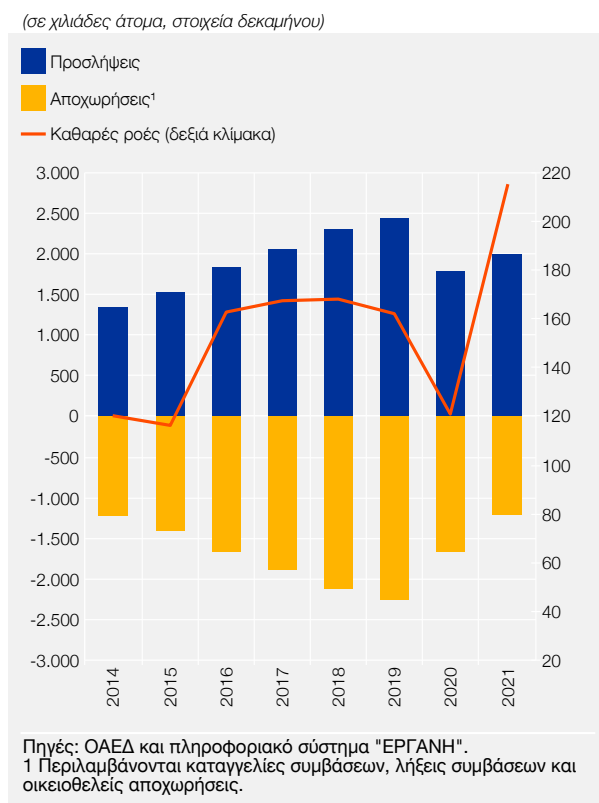
Το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών υποχώρησε σημαντικά σε 65,7% το πρώτο εξάμηνο του 2021 (από 66,9% το πρώτο εξάμηνο του 2020). Ένα χαρακτηριστικό της υγειονομικής κρίσης είναι ότι επιβάρυνε ιδιαίτερα τις νεότερες ομάδες του πληθυσμού. Συγκεκριμένα, το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό στις ηλικιακές ομάδες 25-29 ετών και 30-34 ετών υποχώρησε κατά 3,4 ποσοστιαίες μονάδες στην κάθε ομάδα, ενώ των μεγαλύτερων ηλικιακά (45-64 ετών) αυξήθηκε. Ωστόσο, με την υποχώρηση της πανδημίας και την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να αναστραφεί η τάση αποχώρησης από το εργατικό δυναμικό και να αυξηθεί το ποσοστό συμμετοχής. Η συμμετοχή και η παραμονή στο εργατικό δυναμικό και ιδιαίτερα των νέων έχει μεγάλη σημασία για τη διατήρηση και αύξηση των δεξιοτήτων τους, τη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος και την ενίσχυση της κοινωνικής συνοχής.

Την ίδια περίοδο το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας αποκλιμακώθηκε σε 9,9% (από 11,2% το πρώτο εξάμηνο του 2020), ενώ το ποσοστό ανεργίας παρέμεινε αμετάβλητο (16,5%). Ωστόσο, το ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 20-29 ετών αυξήθηκε σε 32,0% (από 29,1%), καθώς το α' τρίμηνο του 2021 αυξήθηκε σημαντικά σε ετήσια βάση (βλ. Διάγραμμα IV.12).

Διάγραμμα IV.12 Ποσοστά ανεργίας
(α' τρίμηνο 2015 - β' τρίμηνο 2021)



Διάγραμμα IV.13 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2014-2021)



Τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ για τη μισθωτή απασχόληση αποτυπώνουν τη βελτίωση της αγοράς εργασίας και τη σταδιακή επαναφορά της στην κανονικότητα. Το ισοζύγιο ροών μισθωτής απασχόλησης το δεκάμηνο του 2021 ήταν σημαντικά υψηλότερο έναντι της αντίστοιχης περιόδου το 2020. Συγκεκριμένα, δημιουργήθηκαν 214.809 νέες θέσεις εργασίας, 93.989 θέσεις περισσότερες σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020, προσεγγίζοντας τα προ πανδημίας επίπεδα (βλ. Διάγραμμα IV.13). Οι προσλήψεις πλήρους απασχόλησης ανήλθαν στο 54,0% του συνόλου, ενώ οι προσλήψεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης έφθασαν στο 46,0% (έναντι 50,1% και 49,9% την αντίστοιχη περίοδο του 2020).

Ωστόσο, οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης, όπως εκτιμώνται από τις επιχειρήσεις το Νοέμβριο του 2021 (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής), σημείωσαν επιδείνωση σε όλους τους κλάδους και ιδιαίτερα στο λιανικό εμπόριο και στη μεταποίηση. Ο σταθμισμένος δείκτης των προσδοκιών απασχόλησης υποχώρησε σημαντικά σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα και διαμορφώθηκε στις 114,2 μονάδες.

Στο πλαίσιο των μέτρων ενίσχυσης της απασχόλησης και των εισοδημάτων, παρατάθηκαν (α) το πρόγραμμα ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ μέχρι και το Δεκέμβριο του 2021 και (β) η μείωση των ασφαλιστικών εισφορών κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες για τους εργαζομένους του ιδιωτικού τομέα για το 2022, με στόχο τη μείωση του μη μισθολογικού κόστους. Επιπλέον, το Υπουργικό Συμβούλιο ενέκρινε την αύξηση του κατώτατου μισθού κατά 2% από 1ης Ιανουαρίου 2022 (από 650 ευρώ σε 663 ευρώ το μήνα). Επίσης, οι επιδοτούμενες νέες θέσεις εργασίας από το 2022 αυξάνονται από 100.000 σε 150.000. Για την αντιμετώπιση της ανεργίας των νέων έως 29 ετών χωρίς εργασιακή εμπειρία, δίνεται ενίσχυση έως 1.200 ευρώ για διάστημα 6 μηνών κατά την πρώτη πρόσληψή τους και σε θέσεις πλήρους απασχόλησης. Επιπλέον, με στόχο την εναρμόνιση οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής, θεσμοθετήθηκε πρόγραμμα που προβλέπει την οικονομική ενίσχυση των εργαζόμενων γονέων για τη φύλαξη των παιδιών τους.

Τα νέα μέτρα αναμένεται να επιδράσουν θετικά στην αγορά εργασίας και, σε συνδυασμό με την περαιτέρω υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, όπως για την καταπολέμηση της αδήλωτης εργασίας, να ενισχύσουν την απασχόληση. Η υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0” αναμένεται να συνδράμει προς αυτή την κατεύθυνση, καθώς θα ενισχύσει την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας και τις επενδύσεις, και να βοηθήσει στη διατήρηση των θέσεων εργασίας και τη δημιουργία νέων. Παράλληλα, θα πρέπει να ενισχυθούν περαιτέρω τα προγράμματα ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης, ώστε να καταστεί πιο εύκολη και αποτελεσματική η επανένταξη των μακροχρόνια ανέργων στην αγορά εργασίας, ενώ θα πρέπει να γίνει ιδιαίτερη στόχευση στις ευπαθείς κοινωνικές ομάδες και στις περιφέρειες που αντιμετωπίζουν υψηλότερα ποσοστά ανεργίας. Η στήριξη των ανέργων μέσω των ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης του ΟΑΕΔ και της αξιοποίησης των κονδυλίων του προγράμματος SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αποτελούν εξαιρετικά εργαλεία προς αυτή την κατεύθυνση.

5 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ, ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

5.1 Πληθωρισμός

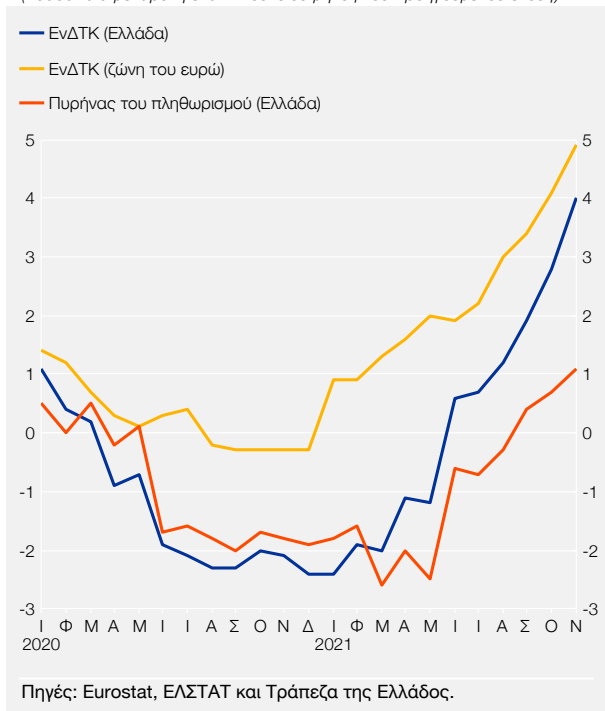
Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), υποχώρησε στο -1,3% το 2020, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ εξαιρουμένων των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής και της ενέργειας) κατέγραψε -1,0% (βλ. Διάγραμμα IV.14). Η καταγραφή αρνητικών ετήσιων ρυθμών στο γενικό πληθωρισμό αποδίδεται στην κατάρρευση της ζήτησης και αποτυπώθηκε έντονα στις συνιστώσες της ενέργειας και των υπηρεσιών.

Κατά το πρώτο πεντάμηνο του τρέχοντος έτους, η επίδραση από τον εξάμηνο περιορισμό της οικονομικής δραστηριότητας (Νοέμβριος 2020-Απρίλιος 2021) διατήρησε το γενικό πληθωρισμό σε έντονα αρνητικά επίπεδα. Στο διάστημα αυτό εμφανίστηκαν ωστόσο πληθωριστικές πιέσεις,

κυρίως λόγω της διατάραξης των διεθνών εφοδιαστικών αλυσίδων και των προβλημάτων που ανεφύησαν στο διεθνές εμπόριο, οι οποίες παρέμειναν και κατά το υπόλοιπο του έτους.

Διάγραμμα IV.14 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2020 - Νοέμβριος 2021)

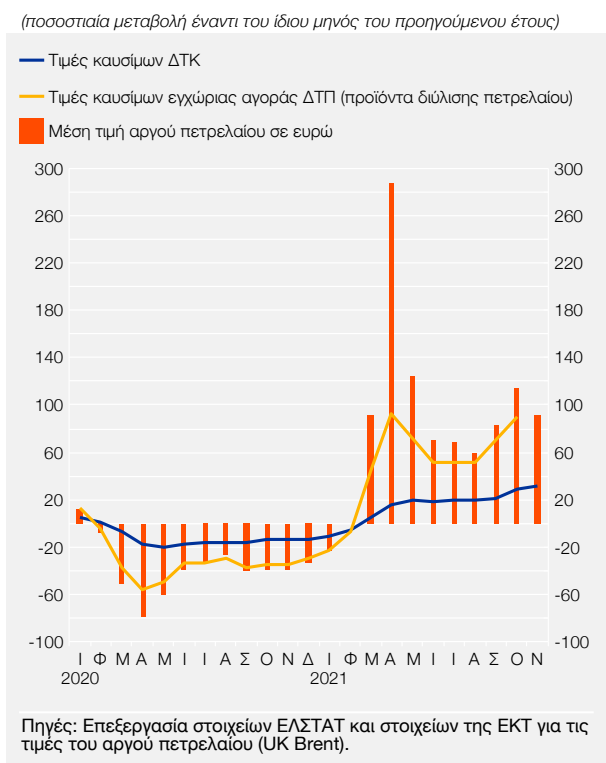
(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



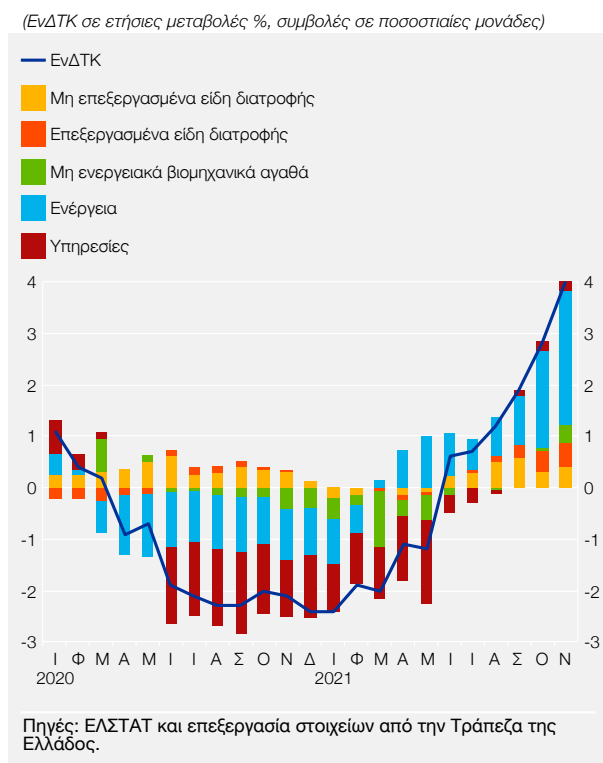
Το σταδιακό άνοιγμα της οικονομίας από το Μάιο του 2021 και η ικανοποιητική καλοκαιρινή τουριστική περίοδος, σε συνδυασμό με ανοδικές, από τον Ιούνιο και μετά, επιδράσεις βάσης, ώθησαν το γενικό πληθωρισμό σε θετικό έδαφος. Η χώρα μας κατέγραψε χαμηλότερους ρυθμούς πληθωρισμού σε σύγκριση με άλλες χώρες της ευρωζώνης κατά τους δέκα πρώτους μήνες του έτους. Από το Νοέμβριο όμως σημειώνεται κίνηση σύγκλισης του πληθωρισμού της Ελλάδος προς το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, καθώς αυξητικές τάσεις παρατηρούνται σχεδόν σε όλες τις συνιστώσες του εναρμονισμένου πληθωρισμού.

Έντονες πληθωριστικές πιέσεις καταγράφονται σχεδόν καθ' όλο το 2021 από την ενεργειακή συνιστώσα, λόγω της δυναμικής ανοδικής πορείας των διεθνών τιμών του πετρελαίου, αλλά και ισχυρών ανοδικών επιδράσεων βάσης. Οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των τιμών της ενέργειας επανήλθαν σε θετικό έδαφος από το Μάρ-

Διάγραμμα IV.15 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ
(Ιανουάριος 2020 - Νοέμβριος 2021)



Διάγραμμα IV.16 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του
(Ιανουάριος 2020 - Νοέμβριος 2021)



τιο του 2021. Συμβολή στην ανοδική πορεία της ενεργειακής συνιστώσας έχουν και οι τιμές του φυσικού αερίου, μέσω των σημαντικών αυξήσεων που καταγράφει ο εγχώριος υποδείκτης. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στο διάστημα Μαρτίου-Νοεμβρίου 2021 ο μέσος ρυθμός μεταβολής των τιμών των ενεργειακών αγαθών διαμορφώθηκε στο 15,1%, με τα καύσιμα αυτοκινήτου να κινούνται με μέσο ρυθμό 17,8%, το πετρέλαιο θέρμανσης 28,9% και το φυσικό αέριο 78,2% (βλ. Διάγραμμα IV.15). Θα πρέπει όμως να αναφερθεί ότι κατά το τελευταίο διαθέσιμο δίμηνο (Οκτώβριος-Νοέμβριος 2021) σημαντικότερη υπήρξε και η συμβολή των αυξήσεων του ηλεκτρισμού, που έχει την υψηλότερη στάθμιση σε σύγκριση με τους υπόλοιπους ενεργειακούς υποδείκτες.

Από τον Ιούνιο του 2021 και μετά, αυξητικά συμβάλλουν και οι τιμές των τροφίμων, με τα ευμετάβλητα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής να καταγράφουν τις μεγαλύτερες αυξήσεις. Η έντονα ανοδική πορεία των μη επεξεργασμένων τροφίμων οφείλεται κυρίως στα νωπά λαχανικά και στα νωπά κρέατα και ψάρια. Επιπλέον, από τον Ιούλιο του 2021 συμβάλλουν αυξητικά και τα επεξεργασμένα τρόφιμα. Από αυτά ξεχωρίζουν τα έλαια και λίπη, τα δημητριακά και άλλα είδη όπως ο καφές, το τσάι, το κακάο, τα μεταλλικά νερά, η ζάχαρη, οι σοκολάτες, διάφορες σάλτσες και καρυκεύματα και οι παιδικές τροφές (βλ. Διάγραμμα IV.16).

Οι δύο βασικές συνιστώσες του πυρήνα του πληθωρισμού και του γενικού πληθωρισμού, οι υπηρεσίες και τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά, παρέμειναν κατά τους οκτώ πρώτους μήνες του 2021 σε αποπληθωρισμό, συνεχίζοντας την πορεία που ακολουθούσαν από τα μέσα του 2020. Ωστόσο, οι αρνητικοί ρυθμοί τους αποκλιμακώθηκαν σταδιακά και επέστρεψαν σε θετικό έδαφος το Σεπτέμβριο. Σ' αυτό συνέβαλαν η επιτυχημένη τουριστική περίοδος αλλά και οι πληθωριστικές πιέσεις στις τιμές των εισαγόμενων ενδιάμεσων αγαθών.

Η κυβερνητική απόφαση να παραταθεί η ισχύς του μέτρου των μειωμένων συντελεστών ΦΠΑ στις υπηρεσίες μεταφορών, σε συγκεκριμένες υπηρεσίες εστίασης και σε συγκεκριμένα διατρο-

φικά είδη μέχρι και τον Ιούνιο του 2022 επιδρά αντιπληθωριστικά. Αντιθέτως, η διεθνής συγκυρία ωθεί τις τιμές των ενεργειακών αγαθών, των ειδών διατροφής και διαφόρων καταναλωτικών αγαθών προς τα πάνω μέσω των προβλημάτων των εφοδιαστικών αλυσίδων, των μεγάλων καθυστερήσεων και των ελλείψεων, καθώς η αυξημένη ζήτηση λόγω επανεκκίνησης των οικονομιών δεν ικανοποιείται εγκαίρως από την περιορισμένη προσφορά. Οι σημαντικές αυξήσεις στο κόστος μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων και οι καθυστερήσεις τροφοδοτούν και ενισχύουν τις πληθωριστικές πιέσεις.

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός αναμένεται να κινηθεί με ελαφρώς θετικό ρυθμό το 2021, με τον πυρήνα του πληθωρισμού να διατηρείται για ακόμη μια χρονιά σε αρνητικό έδαφος. Επιτάχυνση του πληθωρισμού αναμένεται για το 2022.

5.2 Επιχειρηματικά κέρδη

Σημαντική βελτίωση των επιχειρηματικών κερδών καταγράφεται στα στοιχεία των μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ το πρώτο εξάμηνο του 2021 σε σύγκριση με το πρώτο εξάμηνο του 2020. Τα κυβερνητικά μέτρα στήριξης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της εν εξελίξει πανδημίας και επιδράσεις βάσης εξηγούν τη βελτίωση αυτή. Πιο συγκεκριμένα, το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των επιχειρήσεων αυξήθηκε κατά 43,4% το πρώτο εξάμηνο του 2021 (έναντι μείωσης κατά 27,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2020). Η αύξηση αυτή οφείλεται στην άνοδο της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας κατά 12,1% και στη μείωση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας κατά 3,9%. Αντίθετα, η επίδραση των φόρων μείον επιδοτήσεων στην παραγωγή ήταν αρνητική.

Το μερίδιο καθαρού κέρδους (που ορίζεται ως ο λόγος του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος προς την καθαρή προστιθέμενη αξία) διπλασιάστηκε κατά το πρώτο εξάμηνο του 2021 και ανήλθε σε 28,2%, από 14,0% το πρώτο εξάμηνο του 2020.

5.3 Κόστος εργασίας

Το 2020, σύμφωνα με τα στοιχεία των ετήσιων εθνικών λογαριασμών της ΕΛΣΤΑΤ, η μείωση της μισθωτής απασχόλησης ήταν σχετικά συγκρατημένη, παρά τα περιοριστικά μέτρα στην οικονομική δραστηριότητα λόγω της πανδημίας, χάρη στα αντισταθμιστικά μέτρα που ελήφθησαν (την αναστολή των συμβάσεων εργασίας και την αποτροπή των απολύσεων), ενώ οι αποζημιώσεις που χορηγήθηκαν στους εργαζομένους που τέθηκαν σε καθεστώς αναστολής είχαν ως αποτέλεσμα να μειωθούν μόνο ελαφρά, κατά μέσο όρο, οι κατά κεφαλήν αμοιβές των μισθωτών. Έτσι, το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας μειώθηκε κατά 2,5%, έναντι αύξησης κατά 2,4% το 2019 (τελευταίο προ της πανδημίας έτος – βλ. Πίνακα IV.5).

Η ασκηθείσα πολιτική διαφύλαξε μεν σε σημαντικό βαθμό τα εισοδήματα των μισθωτών, δεν ήταν όμως δυνατόν να αποτρέψει δυσμενείς εξελίξεις στην παραγωγικότητα και στο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Ο συνδυασμός μεγάλης μείωσης του προϊόντος (του ΑΕΠ) και συγκρατημένης μείωσης της απασχόλησης οδήγησε σε σημαντική μείωση της παραγωγικότητας και εξίσου σημαντική αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας, ενώ το 2019 και τα δύο αυτά μεγέθη είχαν εμφανίσει πολύ μικρές μεταβολές (κάτω του +/-1%).

Το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του τρέχοντος έτους η εικόνα διαφοροποιείται, καθώς εφαρμόστηκαν σε σημαντικά μικρότερο βαθμό μέτρα περιοριστικά της δραστηριότητας (και, αντίστοιχα, λιγότερα μέτρα αναστολής συμβάσεων εργασίας προς αποφυγή των απολύσεων). Έτσι, ο αριθμός των μισθωτών μειώθηκε με ετήσιο ρυθμό 1,5% το εννεάμηνο, ενώ οι κατά κεφαλήν αμοιβές των μισθωτών αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 1,2%, συμβάλλοντας ώστε να περιοριστεί ο αντίστοιχος ετήσιος ρυθμός μείωσης του συνόλου των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στο 0,4%. Ταυτόχρονα, εντυπωσιακή ήταν η ανάκαμψη της παραγωγικότητας την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του τρέχοντος έτους (ετήσιος ρυθμός αύξησης 10,4%) και σημαντική η υποχώρηση του κόστους εργασίας (με ετήσιο ρυθμό 8,2%).

Πίνακας IV.5 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2019-2021)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2019	2020	2021 (πρόβλ.)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	2,4	-2,5	1,0
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	0,6	-0,7	0,5
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	0,9	-7,9	6,8
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	-0,3	7,8	-5,9
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	0,8	1,6	0,4 (6μηνο)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	4,4	-2,1	-3,4 (6μηνο)

Πηγές: Για το 2019-2020: ΕΛΣΤΑΤ, αναθεωρημένα στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών και λογαριασμών θεσμικών τομέων, 6.12.2021. Για το 2019-2021: στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών θεσμικών τομέων, 22-26.10.2021. Για το 2021: προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Συνολικά το 2021 το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας αναμένεται να αυξηθεί συγκρατημένα, αντανακλώντας εξίσου μικρές αυξήσεις της μισθωτής απασχόλησης και των μέσων αμοιβών, ενώ προβλέπεται σημαντική άνοδος της παραγωγικότητας και μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Όλοι δηλαδή οι δείκτες αναμένεται να κινηθούν προς την επιθυμητή κατεύθυνση.

Η δαπάνη για αμοιβές στον επιχειρηματικό τομέα μειώθηκε με ετήσιο ρυθμό 3,4% το πρώτο εξάμηνο του 2021, σύμφωνα με τα τριμηνιαία στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ. Εξάλλου, βάσει του πληροφορικού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, στον επιχειρηματικό τομέα το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 υπογράφηκαν 142 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις εργασίας, που αφορούσαν 133.062 μισθωτούς. Από αυτές, 24 συμβάσεις προβλέπουν αυξήσεις μισθών, 6 προβλέπουν μείωση, ενώ με βάση τις υπόλοιπες οι αποδοχές παραμένουν αμετάβλητες. Επίσης, συγκρατημένες αυξήσεις προβλέπουν και ορισμένες κλαδικές συλλογικές συμβάσεις.¹¹

Στον τομέα της γενικής κυβέρνησης, η δαπάνη για αμοιβές αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 0,4% το πρώτο εξάμηνο του 2021 (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ), ενώ –σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία που ανακοινώνει το Υπουργείο Οικονομικών– η δαπάνη για αμοιβές αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 1,9% το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021.

5.4 Διεθνής ανταγωνιστικότητα

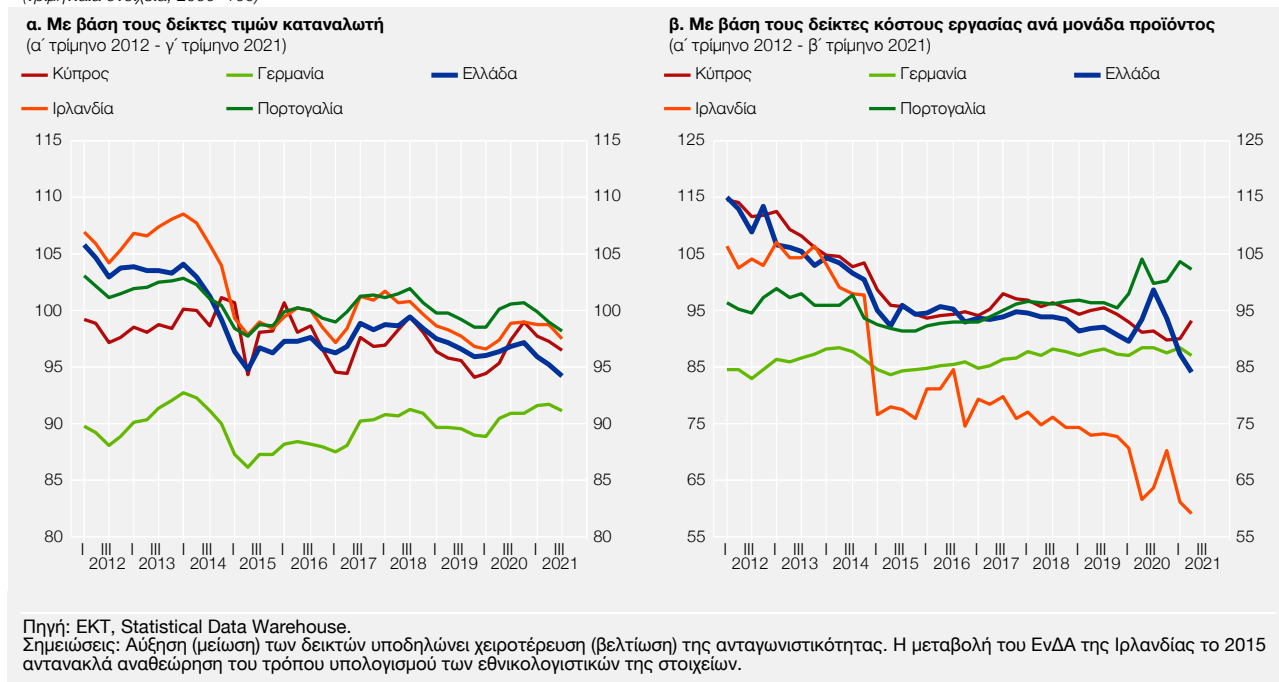
Βελτίωση εκτιμάται ότι παρουσίασε κατά το 2021 η συνολική διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας (τιμών και διαρθρωτική). Ειδικότερα, η ανταγωνιστικότητα τιμών κατέγραψε βελτίωση τόσο σε όρους σχετικών τιμών όσο και σε όρους σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Οι πρόσφατες πληθωριστικές πιέσεις που παρατηρούνται διεθνώς, κυρίως λόγω των τιμών της ενέργειας αλλά και των παρατηρούμενων προβλημάτων στις εφοδιαστικές αλυσίδες, φαίνεται ότι επιδρούν σε διαφορετικό βαθμό σε όλες ανεξαιρέτως τις οικονομίες. Ωστόσο, η ελληνική ανταγωνιστικότητα ενισχύθηκε το 2021, καθώς ο εγχώριος γενικός πληθωρισμός βρισκόταν σε αρνητικό έδαφος κατά το πρώτο πεντάμηνο και στη συνέχεια, αν και θετικός, διατήρησε την ευνοϊκή διαφορά του από εκείνον των κυριότερων εμπορικών εταίρων της Ελλάδος. Το 2020 τα μέτρα περιορισμού της οικονομικής δραστηριότητας, σε συνδυασμό με τα μέτρα στήριξης της εργασίας για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της πανδημίας, είχαν οδηγήσει σε μεγάλη πτώση του ΑΕΠ αλλά μικρή υποχώρηση της απασχόλησης, δηλαδή σε μεγάλη μείωση της παραγωγικότητας της εργασίας και τη συνακόλουθη σημαντική αύξηση του κόστους εργασίας ανά

11 Για παράδειγμα, η διετούς διάρκειας σύμβαση της καπνοβιομηχανίας (31.3.2021) προβλέπει αύξηση 1% από 1.1.2021.

Διάγραμμα IV.17 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας (δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας)

(τριμηνιαία στοιχεία, 2000=100)



μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα και σε πολλές άλλες οικονομίες. Με το σταδιακό άνοιγμα των οικονομιών και την ομαλοποίηση των συνθηκών παρατηρήθηκε αντιστροφή, με μεγάλη άνοδο της παραγωγικότητας της εργασίας, η οποία στην Ελλάδα απορρόφησε τις μισθολογικές αυξήσεις που παρατηρήθηκαν εντός του 2021, οδηγώντας σε σημαντική βελτίωση της ανταγωνιστικότητας σε όρους σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Σε κάθε περίπτωση, οι εγχώριες εξελίξεις υπεραντιστάθμισαν την αρνητική επίδραση από τη συνέχιση της ανατίμησης της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Η ανατίμηση του ευρώ το 2020, η οποία έπληξε την ανταγωνιστικότητα της Ελλάδος, όπως και όλων των οικονομιών της ζώνης του ευρώ, συνεχίστηκε κατά το 2021 (σε σταθμισμένους όρους, από 3,4% σε μέσα επίπεδα έτους το 2020, διαμορφώθηκε σε 2,6% το πρώτο εννεάμηνο του 2021). Σε μέσα επίπεδα, το 2021 το ευρώ ανατιμήθηκε σημαντικά έναντι του γιεν, του δολαρίου ΗΠΑ, του ελβετικού φράγκου και της τουρκικής λίρας, ενώ υποχώρησε έναντι της στερλίνας, της κορώνας Νορβηγίας και Σουηδίας και του δολαρίου Αυστραλίας. Παρά την ανατίμηση του ευρώ, οι εθνικοί εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας τους οποίους καταρτίζει η ΕΚΤ, τόσο της Ελλάδος όσο και άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ, γενικά δεν χειροτέρευσαν το 2021 (βλ. Διάγραμμα IV.17).

Ο δείκτης ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος εκτιμάται ότι αυξήθηκε (ανατιμήθηκε) εκ νέου το 2021, αλλά σε μικρότερο βαθμό (1%, έναντι 1,5% το 2020), σύμφωνα με τους σχετικούς δείκτες που υπολογίζει η Τράπεζα της Ελλάδος.

Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τους σχετικούς δείκτες τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) εκτιμάται ότι υποχώρησε (υποτιμήθηκε) περαιτέρω κατά 1,0% το 2021, παρά την ανατίμηση του ευρώ, επιστρέφοντας στα επίπεδα του 2002-2003, καθώς η διαφορά πληθωρισμού με τους κυριότερους εμπορικούς εταίρους παρέμεινε ευνοϊκή για την Ελλάδα περί τις δύο ποσοστιαίες μονάδες. Για το 2022 ο εγχώριος πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ προβλέπεται ότι θα παραμείνει σημαντικά χαμηλότερος στην Ελλάδα (1,0%) σε σχέση με εκείνον της ζώνης του ευρώ (2,2%) και των βασικών εμπορικών εταίρων συνολικά (2,4%),

Πίνακας IV.6 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ) της Ελλάδος

(δείκτης: 2000=100)

Έτος	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*							
	Ευρύς δείκτης ¹		Ευρύς δείκτης ¹				Έναντι χωρών της ζώνης του ευρώ			
	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*		Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*	
			Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2009	115,7	1,2	118,9	1,6	125,5	1,3	109,2	1,0	118,3	2,2
2010	112,4	-2,8	118,4	-0,5	126,1	0,5	112,6	3,1	118,6	0,2
2011	112,9	0,5	118,8	0,4	127,4	1,1	113,0	0,4	121,2	2,2
2012	110,7	-1,9	114,6	-3,5	123,0	-3,5	111,3	-1,6	117,9	-2,7
2013	112,9	1,9	113,8	-0,8	113,9	-7,4	108,7	-2,3	109,1	-7,5
2014	113,7	0,8	111,7	-1,8	111,5	-2,2	106,7	-1,8	106,6	-2,3
2015	110,6	-2,7	106,6	-4,6	107,1	-3,9	105,3	-1,3	103,6	-2,8
2016	112,0	1,3	107,1	0,5	103,5	-3,4	105,1	-0,2	103,1	-0,5
2017	113,6	1,4	107,7	0,6	102,1	-1,3	104,7	-0,4	102,1	-1,0
2018	116,0	2,1	108,4	0,6	102,6	0,4	103,7	-0,9	101,4	-0,7
2019	115,8	-0,2	106,8	-1,5	101,3	-1,3	103,0	-0,7	100,1	-1,3
2020	117,4	1,5	105,9	-0,8	105,3	4,0	101,4	-1,5	102,8	2,7
2021**	118,7	1,0	104,8	-1,0	101,1	-4,0	99,1	-2,3	97,4	-5,2

Πηγές: Δείκτες υπολογισμένοι από την Τράπεζα της Ελλάδος με βάση στοιχεία της ΕΚΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Αύξηση (μείωση) των δεικτών ΣΣΙ υποδηλώνει χειροτέρευση (βελτίωση) της ανταγωνιστικότητας. Τα στοιχεία για τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, τις τιμές καταναλωτή (ΔΤΚ) και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας, προέρχονται από την ΕΚΤ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

** Εκτίμηση.

1 Οι ευρείς δείκτες πραγματικής ΣΣΙ περιλαμβάνουν τους 28 κυριότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος, εντός και εκτός Ευρώπης. Οι συντελεστές στάθμισης έχουν υπολογιστεί με βάση τις εισαγωγές και εξαγωγές των προϊόντων της μεταποίησης (κατηγορίες 5-8 της Ταξινομημένης Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου – SITC).

σύμφωνα με τις συγκρίσιμες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (11 Νοεμβρίου 2021).¹² Ο εγχώριος πληθωρισμός της Ελλάδος υπολείπεται σταθερά του σταθμισμένου αντίστοιχου πληθωρισμού των εμπορικών της εταίρων από το 2012, συντείνοντας στη σταδιακή ανάκτηση της εθνικής ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές (βλ. Πίνακα IV.6).

Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι κατέγραψε σημαντική μείωση στην Ελλάδα κατά 4,0% το 2021, έναντι ανόδου το 2020 κατά 4,0%, καθώς το εγχώριο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μειώθηκε σημαντικά, έναντι μικρής μείωσης στους κυριότερους εμπορικούς της εταίρους. Η ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης ισοτιμίας όμως περιόρισε τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. Το σταδιακό άνοιγμα των οικονομικών δραστηριοτήτων και η επάνοδος της κανονικότητας στην παραγωγική διαδικασία εκτιμάται ότι επέφεραν σημαντική αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας, η οποία υπεραντιστάθμισε την αύξηση των αμοιβών ανά εργαζόμενο. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει στην Ελλάδα κατά 5,6% το 2021, έναντι αύξησής του κατά 7,8% το 2020, στη ζώνη του ευρώ θα υποχωρήσει κατά 0,4% το 2021, ενώ στο σύνολο των βασικών εμπορικών εταίρων της Ελλάδος αναμένεται να μειωθεί κατά 0,6%, σύμφωνα με

12 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast*, Autumn 2021.

τις συγκρίσιμες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Νοέμβριος 2021). Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος σε όρους σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, σύμφωνα με τις συγκρίσιμες προβλέψεις της Επιτροπής, αναμένεται να συνεχιστεί και το 2022 με τον ίδιο ρυθμό, επεκτείνοντας τη σημαντική διόρθωση του δείκτη που έχει επιτευχθεί από το 2012 και μετά.

Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας ενισχύθηκε κατά το τρέχον έτος, όπως καταγράφεται από τη βελτίωση της κατάταξης της χώρας σε σχετικούς δείκτες διεθνών οργανισμών. Επιπλέον, το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0” σχετικά με την απορρόφηση και αξιοποίηση των πόρων από το Μηχανισμό Ανθεκτικότητας και Ανάκαμψης, το οποίο εγκρίθηκε τον Ιούλιο από το ECOFIN, περιλαμβάνει πολλά έργα, η υλοποίηση των οποίων θα οδηγήσει σε περαιτέρω ενίσχυση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας. Ειδικότερα, πολλές μεταρρυθμίσεις αφορούν τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας και τον ψηφιακό μετασχηματισμό του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα, σε συνδυασμό με τη μείωση των φορολογικών και ασφαλιστικών επιβαρύνσεων των επιχειρήσεων.

Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, αν και παραμένει συγκριτικά χαμηλή σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, εμφανίζει βελτίωση σε ορισμένους τομείς και στην κατάταξη με βάση όλο και περισσότερους δείκτες διεθνών οργανισμών. Η μείωση του κόστους των επιχειρήσεων σε όρους φορολογίας και εργοδοτικών εισφορών και η αύξηση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα είναι μερικοί από αυτούς. Σύμφωνα με το διεθνή δείκτη φορολογικής ανταγωνιστικότητας του Tax Foundation (18 Οκτωβρίου 2021), ο οποίος εξετάζει πάνω από 40 μεταβλητές φορολογικής πολιτικής, η Ελλάδα παρέμεινε 29η στην κατάταξη μεταξύ 36 κρατών και το 2021, όμως η επίδοσή της σε απόλυτους όρους βελτιώθηκε. Ειδικότερα, πραγματοποιήθηκαν μειώσεις στον εταιρικό φορολογικό συντελεστή (στο 22% από 24%), επεκτάθηκαν οι επιδοτήσεις φόρων για έρευνα και ανάπτυξη και θεσπίστηκε μικρή μείωση στη φορολογία φυσικών προσώπων. Καλύτερη συγκριτικά θέση καταλαμβάνει η Ελλάδα στον υποδείκτη φορολόγησης των φυσικών προσώπων (10η μεταξύ 36 κρατών) και χειρότερη στους υποδείκτες φορολόγησης της κατανάλωσης (32η) και της ακίνητης περιουσίας (29η). Στο πεδίο της εταιρικής και διεθνούς φορολόγησης η Ελλάδα κατατάσσεται αντιστοίχως στην 22η και 25η θέση.

Σύμφωνα με την κατάταξη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του Ινστιτούτου IMD (World Competitiveness Ranking, 17 Ιουνίου 2021), η Ελλάδα πέτυχε νέα βελτίωση το 2021 κατά 3 θέσεις, κατατασσόμενη 46η μεταξύ 64 οικονομιών. Η πρόοδος της Ελλάδος προήλθε από βελτίωση των κριτηρίων στους δύο από τους τέσσερις υποδείκτες, και συγκεκριμένα στους υποδείκτες της αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων (από την 51η στην 44η θέση) και της μακροοικονομικής επίδοσης (από την 55η στην 52η θέση). Σύμφωνα με το IMD, οι σημαντικότερες προκλήσεις οι οποίες πρέπει να αντιμετωπιστούν είναι η εισαγωγή ειδικών μέτρων για τον περιορισμό των κοινωνικοοικονομικών επιπτώσεων της πανδημίας, η διεύρυνση της παραγωγικής βάσης μέσω της αύξησης των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, η επιτάχυνση του ψηφιακού μετασχηματισμού του δημόσιου τομέα, η διευκόλυνση της πρόσβασης των επιχειρήσεων σε χρηματοδότηση και η δημιουργία ειδικών προγραμμάτων με σκοπό τη διευκόλυνση των εγχώριων βιομηχανικών κλάδων στον ψηφιακό τους μετασχηματισμό.

6 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) βελτιώθηκε σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2020, καθώς το έλλειμμα του μειώθηκε κατά 2,7 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 6,4 δισεκ. ευρώ, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης, πρωτίστως, του ταξιδιωτικού ισοζυγίου και, δευτερευόντως, των ισοζυγίων πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Η βελτίωση του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων οφείλεται κυρίως στην εκτα-

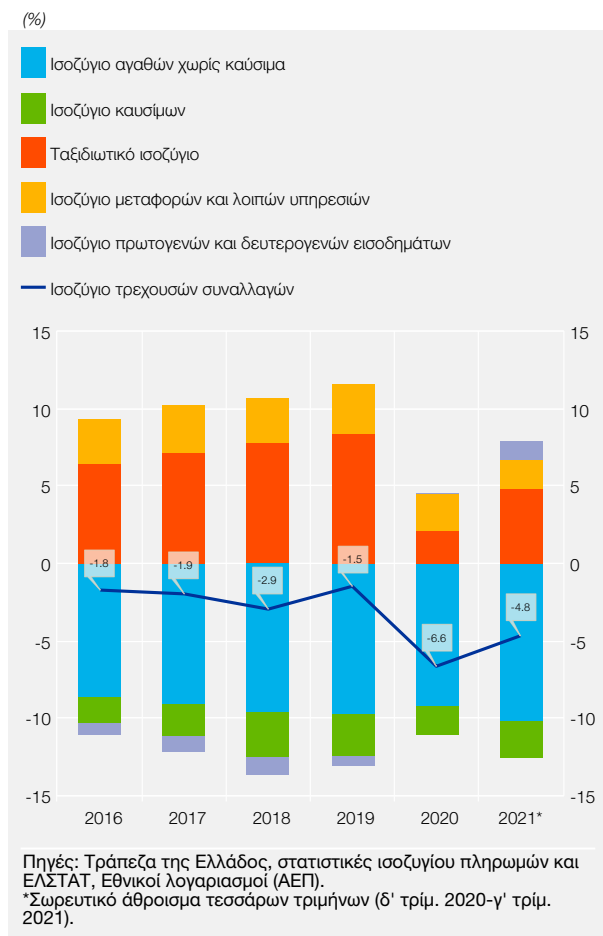
μείωση της προχρηματοδότησης στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (Recovery and Resilience Facility – RRF). Αντίθετα, το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών αυξήθηκε, παρά τη συνεχιζόμενη ανοδική πορεία των εξαγωγών, καθώς μετά το α' τρίμηνο του έτους οι εισαγωγές επιταχύνθηκαν και αυξήθηκαν περισσότερο από τις εξαγωγές σε απόλυτο μέγεθος (βλ. Πίνακα 2 Στατιστικού παραρτήματος και Διάγραμμα IV.18).

Για το 2022, η συνεχιζόμενη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου, σε συνδυασμό με τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, θα έχει θετική επίδραση στις ελληνικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών. Ειδικότερα, οι εξαγωγές αγαθών εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν την ανοδική τους πορεία, ως αποτέλεσμα της ενίσχυσης της εξωτερικής ζήτησης και της αποκατάστασης των δυσλειτουργιών στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες, αλλά και της δυναμικής της εξαγωγικής δραστηριότητας, η οποία έχει επιτευχθεί τα προηγούμενα χρόνια και συνετέλεσε στην ανθεκτικότητα των εξαγωγών στις αντίξοες συνθήκες της πανδημίας (βλ. Πλαίσιο IV.3). Παράλληλα όμως, η ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης και ειδικότερα των επενδύσεων, οι οποίες θα ενισχυθούν και από τα έργα που χρηματοδοτούνται από το RRF, θα οδηγήσει στην αύξηση των εισαγωγών αγαθών, που δεν αναμένεται –τουλάχιστον βραχυχρόνια– να αντισταθμιστούν από την άνοδο των εξαγωγών, με αποτέλεσμα τη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών. Τέλος, οι αυξημένες τιμές του πετρελαίου και των λοιπών ενεργειακών αγαθών αναμένεται να έχουν αρνητική επίδραση στο ισοζύγιο αγαθών.

Το ισοζύγιο υπηρεσιών αναμένεται να βελτιωθεί σημαντικά το 2022. Οι επιδόσεις του τουριστικού κλάδου κατά το 2021 δημιουργούν ευνοϊκές προσδοκίες για την ταξιδιωτική κίνηση και τις σχετικές εισπράξεις και για το επόμενο έτος, κατά το οποίο αναμένεται να πραγματοποιηθούν επιδόσεις περίπου στα επίπεδα του 2019. Παράλληλα, οι προοπτικές για τις εισπράξεις από μεταφορές το 2022 είναι θετικές, με δεδομένη τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου, που θα ενισχύσει τις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές, και την ανάκαμψη της ταξιδιωτικής δραστηριότητας, που θα ενισχύσει και τις αεροπορικές μεταφορές.

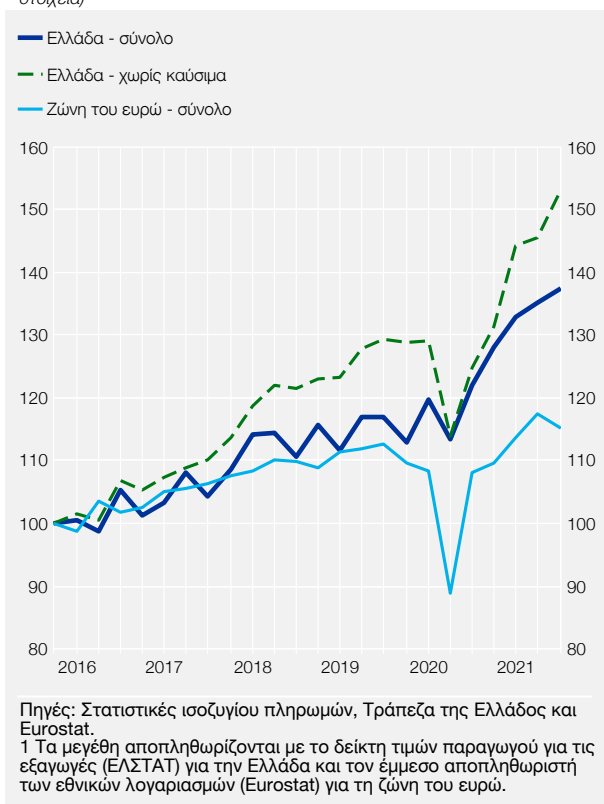
Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών αυξήθηκε, όπως προαναφέρθηκε, αφού η αξία των εξαγωγών σημείωσε σημαντική άνοδο, κατά 34,0%, αλλά η αύξηση της αξίας των εισαγωγών, κατά 32,1%, ήταν μεγαλύτερη σε απόλυτο μέγεθος. Ειδικότερα, το ισοζύγιο καυσίμων επιδεινώθηκε, λόγω των αυξημένων διεθνών τιμών των καυσίμων, παρά το γεγονός ότι, σε σταθερές τιμές, οι σχετικές εξαγωγές σημείωσαν άνοδο κατά 11,1% και οι εισαγωγές μείωση κατά 1,4%. Σε σταθερές τιμές, οι συνολικές εξαγωγές αγαθών αυξήθηκαν κατά 13,5% και οι εισαγωγές κατά 10,9% (βλ. Διάγραμμα IV.19). Επίσης, σε σταθερές τιμές, οι εξαγωγές χωρίς καύσιμα αυξήθηκαν κατά 20,0%, με τη μεγαλύτερη συμβολή να προέρχεται από τις εξαγωγές των κλάδων των τροφίμων, ποτών και καπνού, των μετάλλων, της

Διάγραμμα IV.18 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ (2016-2021)



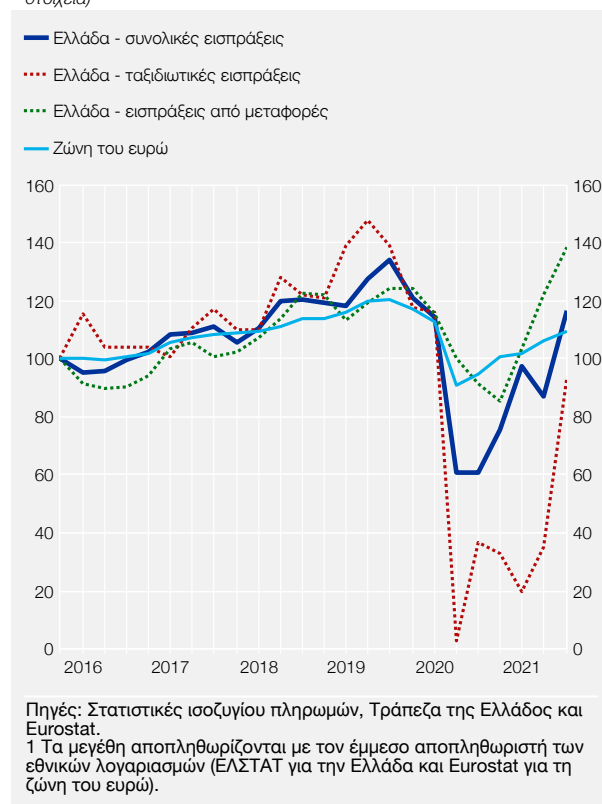
**Διάγραμμα IV.19 Εξαγωγές αγαθών
(δ' τρίμηνο 2015 - γ' τρίμηνο 2021)**

(δείκτης δ' τριμ. 2015=100, σε σταθερές τιμές,¹ εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



**Διάγραμμα IV.20 Εξαγωγές υπηρεσιών
(δ' τρίμηνο 2015 - γ' τρίμηνο 2021)**

(δείκτης δ' τριμ. 2015=100, σε σταθερές τιμές,¹ εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



κλωστοϋφαντουργίας και ενδύματος και των χημικών και πλαστικών.¹³ Οι εισαγωγές χωρίς καύσιμα σημείωσαν αύξηση κατά 23,0% σε σταθερές τιμές, κυρίως προερχόμενη από τις εισαγωγές ενδιάμεσων αγαθών, που αντανακλούν τη θετική πορεία του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, καθώς και των λοιπών κατηγοριών αγαθών λόγω της ανάκαμψης των επενδύσεων και της κατανάλωσης.

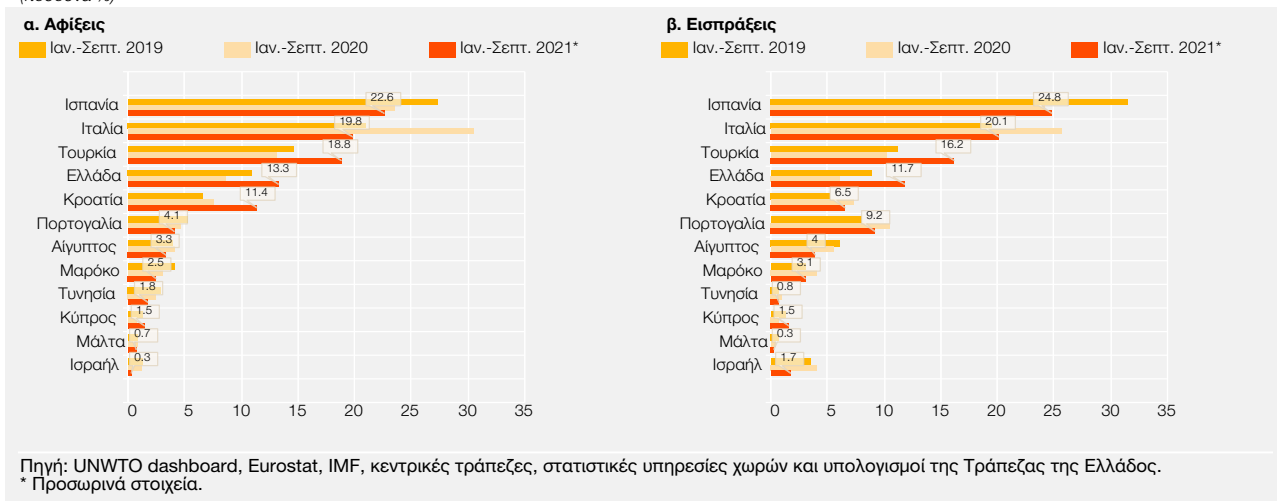
Την ίδια περίοδο το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών αυξήθηκε, λόγω της ανόδου των καθαρών εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες (βλ. Διάγραμμα IV.20). Οι ταξιδιωτικές εισπράξεις ήταν αυξημένες κατά 142,0% έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου και οι αφίξεις κατά 93,8% και αντιπροσωπεύουν το 58% και το 46% των εισπράξεων και των αφίξεων της ίδιας περιόδου του 2019 αντίστοιχα. Επίσης, η μέση δαπάνη ανά ταξίδι αυξήθηκε κατά 23,7%. Ωστόσο, φαίνεται ότι η εισοδηματική δυνατότητα για ταξίδια στο εξωτερικό, που επηρεάζει τις επιλογές των εν δυνάμει ταξιδιωτών, παρέμεινε σταθερή κατά τους μήνες αιχμής του 2021. Ειδικότερα, κατά το τρίμηνο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου, που αντιστοιχεί στην περίοδο αιχμής της τουριστικής περιόδου, σημειώθηκε σημαντική αύξηση των αφίξεων (κατά 149%) σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2020, με ανάκτηση του 70,7% των εισπράξεων και του 56,4% των αφίξεων της αντίστοιχης περιόδου του 2019.

Οι χώρες της ΕΕ εξακολουθούν να αποτελούν την κύρια πηγή ταξιδιωτών, και τόσο οι αφίξεις όσο και οι εισπράξεις από χώρες της ΕΕ αυξήθηκαν με ταχύτερο ρυθμό συγκριτικά με εκείνων των υπόλοιπων εκτός ΕΕ χωρών. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται τόσο στη σχετική εγγύτητα όσο και

13 Οι εξαγωγές του κλάδου της κλωστοϋφαντουργίας εμφανίζουν ισχυρή ανάκαμψη μετά από σημαντική μείωση το 2020.

Διάγραμμα IV.21 Μεριδίο της Ελλάδος και των ανταγωνιστριών χωρών στο σύνολο των αφίξεων και των ταξιδιωτικών εισπράξεων της αγοράς της Μεσογείου (Ιανουάριος-Σεπτέμβριος 2019, 2020, 2021)

(ποσοστά %)



στους λιγότερους περιορισμούς στην πραγματοποίηση ταξιδιών. Ειδικότερα, η αύξηση των εισπράξεων και των αφίξεων ταξιδιωτών από τις χώρες της ζώνης του ευρώ αντιπροσωπεύει περισσότερο από το ήμισυ της συνολικής μεταβολής των αντίστοιχων μεγεθών, με μεγαλύτερη συμβολή από τη Γερμανία και τη Γαλλία. Επίσης, εκτός ΕΕ, σημαντική ήταν η συμβολή του εισερχόμενου τουρισμού από το Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ.

Όσον αφορά τον ανταγωνισμό που αντιμετωπίζει η Ελλάδα στην αγορά της Μεσογείου, σημειώνεται ότι, σύμφωνα με τα στοιχεία της περιόδου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2021, η Ελλάδα έχει διατηρήσει τη θέση της σε σχέση με τους μεγάλους ανταγωνιστικούς προορισμούς, καταλαμβάνοντας την τέταρτη θέση μετά την Ισπανία, την Ιταλία και την Τουρκία. Επιπλέον, έχει αυξήσει το μερίδιό της στο σύνολο των εισπράξεων και των αφίξεων στην περιοχή σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2019 (βλ. Διάγραμμα IV.21).¹⁴

Τους δέκα πρώτους μήνες του 2021, το πλεόνασμα του ισοζυγίου μεταφορών μειώθηκε κατά 328 εκατ. ευρώ, δηλαδή κατά 9,7%, λόγω της επιδείνωσης του ισοζυγίου των λοιπών –εκτός θαλάσσιων– μεταφορών.¹⁵ Η εξέλιξη αυτή συνδέεται κυρίως με την αύξηση των πληρωμών για μεταφορές εισαγόμενων αγαθών. Αν και οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές αυξήθηκαν κατά 30,4%, οι σχετικές πληρωμές¹⁶ κατέγραψαν υψηλότερο ρυθμό ανόδου, με αποτέλεσμα το πλεόνασμα του ισοζυγίου από θαλάσσιες μεταφορές να βελτιωθεί κατά 6,5% συγκριτικά με το επίπεδο του 2020. Συγκεκριμένα, το μέσο επίπεδο των ναύλων αυξήθηκε κατά περίπου 82% –σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea– συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του 2020, αντανακλώντας κυρίως δύο αντίθετες τάσεις: αφενός την αξιοσημείωτη άνοδο των ναύλων για τα πλοία μεταφοράς ξηρού (χύδην) φορτίου και αφετέρου τη μείωση των ναύλων για τα πετρελαιοφόρα πλοία.¹⁷

14 Βλ. Πλαίσιο IV.3 “Εξελίξεις και προοπτικές στον εισερχόμενο τουρισμό (2010-2019)”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση*, Δεκέμβριος 2019, και Πλαίσιο IV.6 “Οι εξελίξεις στην εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση και τις ταξιδιωτικές εισπράξεις στην Ελλάδα και τους ανταγωνιστικούς προορισμούς της Μεσογείου το 2020”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2020*, Απρίλιος 2021.

15 Την περίοδο 2015-2019 οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές ανέρχονταν περίπου στο 85% των συνολικών εισπράξεων από μεταφορές, ενώ το ποσοστό των αντίστοιχων πληρωμών στο 65%.

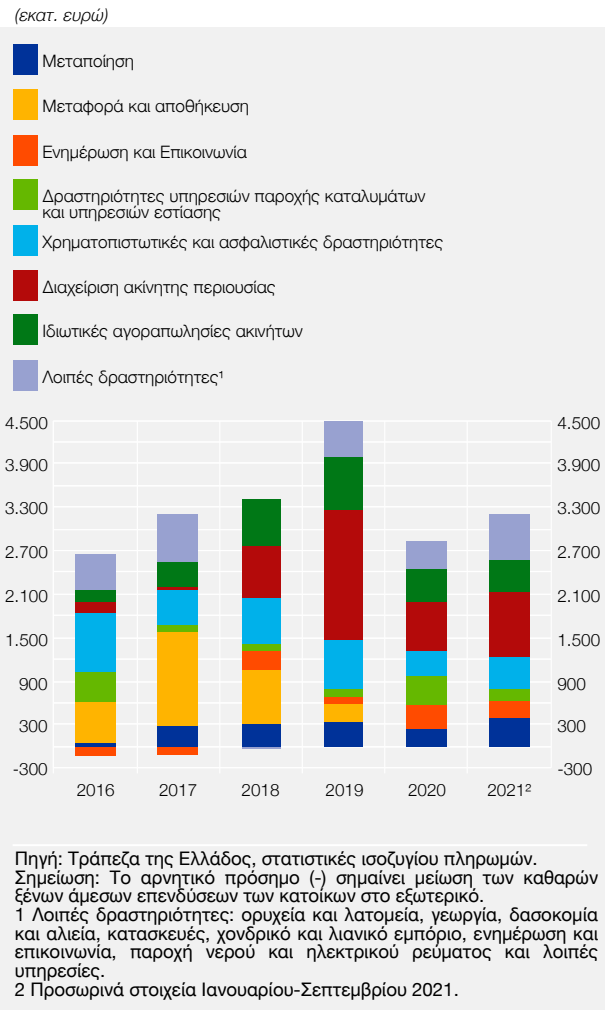
16 Οι πληρωμές για θαλάσσιες μεταφορές περιλαμβάνουν και τις πληρωμές των καθαρών εσόδων από ναύλους που πραγματοποιούνται από τις εταιρίες διαχείρισης πλοίων στην Ελλάδα προς τις πλοιοκτήτριες εταιρίες του εξωτερικού.

17 Οι ναύλοι των πλοίων ξηρού (χύδην) φορτίου σχεδόν τριπλασιάστηκαν, αντανακλώντας τη ζήτηση για εισαγωγές πρώτων υλών κυρίως από την Κίνα, τη συμμόρφωση στους λιμένες, καθώς και το χαμηλό επίπεδο των ναύλων την αντίστοιχη περίοδο του 2020 λόγω της πανδημίας. Οι ναύλοι των πετρελαιοφόρων κατέγραψαν αξιοσημείωτη μείωση, εν μέρει λόγω και του υψηλού επιπέδου που είχαν καταγράψει την αντίστοιχη περίοδο του 2020.

Το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων κατέγραψε πλεόνασμα, έναντι ελλείμματος κατά το πρώτο δεκάμηνο του 2020, κυρίως λόγω της αύξησης των εισπράξεων από μερίσματα και κέρδη με ταυτόχρονη μείωση των πληρωμών για τόκους χρεογράφων και δανείων. Την ίδια περίοδο το πλεόνασμα του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων αυξήθηκε σημαντικά, όπως και το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαίων, σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020. Η βελτίωση και των δύο προήλθε από την εκταμίευση της προχρηματοδότησης του 13% στο πλαίσιο της χρηματοδότησης από το RRF (σκέλος επιδοτήσεων). Συγκεκριμένα, ποσό 1,0 δισεκ. ευρώ καταγράφηκε με τη μορφή άμεσων μεταβιβάσεων στο λογαριασμό της γενικής κυβέρνησης, το οποίο αποτελεί άμεση θετική συνεισφορά στο ΙΤΣ. Επιπλέον, ποσό 1,3 δισεκ. ευρώ καταγράφηκε στο ισοζύγιο κεφαλαίων, καθώς συνδέεται με επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου και μειώνει τις χρηματοδοτικές ανάγκες της οικονομίας από το εξωτερικό.¹⁸ Η εξέλιξη της περαιτέρω εκταμίευσης της χρηματοδότησης από το RRF σχετίζεται με την εκπλήρωση των συνδεδεμένων οροσήμων εκτέλεσης των έργων.¹⁹

Η καταβολή κονδυλίων από την ΕΕ από το προηγούμενο πρόγραμμα ΕΣΠΑ 2014-2020 συνεχίστηκε και το 2021.²⁰ Μάλιστα, για το υπολειπόμενο ποσό έχουν ήδη αποφασιστεί έργα ώστε να διασφαλιστεί η πλήρης απορρόφησή του τα επόμενα τρία χρόνια.²¹ Όσον αφορά τις εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ,²² την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2020 οι απολήψεις ανήλθαν σε 1,8 δισεκ. ευρώ και οι αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ σε 2,2 δισεκ. ευρώ.²³ Η Ελλάδα έχει απορροφήσει σωρευτικά το 73% των πόρων που της αναλογούν από τους διαρθρωτικούς πόρους του ΕΣΠΑ 2014-2020. Παράλληλα, εντός του τρέχοντος έτους αναμένεται να ξεκινήσει και το νέο ΕΣΠΑ 2021-2027. Επίσης, στο πλαίσιο του προγράμματος REACT-EU εκταμιεύθηκε χρηματοδότηση ύψους 933 εκατ. ευρώ, καλύπτοντας

Διάγραμμα IV.22 Διάρθρωση των ξένων άμεσων επενδύσεων (εισροών) στην Ελλάδα κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας



18 Σημειώνεται ότι, ταυτόχρονα με τις ανωτέρω επιδοτήσεις, καταβλήθηκαν και 1,6 δισεκ. ευρώ με τη μορφή δανείων από το RRF, τα οποία καταγράφονται στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών και θα καλύψουν περαιτέρω τις χρηματοδοτικές ανάγκες της οικονομίας.

19 Η πρώτη φάση ολοκλήρωσης ορόσημων εκτιμάται ότι θα συμπληρωθεί εντός του 2021. Τα βήματα εξέλιξης των έργων περιέχονται στο παράρτημα της πρότασης εκτελεστικής απόφασης του Συμβουλίου για την έγκριση της αξιολόγησης του σχεδίου ανάκαμψης και ανθεκτικότητας της Ελλάδος (COM 328, 17.06.2021).

20 Ισχύει ο κανόνας t+3 έτη για την πλήρη απορρόφηση των προγραμμάτων.

21 Ωστόσο, σε κάθε χρηματοδοτικό πλαίσιο παρατηρείται επιτάχυνση της απορρόφησης στο τέλος της προγραμματικής περιόδου.

22 Στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων και στο ισοζύγιο κεφαλαίων καταγράφονται επίσης οι μεταβιβάσεις από την ΕΕ, κυρίως στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (ΚΑΠ) και της πολιτικής συνοχής της ΕΕ, καθώς και οι αποδόσεις στον προϋπολογισμό της ΕΕ.

23 Επεξεργασία στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος για τις ταμειακές εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ (προσωρινά στοιχεία). Ως διαρθρωτικά ταμεία στην παρούσα έννοια ορίζονται το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης, το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο και το Ταμείο Συνοχής.

το ήμισυ περίπου της κατανεμηθείσας χρηματοδότησης από το εν λόγω πρόγραμμα, και στο πλαίσιο του ευρωπαϊκού μέσου SURE η χώρα εισέπραξε το σύνολο των δανείων που της είχαν κατανεμηθεί, ύψους 5,3 δισεκ. ευρώ.

Το διάστημα Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 οι υποχρεώσεις των κατοίκων έναντι του εξωτερικού οι οποίες αντιπροσωπεύουν ξένες άμεσες επενδύσεις (ΞΑΕ) στην Ελλάδα αυξήθηκαν κατά 4,0 δισεκ. ευρώ (2,4% του ΑΕΠ), καθώς οι σχετικές εισροές ενισχύθηκαν από το Μάιο και μετά.²⁴ Οι εισροές αυτές αντιπροσωπεύουν πρωτίστως χορήγηση ενδοομιλικών δανείων και αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών εταιριών που βρίσκονται στην Ελλάδα και δευτερευόντως επενδύσεις σε ακίνητα. Οι συνολικές εισροές κατευθύνονται κυρίως στους κλάδους της διαχείρισης ακινήτων, των χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων, της επικοινωνίας και των πληροφοριών και της μεταποίησης (βλ. Διάγραμμα IV.22). Οι κυριότερες χώρες προέλευσης ΞΑΕ είναι το Λουξεμβούργο, οι ΗΠΑ, η Ελβετία, η Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Όσον αφορά τη Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ),²⁵ στο τέλος του β' τριμήνου του 2021 οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας έναντι του εξωτερικού διαμορφώθηκαν σε 309 δισεκ. ευρώ (181% του ΑΕΠ), καταγράφοντας αύξηση κατά περίπου 20 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος του 2020. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα κυρίως την αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων των λοιπών τομέων της οικονομίας (κυρίως μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών), λόγω και της μεταβίβασης των δανείων τους σε λοιπές χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις του εξωτερικού,²⁶ η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από την αύξηση των καθαρών απαιτήσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων λόγω συναλλαγών τους που συνδέονται με τιτλοποιήσεις. Σημειώνεται ότι οι υποχρεώσεις της γενικής κυβέρνησης αντιπροσωπεύουν περίπου το 50% των υποχρεώσεων της χώρας έναντι του εξωτερικού και το μεγαλύτερο μέρος αυτών αφορά δάνεια από το μηχανισμό στήριξης (EFSF και ESM) με ευνοϊκούς όρους.

7 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2021 αναμένεται να διαμορφωθεί σε 7,2%. Όμως, με βάση τα νέα εθνολογιστικά στοιχεία του ΑΕΠ, τα οποία δόθηκαν στη δημοσιότητα προσφάτως από την ΕΛΣΤΑΤ, και τα οποία δεν έχουν ληφθεί υπόψη στις προβλέψεις του Ευρωσυστήματος για την Ελλάδα, ο ρυθμός ανάπτυξης για το 2021 αναμένεται να είναι σημαντικά υψηλότερος, άνω του 8%, σύμφωνα με μία τεχνική επανεκτίμηση. Η ελληνική οικονομία άρχισε να ανακάμπτει με ταχείς ρυθμούς ήδη από το β' τρίμηνο του έτους, με τη διεύρυνση του εμβολιαστικού προγράμματος και τη σταδιακή επαναφορά της κοινωνικής και οικονομικής ζωής στην κανονικότητα. Το 2022 ο ρυθμός μεταβολής της οικονομικής δραστηριότητας προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί σε 5,0% και το 2023 θα είναι 3,9%, υπό την προϋπόθεση ότι θα συνεχίσει να ενισχύεται σημαντικά από το διεθνή τουρισμό, την ανάκαμψη της ευρωζώνης και την επιτάχυνση των επενδύσεων (βλ. Πίνακα IV.7).

Η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι ενισχύθηκε σημαντικά το 2021, σε μεγάλο βαθμό ως αποτέλεσμα της κάλυψης μέρους της ζήτησης που είχε συσσωρευθεί λόγω της αναβολής δαπανών

24 Ενδεικτικά αναφέρεται ότι τον Ιούνιο ολοκληρώθηκε η πώληση και μεταβίβαση της “Ελληνικό Α.Ε.” από το ΤΑΙΠΕΔ στην Hellinikon Global I SA (θυγατρική της Lamda Development). Άλλες σημαντικές συναλλαγές είναι: (α) η πώληση μετοχών της ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ από την Reggeborgh Invest BV, (β) η συμμετοχή της Paulson & Co. στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Πειραιώς Financial Holdings ΑΕ, (γ) ο δανεισμός της ΟΤΕ ΑΕ από την ΟΤΕ PLC και (δ) η ολοκλήρωση της εξαγοράς των μετοχών του ΟΛΠ ΑΕ από την COSCO SHIPPING Co Ltd.

25 Η ΔΕΘ αποτυπώνει, σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή, το ύψος των απαιτήσεων και υποχρεώσεων της χώρας έναντι μη κατοίκων. Σημειώνεται ότι μεταβολές στη ΔΕΘ αντανάκλουν όχι μόνο μεταβολές στις επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα και κατοίκων στο εξωτερικό, δηλ. τις ροές που προκύπτουν από το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, αλλά και μεταβολές στην αποτίμηση αυτών των επενδύσεων.

26 Σημειώνεται ότι η διαχείριση αυτών των δανείων έχει ανατεθεί στις Εταιρίες Διαχείρισης Απαιτήσεων από Δάνεια και Πιστώσεις (ΕΔΑΔΠ) του ν. 4354/2015.

Πίνακας IV.7 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

	2020	2021	2022	2023
ΑΕΠ (σταθερές τιμές) ¹	-9,0	7,2	5,0	3,9
Ιδιωτική κατανάλωση	-7,9	4,9	3,6	3,2
Δημόσια κατανάλωση	2,6	3,3	1,1	0,6
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-0,3	15,8	20,3	10,1
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-21,5	19,0	12,9	6,9
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-7,6	13,0	12,0	5,8
ΕνΔΤΚ	-1,3	0,6	3,0	0,9
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	-0,5	-0,4	1,6	1,1
Απασχόληση	-0,9	0,4	2,8	2,6
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	16,3	15,7	14,3	12,8
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-6,6	-5,7	-4,3	-4,2

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

- 1 Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός ανάπτυξης το 2021 αναμένεται να είναι 7,2%. Όμως, με βάση τα νέα εθνικολογιστικά στοιχεία του ΑΕΠ, τα οποία δόθηκαν στη δημοσιότητα προσφάτως από την ΕΛΣΤΑΤ και τα οποία δεν έχουν ληφθεί υπόψη στις προβλέψεις του Ευρωσυστήματος για την Ελλάδα, ο ρυθμός ανάπτυξης για το 2021 αναμένεται να είναι σημαντικά υψηλότερος, άνω του 8,0% σύμφωνα με μια τεχνική επανεκτίμηση.

κατά τη διάρκεια της πανδημίας, αλλά και της βελτίωσης του οικονομικού κλίματος. Η καταναλωτική δαπάνη αναμένεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται τα επόμενα δύο έτη, με ηπιότερους όμως ρυθμούς, παράλληλα με την αύξηση της απασχόλησης, ενώ και η μείωση της αποταμίευσης αναμένεται να συμβάλει προς αυτή την κατεύθυνση.

Οι επενδύσεις αναμένεται να αυξηθούν με πολύ υψηλούς ρυθμούς καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης, υποβοηθούμενες τόσο από τις διευκολυντικές συνθήκες χρηματοδότησης όσο και από την αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων. Ειδικότερα, τα επόμενα χρόνια η Ελλάδα θα λάβει στήριξη ύψους 40 δισεκ. ευρώ περίπου από το μακροπρόθεσμο προϋπολογισμό της ΕΕ 2021-2027 και 32 δισεκ. ευρώ από το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU, ενώ παράλληλα αναμένεται και η προσέλκυση αυξημένων ξένων άμεσων και έμμεσων επενδύσεων. Επίσης, η επιστροφή στην κανονικότητα και η αποκατάσταση του επενδυτικού κλίματος αναμένεται να συντείνουν στην υλοποίηση σχεδίων που ενδεχομένως είχαν αναβληθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας αλλά και στην ανάληψη νέων ιδιωτικών πρωτοβουλιών.

Οι εξαγωγές αγαθών επέδειξαν ανθεκτικότητα κατά τη διάρκεια της πανδημίας, ενώ εκτιμάται ότι θα αυξηθούν με υψηλούς ρυθμούς όλο το επόμενο διάστημα, καθώς θα βελτιώνεται το διεθνές περιβάλλον και θα αποκαθίστανται οι διεθνείς αλυσίδες προσφοράς. Οι εξαγωγές υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα κινηθούν ανοδικά, μετά τη σημαντική πτώση που κατέγραψαν ως αποτέλεσμα των μέτρων που είχαν ληφθεί σε παγκόσμιο επίπεδο για τον περιορισμό της υγειονομικής κρίσης. Οι τουριστικές εισπράξεις αναμένεται να ξεπεράσουν τις αρχικές προσδοκίες το τρέχον έτος και να υπερβούν το 50% περίπου των εισπράξεων του 2019, ενώ θα ακολουθήσουν ανοδική πορεία και το διάστημα 2022-2023. Τέλος, η ζήτηση για ναυτιλιακές υπηρεσίες θα συμβαδίσει με τις ευνοϊκές συνθήκες στην παγκόσμια οικονομία και το διεθνές εμπόριο. Παράλληλα όμως άνοδο αναμένεται να σημειώσουν και οι εισαγωγές, ως αποτέλεσμα της τόνωσης της εγχώριας ζήτησης, ιδιαιτέρως των επενδύσεων.

Ο αριθμός των απασχολούμενων εκτιμάται ότι θα αυξηθεί την περίοδο 2021-2023. Η καταγραφή υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, τα μέτρα που θα τεθούν σε εφαρμογή το επόμενο διάστημα στο πλαίσιο ενίσχυσης της απασχόλησης και των εισοδημάτων, αλλά και η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων θα συνδράμουν στην αποκλιμάκωση της ανεργίας.

Ο πληθωρισμός, βάσει του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή, αναμένεται να καταγράψει ελαφρώς θετικό ετήσιο ρυθμό το 2021, κυρίως λόγω της ανοδικής πορείας των ενεργειακών αγαθών, αλλά και των ανατιμήσεων στα είδη διατροφής. Αντιθέτως, ο πυρήνας του πληθωρισμού θα παραμείνει σε αρνητικό έδαφος. Το 2022 αναμένεται επιτάχυνση του πληθωρισμού και επιστροφή του πυρήνα σε θετικό έδαφος, με τη θετική συμβολή όλων των συνιστωσών τους. Τέλος, για το 2023 αναμένεται αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων και σύγκλιση των δύο μεγεθών μέτρησης του πληθωρισμού.

Όσον αφορά τις αβεβαιότητες που περιβάλλουν το βασικό σενάριο των προβλέψεων της Τράπεζας της Ελλάδος, τυχόν θετικότερη έκβαση σχετίζεται με την ισχυρότερη ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης λόγω της συσσωρευμένης αποταμίευσης των νοικοκυριών κατά τη διάρκεια της πανδημίας και την ταχύτερη από την αναμενόμενη εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που θα οδηγήσει σε αποτελεσματικότερη απορρόφηση των κονδυλίων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU. Υπάρχουν όμως και κίνδυνοι, που σχετίζονται με τον αντίκτυπο του τέταρτου κύματος της πανδημίας, την αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων μετά τη λήξη των μέτρων κρατικής στήριξης, καθώς και ένα ενδεχομένως χαμηλό ποσοστό απορρόφησης των κονδυλίων της ΕΕ στο πλαίσιο του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU. Επίσης, εξακολουθεί να υπάρχει αβεβαιότητα που σχετίζεται με τις πληθωριστικές πιέσεις στις πρώτες ύλες, στο κόστος μεταφορών και στην ενέργεια.

Πλαίσιο IV.1

ΣΥΧΝΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΜΕΓΕΘΟΣ ΤΩΝ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΜΙΚΡΟΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΤΙΜΩΝ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ

Ο πληθωρισμός είναι αποτέλεσμα της σύνθεσης εκατομμυρίων μεμονωμένων μεταβολών τιμών. Το πόσο συχνά και σε ποιο βαθμό προσαρμόζονται οι τιμές είναι εξαιρετικής σημασίας για τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής. Το παρόν πλαίσιο παρέχει για πρώτη φορά αποτελέσματα σχετικά με την προσαρμογή των τιμών καταναλωτικών προϊόντων στην Ελλάδα.

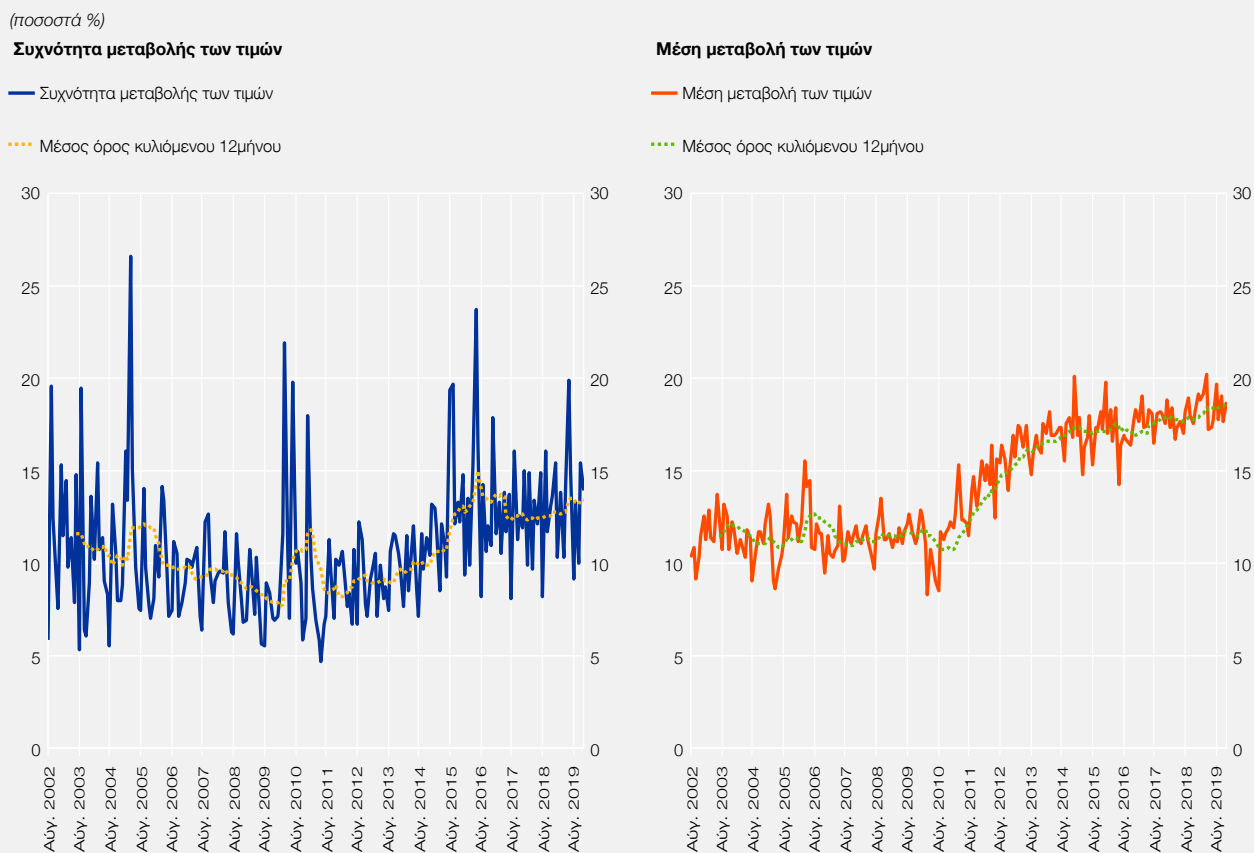
Για το σκοπό αυτό, αξιοποιούμε μια μοναδική βάση μικροδεδομένων τιμών που έχει αναπτυχθεί από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) και χρησιμοποιείται για την κατασκευή του ελληνικού δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ). Η βάση αυτή περιλαμβάνει πληροφορίες για 744 προϊόντα (αγαθά και υπηρεσίες) από διαφορετικά σημεία πώλησης, τα οποία αντιστοιχούν συνολικά σε 46.729 μοναδικούς κωδικούς προϊόντων.¹ Τα πρωτογενή στοιχεία είναι μηνιαία για την περίοδο από τον Ιανουάριο του 2002 μέχρι το Μάρτιο του 2020, καλύπτοντας σχεδόν δύο δεκαετίες και πάνω από το 80% του πυρήνα του πληθωρισμού. Συνολικά έχουμε 8.019.953 παρατηρήσεις τιμών.²

Το πόσο συχνά αλλάζει τιμή ένα προϊόν παρουσιάζει μια μη αμελητέα μεταβλητότητα τις δύο τελευταίες δεκαετίες στην Ελλάδα, καθώς έχουν συμβεί σημαντικές οικονομικές διαταραχές. Στο Διάγραμμα Α (αριστερό γράφημα) φαίνεται ότι, κατά μέσο όρο για όλη την υπό εξέταση περίοδο, περίπου 11% των προϊόντων αλλάζουν τιμή σε

1 Η παρούσα ανάλυση δεν περιλαμβάνει τα περισσότερα ενεργειακά αγαθά, τα εποχικά προϊόντα, τις υπηρεσίες που σχετίζονται κυρίως με τον τουρισμό και τις τιμές που συλλέγονται κεντρικά ή είναι κεντρικά καθοριζόμενες.

2 Η επεξεργασία των στατιστικών δεδομένων γίνεται ως εξής: (α) από το επίπεδο τιμών υπολογίζονται οι μεταβολές των τιμών, (β) οι πολύ μικρές μεταβολές των τιμών, μικρότερες ή ίσες του 0,2%, οι οποίες μπορεί να οφείλονται σε λάθος καταγραφή ή σφάλματα στρογγυλοποίησης μεταξύ πακέτων λογισμικού, θεωρούνται μηδενικές (7.280 παρατηρήσεις), (γ) οι μεταβολές τιμών που είναι μικρότερες από το 1ο και μεγαλύτερες από το 99ο εκατοστημόριο της κατανομής των μεταβολών των τιμών εξαιρούνται από την ανάλυση. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η μεγαλύτερη μείωση τιμής στο δείγμα να είναι περίπου 50%, ενώ η μεγαλύτερη αύξηση να είναι περίπου 100%. Τέτοιες μεταβολές είναι συμβατές με τη συμπεριφορά των τιμών στο πλαίσιο μιας τυπικής εποχικής έκπτωσης της τάξεως του 50% και της επιστροφής, στη συνέχεια, της τιμής στο αρχικό επίπεδο. Ως επιπλέον έλεγχος, με βάση τα στοιχεία κατασκευάζεται ένας απλός και χωρίς σταθμίσεις μηνιαίος πληθωρισμός, η συσχέτιση του οποίου με τον "επίσημο" πυρήνα του πληθωρισμού (δηλ. χωρίς τις τιμές της ενέργειας) είναι πολύ μεγάλη (περίπου 90%). Για κάθε μήνα οι παρατηρήσεις τιμών ανέρχονται σε 32-40 χιλιάδες.

Διάγραμμα Α Συχνότητα και μέγεθος των μεταβολών των τιμών



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

ένα δεδομένο μήνα.³ Ταυτόχρονα παρατηρούνται δύο διαφορετικές διαχρονικές τάσεις. Αρχικά, η συχνότητα μεταβολής των τιμών μειώνεται την περίοδο μεταξύ 2002 και 2009 (από 12% σε 8% περίπου), ενώ στη συνέχεια, την περίοδο μεταξύ 2010 και 2019, αυξάνεται από περίπου 8% σε σχεδόν 14%.

Συγχρόνως, παρατηρείται ότι η μέση μεταβολή τιμής έχει αυξηθεί σημαντικά από 11% περίπου την περίοδο 2002-2009 σε περισσότερο από 18% τα τελευταία χρόνια (Διάγραμμα Α, δεξιό γράφημα).

Αναλύοντας τη συχνότητα και το μέγεθος μεταβολής χωριστά για τις αυξήσεις και τις μειώσεις τιμών (βλ. Διάγραμμα Β, αριστερό γράφημα), παρατηρούμε ότι οι αυξήσεις τιμών είναι πιο συχνές από τις μειώσεις.⁴ Παρ' όλα αυτά, η συχνότητα των αυξήσεων έχει μειωθεί διαχρονικά, ενώ η συχνότητα των μειώσεων έχει αυξηθεί. Έτσι, το σχετικό μερίδιο των αυξήσεων έχει μειωθεί από τα 2/3 στο 1/2 του συνόλου των μεταβολών των τιμών.

Επιπλέον, το μέγεθος της μείωσης των τιμών είναι μεγαλύτερο από το μέγεθος της αύξησης των τιμών. Ωστόσο και τα δύο μεγέθη έχουν αυξηθεί διαχρονικά κατά μέσο όρο: από 10,8% την περίοδο 2002-2009 σε 17,6% την περίοδο 2017-2019, στην περίπτωση των αυξήσεων και από 12,5% σε 18,4% αντίστοιχα στην περίπτωση των μειώσεων (βλ. Διάγραμμα Β, δεξιό γράφημα).

3 Η συχνότητα μεταβολής των τιμών ορίζεται ως το ποσοστό των προϊόντων που αλλάζουν τιμή σε ένα δεδομένο μήνα.

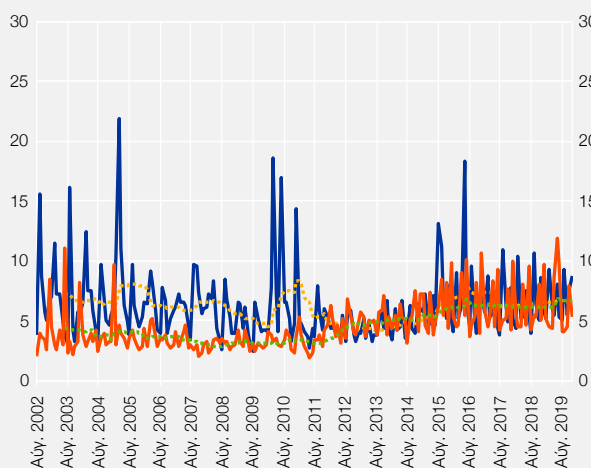
4 Η συνολική συχνότητα μεταβολής των τιμών είναι το άθροισμα της συχνότητας αύξησης και της συχνότητας μείωσης των τιμών, ενώ το μέγεθος της μεταβολής των τιμών είναι ο μέσος όρος του απολύτου μεγέθους των αυξήσεων και του απολύτου μεγέθους των μειώσεων των τιμών.

Διάγραμμα Β Συχνότητα και μέγεθος αυξήσεων και μειώσεων των τιμών

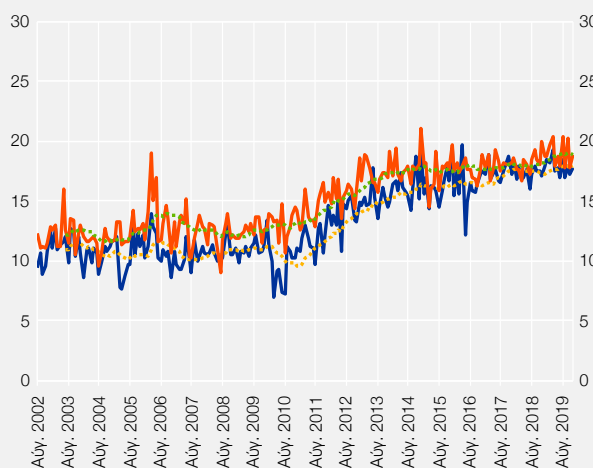
(ποσοστά %)

Συχνότητα αυξήσεων και μειώσεων των τιμών

— Συχνότητα αυξήσεων
 Μέσος όρος κυλιόμενου 12μήνου
 — Συχνότητα μειώσεων
 Μέσος όρος κυλιόμενου 12μήνου

**Μέγεθος αυξήσεων και μειώσεων των τιμών**

— Μέγεθος αυξήσεων των τιμών
 Μέσος όρος κυλιόμενου 12μήνου
 — Μέγεθος μειώσεων των τιμών
 Μέσος όρος κυλιόμενου 12μήνου



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Ο ρόλος των εκπτώσεων

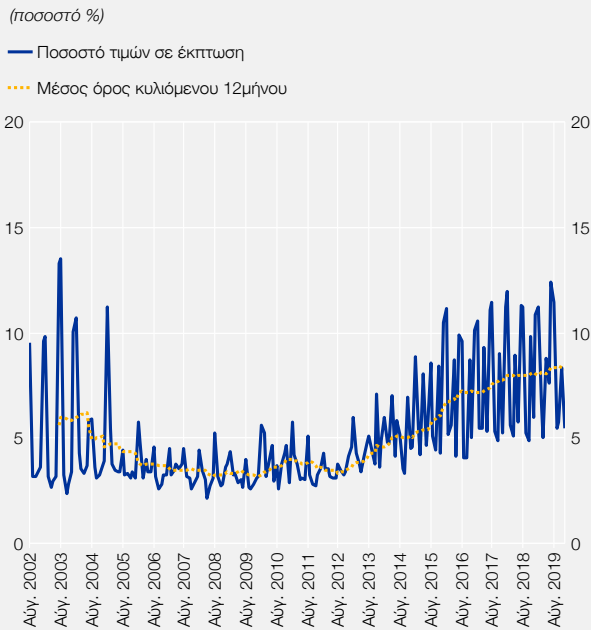
Ένα από τα πιο σημαντικά ζητήματα όταν αναλύει κανείς τη συχνότητα και το μέγεθος μεταβολής των τιμών είναι να διαχωρίσει τις μεταβολές που οφείλονται σε αλλαγές των “κανονικών” τιμών από εκείνες που οφείλονται σε εκπτώσεις και προωθητικές ενέργειες. Καθώς τα στοιχεία δεν παρέχουν πληροφορίες για το αν μια συγκεκριμένη τιμή αφορά την τιμή προϊόντος σε έκπτωση, εφαρμόζεται ένα στατιστικό φίλτρο όπως αυτό των Nakamura and Steinsson (2008α και β),⁵ το οποίο έχει αποδειχθεί ότι μπορεί σε ικανοποιητικό βαθμό να προβλέψει τις τιμές σε έκπτωση.⁶

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Γ, το ποσοστό των τιμών σε έκπτωση μειώθηκε κατά τη διάρκεια της πρώτης δεκαετίας, από περίπου 6% του συνόλου των τιμών σε λιγότερο από 4%. Μετά την ελληνική κρίση χρέους όμως και τη σημαντική συρρίκνωση του διαθέσιμου εισοδήματος στην Ελλάδα, το ποσοστό των τιμών σε έκπτωση άρχισε να αυξάνεται, φθάνοντας στο 8% του συνόλου των τιμών προς το τέλος της υπό εξέταση περιόδου. Αυτό σημαίνει ότι το σύνολο των τιμών σε έκπτωση έχει διπλασιαστεί μετά την κρίση. Στο πλαίσιο αυτό, αναμένεται, τουλάχιστον σε κάποιο βαθμό, η αύξηση της συχνότητας μεταβολής των τιμών που παρατηρείται μετά την κρίση να συνδέεται και με το μεγαλύτερο ποσοστό τιμών σε έκπτωση.

5 Βλ. Nakamura, E. and J. Steinsson (2008α), “Five facts about prices: a reevaluation of menu cost models”, *The Quarterly Journal of Economics*, 123(4), 1415-1464, και Nakamura, E. and J. Steinsson, (2008β), “Supplement to ‘Five facts about prices: a reevaluation of menu cost models’”, *The Quarterly Journal of Economics* 123(4), online appendix.

6 Βλ. Berardi, N., E. Gautier, and H. L. Bihan (2015), “More facts about prices: France before and during the Great Recession”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 47(8), 1465-1502, και Gautier E., C. Conflitti, R. Faber, B. Fabo, L. Fadejeva, V. Jouvanceau, J.O. Menz, T. Messner, P. Petroulas, P. Roldan-Blanco, F. Rumler, S. Santoro, E. Wieland, and H. Zimmer (2021), “New Facts on Consumer Price Rigidity in the Euro Area”, ECB Working Paper, υπό έκδοση.

Διάγραμμα Γ Ποσοστό τιμών σε έκπτωση



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

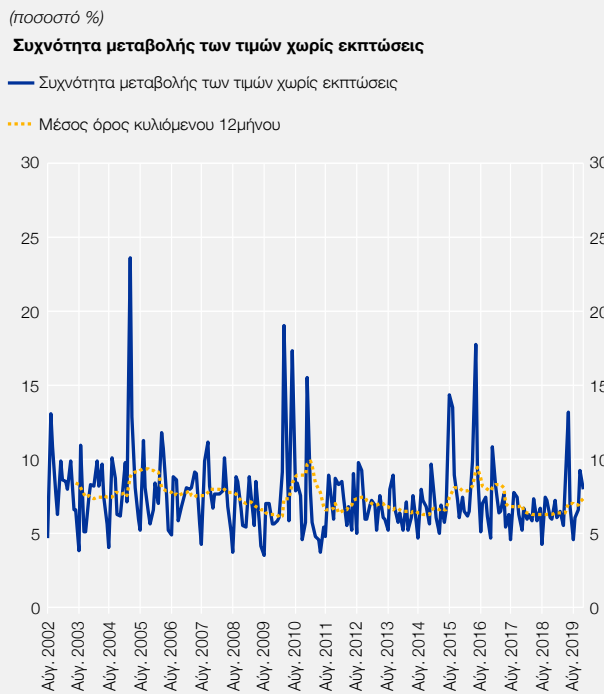
Πράγματι, αν εξαιρεθούν οι αλλαγές τιμών που συνδέονται με εκπτώσεις, παρατηρείται ότι η συχνότητα μεταβολής των τιμών παραμένει σχετικά σταθερή τις δύο τελευταίες δεκαετίες (βλ. Διάγραμμα Δ, αριστερό γράφημα).⁷ Εξακολουθεί να ισχύει όμως ότι η συχνότητα των αυξήσεων έχει μειωθεί διαχρονικά, ενώ η συχνότητα των μειώσεων έχει αυξηθεί. Επίσης, το μέγεθος της μεταβολής των τιμών μετά την κρίση εξακολουθεί να είναι υψηλότερο από ό,τι πριν την κρίση (Διάγραμμα Δ, δεξιό γράφημα). Σημειώνεται ότι, όπως και προηγουμένως, το μέγεθος τόσο των αυξήσεων όσο και των μειώσεων είναι μεγαλύτερο μετά την κρίση.

Εξελίξεις σε επιμέρους κλάδους

Η παρακολούθηση των συνολικών εξελίξεων μπορεί να κρύβει την ύπαρξη σημαντικών διαφοροποιήσεων μεταξύ των επιμέρους κλάδων. Παρακάτω αναλύονται οι εξελίξεις σε τέσσερις κλάδους για τους οποίους υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, συγκεκριμένα τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά, τα επεξεργασμένα είδη διατροφής, τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής και τις υπηρεσίες.

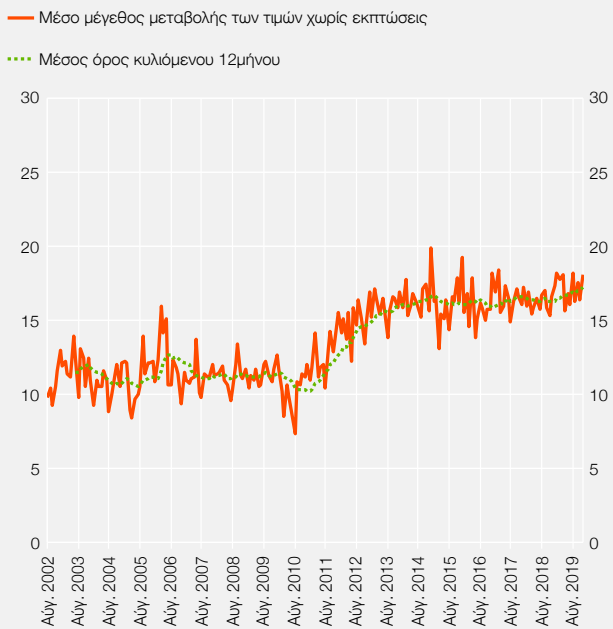
Παρατηρείται ότι τα τελευταία χρόνια το ποσοστό των τιμών σε έκπτωση έχει αυξηθεί σημαντικά σε όλους τους κλάδους,

Διάγραμμα Δ Συχνότητα και μέγεθος μεταβολής των τιμών χωρίς εκπτώσεις



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Μέσο μέγεθος μεταβολής των τιμών χωρίς εκπτώσεις



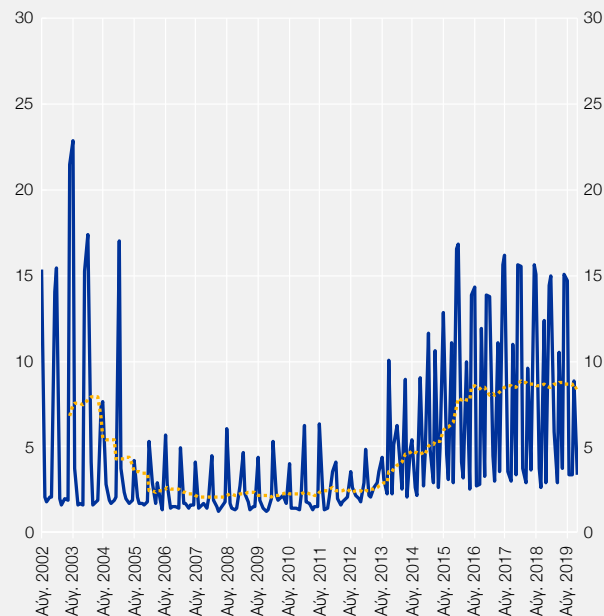
⁷ Όλες οι ακραίες τιμές (extreme values) στη συχνότητα μεταβολής των τιμών που παρουσιάζεται στο Διάγραμμα Δ συνδέονται με μήνα εφαρμογής αλλαγών του συντελεστή ΦΠΑ.

Διάγραμμα Ε Ποσοστό τιμών σε έκπτωση σε επιμέρους κλάδους

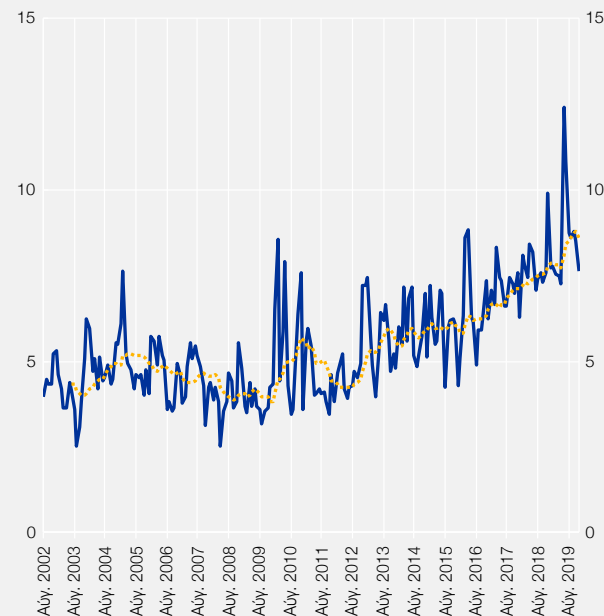
(ποσοστά %)

— Ποσοστό τιμών σε έκπτωση
 - - - - - Μέσος όρος κυλιόμενου 12μήνου

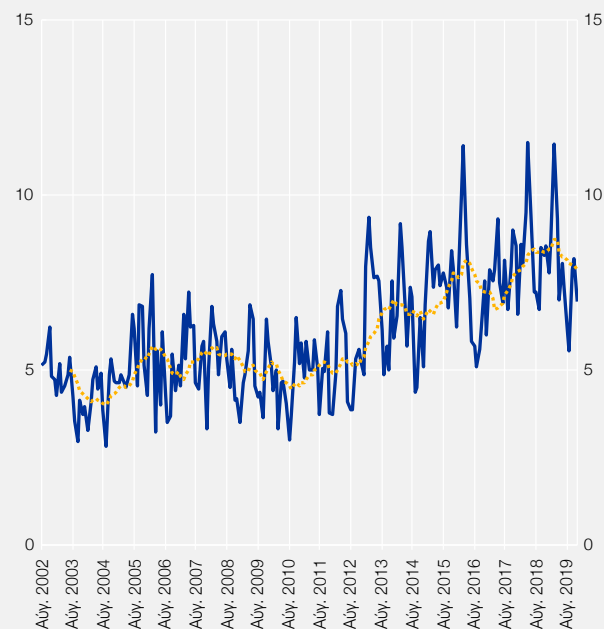
Μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά



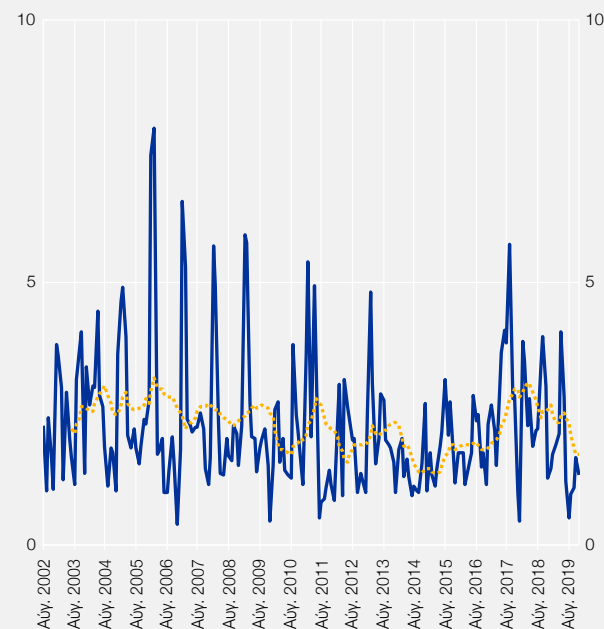
Επεξεργασμένα είδη διατροφής



Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής



Υπηρεσίες



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

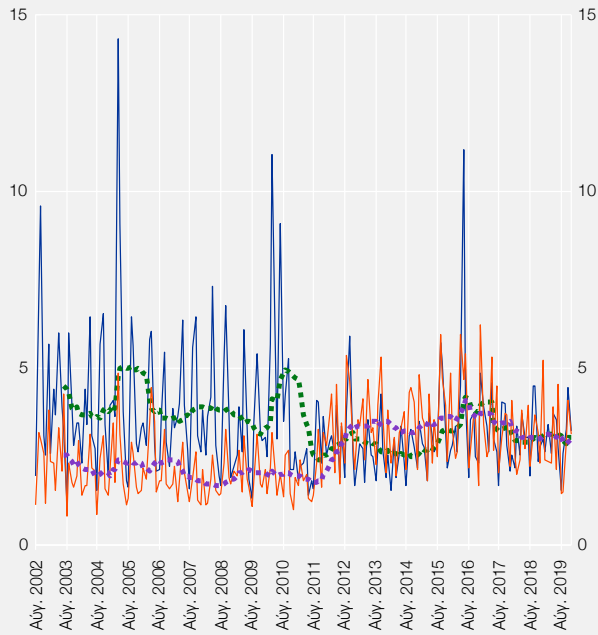
εκτός των υπηρεσιών, όπου παρατηρείται μικρή μείωση (βλ. Διάγραμμα Ε). Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι, μετά την κρίση, το ποσοστό των τιμών σε έκπτωση έχει διπλασιαστεί για την κατηγορία των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών και τις δύο κατηγορίες των ειδών διατροφής.

Διάγραμμα ΣΤ Συχνότητα αυξήσεων και μειώσεων των τιμών σε επιμέρους κλάδους (χωρίς εκπτώσεις)

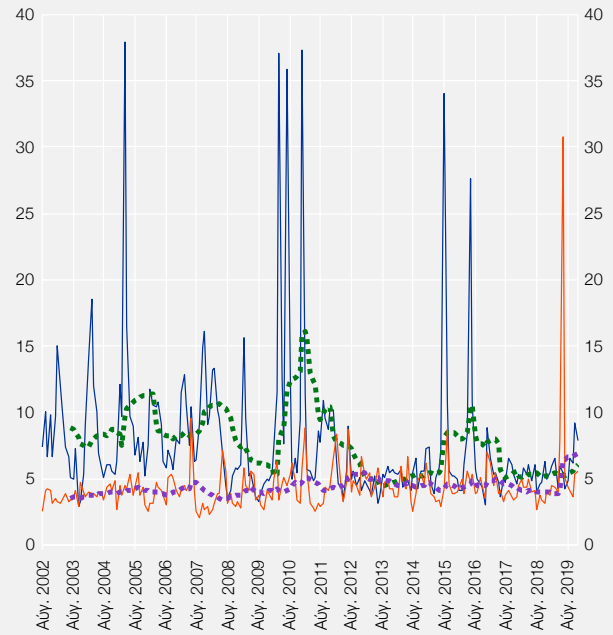
(ποσοστά %)

- Συχνότητα αυξήσεων των τιμών (χωρίς εκπτώσεις)
- - - Μέσος όρος κυλιόμενου 12μήνου
- Συχνότητα μειώσεων των τιμών (χωρίς εκπτώσεις)
- - - Μέσος όρος κυλιόμενου 12μήνου

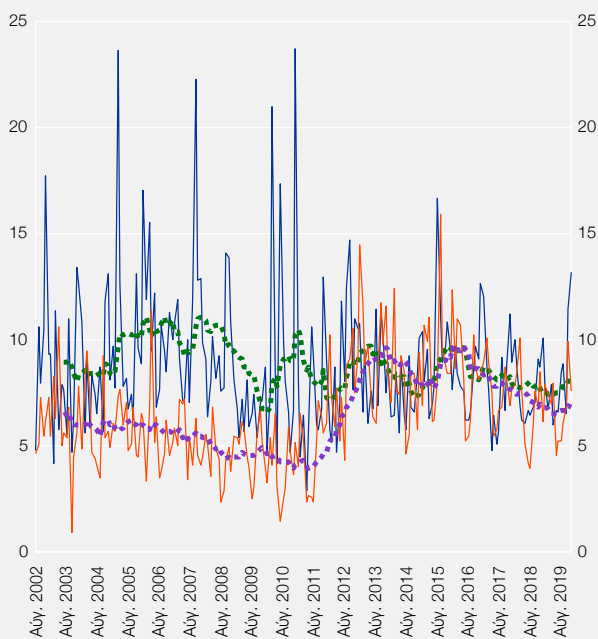
Μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά



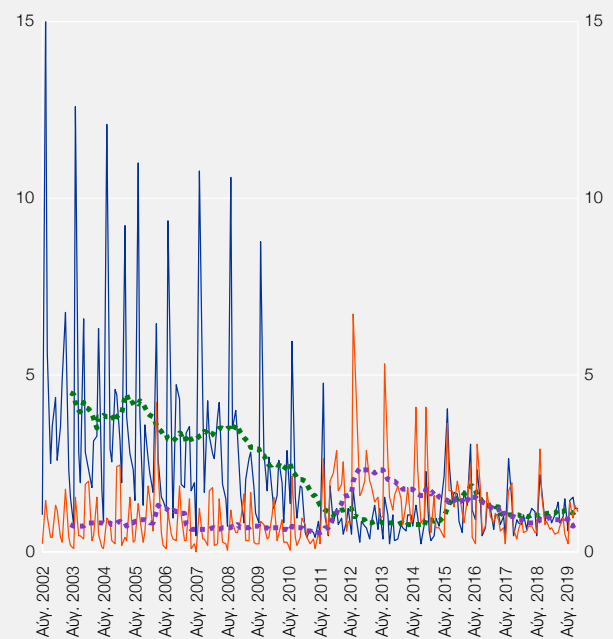
Επεξεργασμένα είδη διατροφής



Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής



Υπηρεσίες



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Η παρατηρούμενη αύξηση του ποσοστού των τιμών σε έκπτωση μπορεί να οφείλεται σε μια στρατηγική επιλογή των επιχειρήσεων προκειμένου να προσεγγίσουν νέους καταναλωτές και να αυξήσουν το μερίδιο αγοράς τους. Τα αποτελέσματα ερευνών σε Έλληνες καταναλωτές δείχνουν ότι τα τελευταία χρόνια, και μετά τη σημαντική μείωση του διαθέσιμου εισοδήματός τους, οι Έλληνες καταναλωτές έχουν αλλάξει σημαντικά τις καταναλωτικές τους συνήθειες και έχουν γίνει πολύ πιο επιλεκτικοί στις αγορές τους.⁸

Παρατηρείται ότι, όταν ληφθούν υπόψη οι τιμές των προϊόντων σε έκπτωση, η συχνότητα μεταβολής των τιμών για τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά και τα είδη διατροφής έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια. Όταν όμως δεν ληφθούν υπόψη οι τιμές των προϊόντων σε έκπτωση, η συχνότητα μεταβολής των τιμών είναι σχετικά σταθερή. Στις υπηρεσίες, αντίθετα, η συχνότητα μεταβολής των τιμών με ή χωρίς εκπτώσεις έχει μειωθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Επίσης, σε όλους σχεδόν τους κλάδους, μετά την κρίση χρέους, οι μειώσεις τιμών έχουν γίνει πιο συχνές, ενώ οι αυξήσεις τιμών έχουν γίνει λιγότερο συχνές (βλ. Διάγραμμα ΣΤ).⁹

Συμπεράσματα

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτουν τέσσερα βασικά συμπεράσματα. Πρώτον, μετά την κρίση οι εκπτώσεις έχουν γίνει πιο συχνές. Δεύτερον, όταν δεν λαμβάνονται υπόψη οι τιμές των προϊόντων σε έκπτωση, η συχνότητα μεταβολής των τιμών είναι σχετικά σταθερή στην Ελλάδα τις δύο τελευταίες δεκαετίες. Τρίτον, οι μειώσεις τιμών έχουν γίνει συχνότερες έναντι των αυξήσεων μετά την κρίση. Και τέταρτον, το μέσο μέγεθος της μεταβολής των τιμών έχει αυξηθεί μετά την κρίση.

Τι μπορεί να μας δείξει η συμπεριφορά των τιμών τα τελευταία χρόνια για την εξέλιξη των τιμών στο μέλλον; Οι πρόσφατες αυξήσεις των τιμών αναμένεται να μετακυλιστούν στους καταναλωτές σε διάστημα λίγο μεγαλύτερο του ενός έτους.¹⁰ Επίσης, οι αυξήσεις των τιμών ενδεχομένως θα είναι σχετικά μεγάλες, καθώς τα τελευταία χρόνια το μέσο μέγεθος μεταβολής των τιμών είναι σημαντικά υψηλότερο. Από την άλλη πλευρά όμως, μετά την κρίση και τη σημαντική μείωση του διαθέσιμου εισοδήματός τους, οι Έλληνες καταναλωτές έχουν γίνει πιο επιλεκτικοί στις αγορές τους και πιο ευαίσθητοι στις αυξήσεις τιμών, όπως αντανακλάται στην αύξηση του ποσοστού των τιμών σε έκπτωση. Αυτό αναμένεται σε κάποιο βαθμό να ανακόψει περαιτέρω αυξήσεις των τιμών.

8 Έρευνες καταναλωτών του Ινστιτούτου Έρευνας Λιανεμπορίου Καταναλωτικών Αγαθών (διαθέσιμες στο <http://www.ielka.gr>) δείχνουν ότι μετά την κρίση οι Έλληνες καταναλωτές συγκρίνουν περισσότερο τις τιμές, είναι λιγότερο πιστοί σε συγκεκριμένες μάρκες και επιλέγουν περισσότερα προϊόντα σε προσφορά. Οι εκπτώσεις ή προσφορές αποτελούν σημαντικό λόγο για να επισκεφθούν ένα κατάστημα. Επίσης, λόγω της πανδημίας έχουν αυξηθεί σημαντικά οι αγορές μέσω διαδικτύου. Για τη σχέση ανάμεσα στο εισόδημα των καταναλωτών και την τιμολογιακή στρατηγική των επιχειρήσεων, βλ. και Alessandria, G. and J.P. Kaboski (2011), "Pricing-to-market and the failure of absolute PPP", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(1), 91-127.

9 Τα στοιχεία δείχνουν επίσης ότι το μέσο μέγεθος τόσο των αυξήσεων όσο και των μειώσεων των τιμών έχει αυξηθεί μετά το 2010 σε όλους τους κλάδους, με το μέσο μέγεθος των μειώσεων είναι να μεγαλύτερο από το αντίστοιχο των αυξήσεων. Παραδείγματος χάριν, για τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά το μέσο μέγεθος αύξησης τιμής πριν το 2010 ήταν 12% και ανήλθε σε 16% την περίοδο μετά το 2010. Για τις μειώσεις των τιμών τα αντίστοιχα μεγέθη είναι 16% και 18%. Παρόμοια συμπεριφορά παρατηρείται και στους άλλους κλάδους.

10 Η μέση διάρκεια ζωής των τιμών (price spell) είναι ίση με το αντίστροφο της συχνότητας μεταβολής των τιμών.

Πλαίσιο IV.2

ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΚΑΜΠΥΛΗΣ PHILLIPS ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Εισαγωγή

Η πρόσφατη αναθέρμανση της παγκόσμιας οικονομίας γεννά προβληματισμούς σχετικά με το ενδεχόμενο αύξησης του πληθωρισμού. Οι κεντρικές τράπεζες παρακολουθούν στενά τη σχέση μεταξύ της οικονομικής δραστηριότητας και του πληθωρισμού, καθώς, σε μεγάλο βαθμό, βάσει αυτών των εξελίξεων αποφασίζουν για την κατεύθυνση της ασκούμενης νομισματικής πολιτικής. Έχει παρατηρηθεί εμπειρικά ότι χαμηλότερος ρυθμός ανάπτυξης ή, ισοδύναμα, υψηλότερο ποσοστό ανεργίας, συσχετίζονται με χαμηλότερο πληθωρισμό, καθώς αμβλύ-

νονται οι πιέσεις για αυξήσεις των μισθών. Η αρνητική συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού ανεργίας και του πληθωρισμού είναι γνωστή στην οικονομική βιβλιογραφία ως καμπύλη Phillips.

Κατά τις τελευταίες δεκαετίες έχει παρατηρηθεί ότι η κλίση της καμπύλης Phillips, δηλαδή ο βαθμός ευαισθησίας του πληθωρισμού σε τυχόν μεταβολές της ανεργίας, έχει μειωθεί. Με άλλα λόγια, φαίνεται ότι μπορεί πλέον να επιτευχθεί μείωση του ποσοστού ανεργίας με μικρότερη αύξηση του πληθωρισμού από εκείνη που θα ήταν απαραίτητη για να επιτευχθεί το ίδιο αποτέλεσμα στο παρελθόν. Για τη μεταβολή αυτή έχει προταθεί σειρά πιθανών ερμηνειών.¹ Σημαντική αιτία της μειωμένης ευαισθησίας του πληθωρισμού θεωρείται η ολοένα μεγαλύτερη βαρύτητα της κινεζικής οικονομίας στο διεθνές εμπόριο κατά τις τελευταίες δεκαετίες, καθώς οι πολύ χαμηλοί μισθοί και η αυξημένη προσφορά εργασίας που επικρατούσαν για χρόνια στην Κίνα επέτρεπαν στην κινεζική οικονομία να ανταποκρίνεται σε τυχόν αυξήσεις της διεθνούς ζήτησης χωρίς να αυξάνει το μέσο μισθό και συνεπώς τις τιμές των παραγόμενων προϊόντων της. Παράλληλα, η διεθνοποίηση των αλυσίδων παραγωγής και η συνακόλουθη αποδυνάμωση των συνδικάτων επέτειναν τη μείωση της συσχέτισης μεταξύ του οικονομικού κύκλου και των μεταβολών στους μισθούς στις ανεπτυγμένες οικονομίες κατά τις τελευταίες δεκαετίες. Τέλος, σημαντικό ρόλο θεωρείται ότι έχει διαδραματίσει και η ενίσχυση της αξιοπιστίας των κεντρικών τραπεζών, που έχουν ως πρωταρχικό σκοπό της νομισματικής πολιτικής τους τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών, καθώς οι προσδοκίες για σταθερότερες τιμές συμβάλλουν στην άμβλυνση των διακυμάνσεων του πληθωρισμού στη διάρκεια του οικονομικού κύκλου.

Εκτίμηση της καμπύλης Phillips

Στο παρόν πλαίσιο εκτιμάται η καμπύλη Phillips για την ελληνική οικονομία με βάση το υπόδειγμα των Chan et al. (2016).² Πρόκειται για ένα διμεταβλητό υπόδειγμα αποτελούμενο από δύο εξισώσεις, οι οποίες εξειδικεύουν την πορεία του πληθωρισμού και της ανεργίας αντίστοιχα, και τη μεταξύ τους αλληλεξάρτηση. Οι μεταβλητές εισέρχονται στο υπόδειγμα ως αποκλίσεις από τις αντίστοιχες μακροχρόνιες τάσεις: η μια μεταβλητή είναι η απόκλιση του πληθωρισμού από τη μακροχρόνια τάση του και η δεύτερη είναι η απόκλιση της ανεργίας από το μακροχρόνιο επίπεδο ισορροπίας NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment), εκείνο δηλαδή κάτω από το οποίο παρατηρείται αύξηση του πληθωρισμού. Η εξίσωση για τον πληθωρισμό είναι μια μορφή της καμπύλης Phillips, στην οποία η απόκλιση του πληθωρισμού από τη μακροχρόνια τάση του είναι η εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ η απόκλιση της ανεργίας από το ποσοστό ανεργίας NAIRU είναι η ανεξάρτητη μεταβλητή. Η εκτιμώμενη κλίση της καμπύλης Phillips αποτυπώνει την ευαισθησία του πληθωρισμού στο επίπεδο ανεργίας και είναι χρονικά μεταβαλλόμενη.

Το υπόδειγμα είναι ιδιαιτέρως ευέλικτο και μπορεί, μέσω της παραμέτρου για την κλίση της καμπύλης Phillips, να αποτυπώσει ενδεχόμενες διαχρονικές μεταβολές στη σχέση μεταξύ πληθωρισμού και ανεργίας. Επιπλέον, από αυτό προκύπτουν χρονικά μεταβαλλόμενες εκτιμήσεις της μακροχρόνιας τάσης του πληθωρισμού αλλά και του επιπέδου ανεργίας το οποίο είναι συνεπές με τον μη αυξανόμενο πληθωρισμό (NAIRU).

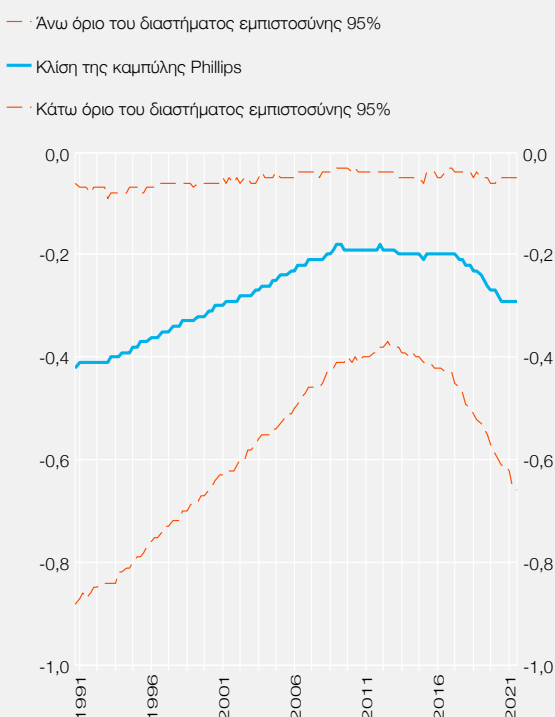
Τα στατιστικά δεδομένα που χρησιμοποιούνται για τον πληθωρισμό, βάσει του δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ), και το ποσοστό ανεργίας στην ελληνική οικονομία είναι τριμηνιαία και καλύπτουν την περίοδο από το α' τρίμηνο του 1991 έως και το α' τρίμηνο του 2021.³ Το υπόδειγμα εκτιμάται χρησιμοποιώντας μπεϋσιανές τεχνικές, οι οποίες επιτρέπουν τη παραγωγή εκτιμήσεων για ολόκληρη την κατανομή των παραμέτρων του υποδείματος.

1 Βλ. π.χ. Auer, R., C. Borio and A. Filardo, (2017), "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", BIS Working Paper Series, No. 602, Del Negro, M., M. Lenza, G.E. Primiceri and A. Tambalotti (2020), "What's Up with the Phillips Curve?", Brookings Papers on Economic Activity, vol. 2020(1), 301-373, Eser, F., P. Karadi, P.R. Lane, L. Moretti and C. Osbat (2020), "The Phillips Curve at the ECB", ECB Working Paper Series, No. 2400, Forbes, K. (2019), "Has globalization changed the inflation process?", BIS Working Paper No. 791, και Hahn, E. (2019), "How are wage developments passed through to prices in the euro area? Evidence from a BVAR model", *Applied Economics*, Vol. 53, No. 22, 2467-2485.

2 Βλ. Chan, J. C., G. Koop, and S. M. Potter (2016), "A bounded model of time variation in trend inflation, NAIRU and the Phillips curve", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 3, No. 3, 551-565.

3 Τα δεδομένα αντλήθηκαν από την ΕΛΣΤΑΤ.

Διάγραμμα Α Χρονικά μεταβαλλόμενες εκτιμήσεις της κλίσης της καμπύλης Phillips



Πηγή: Οικονομτρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

ανεργίας NAIUR, βάσει του υποδείγματος. Παρατηρείται διαχρονική μείωση της μακροχρόνιας τάσης του πληθωρισμού, ιδιαίτερα έντονη κατά την περίοδο πριν από την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ, και διαχρονική αύξηση του επιπέδου ισορροπίας της ανεργίας, που επηρεάζεται ιδίως από την κατακόρυφη αύξηση της ανεργίας κατά την περίοδο της ελληνικής κρίσης χρέους. Διαπιστώνεται λοιπόν ότι μακροχρόνια χαμηλότερος πληθωρισμός συσχετίζεται με υψηλότερη ανεργία. Επίσης προκύπτει ότι σε περιόδους υψηλότερου πληθωρισμού είναι μεγαλύτερη και η κλίση της καμπύλης Phillips, δηλαδή η ευαισθησία του πληθωρισμού στις μεταβολές του επιπέδου ανεργίας.

Συμπεράσματα

Τα παραπάνω ευρήματα είναι σημαντικά για την πρόβλεψη της πορείας του πληθωρισμού, καθώς η αξιοποίηση των πόρων του Ταμείου Ανάκαμψης αναμένεται να ενισχύσει σημαντικά το ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και να μειώσει την ανεργία σε χαμηλότερα επίπεδα την επόμενη εξαετία, ενισχύοντας τον πληθωρισμό. Παρότι βραχυχρόνια οι πληθωριστικές πιέσεις θα συνεχιστούν για ένα διάστημα λόγω εξωγενών παραγόντων (διεθνείς τιμές ενέργειας, διαταράξεις στις εφοδιαστικές αλυσίδες κ.λπ.), σε βάθος χρόνου ο πληθωρισμός θα συγκλίνει προς τη μακροχρόνια τάση του, η οποία εκτιμάται σήμερα στο 2,0%, επίπεδο ίσο με τον στόχο του Ευρωσυστήματος για τη σταθερότητα των τιμών. Ωστόσο, για να αποτραπεί το ενδεχόμενο παρατεταμένων πληθωριστικών πιέσεων, είναι σκόπιμη η μείωση της μακροχρόνιας τάσης της ανεργίας μέσω της υιοθέτησης διαρθρωτικών πολιτικών ενίσχυσης της απασχόλησης και μείωσης της μακροχρόνιας ανεργίας,

Στο Διάγραμμα Α παρουσιάζεται ο εκτιμώμενος χρονικά μεταβαλλόμενος συντελεστής κλίσης της καμπύλης Phillips. Παρατηρούμε κατ' αρχήν ότι, όπως αναμένεται βάσει της θεωρίας, λαμβάνει αποκλειστικά αρνητικές τιμές. Επιβεβαιώνεται δηλαδή ότι πράγματι μια μείωση της ανεργίας σε σχέση με τη μακροχρόνια τάση της συσχετίζεται με αύξηση του πληθωρισμού. Επιπλέον, η εκτιμώμενη παράμετρος της κλίσης της καμπύλης Phillips εμφανίζει σημαντική μεταβλητότητα κατά τη διάρκεια των τελευταίων 30 ετών. Η κλίση της καμπύλης Phillips για την ελληνική οικονομία βαίνει μειούμενη (σε απόλυτες τιμές) κατά τα πρώτα χρόνια του δείγματος, δηλαδή την περίοδο 1990-2010, λαμβάνοντας τιμές από -0,4 έως -0,2. Το εύρημα αυτό συνάδει με τη σχετική εμπειρική βιβλιογραφία αλλά και με πρόσφατες εκθέσεις διεθνών οργανισμών οι οποίες υπογραμμίζουν το ρόλο που διαδραμάτισαν οι διεθνείς εξελίξεις που αναφέρθηκαν στην εισαγωγή.⁴ Η κλίση της καμπύλης Phillips παραμένει σταθερή γύρω στο -0,2 κατά την περίοδο 2010-2017 και εμφανίζει αυξητική τάση στη συνέχεια. Εξαιρεση αποτελεί η πρόσφατη περίοδος από την εκδήλωση της πανδημίας COVID-19 μέχρι και το τέλος του δείγματος στις αρχές του 2021, κατά την οποία η κλίση της καμπύλης Phillips φαίνεται να σταθεροποιείται κοντά στο -0,3. Προκύπτει λοιπόν ότι, κατά την τρέχουσα περίοδο, η ευαισθησία του πληθωρισμού στο επίπεδο ανεργίας είναι σχετικά αυξημένη.

Το Διάγραμμα Β παρουσιάζει την εκτιμώμενη μακροχρόνια τάση του πληθωρισμού και το εκτιμώμενο επίπεδο

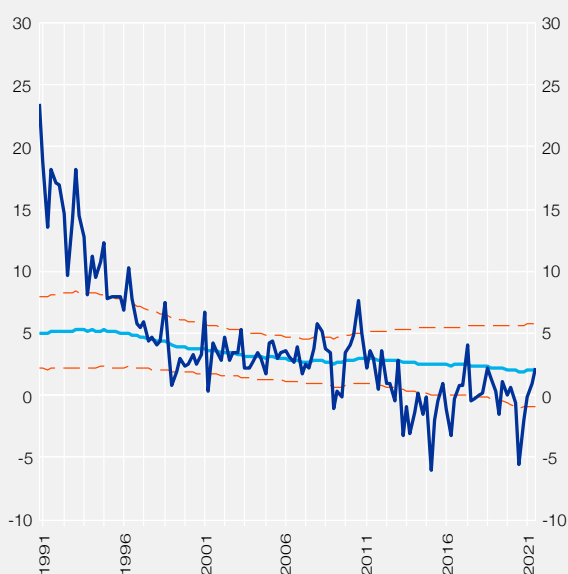
4 Βλ. για παράδειγμα BIS Bulletin No 47 "Labour markets and inflation in the wake of the pandemic", 27 October 2021, σελ. 5, όπου, βάσει στοιχείων για 16 χώρες του ΟΟΣΑ, εκτιμάται ότι το μεγαλύτερο μέρος της μείωσης της κλίσης της καμπύλης Phillips (σε απόλυτες τιμές) συντελέστηκε μέχρι το 2010.

όπως αυτές που προβλέπονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0” και στοχεύουν στη βελτίωση των δεξιοτήτων των εργαζομένων, στην ενίσχυση του ποσοστού συμμετοχής στην αγορά εργασίας και στην επανένταξη των μακροχρόνια ανέργων. Δεδομένης της αυξημένης πλέον ευαισθησίας του πληθωρισμού στις μεταβολές του επιπέδου ανεργίας, η πιστή εφαρμογή των εν λόγω διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων κρίνεται επιβεβλημένη.

Διάγραμμα Β Η μακροχρόνια τάση του πληθωρισμού και της ανεργίας

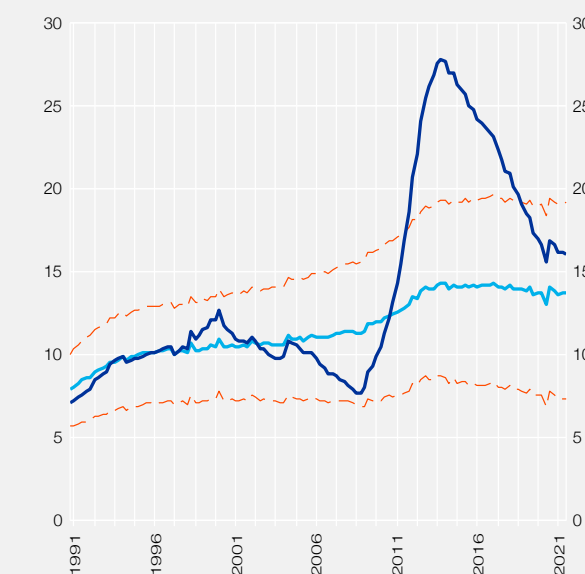
Μακροχρόνια τάση του πληθωρισμού και Δείκτης Τιμών Καταναλωτή

- Άνω όριο του διαστήματος εμπιστοσύνης 95%
- Μακροχρόνια τάση του πληθωρισμού
- Κάτω όριο του διαστήματος εμπιστοσύνης 95%
- Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ, ποσοστιαίες μεταβολές)



Μακροχρόνια τάση της ανεργίας και ποσοστό ανεργίας

- Άνω όριο του διαστήματος εμπιστοσύνης 95%
- Μακροχρόνια τάση της ανεργίας (NAIRU)
- Κάτω όριο του διαστήματος εμπιστοσύνης 95%
- Ανεργία (%)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και οικονομετρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Πλαίσιο IV.3

ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΣΤΑΘΕΙΑΣ ΤΩΝ ΕΞΑΓΩΓΩΝ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ – Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΠΑΝΔΗΜΙΑΣ

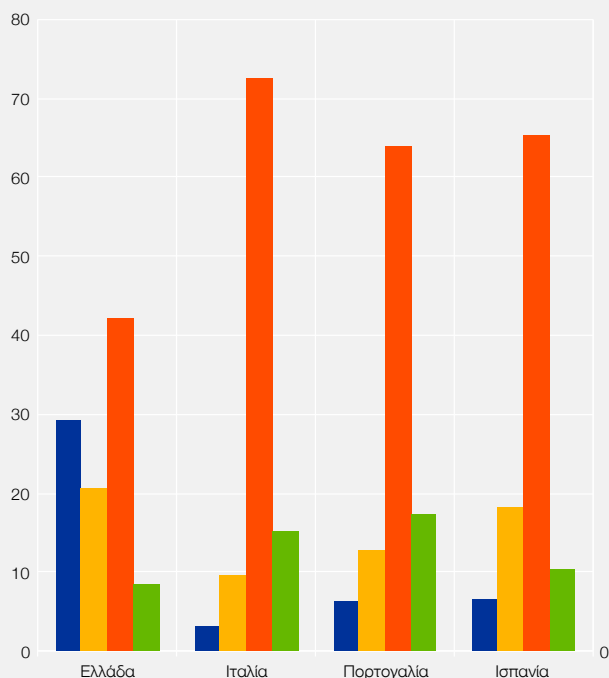
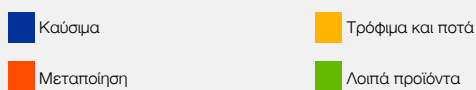
Η εξάπλωση της πανδημίας COVID-19 και η κατάρρευση των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες που ακολούθησε έθεσαν εκ νέου το ερώτημα σε ποιο βαθμό ο τουρισμός μπορεί να εξακολουθήσει να είναι η “βαριά βιομηχανία” της ελληνικής οικονομίας, όταν παρουσιάζει μια τέτοια μεταβλητότητα και είναι, κατά συνέπεια, πηγή αβεβαιότητας για την εξέλιξη των εσόδων από εξαγωγές. Η συγκεκριμένη διαταραχή που προκάλεσε η πανδημία ήταν ακραία και μη αναμενόμενη και επέδρασε αρνητικά σε μεγάλο βαθμό στο ΑΕΠ και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ωστόσο, η μεταβλητότητα των εξαγωγών, είτε του συνόλου είτε ειδικότερα των εξαγωγών ταξιδιωτικών υπηρεσιών, θα πρέπει να αξιολογείται με βάση τη συμπεριφορά των μεγεθών σε ένα πιο μακροχρόνιο πλαίσιο.

Ο στόχος της ανάλυσης που ακολουθεί είναι να προσεγγίσει τη μεταβλητότητα των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών της Ελλάδος, συνολικά και για επιμέρους κατηγορίες για τη χρονική περίοδο 2002-2020, μέσω του Δείκτη

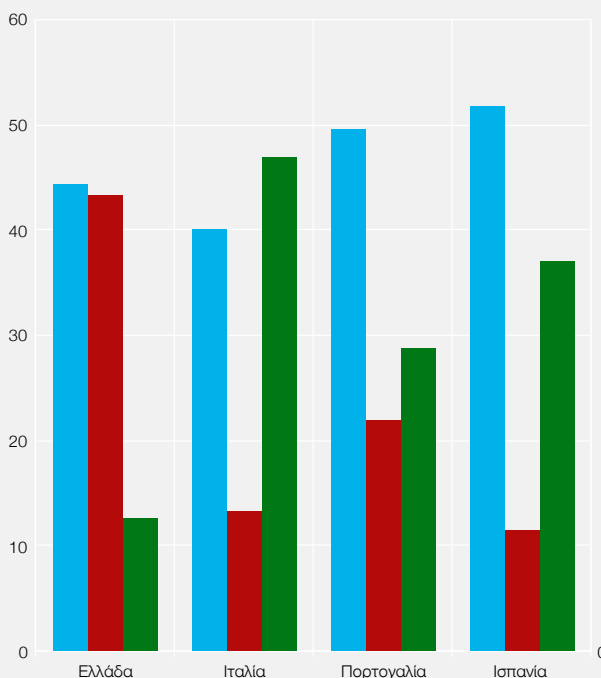
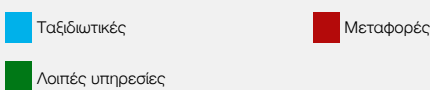
Σύνθεση των εισπράξεων από εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών

(% συμμετοχή στο σύνολο - μέσος όρος 2015-2019)

α. Αγαθά



β. Υπηρεσίες



Πηγές: EUROSTAT και COMEXT database. Επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Αστάθειας (ΔΑ – Instability Index). Ο δείκτης αυτός υπολογίστηκε με και χωρίς το έτος 2020, προκειμένου να αξιολογηθούν τα αποτελέσματα των εκτεταμένων διαταραχών λόγω της πανδημίας στο μέγεθός του.

Ο ΔΑ υπολογίστηκε και για τις άλλες χώρες του ευρωπαϊκού Νότου, όπως η Ιταλία, η Ισπανία και η Πορτογαλία, οι οποίες αντιμετώπισαν επίσης κατάρρευση των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες και σημαντική συρρίκνωση του ΑΕΠ τους το 2020 ως συνέπεια της πανδημίας.¹ Σε αυτές τις χώρες οι ταξιδιωτικές υπηρεσίες –αν και σε διαφορετικό βαθμό σε καθεμιά– αποτελούν σημαντικό τμήμα των εξαγωγών υπηρεσιών.² Στο διάγραμμα παρουσιάζεται η σύνθεση των εισπράξεων από εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών για την Ελλάδα και τις ανωτέρω χώρες και είναι προφανής η διαφοροποίηση στη σύνθεση των εξαγωγών μεταξύ των τεσσάρων χωρών. Η Ελλάδα έχει το υψηλότερο μερίδιο καυσίμων και το χαμηλότερο μερίδιο προϊόντων μεταποίησης στις εξαγωγές αγαθών. Όσον αφορά τη σύνθεση των εξαγωγών υπηρεσιών, χαρακτηριστικό για την Ελλάδα είναι το πολύ μεγαλύτερο μερίδιο των μεταφορών στις εισπράξεις από υπηρεσίες και το πολύ χαμηλότερο μερίδιο των λοιπών υπηρεσιών, που υποδηλώνουν για την Ελλάδα μικρότερη διαφοροποίηση των πηγών εσόδων από υπηρεσίες, σε σύγκριση με τις άλλες χώρες.

Μεταβλητότητα εξαγωγών και δείκτης αστάθειας

Στην παρούσα ανάλυση, η μεταβλητότητα των εξαγωγών αποτυπώνεται από το Δείκτη Αστάθειας (ΔΑ – Instability Index). Ο ΔΑ μετρά την απόκλιση των εισπράξεων από εξαγωγές από τη μακροχρόνια τάση τους και λαμβάνει

1 Συγκεκριμένα, το 2020 οι ταξιδιωτικές εισπράξεις στην Ελλάδα, στην Ισπανία, στην Ιταλία και στην Πορτογαλία μειώθηκαν κατά 76,2%, 77,2%, 60,9% και 57,8% αντίστοιχα. Το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 9,0% στην Ελλάδα, 10,8% στην Ισπανία, 8,9% στην Ιταλία και 8,4% στην Πορτογαλία.

2 Βλ. επίσης Τράπεζα της Ελλάδος (2020), *Νομισματική Πολιτική 2019-2020*, Πλαίσιο IV.3 “Οι επιπτώσεις της πανδημίας COVID-19 στον τουρισμό και την οικονομία”.

υψηλότερη τιμή όσο υψηλότερη είναι η μεταβλητότητα (αστάθεια) του αντίστοιχου μεγέθους.³ Ο ΔΑ εκτιμάται αφενός για τα συνολικά μεγέθη των εξαγωγών και αφετέρου για επιμέρους ευρείες κατηγορίες τους, ώστε να προσδιοριστούν εκείνες που εμφανίζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα. Για τον υπολογισμό του δείκτη και της μακροχρόνιας τάσης, χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία των Ηνωμένων Εθνών (2018).⁴ Συγκεκριμένα, η μακροχρόνια τάση εκτιμάται σύμφωνα με την παρακάτω σχέση:

$$\ln(X_t) = \alpha + \beta \ln(X_{t-1}) + \gamma t + e_t \quad (1)$$

όπου: X_t είναι τα ετήσια μεγέθη κάθε σειράς (π.χ. εξαγωγές αγαθών, εξαγωγές υπηρεσιών) το έτος t και α , β , γ οι συντελεστές παλινδρόμησης.⁵

Ο ΔΑ υπολογίζεται ως η τυπική απόκλιση των καταλοίπων της σχέσης (1), δηλαδή αποτελεί την απόκλιση της κάθε σειράς από την εκτιμηθείσα τάση της (όπου n ο αριθμός των παρατηρήσεων):

$$\Delta A = \sqrt{\frac{\sum e_t^2}{n-1}} \quad (2)$$

Σύμφωνα με τη σχέση (2), όσο υψηλότερη είναι η μεταβλητότητα της σειράς από την τάση της, τόσο μεγαλύτερη θα είναι η τιμή του ΔΑ, υποδηλώνοντας μεγαλύτερη “αστάθεια” της σειράς.⁶

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι διαφορές των τιμών του ΔΑ μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών εξαγωγών και μεταξύ των διαφόρων χωρών οφείλονται σε πολλούς παράγοντες, που συνδέονται με τη συγκεκριμένη κατηγορία ή χώρα, αλλά η παρούσα ανάλυση περιορίζεται στην εκτίμηση του ΔΑ όπως αυτός διαμορφώνεται από τις εξελίξεις στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.

Δείκτης αστάθειας και επίδραση της πανδημίας

Τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων για την περίοδο 2002-2019 δείχνουν ότι ο ΔΑ των αγαθών δεν διαφέρει από τον ΔΑ των υπηρεσιών, συνεπώς η μεταβλητότητα στις εισπράξεις από τις εξαγωγές αγαθών δεν είναι διαφορετική από εκείνη των υπηρεσιών (βλ. Πίνακα Α). Η κατηγορία των καυσίμων σημείωσε σημαντικά υψηλότερο ΔΑ συγκριτικά με τις άλλες κατηγορίες αγαθών και υπηρεσιών, γεγονός που, σε συνδυασμό με το μεγάλο μερίδιο των εξαγωγών καυσίμων στις εξαγωγές αγαθών, καθιστά το συγκεκριμένο κλάδο μεγαλύτερη πηγή αβεβαιότητας από ό,τι είναι οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες, οι οποίες είχαν ΔΑ πολύ χαμηλότερο και στο ίδιο επίπεδο με εκείνο των εξαγωγών προϊόντων μεταποίησης. Η κατηγορία των εξαγωγών τροφίμων και ποτών είχε το χαμηλότερο ΔΑ, ενώ οι εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών έχουν, μετά τα καύσιμα, το δεύτερο σε τάξη μεγέθους ΔΑ. Επισημαίνεται ότι η τιμή του ΔΑ για τις ελληνικές εξαγωγές καυσίμων, σε σταθερές τιμές, είναι σημαντικά χαμηλότερη (0,15), από τη μεταβολή σε τρέχουσες τιμές, γεγονός που αντανακλά σε σημαντικό βαθμό τη μεταβλητότητα των διεθνών τιμών των καυσίμων.⁷ Όσον αφορά τη μεταβλητότητα των εισπράξεων από μεταφορές, που καταγράφουν υψηλότερο ΔΑ σε σύγκριση με εκείνον των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες, αυτή μπορεί

3 Σημειώνεται ότι η παρούσα ανάλυση δεν εξετάζει τους προσδιοριστικούς παράγοντες των εξεταζόμενων μεγεθών και κατά συνέπεια της μεταβλητότητάς τους. Ο ΔΑ βασίζεται στις μακροχρόνιες εξελίξεις των μεγεθών, στην υπόθεση για τη μορφή της μακροχρόνιας τάσης τους και στην τυπική απόκλισή τους από αυτή, χωρίς να εξετάζει άλλες παραμέτρους.

4 United Nations (2018), *Handbook on the Least Developed Country Category: Inclusion, Graduation and Special Support Measures*, 3rd edition, October.

5 Στη βιβλιογραφία έχουν χρησιμοποιηθεί μια σειρά μεθόδων για την εκτίμηση της μακροχρόνιας τάσης καθώς και για τη μέτρηση της αστάθειας. Ωστόσο, οι διάφοροι δείκτες αστάθειας παρουσιάζουν σημαντική συσχέτιση μεταξύ τους. Βλ. ενδεικτικά Cariolle, J. and M. Goujon (2015), “Measuring macroeconomic instability: A critical survey illustrated with exports series”, *Journal of economic surveys*, 29(1), 1-26.

6 Οι χρονολογικές σειρές που χρησιμοποιήθηκαν προέρχονται από τις βάσεις δεδομένων της COMEXT και της EUROSTAT για τις εξαγωγές αγαθών και για τις εισπράξεις από υπηρεσίες (στοιχεία ισοζυγίου πληρωμών) αντίστοιχα. Όλες οι σειρές είναι ετήσιες, σε τρέχουσες τιμές και εκφρασμένες σε ευρώ και χαρακτηρίζονται από επαρκή βαθμό συνέπειας από μεθοδολογική άποψη.

7 Ο αντίστοιχος ΔΑ για τις συνολικές εξαγωγές αγαθών σε σταθερές τιμές είναι 0,04, επηρεαζόμενος και αυτός από τη μεταβλητότητα των τιμών του πετρελαίου.

να αποδοθεί εν μέρει στις διεθνείς διακυμάνσεις των ναύλων, καθώς το μερίδιο των θαλάσσιων μεταφορών στο σύνολο των σχετικών εισπράξεων είναι πολύ υψηλό (περίπου 85%).⁸

Όταν ο δείκτης υπολογίστηκε συμπεριλαμβάνοντας και το 2020, ώστε να ληφθούν υπόψη οι μεταβολές που προκάλεσε η πανδημία, ο ΔΑ των ταξιδιωτικών εισπράξεων και κατ' επέκταση ο ΔΑ του συνόλου των υπηρεσιών κατέγραψε σημαντική αύξηση. Οι τιμές των ΔΑ των αγαθών και των επιμέρους υπηρεσιών δεν μεταβλήθηκαν (με εξαίρεση τα καύσιμα, των οποίων ο δείκτης σημείωσε μικρή αύξηση).

Συγκρίνοντας τους ΔΑ για την Πορτογαλία, την Ισπανία και την Ιταλία με εκείνους για την Ελλάδα, παρατηρείται ότι οι εξαγωγές τόσο των αγαθών όσο και των υπηρεσιών της Ελλάδος καταγράφουν υψηλότερο ΔΑ. Σε όλες τις χώρες, τα καύσιμα έχουν την υψηλότερη μεταβλητότητα, ενώ οι εξαγωγές τροφίμων και ποτών τη χαμηλότερη. Η μεγαλύτερη τιμή του ΔΑ των εξαγωγών αγαθών για την Ελλάδα αντανακλά τη μεγαλύτερη σε σύγκριση με τις άλλες χώρες συμμετοχή των καυσίμων στις εξαγωγές αγαθών. Είναι αξιοσημείωτο ότι και σε αυτές τις χώρες η μεταβλητότητα των υπηρεσιών, όπως εκφράζεται από τους ΔΑ, δεν διαφοροποιείται σημαντικά από εκείνη των αγαθών. Τέλος, στις άλλες χώρες εκτός από την Ελλάδα, οι ΔΑ των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες είναι χαμηλότεροι από εκείνους των εξαγωγών του κλάδου της μεταποίησης, ενώ είναι παρόμοιοι με εκείνους του κλάδου τροφίμων και ποτών (βλ. Πίνακα Β).⁹

Συμπεράσματα

Η ανωτέρω ανάλυση των δεικτών αστάθειας έδειξε ότι ο βαθμός μεταβλητότητας των εξαγωγών δεν διαφέρει σημαντικά μεταξύ αγαθών και υπηρεσιών, τόσο στην Ελλάδα (η οποία καταγράφει λίγο υψηλότερες τιμές του δείκτη) όσο και στις άλλες χώρες που εξετάστηκαν. Ειδικότερα, η τιμή του ΔΑ που αφορά τις εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες δεν έδειξε σημαντική απόκλιση από την τιμή του δείκτη για τα αγαθά. Στις άλλες χώρες του ευρωπαϊκού Νότου, στις εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες παρατηρήθηκαν χαμηλότερες τιμές του ΔΑ από ό,τι στην Ελλάδα, κοντά σε εκείνες του κλάδου τροφίμων και ποτών, που έχουν τη χαμηλότερη μεταβλητότητα.

Η ανάλυση επίσης ανέδειξε ότι οι εισπράξεις από τις εξαγωγές καυσίμων αποτελεί μια σημαντική πηγή μεταβλητότητας (στην Ελλάδα και σε μικρότερο βαθμό στις άλλες χώρες, στις οποίες οι εξαγωγές καυσίμων έχουν μικρότερο μερίδιο στο σύνολο) και μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τις εξαγωγές αγαθών και συνεπώς το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ειδικότερα λόγω των σημαντικών διακυμάνσεων των διεθνών τιμών του πετρελαίου.

Πίνακας Α Δείκτες αστάθειας των εξαγωγών της Ελλάδος: πριν και μετά την πανδημία

	2002-2019	2002-2020
Αγαθά	0,08	0,08
– Καύσιμα	0,26	0,27
– Τρόφιμα & ποτά	0,05	0,05
– Μεταποίηση	0,07	0,07
Υπηρεσίες	0,08	0,14
– Ταξιδιωτικές	0,07	0,29
– Μεταφορές	0,12	0,12
– Λοιπές	0,08	0,08

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας Β Δείκτες αστάθειας των εξαγωγών στην Ελλάδα και σε χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου (2002-2019)

	Ελλάδα	Ιταλία	Ισπανία	Πορτογαλία
Αγαθά	0,08	0,06	0,05	0,06
– Καύσιμα	0,26	0,22	0,21	0,20
– Τρόφιμα & ποτά	0,05	0,03	0,03	0,05
– Μεταποίηση	0,07	0,07	0,05	0,07
Υπηρεσίες	0,08	0,05	0,04	0,05
– Ταξιδιωτικές	0,07	0,03	0,04	0,05
– Μεταφορές	0,12	0,09	0,02*	0,08
– Λοιπές	0,08	0,07	0,02*	0,08

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

* Η εκτίμηση αφορά την περίοδο 2013-2019 λόγω έλλειψης στοιχείων.

8 Ο ΔΑ που υπολογίζεται για τους ναύλους με την ίδια μεθοδολογία ανέρχεται στο 0,30.

9 Μετά την έλευση της πανδημίας και τη σημαντική συρρίκνωση των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες, οι αντίστοιχοι ΔΑ των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες σε αυτές τις χώρες κατέγραψαν σημαντική αύξηση, παρόμοια με εκείνη που καταγράφηκε στην Ελλάδα.

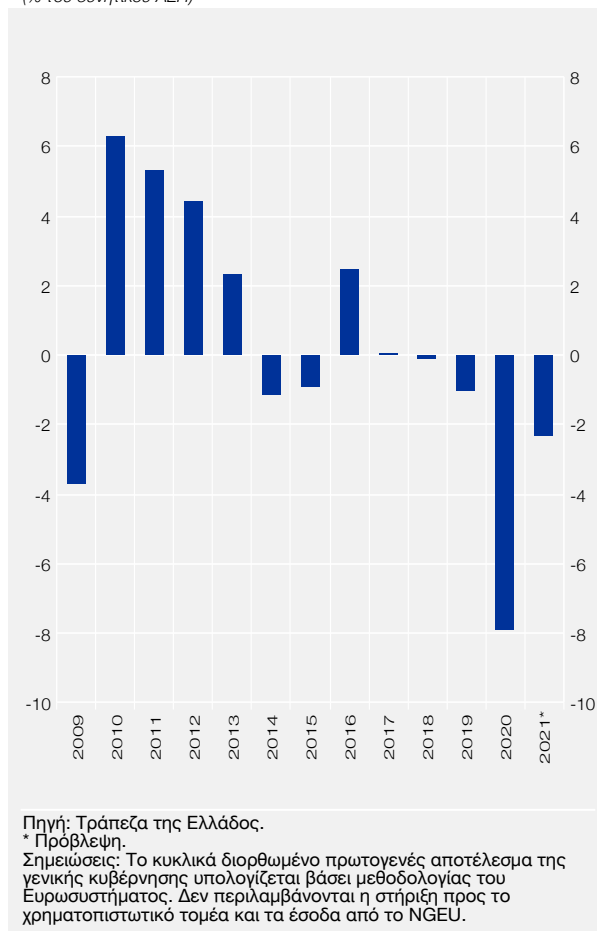
Συμπερασματικά, η άποψη ότι η χώρα πρέπει να μειώσει την εξάρτησή της από τον τουριστικό κλάδο για να αποφευχθούν μελλοντικές διακυμάνσεις στις εισπράξεις από εξαγωγές δεν φαίνεται να επιβεβαιώνεται από τη συγκεκριμένη εμπειρική ανάλυση. Η αύξηση της τιμής του ΔΑ για τις ταξιδιωτικές εισπράξεις προήλθε από μια ακραία εξωγενή –μη αναμενόμενη– διαταραχή, όπως αυτή της πανδημίας, η οποία προκάλεσε σημαντική πτώση των εισπράξεων. Ωστόσο, αυτό δεν αναιρεί την ανάγκη για διαφοροποίηση όχι μόνο του τουριστικού προϊόντος (π.χ. θεματικός τουρισμός, πρωτοβουλίες για την προσέλκυση ταξιδιωτών από νέες αγορές κ.ά.) αλλά και των λοιπών εξαγωγών, ώστε να εξομαλυνθούν οι μεταβολές των συνολικών εισπράξεων.

V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η δημοσιονομική επέκταση, που κρίθηκε απαραίτητο να συνεχιστεί και το 2021, αναμένεται να αποτυπωθεί στην ονομαστική αύξηση του πρωτογενούς ελλείμματος και του δημόσιου χρέους της γενικής κυβέρνησης έναντι του 2020. Ωστόσο, χάρη στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας το 2021, και τα δύο μεγέθη αναμένεται να βελτιωθούν ως ποσοστό του ΑΕΠ σε σχέση με το 2020. Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2021, καθώς η οικονομία ανακάμπτει, τα μέτρα στήριξης έχουν αρχίσει να αποσύρονται και αναμένεται σταδιακή αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας από το 2022. Η διαδικασία αποκατάστασης της δημοσιονομικής ισορροπίας πρέπει να διατηρηθεί ή ακόμη και να ενταθεί, με δεδομένη την πολύ ταχύτερη –έναντι των αρχικών εκτιμήσεων– ανάκαμψη της οικονομίας. Η τήρηση των κανόνων του υπό διαμόρφωση νέου ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου και η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων κρίνονται ως αναγκαίες προϋποθέσεις για την εξασφάλιση μιας πτωτικής δυναμικής του δημόσιου χρέους, η οποία ενισχύεται και από τη διατήρηση των ευνοϊκών του χαρακτηριστικών, όπως η σύνθεσή του και η διάρθρωση των αποπληρωμών. Με τον τρόπο αυτό, διαφυλάσσεται η αξιοπιστία της δημοσιονομικής πολιτικής, ως απαραίτητη προϋπόθεση για την αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας και την ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας.

Διάγραμμα V.1 Μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης

(% του δυνητικού ΑΕΠ)



1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Το 2020 και το 2021 η δημοσιονομική πολιτική μεταστράφηκε σε έντονα επεκτατική (βλ. Διάγραμμα V.1), προκειμένου να συμβάλει στον περιορισμό των αρνητικών επιδράσεων της πανδημίας στην πραγματική οικονομία. Η διάρθρωση της ελληνικής οικονομίας και η εξάρτησή της από τον τουρισμό την κατέστησαν περισσότερο ευάλωτη στην πανδημική κρίση σε σχέση με τις άλλες ευρωπαϊκές οικονομίες, και ως εκ τούτου κρίθηκε απαραίτητο ένα μεγάλο δημοσιονομικό πακέτο στήριξης (περίπου 10,8% του ΑΕΠ το 2020 και 9,5% του ΑΕΠ το 2021) για την ανάσχεση των αρνητικών επιδράσεων. Αποτέλεσμα ήταν να δημιουργηθούν μεγάλα πρωτογενή ελλείμματα. Παρ' όλα αυτά, καθώς η οικονομία ανακάμπτει, τα μέτρα στήριξης έχουν ήδη αρχίσει

¹ Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 6.12.2021.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)

	2017	2018	2019	2020
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης ¹ (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	0,6	0,9	1,1	-10,1
– Κεντρική κυβέρνηση	-1,3	-1,3	0,4	-10,5
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	1,9	2,2	0,7	0,4
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης	3,7	4,3	4,1	-7,1
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σύμφωνα με τη μεθοδολογία της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης/ενισχυμένης εποπτείας	4,1	4,2	3,6	-7,9
Στόχος Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης/ενισχυμένης εποπτείας ²	1,75	3,5	3,5	-

Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

1 Στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, όπως γνωστοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος). Το άθροισμα των επιμέρους στοιχείων ενδέχεται να μη συμφωνεί με το σύνολο λόγω στρογγυλοποίησης.

2 Ο στόχος για πρωτογενές πλεόνασμα δεν ισχύει για τα έτη 2020-2022, λόγω της αναστολής των δημοσιονομικών κανόνων της ΕΕ εξαιτίας της πανδημίας.

να αποσύρονται και αναμένεται σταδιακή αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας από το 2022.

Ως εκ τούτου, η πτωτική πορεία του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ αναμένεται να ξεκινήσει από το 2021, λόγω της ισχυρής επίδρασης της οικονομικής ανάκαμψης. Σύμφωνα με τις αναλύσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η πτωτική πορεία του αναμένεται να συνεχιστεί, ενώ μεσοπρόθεσμα (μέχρι το 2030) οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες δεν προβλέπεται να υπερβούν το όριο βιωσιμότητας 15% του ΑΕΠ. Ωστόσο, η διόγκωση του χρέους σε απόλυτες τιμές για τη χρηματοδότηση των επειγουσών δαπανών περιορίζει σημαντικά τα περιθώρια για περαιτέρω δημοσιονομική χαλάρωση. Γι' αυτό το λόγο, η Ελλάδα πρέπει να επιστρέψει το ταχύτερο δυνατόν σε πρωτογενή πλεονάσματα και να εκμεταλλευθεί στο μέγιστο τη δημοσιονομική ώθηση από την αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Επιπλέον, εν όψει και της εναρμόνισης της Ελλάδος με τους δημοσιονομικούς κανόνες, όπως αυτοί θα διαμορφωθούν μετά την ολοκλήρωση της διαβούλευσης που ξεκίνησε σε επίπεδο ΕΕ τον Οκτώβριο του 2021, είναι προς το συμφέρον της χώρας να συνεχίσει τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις προκειμένου να βελτιωθούν τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά της οικονομίας της.

Η επιδείνωση των επιδημιολογικών δεδομένων το τελευταίο τρίμηνο του έτους θα πρέπει να αντιμετωπιστεί με εντατική προσπάθεια για την επίτευξη μεγαλύτερης εμβολιαστικής κάλυψης, ώστε να αποφευχθεί η περαιτέρω επιβάρυνση των δημοσιονομικών μεγεθών, που θα καθυστερήσει την επάνοδο στη δημοσιονομική ισορροπία και πιθανόν και την αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική βαθμίδα.

2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2021

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων της περιόδου 2017-2020 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος τον Οκτώβριο του 2021, το πρωτογενές έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης για το 2020 διαμορφώθηκε σε 7,1% του ΑΕΠ (έναντι 6,7% στην πρώτη κοινοποίηση του Απριλίου 2021). Η επιδείνωση οφείλεται πρωτίστως στην επιβάρυνση του πρωτογενούς αποτελέσματος κατά 544 εκατ. ευρώ, λόγω της καθοδικής αναθεώρησης απαιτήσεων από την ΕΕ για τη χρηματοδότηση δαπανών COVID-19 και της αύξησης των εξοπλιστικών δαπανών, και δευτερευόντως στην προς τα κάτω αναθεώρηση του ΑΕΠ. Οι αναθεωρήσεις αυτές δεν επηρέασαν αντίστοιχα το χρέος, καθώς λογιστικά αντισταθμίστηκαν με ισόποση (μειωτική) μεταβολή στην προσαρμογή ελλείμματος-χρέους. Ως εκ τούτου, το δημόσιο χρέος το 2020 σε ονομαστικούς όρους παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητο σε σχέση με την πρώτη κοινοποίηση, επιδεινώθηκε ωστόσο ως ποσο-

στό του ΑΕΠ εξαιτίας της προς τα κάτω αναθεώρησης του ΑΕΠ και ανήλθε σε 206,3% (έναντι 205,6% του ΑΕΠ στην κοινοποίηση του Απριλίου). Σύμφωνα δε με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας,² το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2020 εκτιμάται σε έλλειμμα ύψους 7,9% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα V.1).

Το 2021 τόσο το πρωτογενές έλλειμμα (σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας) όσο και το δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης αναμένεται να αυξηθούν έναντι του 2020 σε ονομαστικούς όρους, εξαιτίας της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής. Αξίζει να σημειωθεί ότι, πέρα από τη δημοσιονομική επέκταση λόγω της πανδημίας, κρίθηκε αναγκαία η λήψη μέτρων ύψους 0,3% του ΑΕΠ για την ανακούφιση των πληγέντων από τις πυρκαγιές του Αυγούστου. Ωστόσο, ως ποσοστό του ΑΕΠ και τα δύο μεγέθη αναμένεται να βελτιωθούν χάρη στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, η οποία επέτρεψε τη σταδιακή απόσυρση των μέτρων στήριξης κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους.

Ειδικότερα, στον Προϋπολογισμό του 2022, το πρωτογενές έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2021 (με βάση τον ορισμό της ενισχυμένης εποπτείας) εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 7,3% του ΑΕΠ, έναντι 7,9% του ΑΕΠ το 2020, και το δημόσιο χρέος αναμένεται να αποκλιμακωθεί σε 197,1% του ΑΕΠ, έναντι 206,3% του ΑΕΠ το 2020 (βλ. και ενότητα 3 παρακάτω). Σύμφωνα με την πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το αντίστοιχο πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2021 αναμένεται να διαμορφωθεί σε έλλειμμα 7,3% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος σε 196% του ΑΕΠ.

Οι παρεμβάσεις κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2021, όσον αφορά το σκέλος των δαπανών, κατευθύνθηκαν ως επί το πλείστον στην ενίσχυση των επιχειρήσεων για την επανεκκίνησή τους (παροχή κεφαλαίου κίνησης), στην επιδότηση του τουρισμού, στην παράταση των προγραμμάτων “Γέφυρα” για φυσικά πρόσωπα και επιχειρήσεις και στην επιδότηση τόκων δανείων μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων. Στο σκέλος των εσόδων, η στήριξη συνεχίστηκε με τη μορφή φορολογικών και ασφαλιστικών ελαφρύνσεων. Προοδευτικά, με τη σταδιακή επαναλειτουργία της οικονομίας, ολοκληρώθηκαν η χορήγηση ρευστότητας προς τις πληττόμενες επιχειρήσεις με τη μορφή της επιστρεπτέας προκαταβολής και η κρατική ενίσχυση εκμισθωτών, έπαυσαν οι αναστολές φορολογικών και ασφαλιστικών υποχρεώσεων και μετριάστηκαν σημαντικά οι αποζημιώσεις ειδικού σκοπού για μισθωτούς και αυτοαπασχολούμενους με κάλυψη των ασφαλιστικών τους εισφορών. Συνεπώς, ο προσανατολισμός και ο χρόνος υλοποίησης των κρατικών παρεμβάσεων είχαν ως απώτερο στόχο την ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος των εργαζομένων και την ενίσχυση της ρευστότητας των επιχειρήσεων, για όσο διάστημα η οικονομική δραστηριότητα τελούσε υπό περιορισμούς, και την επανεκκίνηση των επιχειρήσεων μετά την άρση των περιοριστικών μέτρων, ώστε να μην πληγεί μόνιμα η επιχειρηματική δραστηριότητα.

Το Σεπτέμβριο του 2021 υπογράφηκε συμφωνία μεταξύ Ελλάδος και Γαλλίας για την εγκαθίδρυση στρατηγικής εταιρικής σχέσης ως προς τη συνεργασία στην άμυνα και την ασφάλεια, η οποία αναμένεται να οδηγήσει μεσοπρόθεσμα σε αύξηση των εξοπλιστικών δαπανών. Οι εν λόγω δαπάνες επιβαρύνουν το δημοσιονομικό αποτέλεσμα τη χρονική στιγμή της παραλαβής του αμυντικού εξοπλισμού. Υπό αυτό το πρίσμα, η αγορά των γαλλικών φρεγατών που ανακοινώθηκε στο πλαίσιο της σύναψης της συμφωνίας αναμένεται να επιβαρύνει το δημοσιονομικό αποτέλεσμα από το 2025 και μετά, οπότε και ξεκινά η σταδιακή παράδοσή τους. Ως ποσοστό του ΑΕΠ, η επιβάρυνση αναμένεται να είναι περιορισμένη, καθώς οι αμυντικές δαπάνες καταγράφονται στους εθνικούς λογαριασμούς ως σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου, ο οποίος προσμετρείται στον υπολογισμό του ΑΕΠ.

Οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων διατηρήθηκαν χαμηλές το δεύτερο εξάμηνο του 2021, ως αποτέλεσμα των εξαιρετικά ευνοϊκών διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών, σε συνδυασμό με τις καλύτερες του αναμενομένου επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας. Στις εγχώριες οικονομικές

2 Με βάση τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας, στο πρωτογενές αποτέλεσμα του 2020 δεν υπολογίζονται ορισμένα έσοδα αποκρατικοποιήσεων, η επίπτωση από την άμεση εκκαθάριση των αιτήσεων επιστροφών φόρων, μεταφορές εσόδων ANFA και SMP και ορισμένες δαπάνες μεταναστευτικών ροών.

εξελίξεις συνετέλεσαν: (α) η δυναμική ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, (β) οι εκτιμήσεις για επιστροφή του λόγου χρέους προς ΑΕΠ σε πτωτική πορεία από το 2021, (γ) η συμπερίληψη των ελληνικών ομολόγων στο έκτακτο λόγω πανδημίας πρόγραμμα αγοράς τίτλων (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) της ΕΚΤ³ και η προοπτική άντλησης κεφαλαίων για επενδύσεις και μεταρρυθμίσεις στο πλαίσιο του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU και (δ) η μείωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων και η βελτίωση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος. Οι παράγοντες αυτοί συνετέλεσαν στη διατήρηση της θετικής προοπτικής αναβάθμισης της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος, επιβεβαιώνοντας την εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών στις αναπτυξιακές προοπτικές της οικονομίας της.⁴

Η επιτυχημένη παρουσία του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές συνεχίστηκε και το δεύτερο εξάμηνο του 2021, εξασφαλίζοντας χαμηλό κόστος δανεισμού. Συγκεκριμένα, αντλήθηκαν 2,5 δισεκ. ευρώ το Σεπτέμβριο μέσω επανεκδόσεων του 5ετούς και του 30ετούς ομολόγου (του Μαΐου και του Μαρτίου αντίστοιχα), με ευνοϊκότερους όρους έναντι των αρχικών εκδόσεων (αποδόσεις 0,020% και 1,675% αντίστοιχα, που αποτελούν νέα ιστορικά χαμηλά για τις συγκεκριμένες διάρκειες δανεισμού), καταγράφοντας υψηλό δείκτη κάλυψης. Είναι η πρώτη φορά που επανεκδίδονται ταυτόχρονα δύο τίτλοι, μικρής και μεγάλης διάρκειας, ώστε να μην αλλάξει το σχήμα της καμπύλης των αποδόσεων, στοχεύοντας σε επενδυτές με διαφορετικό επενδυτικό ορίζοντα. Με την κίνηση αυτή επιδιώχθηκαν η ενίσχυση της ρευστότητας της δευτερογενούς αγοράς, και ειδικότερα των ομολόγων αναφοράς, και η κάλυψη της υψηλής ζήτησης ελληνικών τίτλων, δεδομένης της δυνατότητας αγοράς τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου από την ΕΚΤ στο πλαίσιο του προγράμματος PEPP.

Επιπλέον, το δεύτερο εξάμηνο του 2021 τα ταμειακά διαθέσιμα ενισχύθηκαν από την πέμπτη δόση των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους ύψους 748 εκατ. ευρώ τον Ιούλιο και από έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους 375 εκατ. ευρώ, που αφορούν κυρίως την αξιοποίηση της έκτασης του Ελληνικού. Τέλος, τον Αύγουστο πραγματοποιήθηκε η εκταμίευση της προκαταβολής ύψους 4 δισεκ. ευρώ από τον ευρωπαϊκό Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, εκ των οποίων τα 1,7 δισεκ. ευρώ αφορούν δάνεια και τα 2,3 δισεκ. ευρώ επιχορηγήσεις.

Η επικράτηση ευνοϊκών συνθηκών στις διεθνείς αγορές επέτρεψε την ομαλή χρηματοδότηση του ταμειακού ελλείμματος και το 2021, ενώ παράλληλα τα ταμειακά διαθέσιμα διατηρήθηκαν σε υψηλό επίπεδο και ο κίνδυνος αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους παρέμεινε χαμηλός. Στο τέλος του γ' τριμήνου του 2021 τα ταμειακά διαθέσιμα του Ελληνικού Δημοσίου είχαν διαμορφωθεί σε 20,7 δισεκ. ευρώ (από 18 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2020).

Ωστόσο, το πρόβλημα της φοροδιαφυγής παραμένει ένα από τα σημαντικότερα κατά τη χάραξη της οικονομικής πολιτικής. Ειδικά για την έμμεση φορολογία, μεγάλο μέρος των υπηρεσιών που υπόκεινται σε υψηλό συντελεστή ΦΠΑ εμπίπτει στην άτυπη οικονομία και δεν καταγράφεται. Στην Ελλάδα το πρόβλημα αυτό είναι ακόμη πιο οξύ σε σχέση με άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις πρόσφατες εκθέσεις του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου,⁵ για το 2019 η Ελλάδα εμφάνισε το δεύτερο υψηλότερο έλλειμμα ΦΠΑ⁶ στην ΕΕ, ίσο με 25,8% των δυνητικών εσόδων ΦΠΑ (έναντι 10,3% στην ΕΕ), γεγονός που υποδηλώνει σημαντικά περιθώρια βελτίω-

3 Βλ. Hondroyiannis G. and D. Papaoikonomou (2021), "The effect of Eurosystem asset purchase programmes on euro area sovereign bond yields during the COVID-19 pandemic", Bank of Greece Working Paper No. 291.

4 Το Σεπτέμβριο του 2021 ο οίκος Score Ratings προχώρησε σε αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδος σε "BB+" (με σταθερές προοπτικές) από "BB" (με θετικές προοπτικές) προηγουμένως, θέτοντας τη χώρα μία βαθμίδα χαμηλότερα από την επενδυτική βαθμίδα. Επίσης, ο οίκος Fitch αναθεώρησε επί τα βελτίω τις προβλέψεις για το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας το 2021, επιβεβαιώνοντας την πιστοληπτική διαβάθμιση "BB" (με σταθερές προοπτικές) τον Ιούλιο του 2021.

5 Βλ. European Parliament, "VAT gap, reduced VAT rates and their impact on compliance costs for businesses and on consumers", Σεπτέμβριος 2021, "Fair and simpler taxation supporting the recovery strategy – Ways to improve exchange of information and compliance to reduce the VAT gap", Σεπτέμβριος 2021, και European Commission, "VAT Gap in the EU. Report 2021", Σεπτέμβριος 2021.

6 Ως έλλειμμα ΦΠΑ (VAT gap) ορίζεται η διαφορά των πραγματικών εισπράξεων ΦΠΑ από το ποσό που θα μπορούσε δυνητικά να εισπράττεται.

σης. Πέραν των στρεβλώσεων του συστήματος,⁷ σημαντικοί παράγοντες για τις απώλειες είναι οι υψηλοί και πολλαπλοί φορολογικοί συντελεστές, σε συνδυασμό με την περιορισμένη φορολογική βάση, και η αδυναμία πληρωμής των φορολογικών υποχρεώσεων. Επιπλέον, ενδιαφέρον παρουσιάζει το μέγεθος των απωλειών εσόδων ΦΠΑ στις διασυννοριακές συναλλαγές. Οι απώλειες αναμένεται να περιοριστούν σημαντικά, χάρη σε δύο πρόσφατα μέτρα ενίσχυσης της διαφάνειας και καταπολέμησης της φοροδιαφυγής, που αφορούν: (α) την εφαρμογή των νέων κανόνων ΦΠΑ για τις διασυννοριακές λιανικές πωλήσεις και την εισαγωγή αγαθών μέσω ηλεκτρονικού εμπορίου και (β) την καταγραφή του ΦΠΑ σε ημερήσια βάση μέσω των ηλεκτρονικών τιμολογίων σε πραγματικό χρόνο (βλ. και ενότητα 3 παρακάτω).

Τα επιδημιολογικά δεδομένα επιδεινώθηκαν σημαντικά το τελευταίο τρίμηνο του 2021. Η επιβολή αυστηρότερων περιοριστικών μέτρων για τους ανεμβολίαστους πολίτες κρίθηκε απαραίτητη για να αποφευχθεί ο κίνδυνος επιβολής οριζόντιων μέτρων περιορισμού δραστηριοτήτων που θα προκαλούσαν έντονες πιέσεις για τη διατήρηση ή/και επαναφορά των μέτρων στήριξης και την ενεργοποίηση νέων. Ωστόσο, η κατάταξη της Ελλάδος είναι χαμηλότερη από το μέσο όρο (16η) μεταξύ των 27 κρατών-μελών της ΕΕ με βάση τον αριθμό θανάτων ανά 1 εκατομμύριο κατοίκους από την αρχή της πανδημίας. Τα στοιχεία αυτά αποτυπώνουν συνδυαστικά την επιτυχημένη υγειονομική διαχείριση της πανδημίας για όσο διάστημα δεν ήταν διαθέσιμο το εμβόλιο κατά του κορωνοϊού, αλλά και το έκτοτε χαμηλό ποσοστό πλήρους εμβολιαστικής κάλυψης του πληθυσμού σε σχέση με άλλες χώρες της ΕΕ (62,3% του συνολικού πληθυσμού, έναντι 66,8% στην ΕΕ, ή 73% του ενήλικου πληθυσμού, έναντι 78% στην ΕΕ). Ιδιαίτερα στις ευπαθείς ομάδες (60+ ετών), το ποσοστό εμβολιασμού στην Ελλάδα απέχει από το μέσο όρο της ΕΕ (80,3% έναντι 87,1% στην ΕΕ), ενώ η διαφορά είναι ακόμη μεγαλύτερη όταν η σύγκριση γίνει με δυτικές ευρωπαϊκές χώρες με παρόμοια δημογραφικά και οικονομικά χαρακτηριστικά (Πορτογαλία, Ισπανία, Ιταλία). Η προσπάθεια επίτευξης μεγαλύτερης εμβολιαστικής κάλυψης του πληθυσμού (και ιδιαίτερα των ευπαθών ομάδων) καθίσταται αναγκαία προκειμένου να τεθεί υπό έλεγχο η υγειονομική κρίση και να αποφευχθεί η εκ νέου επιβάρυνση των δημόσιων οικονομικών.

3 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2021 δόθηκαν παρατάσεις σε ορισμένα μέτρα για την αντιμετώπιση της πανδημίας που αφορούν: (α) τις επαγγελματικές μισθώσεις, με απαλλαγή από την υποχρέωση καταβολής του μισθώματος σε ποσοστό 40% έως 100% μέχρι τον Ιούλιο του 2021 και τη στήριξη των εκμισθωτών, (β) το πρόγραμμα “ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ” έως το Δεκέμβριο του 2021, καθώς και την αντίστοιχη κάλυψη από τον κρατικό προϋπολογισμό των ασφαλιστικών εισφορών των εργοδοτών διαφόρων κλάδων, (γ) το πρόγραμμα “Γέφυρα” για την τρίμηνη επιδότηση δόσεων δανείων νοικοκυριών που επλήγησαν από την πανδημία, με κάλυψη του 40% των δόσεων δανείων, (δ) την αναστολή της καταβολής δόσεων ρυθμισμένων ασφαλιστικών και φορολογικών οφειλών πληρωτέων μέχρι τον Ιούνιο και τον Ιούλιο του 2021 αντίστοιχα, για τις πληττόμενες επιχειρήσεις και για τους εργαζομένους των οποίων η σύμβαση εργασίας τέθηκε σε αναστολή, (ε) την οικονομική στήριξη των καλλιτεχνών έως τον Ιούλιο του 2021, (στ) τα μέτρα για εποχικά εργαζομένους στον τουριστικό και στον επισιτιστικό κλάδο για τους καλοκαιρινούς μήνες, (ζ) το πρόγραμμα επιδότησης κενών θέσεων στις πολιτιστικές εκδηλώσεις έως το Δεκέμβριο του 2021, (η) τις αναστολές συμβάσεων εργασίας με κρατική αποζημίωση μέχρι το Σεπτέμβριο του 2021 και (θ) τους μειωμένους συντελεστές ΦΠΑ από 24% σε 13% στις μεταφορές, στον καφέ και τα μη αλκοολούχα ποτά, στους κινηματογράφους και στο τουριστικό πακέτο μέχρι 30.6.2022.

Το ίδιο διάστημα τέθηκαν σε εφαρμογή μέτρα που είχαν νομοθετηθεί ήδη κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους και αφορούν: (α) την επιδότηση πάγιων δαπανών των επιχειρήσεων με τη μορφή έκπτωσης

7 Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η Ελλάδα καταγράφει τον τρίτο μεγαλύτερο αριθμό εβδομάδων στην ΕΕ για να πραγματοποιηθεί επιστροφή ΦΠΑ στη μέση επιχείρηση, Βλ. European Parliament, “Fair and simpler taxation supporting the recovery strategy – Ways to improve exchange of information and compliance to reduce the VAT gap”, Σεπτέμβριος 2021.

σης στις φορολογικές και ασφαλιστικές υποχρεώσεις και (β) την επιδότηση των επιχειρήσεων του τουρισμού κατά την επαναλειτουργία τους. Επιπλέον, με τον ν. 4821/2021 διευρύνθηκε το καθεστώς ρύθμισης οφειλών επιχειρήσεων και ελεύθερων επαγγελματιών για τις φορολογικές και ασφαλιστικές υποχρεώσεις που δημιουργήθηκαν κατά τη διάρκεια της πανδημίας και δόθηκε η δυνατότητα επανένταξης σε καθεστώς ρύθμισης των οφειλών πληττόμενων επιχειρήσεων, ελεύθερων επαγγελματιών και εργαζομένων που είχαν χάσει τη ρύθμιση λόγω της πανδημίας. Τέλος, αποφασίστηκαν η αύξηση της απαλλαγής των επιστρεπτέων προκαταβολών ανάλογα με την πτώση των ακαθάριστων εσόδων των επιχειρήσεων και η κατάργηση του επιτοκίου στις δόσεις αποπληρωμής τους, καθώς και η διεύρυνση του προγράμματος των 100.000 νέων θέσεων εργασίας για άλλες 50.000 θέσεις.

Παράλληλα, υιοθετήθηκαν παρεμβάσεις μη σχετιζόμενες με την πανδημία. Τον Ιούλιο, με τον ν. 4818/2021, τέθηκαν σε εφαρμογή νέοι κανόνες ΦΠΑ για τις διασυνοριακές λιανικές πωλήσεις και την εισαγωγή αγαθών μέσω ηλεκτρονικού εμπορίου. Επιπλέον, με υπουργική απόφαση ορίστηκε ότι η φορολόγηση των αναδρομικών των συνταξιούχων θα γίνει με συντελεστή 20%, χωρίς επιπλέον παρακράτηση και χωρίς ειδική εισφορά αλληλεγγύης. Τον Αύγουστο ενεργοποιήθηκε δέσμη μέτρων κρατικής αρωγής για τη στήριξη των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων που επλήγησαν από τις πυρκαγιές. Τα μέτρα θεσμοθετήθηκαν τους μήνες που ακολούθησαν με τον ν. 4824/2021 του Σεπτεμβρίου, καθώς και με πληθώρα υπουργικών αποφάσεων, και περιλάμβαναν μεταξύ άλλων αποζημιώσεις για τις πρώτες ανάγκες των νοικοκυριών και για οικοσκευή, δάνεια για την αποκατάσταση κτιρίων και φορολογικές απαλλαγές και διευκολύνσεις.

Επιπλέον, μετά από αλληπάλληλες αναβολές λόγω της πανδημίας, με την Απόφαση υπ' αριθ. 1171/2021 του Αυγούστου καθορίστηκαν οι λεπτομέρειες για τη σταδιακή διασύνδεση των ταμειακών μηχανών με το πληροφοριακό σύστημα της ΑΑΔΕ και τη διαβίβαση όλων των δεδομένων των στοιχείων λιανικής πώλησης στην ψηφιακή πλατφόρμα myDATA. Η ένταξη των υποχρέων είναι καθολική και θα πραγματοποιηθεί σταδιακά μέχρι το τέλος του έτους με βάση τα ακαθάριστα έσοδά τους για το φορολογικό έτος 2019 και με πρόσθετο κριτήριο την ένταξη τους ή μη στους πληττόμενους από την πανδημία Κωδικούς Αριθμούς Δραστηριότητας (ΚΑΔ). Η εν λόγω εξέλιξη αντανάκλα την πλήρη μετάβαση της αγοράς στην ψηφιακή εποχή και αναμένεται να συμβάλει αποφασιστικά στην καταπολέμηση της φοροδιαφυγής και τη βελτίωση της διαφάνειας.

Επιπρόσθετα, με τον ν. 4826/2021 εισάγονται στοιχεία κεφαλαιοποιητικού συστήματος καθορισμένων εισφορών στην επικουρική ασφάλιση των νέων ασφαλισμένων, υποχρεωτικά για νεοεισερχομένους στην αγορά εργασίας από το 2022 και εθελοντικά για εργαζομένους και αυτοαπασχολούμενους έως 35 ετών από το 2023. Στο κεφαλαιοποιητικό αυτό σύστημα, οι εισφορές των ασφαλισμένων θα χρηματοδοτούν αποκλειστικά τις επικουρικές τους συντάξεις, εν αντιθέσει με το προϋπάρχον διανεμητικό σύστημα, όπου οι εισφορές που καταβάλλουν οι ασφαλισμένοι κατ' έτος χρηματοδοτούν τις επικουρικές συντάξεις των υφιστάμενων συνταξιούχων (βλ. Πλαίσιο V.1).

Τέλος, με τους νόμους 4839/2021 και 4842/2021 του Οκτωβρίου προβλέφθηκαν διαρθρωτικές παρεμβάσεις για την επαύριο της πανδημίας και μέτρα για τη στήριξη των νοικοκυριών εν όψει των ανατιμήσεων στην ενέργεια.⁸ Το Δεκέμβριο αποφασίστηκαν η καταβολή εντός του μήνα δι-

8 Οι παρεμβάσεις μόνιμου χαρακτήρα αφορούν: την αύξηση του αφορολόγητου ορίου των γονικών παροχών και των δωρεών σε συγγενείς πρώτου βαθμού από 150.000 ευρώ σε 800.000 ευρώ, τη μείωση στο ήμισυ του φόρου στη συγκέντρωση κεφαλαίου από 1.10.2021, τη μείωση του συντελεστή ΦΠΑ στις ζωτροφές από το 13% στο 6% από 1.10.2021, τη μείωση του τέλους συνδρομητών κινητής τηλεφωνίας κατά 12% έως 20% και την κατάργησή του για τους νέους έως 29 ετών από 1.1.2022, καθώς και την παροχή ισχυρών κινήτρων για συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων. Οι παρεμβάσεις προσωρινού χαρακτήρα περιλαμβάνουν: την επέκταση της αναστολής πληρωμής του τέλους συνδρομητικής τηλεόρασης έως τον Ιούνιο του 2022 αντί 30.9.2021, την αρωγή προς τους σεισμόπληκτους με τριετή απαλλαγή από τον ΕΝΦΙΑ, την αύξηση του επιδόματος θέρμανσης και την αναστολή των τελών χρήσης δικτύου για τους μήνες Νοέμβριο και Δεκέμβριο για τους καταναλωτές φυσικού αερίου και την επιδότηση του ηλεκτρικού ρεύματος για καταναλώσεις της περιόδου Σεπτεμβρίου-Δεκεμβρίου 2021 για το σύνολο του πληθυσμού και τις επιχειρήσεις.

πλής δόσης του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος, η αύξηση του επιδόματος θέρμανσης και η εφάπαξ οικονομική ενίσχυση των χαμηλοσυνταξιούχων, των ατόμων με αναπηρία και των ανασφάλιστων υπερηλίκων.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, στην 11η και στη 12η Έκθεση Ενισχυμένης Εποπτείας⁹ που δημοσιεύθηκαν το Σεπτέμβριο και το Νοέμβριο του 2021 αντίστοιχα, κατέληξε ότι, παρά τις αντίξοες συνθήκες που δημιουργήθηκαν λόγω της πανδημίας και των πυρκαγιών του Αυγούστου, η Ελλάδα σημείωσε ικανοποιητική πρόοδο στην τήρηση των μεταρρυθμιστικών της δεσμεύσεων. Όσον αφορά τη βιωσιμότητα του χρέους, στο βασικό της σενάριο αναγνωρίζει ότι ο κίνδυνος από τη βραχυπρόθεσμη επιδείνωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ παραμένει ελεγχόμενος. Στη συνεδρίαση του Eurogroup στις 6 Δεκεμβρίου 2021 με βάση τη 12η Έκθεση Ενισχυμένης Εποπτείας εγκρίθηκε η έκτη δόση των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους ύψους 767 εκατ. ευρώ.

Στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2022, που κατατέθηκε το Νοέμβριο, εκτιμάται ότι το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης –σύμφωνα με τον ορισμό της ενισχυμένης εποπτείας– θα διαμορφωθεί σε έλλειμμα ύψους 7,3% του ΑΕΠ για το 2021 (έναντι ελλείμματος 7,9% του ΑΕΠ το 2020 και έναντι πρόβλεψης 7,2% του ΑΕΠ στο Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2022-25). Η εκτίμηση ενσωματώνει την επεκτατική δέσμη δημοσιονομικών παρεμβάσεων που διατηρήθηκε σε υψηλό επίπεδο και το 2021 (αντιστοιχώντας σε 9,5% του ΑΕΠ), αλλά και την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας το 2021 (εκτιμώμενη αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 6,9%, έναντι πρόβλεψης για αύξηση κατά 3,6% στο ΜΠΔΣ). Για το 2022, υπό την προϋπόθεση του περιορισμού της πανδημίας και τη συνέχιση της ανάκτησης των οικονομικών απωλειών, προβλέπεται βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος σύμφωνα με τον ορισμό της ενισχυμένης εποπτείας σε σχέση με το 2021, με μείωση του ελλείμματος σε 1,2% του ΑΕΠ (έναντι πρόβλεψης για πρωτογενές έλλειμμα 0,3% του ΑΕΠ στο ΜΠΔΣ). Η πρόβλεψη αυτή βασίζεται στην υπόθεση για αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 4,5% το 2022 (έναντι 3,6% στο ΜΠΔΣ), καθώς και στη σταδιακή απόσυρση των περισσότερων παρεμβάσεων για την αντιμετώπιση των συνεπειών της πανδημίας και στη λήψη νέων μέτρων με θετικό αναπτυξιακό πρόσημο. Το συνολικό ύψος των παρεμβάσεων ανέρχεται σε 1,5% του ΑΕΠ. Οι κυριότερες εξ αυτών αφορούν την παράταση της κατάργησης της εισφοράς αλληλεγγύης για τον ιδιωτικό τομέα και της μείωσης των ασφαλιστικών εισφορών των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες και το 2022, καθώς και τη μόνιμη μείωση της προκαταβολής φόρου στις επιχειρήσεις (σε 80% από 100%) και του συντελεστή φορολόγησης επιχειρήσεων (σε 22% από 24%). Επίσης, η πρόβλεψη για ανάκαμψη το 2022 περιλαμβάνει την απορρόφηση ευρωπαϊκών κονδυλίων ύψους 3,9 δισεκ. ευρώ από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και την αξιοποίησή τους σε παραγωγικές επενδύσεις με θετική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα (επιπλέον αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 2,9%). Το δημόσιο χρέος προβλέπεται να αποκλιμακωθεί σε 197,1% του ΑΕΠ το 2021 (από 206,3% του ΑΕΠ το 2020) και σε 189,6% του ΑΕΠ το 2022, λόγω της εκτιμώμενης αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 6,5% και 5% αντίστοιχα.

9 European Commission, *Enhanced Surveillance Report – Greece*, Σεπτέμβριος και Νοέμβριος 2021.

Πλαίσιο V.1

Η ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΕΙΣΦΟΡΩΝ ΣΤΗΝ ΕΠΙΚΟΥΡΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΗ (N. 4826/2021)

Οι δυσμενείς δημογραφικές προοπτικές που καταγράφονται στον ανεπτυγμένο κόσμο τα τελευταία έτη έχουν οδηγήσει αρκετές χώρες στο να μεταρρυθμίσουν τα συνταξιοδοτικά τους συστήματα, προκειμένου να διασφαλίσουν αφενός τη βιωσιμότητά τους και αφετέρου την επάρκεια των συντάξεων για ένα αξιοπρεπές επίπεδο δια-

βίωσης. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται μερική μετάβαση από συστήματα διανεμητικού χαρακτήρα σε συνταξιοδοτικά προγράμματα κεφαλαιοποιητικού τύπου, τα οποία δεν εκτίθενται στο δημογραφικό κίνδυνο, ενώ παράλληλα καταγράφουν ιστορικά θετικές –κατά μέσο όρο– μακροχρόνιες αποδόσεις.¹ Στη βάση της διεθνούς εμπειρίας² κινείται η πρόσφατη ασφαλιστική μεταρρύθμιση (ν. 4826/2021), τους βασικούς άξονες της οποίας παρουσιάζει το παρόν πλαίσιο.

Βασικές αρχές λειτουργίας του κεφαλαιοποιητικού συστήματος του ν. 4826/2021

Στην Ελλάδα με τον ν. 4826/2021 εισάγονται στοιχεία κεφαλαιοποιητικού συστήματος καθορισμένων εισφορών στην επικουρική ασφάλιση των νέων ασφαλισμένων, υποχρεωτικά για τους νεοεισερχόμενους στην αγορά εργασίας από το 2022 και εθελοντικά για εργαζομένους και αυτοαπασχολούμενους έως 35 ετών από το 2023.³ Στο κεφαλαιοποιητικό αυτό σύστημα, οι εισφορές των ασφαλισμένων θα χρηματοδοτούν αποκλειστικά τις μελλοντικές παροχές προς αυτούς, δηλαδή τις επικουρικές συντάξεις τους, σε αντίθεση με το επί δεκαετίες ισχύον διανεμητικό χαρακτήρα σύστημα, όπου οι εισφορές που καταβάλλουν οι ασφαλισμένοι κατ' έτος χρηματοδοτούν τις επικουρικές συντάξεις που χορηγούνται στους υφιστάμενους συνταξιούχους.

Κύριο χαρακτηριστικό του νέου συστήματος είναι ότι δημιουργούνται ατομικοί λογαριασμοί (“ατομικοί κουμπάρδες”), στους οποίους αποταμιεύονται και επενδύονται οι εισφορές των ασφαλισμένων, δημιουργώντας το αποθεματικό που θα χρηματοδοτήσει τις μελλοντικές επικουρικές συντάξεις τους. Σημειώνεται ότι το ύψος των εισφορών για το νέο επικουρικό σύστημα παραμένει ως έχει, δηλαδή 6,5% επί των ακαθάριστων αποδοχών των μισθωτών μέχρι τα μέσα του 2022 (και 6% εφεξής) και βάσει ασφαλιστικής κλάσης για τους αυτοαπασχολούμενους.

Για τη λειτουργία του νέου συστήματος προβλέπεται η δημιουργία ενός νέου δημόσιου ταμείου, του Ταμείου Επικουρικής Κεφαλαιοποιητικής Ασφάλισης (ΤΕΚΑ).⁴ Με την υπαγωγή τους στο ΤΕΚΑ, οι ασφαλισμένοι κατατάσσονται αυτόματα σε ένα προκαθορισμένο επενδυτικό πρόγραμμα μεσαίου επενδυτικού κινδύνου, ενώ θα έχουν το δικαίωμα να επιλέξουν, με βάση το επενδυτικό τους προφίλ, και από άλλα επενδυτικά προγράμματα που θα προσφέρονται από το ΤΕΚΑ με διαφοροποιημένο επενδυτικό κίνδυνο.⁵ Ανάλογη πρακτική διαμόρφωσης επενδυτικών χαρτοφυλακίων ακολουθείται σε όλες τις χώρες που εφαρμόζουν παρόμοια δημόσια κεφαλαιοποιητικά συστήματα ασφάλισης. Ωστόσο, όσον αφορά τις δυνητικές επενδυτικές επιλογές για ένα συνταξιοδοτικό ταμείο, παρατηρείται σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ των χωρών ως προς τη σύνθεση των επενδυτικών επιλογών. Για παράδειγμα, σε ορισμένες χώρες οι επενδύσεις σε μετοχικούς τίτλους (είτε απευθείας είτε μέσω σχημάτων συλλογικών επενδύσεων) ξεπερνούν κατά πολύ το 50% του συνολικού επενδυτικού χαρτοφυλακίου, ενώ σε άλλες το ποσοστό αυτό μπορεί να είναι ακόμη και μονοψήφιο. Επίσης, παρατηρούνται και τοποθετήσεις σε εναλλακτικές επενδυτικές κατηγορίες, π.χ. ακίνητα, συμμετοχές σε εταιρίες μη εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά, νομίσματα

- 1 Εντούτοις, κάποιες χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης ανέστρεψαν σε μεγάλο βαθμό ανάλογες μεταρρυθμίσεις, επιστρέφοντας πιο πρόσφατα σε διανεμητικά συστήματα. Ωστόσο, στις χώρες αυτές αποσχίστηκε μεγάλο μέρος των εισφορών από το διανεμητικό σύστημα, κάτι που δεν ισχύει στην περίπτωση της Ελλάδος, όπου η μεταρρύθμιση αφορά μόνο την επικουρική ασφάλιση νέων ασφαλισμένων.
- 2 Σημειώνεται ότι η Ελλάδα, αν και αντιμέτωπη με δυσοίωνες δημογραφικές προοπτικές, έχει διασφαλίσει τη βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού της συστήματος με προγενέστερες μεταρρυθμίσεις.
- 3 Το κεφαλαιοποιητικό σύστημα έχει εισαχθεί στην κοινωνική ασφάλιση ήδη από το 2002 (ν. 3029/2002) μέσω της θεσμοθέτησης των Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης (ΤΕΑ). Τα ΤΕΑ είναι νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα, αποτελούν το δεύτερο πυλώνα ασφάλισης και έχουν σκοπό να προσφέρουν στους ασφαλισμένους και δικαιούχους των παροχών συμπληρωματική ασφαλιστική προστασία πέραν της παρεχόμενης από την υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση. Μέχρι σήμερα έχουν δημιουργηθεί 27 ΤΕΑ, με ενεργητικό στο τέλος του 2020 ύψους περίπου 1,7 δισεκ. ευρώ, και, σύμφωνα με στοιχεία της Ελληνικής Ένωσης Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης (ΕΛ.Ε.Τ.Ε.Α.), η μέση ονομαστική απόδοση των επενδύσεων των ΤΕΑ την περίοδο 2011-2020 ανήλθε σε 4,5% ετησίως.
- 4 Το ΤΕΚΑ θα λειτουργεί υπό την εποπτεία του Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών Υποθέσεων, της Εθνικής Αναλογιστικής Αρχής και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Δεν έχει ληφθεί ακόμη κάποια απόφαση για το αν θα ενταχθεί στο μητρώο φορέων της Γενικής Κυβέρνησης.
- 5 Τα επενδυτικά προγράμματα που προσφέρει το ΤΕΚΑ είναι κύκλου ζωής, που σημαίνει ότι ακολουθούν τον κανόνα της μείωσης του επιπέδου του επενδυτικού κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο κάθε ασφαλισμένου καθώς αυξάνεται η ηλικία του. Επισημαίνεται ότι οι ασφαλισμένοι θα έχουν τη δυνατότητα να παρακολουθούν συνεχώς το ύψος των εισφορών τους, αλλά και τις αποδόσεις των επενδύσεων του ΤΕΚΑ, μέσω ηλεκτρονικής πρόσβασης στα στοιχεία των ατομικών τους λογαριασμών.

κ.λπ.⁶ Σημαντικά διαφοροποιείται μεταξύ των χωρών και η γεωγραφική κατανομή των επενδύσεων: κατά μέσο όρο οι τοποθετήσεις των ασφαλιστικών ταμείων σε επενδυτικούς τίτλους των εγχώριων αγορών τους ανέρχεται σε περίπου 65%, εμφανίζοντας ωστόσο μείωση τα τελευταία δέκα χρόνια, ενώ το ποσοστό αυτό είναι σημαντικά χαμηλότερο σε χώρες που χαρακτηρίζονται από ρηχή αγορά κεφαλαίων. Ειδικότερα όσον αφορά το ΤΕΚΑ, η επενδυτική του στρατηγική προβλέπεται να είναι συνετή, με αποφυγή ανάληψης υπέρμετρων κινδύνων και με επένδυση των περιουσιακών του στοιχείων κυρίως στην εγχώρια αγορά κεφαλαίων, γεγονός που θα συμβάλει στην ανάπτυξή της και στη χρηματοδότηση παραγωγικών επενδύσεων, μεγιστοποιώντας τα μακροοικονομικά οφέλη για το σύνολο της οικονομίας.⁷ Η επένδυση των περιουσιακών στοιχείων θα γίνεται πρωτίστως σε ρυθμιζόμενες (οργανωμένες) αγορές, με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου κατόπιν γνώμης της Επενδυτικής Επιτροπής και της Μονάδας Διαχείρισης Κινδύνων του Ταμείου.⁸

Η επικουρική σύνταξη θα υπολογίζεται με βάση τις ισχύουσες τεχνικές παραμέτρους και το υπόλοιπο του ατομικού λογαριασμού κάθε ασφαλισμένου κατά τη συνταξιοδότηση, όπως αυτό προκύπτει από το άθροισμα των καταβληθεισών εισφορών και των αποδόσεων από την επένδυσή τους, αφαιρουμένων κρατήσεων έως 1% που γίνονται προκειμένου να σχηματιστεί το αποθεματικό λειτουργίας του ΤΕΚΑ. Επιπρόσθετα όμως, το κράτος εγγυάται την καταβολή ελάχιστης επικουρικής σύνταξης ίσης με εκείνη που αντιστοιχεί στην πραγματική (αποπληθωρισμένη) αξία των καταβληθεισών εισφορών. Αυτό σημαίνει ότι, ανεξάρτητα από τις αποδόσεις των επενδύσεων, κανένας ασφαλισμένος δεν θα λάβει επικουρική σύνταξη χαμηλότερη από αυτή που θα αντιστοιχεί στις εισφορές που θα έχει καταβάλει, πλέον του πληθωρισμού.⁹ Το χαρακτηριστικό αυτό διαφοροποιεί σε σημαντικό βαθμό τη λειτουργία του ελληνικού κεφαλαιοποιητικού συστήματος, καθώς εξαλείφει το βασικό μειονέκτημα των κεφαλαιοποιητικών συστημάτων διεθνώς, δηλαδή την ενδεχόμενη αρνητική επίδραση από τις αποδόσεις του επενδυτικού χαρτοφυλακίου. Αξίζει να αναφερθεί ωστόσο ότι, σύμφωνα με μακροχρόνια δεδομένα ιστορικών αποδόσεων των βασικών επενδυτικών επιλογών των ασφαλιστικών ταμείων διεθνώς, αλλά και τις ιστορικές πραγματικές αποδόσεις ενός μεγάλου δείγματος ασφαλιστικών ταμείων σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα, οι πραγματικές μέσες ετήσιες αποδόσεις είναι θετικές κατά μέσο όρο. Ενδεικτικά, σε περίοδο 121 ετών (1900-2020) οι πραγματικές μέσες ετήσιες αποδόσεις μετοχών και ομολόγων ανήλθαν σε 6,6% και 2,1% αντίστοιχα στις ΗΠΑ και σε 5,4 και 2% αντίστοιχα στο Ηνωμένο Βασίλειο. Γενικότερα, με βάση ένα δείγμα 21 χωρών με διαθέσιμα μακροχρόνια στοιχεία αποδόσεων, οι πραγματικές μέσες ετήσιες αποδόσεις μετοχικών τίτλων κυμάνθηκαν στο παρελθόν κατά μέσο όρο μεταξύ 3% και 6% ανάλογα με τη χώρα, με τις αποδόσεις των μετοχών κατά μέσο όρο να υπερβαίνουν μακροπρόθεσμα τις αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων κατά περίπου 3 ποσοστιαίες μονάδες.¹⁰ Επίσης, για την περίοδο 2004-2019, η μέση πραγματική ετήσια απόδοση των ασφαλιστικών ταμείων των χωρών που καταγράφονται σε σχετική έκθεση του ΟΟΣΑ ανήλθε σε περίπου 3%.¹¹

Εκτιμώμενα οφέλη

Η εφαρμογή του νέου κεφαλαιοποιητικού συστήματος εκτιμάται ότι θα έχει πολλαπλά οφέλη για τους ασφαλισμένους και την οικονομία γενικότερα. Πρώτον, με δεδομένη την εκτιμώμενη επιδείνωση των δημογραφικών δεδομένων (ειδικότερα της αναλογίας ασφαλισμένων-συνταξιούχων), η “ρήτρα μηδενικού ελλείμματος” συνεπάγεται μελλοντικά χαμηλότερες συντάξεις για τους ασφαλισμένους.¹² Υπό αυτό το πρίσμα, η ασφαλιστική μεταρρύθμιση

6 <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Funds-in-Figures-2021.pdf>

7 Σύμφωνα με τη μακροοικονομική μελέτη που συνόδευε τη μεταρρυθμιστική πρόταση, το σενάριο βάσης υποθέτει ότι το 80% των αποθεματικών επενδύεται εγχώριως, εκ των οποίων 50% σε εγχώριες παραγωγικές επενδύσεις (σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου) και το 30% σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου. Παράλληλα, παρουσιάζονται και εναλλακτικά σενάρια ως προς τη διαφοροποίηση του κινδύνου μεταξύ ομολόγων και άλλων επενδύσεων.

8 Για διάστημα έως πέντε έτη από την έναρξη λειτουργίας του ΤΕΚΑ ορίζεται ως μεταβατική επενδυτική επιτροπή η επενδυτική επιτροπή της ΕΔΕΚΤ – Α.Ε.Π.Ε.Υ.

9 Δηλαδή το κράτος θα καλύπτει όχι μόνο τυχόν αρνητικές αποδόσεις από τις επενδύσεις αλλά και το ποσό που τυχόν θα υπολείπεται προκειμένου οι σωρευτικές εισφορές να μην έχουν απώλειες από την εξέλιξη του πληθωρισμού.

10 Για ενδεικτικές δημοσιεύσεις που καταγράφουν μακροχρόνια δεδομένα αποδόσεων επιλεγμένων περιουσιακών στοιχείων, βλ. Credit Suisse, *Global Investment Returns Yearbook 2021*, και Dimson, E.P. Marsh and M. Staunton (2002), *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press.

11 <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2020.pdf>

12 Στο σύστημα νοητής κεφαλαιοποίησης της επικουρικής ασφάλισης, που ισχύει επί του παρόντος, λειτουργεί αυτόματος μηχανισμός εξισορρόπησης για την αποφυγή ελλειμμάτων μέσω της μη αναπροσαρμογής των συντάξεων.

αποσκοπεί στο να ενισχύσει το εισόδημα από συντάξεις των ασφαλισμένων, αλλά παράλληλα και τη βιωσιμότητα και ευστάθεια του ασφαλιστικού συστήματος, εισάγοντας ποικιλομορφία στους επιμέρους πυλώνες κοινωνικής ασφάλισης, γεγονός που οδηγεί σε διαφοροποίηση του ασφαλιστικού κινδύνου και μείωση του συνολικού κινδύνου στον οποίο υπόκειται το συνταξιοδοτικό σύστημα.¹³ Δεύτερον, εκτιμάται ότι η μεταρρύθμιση θα βοηθήσει στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των νέων ασφαλισμένων προς το ασφαλιστικό σύστημα και θα καλλιεργήσει κουλτούρα ιδιωτικής αποταμίευσης, η οποία αναμένεται να έχει σημαντικά οφέλη όχι μόνο για τους ασφαλισμένους, αλλά και για την εθνική οικονομία γενικότερα. Μέσα από το νέο κεφαλαιοποιητικό σύστημα επικουρικής ασφάλισης θα δημιουργηθούν αποθεματικά, τα οποία μέσω της επένδυσής τους θα συμβάλουν στην ενίσχυση του σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου, με αποτέλεσμα νέες θέσεις απασχόλησης και αυξημένα κρατικά έσοδα. Τρίτον, με την τήρηση ατομικών αποταμιευτικών λογαριασμών με πλήρη διαφάνεια, οι εισφορές των νέων ασφαλισμένων θα χρηματοδοτούν τις μελλοντικές παροχές τους, περιορίζοντας με αυτό τον τρόπο τα κίνητρα για εισφοροδιαφυγή.

Δημοσιονομικό κόστος και μακροοικονομική επίδραση της μεταρρύθμισης

Η εισαγωγή κεφαλαιοποιητικού συστήματος στην επικουρική ασφάλιση δεν θα επηρεάσει τις συντάξεις και τα ασφαλιστικά δικαιώματα των ασφαλισμένων και συνταξιούχων που συνεχίζουν να υπάγονται στο υπάρχον διανεμητικό σύστημα νοητής κεφαλαιοποίησης. Καθώς όμως θα μειώνονται σταδιακά τα έσοδα από εισφορές στο υφιστάμενο διανεμητικό σύστημα, τίθεται ζήτημα ετήσιας χρηματοδότησής του, αφού δημιουργείται αναπόφευκτα ένα κόστος μετάβασης. Σύμφωνα με την αναλογιστική μελέτη¹⁴ που εκπονήθηκε βάσει των μακροοικονομικών και δημογραφικών παραδοχών του Ageing Working Group της European Policy Committee με έτος βάσης το 2019, η παρούσα αξία του κόστους μετάβασης για την περίοδο προβολών (2022-70) εκτιμάται σε 56 δισεκ. ευρώ (ακαθάριστο κόστος).¹⁵ Το καθαρό κόστος μετάβασης όμως εκτιμάται ότι θα είναι σημαντικά μικρότερο αν ληφθούν υπόψη τα δημοσιονομικά έσοδα που θα προκύψουν ως “μέρισμα” της ανάπτυξης που εκτιμάται ότι θα επιφέρει η μεταρρύθμιση. Με βάση συντηρητικές εκτιμήσεις, η πραγματική επιβάρυνση του προϋπολογισμού για την περίοδο αναφοράς εκτιμάται σε 6 δισεκ. ευρώ σωρευτικά έως το 2070 (ή 120 εκατ. ευρώ ετησίως κατά μέσο όρο).

Όσον αφορά τη μακροοικονομική επίδραση της μεταρρύθμισης, η σχετική συνοδευτική μελέτη¹⁶ εκτιμά ότι το νέο σύστημα επικουρικής ασφάλισης θα οδηγήσει σε αύξηση της ιδιωτικής αποταμίευσης και των επενδύσεων, με θετικές συνέπειες στην εγχώρια ζήτηση, στο ΑΕΠ και στην παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας, σε σύγκριση με το σενάριο μη υλοποίησης της μεταρρύθμισης. Οι εκτιμήσεις εξετάζουν τη μακροοικονομική επίδραση υπό εναλλακτικά σενάρια προσομοίωσης που αφορούν: (α) το ποσοστό συμμετοχής στο νέο σύστημα του πληθυσμού για τον οποίο η ένταξη είναι προαιρετική (υφιστάμενοι ασφαλισμένοι έως 35 ετών και αυτοαπασχολούμενοι), (β) το ποσοστό των αποθεματικών που τοποθετούνται σε εγχώριες επενδύσεις, καθώς και (γ) τη μακροχρόνια απόδοση των επενδύσεων σε πραγματικούς όρους. Σύμφωνα με τα κύρια αποτελέσματα της ανάλυσης, εκτιμάται ότι στο τέλος της περιόδου αναφοράς (2070) η αύξηση του ΑΕΠ θα κυμαίνεται μεταξύ

13 Στο νέο σύστημα που διαμορφώνεται, η σύνταξη κάθε συνταξιούχου θα αποτελείται από τρία μέρη: (α) την εθνική σύνταξη που πληρώνεται από τον προϋπολογισμό και υπόκειται στο *δημοσιονομικό κίνδυνο*, (β) την ανταποδοτική σύνταξη που πληρώνεται από τις εισφορές των εργαζομένων και υπόκειται στο *δημογραφικό κίνδυνο* και (γ) την επικουρική σύνταξη που πληρώνεται από τις εισφορές του ίδιου του συνταξιούχου και τις αποδόσεις των επενδύσεών του και υπόκειται στον *κίνδυνο αγοράς*, ο οποίος εντούτοις ουσιαστικά εξαλείφεται λόγω της κρατικής εγγύησης για την καταβολή ελάχιστης επικουρικής σύνταξης.

14 Εθνική Αναλογιστική Αρχή (2021), “Αναλογιστική μελέτη μετάβασης της ασφάλισης για επικουρική σύνταξη από σύστημα καθορισμένων εισφορών νοητής κεφαλαιοποίησης NDC σε κεφαλαιοποιητικό σύστημα.”

15 Η εκτίμηση αυτή αφορά το σενάριο βάσης, το οποίο υποθέτει ονομαστικό επιτόκιο προεξόφλησης 3,5%. Η αναλογιστική μελέτη παρουσιάζει αποτελέσματα και για τρία εναλλακτικά ονομαστικά επιτόκια προεξόφλησης (2,5%, 3% και 4%), προκειμένου να αναδείξει την ευαισθησία της παρούσας αξίας του κόστους μετάβασης σε αυτά (η εκτίμηση της παρούσας αξίας κυμαίνεται μεταξύ 46 δισεκ. και 79 δισεκ. ευρώ). Σημειώνεται ότι το ονομαστικό επιτόκιο προεξόφλησης δεν προσδιορίζεται από το νόμο.

16 Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (2021), “Μακροοικονομική επίδραση σεναρίων συνταξιοδοτικής μεταρρύθμισης”. Οι μακροοικονομικές επιδράσεις των μεταρρυθμίσεων μελετώνται με προσομοιώσεις εναλλακτικών σεναρίων πολιτικής, στο πλαίσιο ενός δυναμικού στοχαστικού μακροοικονομικού υποδείγματος γενικής ισορροπίας (Global Integrated Monetary and Fiscal Model – GIMF).

4,5% και 9,5% και η αύξηση των εγχώριων επενδύσεων μεταξύ 0,8 και 1,6 ποσ. μον. του ΑΕΠ. Από την ανάλυση ευαισθησίας βάσει εναλλακτικών σεναρίων καταδεικνύεται ότι οι επιδράσεις της μεταρρύθμισης στο ΑΕΠ της χώρας επηρεάζονται σημαντικά από τις εναλλακτικές υποθέσεις για το ύψος της απόδοσης των επενδύσεων του Ταμείου και το μέρος των πόρων του Ταμείου που τοποθετείται σε εγχώριες παραγωγικές επενδύσεις, αλλά λιγότερο από τις εναλλακτικές υποθέσεις για την εθελοντική συμμετοχή στο νέο σύστημα επικουρικής ασφάλισης.

Όσον αφορά την επάρκεια των συντάξεων,¹⁷ η εν λόγω μεταρρύθμιση εκτιμάται ότι θα οδηγήσει σε υψηλότερη δαπάνη για επικουρικές συντάξεις το 2070 και σε αύξηση της μέσης ετήσιας σύνταξης σε σχέση με το σενάριο της μη υλοποίησης. Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι η ετήσια δαπάνη για επικουρικές συντάξεις υπό το νέο σύστημα θα κυμαίνεται το 2070 μεταξύ 0,18% του ΑΕΠ (στο απαισιόδοξο σενάριο) και 0,53% του ΑΕΠ (στο αισιόδοξο σενάριο), έναντι 0,13% και 0,35% του ΑΕΠ αντίστοιχα στην περίπτωση μη υλοποίησης της μεταρρύθμισης. Η διαφορά στην ετήσια επικουρική σύνταξη κυμαίνεται από 310 ευρώ (+11,5%) στα πιο απαισιόδοξα σενάρια έως και 1.442 ευρώ (+51,5%) στο πλέον αισιόδοξο σενάριο, σε τιμές του 2019.

Επιπρόσθετα, η επίπτωση της μεταρρύθμισης στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους μεσοπρόθεσμα (έως το 2040) είναι πολύ περιορισμένη, ενώ μακροπρόθεσμα η συμπερίληψη του νέου ταμείου στη Γενική Κυβέρνηση βελτιώνει τη δυναμική του χρέους. Η σχετική συνοδευτική μελέτη¹⁸ συγκρίνει για τέσσερα ενδεικτικά μακροοικονομικά σενάρια την εξέλιξη των λόγων: (α) χρέους προς ΑΕΠ και (β) χρηματοδοτικών αναγκών προς ΑΕΠ έναντι του σεναρίου μη μεταρρύθμισης. Σε όλα τα σενάρια, η επίπτωση της μεταρρύθμισης στο λόγο χρέους/ΑΕΠ και χρηματοδοτικών αναγκών/ΑΕΠ είναι αμελητέα έως το 2030 και πολύ μικρή έως το 2040. Μακροπρόθεσμα, μετά το 2040, η εικόνα διαφοροποιείται μεταξύ σεναρίων και εξαρτάται και από τη στατιστική ταξινόμηση του νέου Ταμείου. Πιο συγκεκριμένα, το 2070 ο λόγος χρηματοδοτικών αναγκών/ΑΕΠ βελτιώνεται κατά 1 περίπου ποσ. μον. στα πιο αισιόδοξα σενάρια και επιδεινώνεται οριακά κατά 0,2 ποσ. μον. και κατά 1 ποσ. μον. στο σενάριο βάσης και στο πιο συντηρητικό σενάριο αντίστοιχα. Όσον αφορά το λόγο χρέους/ΑΕΠ, αν το ΤΕΚΑ ενταχθεί εντός της Γενικής Κυβέρνησης ο λόγος εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά 6,3 ποσ. μον. στο βασικό σενάριο έως 16,3 ποσ. μον. στο πιο αισιόδοξο σενάριο, ενώ στο συντηρητικό σενάριο παραμένει ουσιαστικά αμετάβλητος.¹⁹ Αντίθετα, αν το ΤΕΚΑ δεν ενταχθεί εντός της γενικής κυβέρνησης, ο λόγος εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 2 ποσ. μον. στο σενάριο βάσης και κατά 9,5 ποσ. μον. στο συντηρητικό σενάριο, ενώ μειώνεται στα πιο αισιόδοξα σενάρια.

Συμπεράσματα

Το παρόν πλαίσιο παρουσιάζει συνοπτικά τα βασικά σημεία της εισαγωγής κεφαλαιοποιητικού συστήματος καθορισμένων εισφορών στην επικουρική ασφάλιση, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στο ν. 4826/2021. Από την ανάλυση στην οποία βασίστηκε φαίνεται ότι η ασφαλιστική μεταρρύθμιση στον τομέα της επικουρικής ασφάλισης θα έχει σημαντικά οφέλη, τόσο για τους ασφαλισμένους που θα ενταχθούν στο νέο Ταμείο όσο και για την οικονομία γενικότερα μέσω των δευτερογενών επιδράσεων από τις επενδύσεις των αποθεματικών του Ταμείου στην εγχώρια οικονομία. Η μετάβαση στο νέο σύστημα θα έχει κόστος, το οποίο όμως εκτιμάται σχετικά περιορισμένο σε καθαρούς όρους. Επίσης, η γενικότερη επίδραση στα δημοσιονομικά μεγέθη της χώρας, με βάση σχετική μελέτη, φαίνεται ότι θα είναι συνολικά θετική, συμβάλλοντας στην ενίσχυση της βιωσιμότητας του ασφαλιστικού συστήματος και του επιπέδου των επικουρικών συντάξεων, χωρίς να διακυβεύεται η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Τέλος, με βάση τη μακροχρόνια διεθνή εμπειρία και τις ιστορικές αποδόσεις παραπλήσιων σχημάτων διεθνώς, αναμένεται ότι η πιθανότητα επιβάρυνσης του κρατικού προϋπολογισμού για την κάλυψη ενδεχόμενης απόκλισης της απόδοσης των επενδύσεων από το ελάχιστο εγγυημένο όριο του συνόλου των καταβληθεισών εισφορών είναι σχετικά χαμηλή.

17 Η επάρκεια των συντάξεων αναφέρεται στο βαθμό στον οποίο το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης προστατεύει τους ηλικιωμένους από τη φτώχεια, καθώς εξασφαλίζει τη διατήρηση ενός σταθερού εισοδήματος όσο το δυνατόν ανάλογο αυτού που είχε ο συνταξιούχος στον εργασιακό του βίο.

18 Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (2021), "Ανάλυση βιωσιμότητας χρέους – Εναλλακτικά σενάρια μεταρρύθμισης του ασφαλιστικού συστήματος".

19 Εάν το ΤΕΚΑ ενταχθεί εντός της γενικής κυβέρνησης, τότε τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου που διακρατούνται από αυτό θα αποτελούν ενδοκυβερνητικό χρέος.

4 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Βαίνοντας προς την έξοδο από την υγειονομική κρίση, η Ελλάδα, όπως και οι άλλες ευρωπαϊκές χώρες, καλείται να αντιμετωπίσει τις δημοσιονομικές επιπτώσεις των έκτακτων μέτρων στήριξης, αναγνωρίζοντας ότι υπάρχει ο κίνδυνος η τρέχουσα συγκυρία των ευνοϊκών επιτοκίων να αντιστραφεί στο μέλλον, ιδιαίτερα αν αποδειχθεί ότι οι πληθωριστικές πιέσεις έχουν μονιμότερο χαρακτήρα. Κατά συνέπεια, με την επιστροφή της οικονομίας σε πλήρη λειτουργία, η διασφάλιση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας μέσα από τη δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων ανάγεται σε κεντρικό μέλημα της οικονομικής πολιτικής. Ειδικότερα, στις περιπτώσεις χωρών με υψηλό δημόσιο χρέος, όπως η Ελλάδα, η αξιοπιστία των δημόσιων οικονομικών αναμένεται να συνεισφέρει σημαντικά στις προσπάθειες εμπέδωσης της δημοσιονομικής υπευθυνότητας με στόχο τη μείωση του δημόσιου χρέους.¹⁰

Μια άλλη ενδιαφέρουσα διάσταση που ανέδειξε η κρίση της πανδημίας είναι η συμπληρωματικότητα μεταξύ δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, η οποία επέτρεψε την απρόσκοπτη και φθηνή χρηματοδότηση των αναγκαίων μέτρων στήριξης των οικονομιών. Η συμπληρωματικότητα αυτή θα πρέπει να αξιοποιηθεί προς όφελος της δημοσιονομικής βιωσιμότητας και της μακροοικονομικής σταθερότητας στη μεταπανδημική εποχή. Σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, οι δημοσιονομικές αρχές θα πρέπει να εκμεταλλευθούν τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης στην πραγματική οικονομία και την προβλεπόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας για την ενίσχυση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας.

Ως προς την ανάγκη δημοσιονομικής εξυγίανσης, αν και με υψηλότερο λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ, η Ελλάδα βρίσκεται σε καλύτερη θέση έναντι των υπόλοιπων χωρών του ΟΟΣΑ, χάρη στη μεγάλη προσπάθεια δημοσιονομικής εξυγίανσης που είχε καταβάλει κατά τη διάρκεια των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής, καταγράφοντας υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα πριν από την υγειονομική κρίση.¹¹ Αναπόφευκτα η πρόοδος αυτή διακόπηκε κατά την πανδημία, ωστόσο η δημοσιονομική επέκταση ήταν αναγκαία για τη διαφύλαξη των θέσεων εργασίας, τη στήριξη του διαθέσιμου εισοδήματος και την ελαχιστοποίηση της μόνιμης αρνητικής επίδρασης στην οικονομία. Κατά συνέπεια, με την ανάκαμψη της οικονομίας και τη σταδιακή άρση των προσωρινών επεκτατικών μέτρων, η Ελλάδα, στη μετά την πανδημία περίοδο, μπορεί να επανέλθει στο δρόμο των πρωτογενών πλεονασμάτων, διασφαλίζοντας με αυτόν τον τρόπο την αξιοπιστία της δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες για την αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική βαθμίδα.

Η διατηρήσιμη δημοσιονομική σταθερότητα κρίνεται επιβεβλημένη, καθώς οι οικονομίες προβλέπεται να αντιμετωπίσουν στο μέλλον περισσότερες προκλήσεις από ό,τι στο παρελθόν (π.χ. κλιματική αλλαγή, μεταναστευτικές ροές, νέες υγειονομικές κρίσεις, γήρανση του πληθυσμού, ενεργειακή μετάβαση, γεωπολιτική αστάθεια). Ως εκ τούτου, οι οικονομίες πρέπει να γίνουν πιο ανθεκτικές σε αρνητικές διαταραχές, προκειμένου να αποφευχθούν μελλοντικές κρίσεις χρέους και περαιτέρω επιβάρυνση των επόμενων γενεών. Γι' αυτό το λόγο, οι κρατικοί προϋπολογισμοί θα πρέπει να ισοσκελίζονται διαχρονικά, μέσω μιας δημοσιονομικής προσαρμογής περισσότερο αντικυκλικής από ό,τι στο παρελθόν. Επιπλέον, θα πρέπει να δίνεται έμφαση στην ανάπτυξη (κυρίως μέσω επενδύσεων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων), καθώς έχει αποδειχθεί ότι είναι

10 Έχει διαπιστωθεί εμπειρικά ότι σε χώρες με παράδοση στην αξιοπιστία των δημόσιων οικονομικών, το κόστος δανεισμού μπορεί να μειωθεί προσωρινά έως και 40 μονάδες βάσης. Επιπροσθέτως, χώρες που έχουν υιοθετήσει κάποιου είδους δημοσιονομικό κανόνα (π.χ. κανόνας απομείωσης χρέους (debt rule)), κατορθώνουν να αναστρέψουν μεγάλες αυξήσεις του χρέους που αντιστοιχούν σε 15% του ΑΕΠ σε μια δεκαετία περίπου, δηλαδή γρηγορότερα από ό,τι χώρες όπου είτε δεν υπάρχουν είτε ατονούν οι δημοσιονομικοί κανόνες. Βλ. Espinoza, R., V. Gaspar and P. Mauro (2021), "When It Comes to Public Finances, Credibility Is Key", IMF, *Fiscal Monitor*.

11 Βλ. Guillemette, Y. and D. Turner (2021), "The long game: Fiscal outlooks to 2060 underline need for structural reform", *OECD Economic Policy Papers*, No. 29, <https://doi.org/10.1787/a112307e-en>.

ο πιο αποτελεσματικός τρόπος ενίσχυσης της βιωσιμότητας του χρέους και δημιουργίας δημοσιονομικών αποθεμάτων.

Στο πλαίσιο αυτό, η κατάλληλη χάραξη της φορολογικής πολιτικής κρίνεται ουσιώδους σημασίας. Για το 2022 έχει αποφασιστεί η παράταση της κατάργησης της ειδικής εισφοράς αλληλεγγύης και της μείωσης των ασφαλιστικών εισφορών κατά 3 ποσ. μον. στον ιδιωτικό τομέα, ενώ θεσμοθετήθηκε η μείωση σε μόνιμη βάση της προκαταβολής φόρου και του συντελεστή φορολόγησης των επιχειρήσεων. Οι παρεμβάσεις αυτές παρέχουν κίνητρα για απασχόληση και λειτουργούν ανασχετικά ως προς τη φοροδιαφυγή/εισφοροδιαφυγή.¹² Τα μέτρα αυτά όμως είναι απαραίτητο να συνδυαστούν με διαρθρωτικές παρεμβάσεις με κύριο στόχο τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης και την αύξηση της αποδοτικότητας των φόρων, ώστε να διευκολυνθεί η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας.

Όσον αφορά τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, μία από τις μεγαλύτερες ευκαιρίες που δημιούργησε η πανδημική κρίση ήταν η επιτάχυνση του ψηφιακού μετασχηματισμού της δημόσιας διοίκησης. Η ανάγκη ελέγχου της διασποράς της νόσου, συνέχισης της λειτουργίας του κράτους και άμεσης αντιμετώπισης των δυσμενών οικονομικών συνεπειών αποτέλεσε τον επιταχυντή για να υλοποιηθεί μια μεταρρύθμιση με σημαντική συμβολή στην αποτελεσματική λειτουργία του κράτους. Η έγκαιρη ολοκλήρωση της ψηφιακής μετάβασης, η οποία βρίσκεται στο επίκεντρο της στρατηγικής του σχεδίου “Ελλάδα 2.0”, συνεπάγεται σημαντικά οφέλη, καθώς ο ψηφιακός μετασχηματισμός αυξάνει την αποτελεσματικότητα των υφιστάμενων δημοσιονομικών πολιτικών μέσω της ενίσχυσης της φορολογικής συμμόρφωσης και της καλύτερης διαχείρισης των δαπανών (βλ. Πλαίσιο V.2).

Μετά το τέλος του καθεστώτος ενισχυμένης εποπτείας της ΕΕ και την άρση της “γενικής ρήτρας διαφυγής”, η Ελλάδα θα ενταχθεί στο καθεστώς μεταπρογραμματικής επιτήρησης (post-programme surveillance), όπως ισχύει για τις χώρες που έχουν λάβει δάνεια στήριξης από τον EFSF/ESM και προβλέπεται στις σχετικές δανειακές συμβάσεις, καθώς και στην τελευταία αναθεώρηση του Συμφώνου Σταθερότητας το 2013 (Two-Pack Regulation).¹³ Εξάλλου, ο ESM θα εξακολουθήσει να εφαρμόζει το μηχανισμό έγκαιρης προειδοποίησης (Early Warning System), προκειμένου να επιτηρεί τη μεσομακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του χρέους και την ικανότητα αποπληρωμής του.

Η ένταξη στο νέο καθεστώς συνεπάγεται αυτόματα την υπαγωγή της Ελλάδος στους δημοσιονομικούς κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας, όπως αυτοί θα διαμορφωθούν μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας διαβούλευσης που ξεκίνησε τον Οκτώβριο του 2021. Είναι προς το συμφέρον της χώρας να συνεχίσει τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, όπως αυτές θα περιγράφονται στις συστάσεις της ΕΕ στο πλαίσιο της Διαδικασίας Μακροοικονομικών Ανισορροπιών και του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου, που ισχύει για όλες τις χώρες της ΕΕ, και να δώσει την απαραίτητη έμφαση στην ενίσχυση των επενδύσεων μέσω και της αξιοποίησης των πόρων του ευρωπαϊκού Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Αναθεώρηση των δημοσιονομικών κανόνων της ευρωζώνης

Στην εποχή μετά την πανδημία, η υιοθέτηση αξιόπιστων και αποτελεσματικών δημοσιονομικών πολιτικών με στόχο τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών κρίνεται περισσότερο απαραίτητη, ειδικά για τις χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος που καθίστανται πιο ευάλωτες σε πιθανές αρνητικές οικονομικές διαταραχές. Στο πλαίσιο της διαβούλευσης για την αναθεώρηση των δημοσιονομικών κανόνων θα πρέπει να ληφθούν υπόψη η τρέχουσα οικονομική πραγματικότητα

12 Βλ. Mitsopoulos, M. and T. Pelagidis (2021), “Labor taxation: Insights from the world economic forum survey”, *Cato Journal*, 41(3), 729-742, και Τράπεζα της Ελλάδος, Ενδιάμεσες Εκθέσεις Νομισματικής Πολιτικής Δεκεμβρίου 2018, Πλαίσιο V.1, και Δεκεμβρίου 2019, Πλαίσιο V.1.

13 Η επιτήρηση αυτή θα πραγματοποιείται δύο φορές το χρόνο και θα ισχύει μέχρι να αποπληρωθεί το 75% των δανείων προς τον ESM.

και τα λάθη σχεδιασμού και εφαρμογής του υφιστάμενου δημοσιονομικού πλαισίου, όπως διαφάνηκαν πριν από την πανδημία.

Ένα καλά σχεδιασμένο δημοσιονομικό πλαίσιο θα πρέπει να επιτυγχάνει μεσοπρόθεσμα την κατάλληλη ισορροπία ανάμεσα στην ανάγκη σταθεροποίησης του οικονομικού κύκλου και τη διασφάλιση της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών. Προς αυτό το σκοπό, θα πρέπει να δοθεί έμφαση σε δύο κύρια χαρακτηριστικά: (α) ένα δημοσιονομικό στόχο, που θα καθορίζει το μεσομακροπρόθεσμο σχεδιασμό της δημοσιονομικής πολιτικής, και (β) ένα λειτουργικό δημοσιονομικό κανόνα, ως μέσο επίτευξης αυτού του στόχου. Στην τρέχουσα συγκυρία, η σημαντική αύξηση του δημόσιου χρέους στην ευρωζώνη καθιστά τη διασφάλιση της βιωσιμότητάς του πρωτεύοντα στόχο δημοσιονομικής πολιτικής, ενώ ως εργαλείο επίτευξης του στόχου αυτού προκρίνεται ο έλεγχος του ρυθμού αύξησης των δημόσιων δαπανών.

Η υιοθέτηση μεσοπρόθεσμης αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής, που προβλέπει περιστολή σε περιόδους ανάπτυξης και επέκταση σε περιόδους ύφεσης, κρίνεται απαραίτητη για την επίτευξη του ανωτέρω στόχου. Στο παρελθόν, οι κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας δεν απέτρεψαν υπερκυκλικές πολιτικές. Αποτέλεσμα ήταν η επιδείνωση της δυναμικής του χρέους, καθώς η υφεσιακή επίπτωση της υπερβολικά συσταλτικής δημοσιονομικής πολιτικής σε περιόδους κρίσης ουσιαστικά ακύρωσε μέρος της θετικής συμβολής του περιορισμού των ελλειμμάτων. Αντίστοιχα, η δημιουργία πρωτογενών ελλειμμάτων (ή μικρότερων πλεονασμάτων) σε περιόδους υψηλής ανάπτυξης ακύρωσε μέρος της θετικής συμβολής της ανάπτυξης στη δυναμική του χρέους. Η αρχή της αντικυκλικότητας της δημοσιονομικής πολιτικής είναι σημαντική ιδιαίτερα για τις υπερχρεωμένες χώρες, καθώς εγγυάται μια βιώσιμη πτωτική πορεία του δημόσιου χρέους. Η εφαρμογή των υφιστάμενων κανόνων του χρέους στην περίοδο μετά την πανδημία πιθανόν να απαιτούσε μια μεγάλη υπερκυκλική δημοσιονομική προσαρμογή για κάποιες χώρες, με αυτοαναιρούμενα αποτελέσματα, καθώς θα επιβάρυνε την αναπτυξιακή τους δυναμική.

Ο έλεγχος του ρυθμού αύξησης των δημόσιων δαπανών έχει αποδειχθεί¹⁴ ως ένας αποτελεσματικός κανόνας εφαρμογής δημοσιονομικής πειθαρχίας (έναντι άλλων δημοσιονομικών κανόνων, όπως π.χ. του διαρθρωτικού ελλείμματος), που ενισχύει τον αντικυκλικό χαρακτήρα της δημοσιονομικής πολιτικής. Ωστόσο, συνιστάται η ειδική μεταχείριση επενδυτικών δαπανών ή/και δαπανών που συνδέονται με την κλιματική αλλαγή, ώστε να μην περικόπτονται παραγωγικές δημόσιες δαπάνες με υψηλό πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα.

Η ταχύτητα προσαρμογής στο μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό στόχο παίζει σημαντικό ρόλο, καθώς θα πρέπει να διαφυλαχθεί η πορεία ανάκαμψης της οικονομίας, αλλά και η τήρηση των κανόνων.

Η αξιοπιστία των δημοσιονομικών κανόνων κρίνεται επίσης και από τη διαφάνεια, την απλοποίηση και τον αποτελεσματικό μηχανισμό κυρώσεων σε περίπτωση παράβασής τους. Η εφαρμογή των κανόνων στο παρελθόν έχει δείξει ότι υπάρχουν σημαντικά περιθώρια βελτίωσης σε αυτούς τους τομείς.

Μακροχρόνια, η δημιουργία ενός μόνιμου κεντρικού εργαλείου δημοσιονομικής ικανότητας (central fiscal capacity) συμβάλλει στην αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση εξωγενών διαταραχών και στην ταχύτερη και απρόσκοπτη σύγκλιση των οικονομιών. Η δημιουργία του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, με την έκδοση κοινού ευρωπαϊκού χρέους για τη χρηματοδότηση δημόσιων επενδύσεων, αποτελεί ένα πρώτο βήμα προς μια δημοσιονομική ένωση. Μια τέτοια προοπτική αναμένεται να ωφελήσει περισσότερο τις υπερχρεωμένες χώρες, μέσω αφενός της εξασφάλισης χαμηλότερου κόστους δανεισμού και αφετέρου της διασφάλισης μεγαλύτερης δη-

14 European Fiscal Board (EFB), *Annual Report*, October 2018.

μοσιονομικής πειθαρχίας. Ως εκ τούτου, αποτελεί σημαντικό βήμα για την περαιτέρω οικονομική ολοκλήρωση της ΕΕ και την ενίσχυση της οικονομικής διακυβέρνησης της ευρωζώνης.

Πλαίσιο V.2

ΨΗΦΙΑΚΟΣ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ: Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΚΑΙ Η ΠΡΟΟΠΤΙΚΗ ΤΟΥ NextGenerationEU

Μία από τις μεγαλύτερες ευκαιρίες που δημιούργησε η πανδημική κρίση ήταν η επιτάχυνση του ψηφιακού μετασχηματισμού της δημόσιας διοίκησης. Η ανάγκη ελέγχου της διασποράς της νόσου, συνέχισης της λειτουργίας του κράτους και άμεσης αντιμετώπισης των δυσμενών οικονομικών συνεπειών αποτέλεσε τον επιταχυντή για να υλοποιηθεί μια μεταρρύθμιση με σημαντική συμβολή στην αποτελεσματική λειτουργία του κράτους.¹ Ως “ψηφιακός μετασχηματισμός του κράτους” νοούνται η διείσδυση των ψηφιακών τεχνολογιών (ψηφιακές πλατφόρμες, τεχνητή νοημοσύνη, διαδίκτυο πραγμάτων, υπολογιστικό νέφος) στον τρόπο οργάνωσης και λειτουργίας της δημόσιας διοίκησης και ο αντίκτυπος της ψηφιοποίησης των δημόσιων δομών στην κοινωνία και την οικονομία.

Κύριο επακόλουθο της ψηφιακής διακυβέρνησης του κράτους είναι ο περιορισμός της γραφειοκρατίας και η βελτίωση της πρόσβασης στις δημόσιες δομές. Τα οφέλη είναι σημαντικά: αυξημένη διαφάνεια στις συναλλαγές μεταξύ κράτους και πολίτη, ενίσχυση της εμπιστοσύνης του πολίτη προς το κράτος και καλύτερη εξυπηρέτησή του με μείωση του κόστους συναλλαγής, απλούστευση και επίσπευση των διαδικασιών, μείωση του κόστους λειτουργίας του κράτους και ορθολογικότερη αξιοποίηση του ανθρώπινου δυναμικού του. Σημαντικά είναι επίσης τα οφέλη που διαχέονται στο σύνολο της οικονομίας και κοινωνίας, καθώς ο ψηφιακός μετασχηματισμός του κράτους με το χαρακτήρα της δημόσιας υποδομής ενεργοποιεί παράλληλα την ιδιωτική επενδυτική πρωτοβουλία για τον αντίστοιχο μετασχηματισμό των υπηρεσιών του ιδιωτικού τομέα και ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις να αναλάβουν δράσεις για να προσαρμοστούν στο νέο ψηφιακό περιβάλλον, μεταξύ άλλων μέσω κατάρτισης και επανακατάρτισης του εργατικού δυναμικού τους για την απόκτηση ψηφιακών δεξιοτήτων.²

Στο παρόν πλαίσιο, πρώτον, συζητείται η θεωρητική επιχειρηματολογία για την ανάγκη ψηφιοποίησης του κράτους αξιοποιώντας τη διεθνή εμπειρία. Δεύτερον, αναλύονται τα οφέλη που διαχέονται στο σύνολο της οικονομίας δίδοντας ιδιαίτερη έμφαση στα δημόσια οικονομικά. Τρίτον, αξιολογείται με τη χρήση κατάλληλων δεικτών η πρόοδος που έχει συντελεστεί μέχρι σήμερα και παρουσιάζονται οι δράσεις στο πλαίσιο του προγράμματος “Ελλάδα 2.0”. Τέλος, χρησιμοποιώντας τις ηλεκτρονικές συναλλαγές ως ένα παράδειγμα αξιοποίησης των δυνατοτήτων των εφαρμογών της ψηφιακής τεχνολογίας, γίνεται μια σύντομη αναφορά στα μετρήσιμα δημοσιονομικά οφέλη από την ευρεία χρήση τους.

Θεωρητική επιχειρηματολογία και διεθνής εμπειρία

Ο ψηφιακός μετασχηματισμός σηματοδοτεί την αλλαγή του παραγωγικού υποδείγματος της ελληνικής οικονομίας και κατ’ επέκταση των παραγωγικών δυνατοτήτων της, με προσδοκώμενο όφελος την αύξηση του δυναμικού προϊόντος. Σε γενικές γραμμές, τα πλεονεκτήματα του ψηφιακού μετασχηματισμού συνδέονται με: (α) τις *υποδομές* (π.χ. επέκταση του δικτύου οπτικών ινών), (β) τις *επιχειρήσεις* (χρήση ψηφιακών υπηρεσιών όπως π.χ. οι υπηρεσίες υπολογιστικού νέφους, ηλεκτρονικό εμπόριο, τηλεργασία) και (γ) τη *δημόσια διοίκηση* (ψηφιακές πλατφόρμες, ψηφιοποίηση αρχείων, διασύνδεση και διαλειτουργικότητα μητρώων και υπηρεσιών του Δημοσίου). Η συμβολή του ψηφιακού μετασχηματισμού στη βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών κρίνεται σημαντική, τόσο από την πλευρά των εσόδων όσο και από την πλευρά των δαπανών. Ο ψηφιακός μετασχηματισμός αυξάνει την

1 Ο ψηφιακός χαρακτήρας της δημόσιας διοίκησης, δηλαδή η πρόσβαση των πολιτών στις δημόσιες υπηρεσίες να γίνεται εξ ολοκλήρου μέσω ψηφιακών εφαρμογών για την ενίσχυση της διαφάνειας και της ανοικτής πρόσβασης, είναι μια από τις βασικές αρχές του Σχεδίου Ανάπτυξης για την Ελληνική Οικονομία. Βλ. Πισσαρίδης, Χ., Ν. Βέττας, Δ. Βαγιανός και Κ. Μεγίρη (2020), Έκθεση Επιτροπής.

2 Για το πώς μπορούν οι ψηφιακές τεχνολογίες να αποτελέσουν αναπτυξιακό μοχλό για την ελληνική οικονομία, βλ. Albani, M., S. Anyfantaki and S. Lazaretou (2019), “How do digital technologies drive Greece’s economic growth: Opportunities and challenges”, Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 49, 75-92.

αποτελεσματικότητα των υφιστάμενων δημοσιονομικών πολιτικών μέσω της ενίσχυσης της φορολογικής συμμόρφωσης και της καλύτερης διαχείρισης των δαπανών. Η αξιοποίηση των δυνατοτήτων που προσφέρουν οι ψηφιακές τεχνολογίες στη δημόσια διοίκηση μειώνει τα διοικητικά βάρη για τα φυσικά και νομικά πρόσωπα και ενισχύει την οικονομική μεγέθυνση και ανάπτυξη.³ Χαρακτηριστικά παραδείγματα που εμπειρικά επαληθεύουν τα οφέλη της ψηφιοποίησης των δημόσιων υπηρεσιών είναι οι περιπτώσεις της Νοτίου Αφρικής και της Εσθονίας, οι κυβερνήσεις των οποίων κατέβαλαν συστηματικές προσπάθειες για τον ψηφιακό μετασχηματισμό της φορολογικής διοίκησης, με σημαντικά οφέλη στη φορολογική συμμόρφωση και στο κόστος συλλογής των φόρων.⁴

Ειδικότερα, οι ψηφιακές δημόσιες υπηρεσίες ενισχύουν τα *δημόσια έσοδα*, καθώς:

- μειώνουν το κόστος φορολογικής συμμόρφωσης, μέσω της διευκόλυνσης των πληρωμών και της καλύτερης πρόσβασης στα δεδομένα των φορολογουμένων,
- επιτρέπουν το διαμοιρασμό των πληροφοριών, με όφελος την αποτελεσματικότητα των φορολογικών ελέγχων,
- μειώνουν τον κίνδυνο διασυνοριακής εμπορικής απάτης (trade fraud), συμβάλλοντας στη διεύρυνση της φορολογικής βάσης και στον περιορισμό της φοροαποφυγής από τη μεταφορά εισοδήματος και πλούτου σε περιοχές με χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές,
- διευκολύνουν τον εντοπισμό των χρηματοοικονομικών συναλλαγών που συνδέονται με υπεράκτιες εταιρίες για φορολογικούς σκοπούς, καθώς και
- βοηθούν στην αποτελεσματικότερη επιβολή των φόρων επί της ακίνητης περιουσίας, αφού επιτρέπουν την πρόσβαση σε γεωγραφικές πληροφορίες.

Από την πλευρά των *δημόσιων δαπανών*, ο ψηφιακός μετασχηματισμός του κράτους συμβάλλει:

- στη χρηστή οικονομική διαχείριση, στην παραγωγική αξιοποίηση των δημόσιων δαπανών και στη βελτίωση της ποιότητας των παρεχόμενων δημόσιων υπηρεσιών,
- στη μείωση του λειτουργικού κόστους διακίνησης και αναπαραγωγής εγγράφων,
- στην απελευθέρωση χρηματικών και ανθρώπινων πόρων και τη χρήση τους σε άλλους τομείς της δημόσιας διοίκησης, καθώς και
- στην καλύτερη παρακολούθηση της εκτέλεσης του προϋπολογισμού.

Πρέπει να σημειωθεί όμως ότι η χρήση των ψηφιακών τεχνολογιών ενέχει σημαντικούς κινδύνους,⁵ όπως π.χ. η δυσκολία φορολόγησης επιχειρήσεων χωρίς φυσική παρουσία και η έκθεση σε κυβερνοεπιθέσεις. Συνεπώς, ο ψηφιακός μετασχηματισμός του κράτους απαιτεί την αναθεώρηση των υφιστάμενων πολιτικών και τη διαμόρφωση ενός ασφαλούς πλαισίου εφαρμογής τους. Η ανάπτυξη ισχυρής δράσης στο πεδίο της κυβερνοασφάλειας αποτελεί καθοριστικό παράγοντα ενίσχυσης της εμπιστοσύνης των πολιτών σε ψηφιακά εργαλεία και υπηρεσίες.

Ο ψηφιακός μετασχηματισμός της ελληνικής δημόσιας διοίκησης: η μέχρι τώρα πρόοδος

Κατά τη διάρκεια της πανδημίας, η χρήση τεχνολογιών πληροφορικής και επικοινωνιών (ΤΠΕ) από τους φορείς του δημόσιου τομέα συνέβαλε αφενός στην υποστήριξη των μέτρων περιορισμού της διασποράς της νόσου και των μέτρων στήριξης, καθώς και στη συνέχιση της λειτουργίας του κράτους, και αφετέρου στην απλοποίηση πολλών διαδικασιών της δημόσιας διοίκησης. Πρόσφατες αντιπροσωπευτικές εφαρμογές των ΤΠΕ στη δημόσια διοί-

3 Βλ. IMF (2018), *Fiscal Monitor*, "Capitalizing on Good Times", Chapter 2: "Digital government", 43-90, April, και Kochanov, A., Z. Hasnain and B. Larson (2020), "Does e-government improve government capacity? Evidence from tax compliance, tax revenue and public procurement competitiveness", The World Bank, *Economic Review*, 34, 101-120.

4 IMF (2018), όπ.π., Box 2.1, "Digitalization advances in revenue administration in South Africa and Estonia", 66-67.

5 Βλ. ENISA (2020), "Threat landscape 2020: Cyber attacks becoming more sophisticated, targeted, widespread and undetected", European Union Agency for Cybersecurity, October, <https://www.enisa.europa.eu/topics/threat-risk-management/threats-and-trends>.

κηση αφορούν τους τομείς της υγείας,⁶ της απασχόλησης,⁷ της εκπαίδευσης, του πολιτισμού⁸ και του τουρισμού,⁹ καθώς και τη φορολογική διοίκηση,¹⁰ την ορθή διενέργεια πληρωμών από το Δημόσιο (αμοιβών και προμηθειών),¹¹ την ανάπτυξη υποδομών κυβερνητικού νέφους (G-Cloud) σε θέματα έρευνας και εκπαίδευσης (RE-Cloud) και υγείας (H-Cloud) και την κυβερνοασφάλεια με εξειδίκευση των μέτρων διαχείρισης κινδύνων των πληροφοριακών συστημάτων.¹² Χαρακτηριστικό της μεθοδολογίας που εφαρμόζεται για την απλοποίηση και τον ψηφιακό μετασχηματισμό των δημόσιων υπηρεσιών είναι η κεντρική προσέγγιση σχεδιασμού¹³ και η υλοποίηση σε σύντομο χρονικό διάστημα σειράς μικρών και πολλών έργων που αφορούν τα σημαντικότερα γεγονότα ζωής του πολίτη και της επιχείρησης.

Η εθνική ψηφιακή στρατηγική 2020-25, όπως αποτυπώνεται στη Βίβλο Ψηφιακού Μετασχηματισμού,¹⁴ συνοψίζεται σε επτά στόχους: ασφαλής, γρήγορη και αξιόπιστη πρόσβαση στο διαδίκτυο για όλους, παροχή ψηφιακών υπηρεσιών για όλα τα γεγονότα ζωής του πολίτη και της επιχείρησης, ανάπτυξη ψηφιακών δεξιοτήτων, ανάπτυξη ψηφιακών υπηρεσιών από τις επιχειρήσεις, ψηφιακή καινοτομία, ελεύθερη πρόσβαση στα δεδομένα του Δημοσίου προς αξιοποίησή τους και ένταξη των σύγχρονων τεχνολογιών σε όλους τους τομείς της οικονομίας. Βασικό συστατικό του ψηφιακού μετασχηματισμού του κράτους είναι η πρωτοβουλία για τη δημιουργία της νέας Ενιαίας Ψηφιακής Πύλης (gov.gr) με στόχο τη συγκέντρωση σε έναν ιστότοπο του συνόλου των ψηφιακών υπηρεσιών από όλους τους φορείς της γενικής κυβέρνησης. Μέχρι σήμερα, στην Ενιαία Ψηφιακή Πύλη έχουν συγκεντρωθεί 1.300 ψηφιακές υπηρεσίες, με διάφορες μεθόδους αυθεντικοποίησης, και μέχρι το πρώτο εξάμηνο του 2021 είχαν πραγματοποιηθεί 150 εκατ. ψηφιακές συναλλαγές.¹⁵

Η συγκριτική εξέλιξη της ψηφιακής επίδοσης των χωρών-μελών της ΕΕ εξετάζεται με τη χρήση του δείκτη Ψηφιακής Οικονομίας και Κοινωνίας (Digital Economy and Society Index – DESI). Το 2021 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προ-σάρμοσε το δείκτη ώστε να αντικατοπτρίζει τις δύο σημαντικές πρωτοβουλίες πολιτικής που αφορούν τον ψηφιακό μετασχηματισμό της ΕΕ-27, το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και τους στόχους της Ψηφιακής Πυξίδας (Digital Decade Compass). Ο νέος δείκτης DESI διαρθρώνεται γύρω από τους τέσσερις κύριους τομείς της Ψηφιακής Πυξίδας, οι οποίοι αντικαθιστούν την προηγούμενη δομή των πέντε συνιστωσών-διαστάσεων. Ορίζεται ως σταθμικός μέσος όρος των τεσσάρων αυτών συνιστωσών (“διαστάσεων”),¹⁶ οι οποίες αντανακλούν ποσοτικά και ποιοτικά χαρακτηριστικά της ψηφιακής επίδοσης κάθε χώρας-μέλους και εμπεριέχουν ένα μεγαλύτερο σύνολο

6 Καθιέρωση της άυλης συνταγογράφησης, δημιουργία μητρώου ασθενών COVID-19, διαδικτυακές πλατφόρμες για εμβολιασμό (emvolio.gov.gr) και δήλωση αυτοδιαγνωστικού ελέγχου (self-testing.gov.gr), οι οποίες διαλείπουν με πολλά άλλα συστήματα λογισμικού, ατομικός ηλεκτρονικός φάκελος υγείας MyHealth.

7 Ψηφιακά ραντεβού, τηλεργασία, τηλεδιάσκεψη.

8 Ψηφιοποίηση αρχείων και συλλογών, ψηφιακή πρόσβαση σε εκθέσεις μουσείων, εικονική ξενάγηση σε αρχαιολογικούς και γενικότερα πολιτιστικούς χώρους, καθώς και ζωντανή μετάδοση θεατρικών παραστάσεων.

9 Δημιουργία του ευρωπαϊκού ψηφιακού πιστοποιητικού COVID-19 για τη διευκόλυνση της ελεύθερης κυκλοφορίας των πολιτών.

10 Υποχρεωτική τήρηση ηλεκτρονικών βιβλίων για τη διαβίβαση παραστατικών εσόδων από τις επιχειρήσεις (myData), ηλεκτρονική έκδοση παραστατικών (Timologio) και online ταμειακές μηχανές.

11 Ενιαία Αρχή Πληρωμών και Εθνικό Σύστημα Ηλεκτρονικών Δημοσίων Συμβάσεων.

12 Εθνική Στρατηγική Κυβερνοασφάλειας 2020-25, Δεκέμβριος 2020, και Εγχειρίδιο Κυβερνοασφάλειας (Cybersecurity Handbook), Ιούνιος 2021.

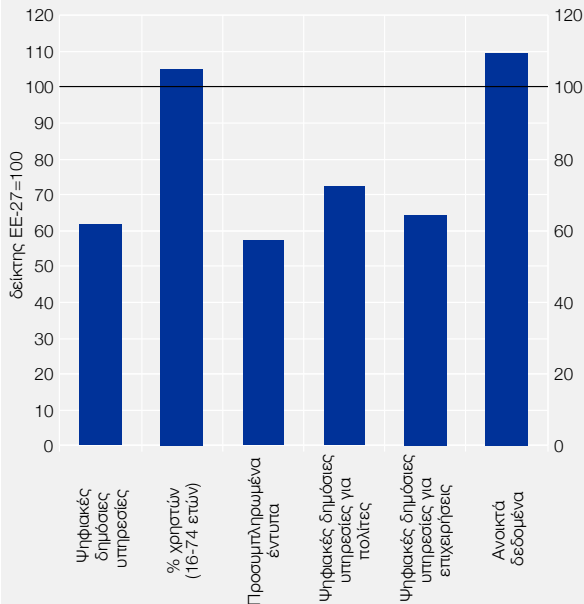
13 Κομβικό σημείο αποτέλεσε η επανασύσταση του Υπουργείου Ψηφιακής Πολιτικής στο νέο Υπουργείο Ψηφιακής Διακυβέρνησης, με τη διοικητική υπαγωγή σε αυτό όλων των γραμματειών και οργανισμών που είτε έχουν ως αντικείμενο την πληροφορική είτε είναι φορείς πληροφορικής.

14 https://digitalstrategy.gov.gr/website/static/website/assets/uploads/digital_strategy.pdf. Η Βίβλος καθορίζει τις βασικές αρχές, το πλαίσιο και τις κατευθύνσεις για τον ψηφιακό μετασχηματισμό της χώρας, έχει πενταετή ορίζοντα, επικαιροποιείται ετησίως και αποτελεί μέρος του ενοποιημένου προγράμματος κυβερνητικής πολιτικής (ν. 4622/2019).

15 Έναντι 500 υπηρεσιών που προϋπήρχαν με 94 εκατ. ψηφιακές συναλλαγές και αλληλεπιδράσεις κράτους-πολίτη το 2020, 34 εκατ. το 2019 και μόλις 8,8 εκατ. το 2018. Βλ. Πιερρακάκης, Κ. (2021), ομιλία στη θεματική ενότητα *Σχέση πολίτη-Δημοσίου. Η νέα ψηφιακή εποχή και οι προκλήσεις της*, Thessaloniki Helexpo Forum, 14 Σεπτεμβρίου.

16 Ο δείκτης DESI είναι δείκτης συγκριτικής κατάταξης, δηλαδή δεν αντανακλά την επίδοση κάθε χώρας σε απόλυτα μεγέθη. Βλ. European Commission (2020), “Digital Economy and Society Index (DESI) 2020”, Thematic chapter, June 2021. Για μια συγκριτική παρουσίαση της ψηφιακής επίδοσης της ΕΕ-27 σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο, βλ. European Commission (2020), “International Digital Economy and Society Index: SMART 2019/0087”, Digital Single Market.

Διάγραμμα Α Η επίδοση των ψηφιακών δημόσιων υπηρεσιών στην Ελλάδα σε σύγκριση με το μέσο όρο της ΕΕ-27 το 2021



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, DESI 2021, Greece, Digital Scoreboard, DESI by components.

Σημειώσεις: Οι επιμέρους πέντε συνιστώσες των "ψηφιακών δημόσιων υπηρεσιών" (Digital public services indicators) είναι: (i) ποσοστό χρηστών ηλεκτρονικής διακυβέρνησης (4a1 e-Government users) ηλικίας 16-74 ετών που χρησιμοποίησαν το διαδίκτυο για την επικοινωνία τους με το Δημόσιο το 2020, (ii) αριθμός προσυμπληρωμένων εντύπων (4a2 Pre-filled forms), (iii) ψηφιακές δημόσιες υπηρεσίες για τους πολίτες (4a3 Digital public services for citizens), που μετρά κατά πόσον μια υπηρεσία ή πληροφορία για την εξυπηρέτηση των πολιτών είναι διαθέσιμη μέσω διαδικτύου, (iv) ψηφιακές δημόσιες υπηρεσίες για τις επιχειρήσεις (4a4 Digital public services for businesses), που αξιολογεί σε ποιο βαθμό οι δημόσιες υπηρεσίες πληροφόρησης και συναλλαγών για επιχειρήσεις κατά την έναρξη ή κατά την τακτική επιχειρηματική δραστηριότητα είναι διαθέσιμες διαδικτυακά και διασυνδεδεμένα, και (v) δείκτης ωρίμανσης ανοικτών δεδομένων (4a5 Open data). Η παροχή δημόσιων υπηρεσιών αφορά όλα τα σημαντικά γεγονότα ζωής του πολίτη και της επιχείρησης (all life events), δηλαδή γέννηση, θάνατο, μεταβολή οικογενειακής κατάστασης, δήλωση τόπου κατοικίας, άδεια κατοχής και οδήγησης αυτοκινήτου, πιστοποιητικά σπουδών, αλλαγή καθεστώτος απασχόλησης, σύσταση, έναρξη και τακτική λειτουργία επιχείρησης, νεοφυείς επιχειρήσεις.

πολιτών και επιχειρήσεων, την επίτευξη διαλειτουργικότητας μεταξύ των πληροφοριακών συστημάτων της δημόσιας διοίκησης, την ανοικτή πρόσβαση πολιτών, επιχειρήσεων και ερευνητών σε δεδομένα του κράτους, την ψηφιοποίηση των αρχείων του συστήματος μεταγραφών και υποθηκών, τις ψηφιακές εφαρμογές στη γεωργία, την αναβάθμιση των πληροφοριακών συστημάτων της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων (ΑΑΔΕ) και το πρόγραμμα "Ψηφιακή Μέριμνα". Εξάλλου, στη Βίβλο Ψηφιακού Μετασχηματισμού περιλαμβάνονται 455 έργα, πολλά εκ των οποίων θα χρηματοδοτηθούν με ευρωπαϊκούς πόρους.

Η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι η ολοκλήρωση του ψηφιακού μετασχηματισμού του κράτους, σε συνδυασμό με άλλες διαρθρωτικές αλλαγές και τη χρηματοδότηση των επενδύσεων από το μέσο ανάκαμψης NextGenera-

τιμέρους δεικτών. Η τέταρτη διάσταση "Ψηφιακές Δημόσιες Υπηρεσίες" μετρά την πρόοδο του ψηφιακού μετασχηματισμού των δημόσιων υπηρεσιών, με έμφαση στην ηλεκτρονική διακυβέρνηση (e-Government), και αποτελείται από πέντε υποδείκτες (βλ. Διάγραμμα Α). Όπως φαίνεται από την κατάταξη της Ελλάδος για το 2021, με εξαίρεση τους υποδείκτες "ανοικτά δεδομένα" και "ποσοστό χρηστών ηλεκτρονικής διακυβέρνησης", σε όλους τους άλλους υποδείκτες αλλά και στο δείκτη, η Ελλάδα εξακολουθεί να υπολείπεται από το μέσο όρο της ΕΕ-27 και κατατάσσεται προτελευταία.¹⁷

“Ελλάδα 2.0”: Δράσεις

Η ψηφιακή μετάβαση βρίσκεται στο επίκεντρο του στρατηγικού σχεδιασμού του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0”. Περισσότερα από 2 δισεκ. ευρώ (12%) από τις επιχορηγήσεις (18,4 δισεκ. ευρώ) που θα λάβει η Ελλάδα από το τον ευρωπαϊκό Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) προορίζονται για το σκοπό αυτό (βλ. πυλώνα 2 του σχεδίου). Λαμβάνοντας υπόψη και τους ισόποσους επενδυτικούς πόρους που κινητοποιούνται, αλλά και τις δράσεις που αφορούν την υλοποίηση έργων ψηφιακής υποδομής σε άλλους πυλώνες, οι πόροι που προορίζονται για την ψηφιακή οικονομία ανέρχονται στο ¼ του συνολικού προϋπολογισμού. Η έγκαιρη αξιοποίηση αυτών των πόρων παρέχει ιστορική ευκαιρία για την επιτάχυνση και ολοκλήρωση της μετάβασης της ελληνικής επιχειρηματικότητας και δημόσιας διοίκησης στην ψηφιακή εποχή. Τα έργα αυτά αναφέρονται στη μεταρρύθμιση του δημοσιονομικού συστήματος της κεντρικής και γενικής κυβέρνησης με έμφαση την αναμόρφωση του συστήματος χρηματοοικονομικής και δημοσιονομικής διαχείρισης του Δημοσίου, την επέκταση του εθνικού δικτύου τηλεπικοινωνιών για την παροχή αναβαθμισμένων υπηρεσιών ηλεκτρονικών επικοινωνιών (ΣΥΖΕΥΞΙΣ II), τη δικτυακή αναβάθμιση με οπτικές ίνες για το δίκτυο GRNET, την επέκταση της ψηφιακής εξυπηρέτησης και συναλλαγών μέσω της δημιουργίας ενιαίας ψηφιακής υποδομής εξυπηρέτησης

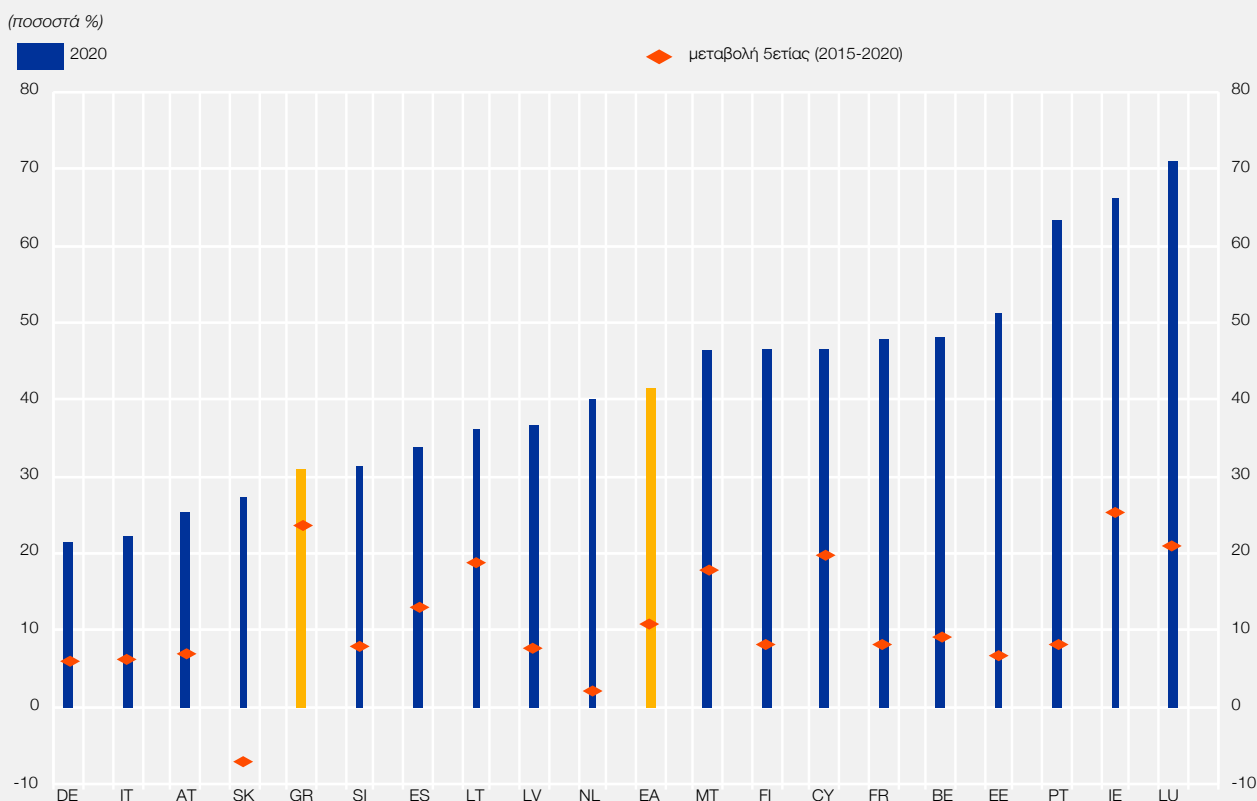
17 Για μια αξιολόγηση της πρόοδου με βάση την ανάλυση SWOT, βλ. Σπινέλλης, Δ., Μ. Μιχαλόπουλος, Ν. Βασιλάκης, Ν. Πουλούδη και Ν. Τσούμα (2021), “Η ηλεκτρονική διακυβέρνηση στην Ελλάδα στη μετα-κορωνοϊό εποχή”, διαΝΕΟσις, Σεπτέμβριος.

tionEU, θα μπορούσε να οδηγήσει σε αύξηση του επιπέδου του ΑΕΠ κατά 8,5% μέχρι το 2026 και μακροχρόνια άνω του 10% και να αυξήσει το λόγο φορολογικών εσόδων προς ΑΕΠ κατά 3,6 ποσοστιαίες μονάδες.¹⁸

Ηλεκτρονικές συναλλαγές: ένα παράδειγμα αξιοποίησης της ψηφιακής τεχνολογίας

Η επιβολή ελέγχων στις κινήσεις κεφαλαίων το 2015 οδήγησε στη χρήση των ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών στις οικονομικές συναλλαγές τόσο μεταξύ ιδιωτών όσο και με το Δημόσιο, η οποία επεκτάθηκε το 2020 λόγω των μέτρων υποχρεωτικού περιορισμού δραστηριοτήτων εξαιτίας της COVID-19. Η δυνατότητα διενέργειας ηλεκτρονικών πληρωμών στις συναλλαγές με το Δημόσιο βοηθά στον καλύτερο έλεγχο των δημόσιων εσόδων και αυξάνει τη διαφάνεια στις οικονομικές συναλλαγές μεταξύ πολίτη και κράτους. Αν και το μερίδιο της καταναλωτικής δαπάνης που πραγματοποιείται με τη χρήση καρτών υπολείπεται σημαντικά του μέσου όρου της ευρωζώνης, οι πληρωμές με κάρτες σημείωσαν στην Ελλάδα τη δεύτερη μεγαλύτερη αύξηση την περίοδο 2015-20 (βλ. Διάγραμμα Β). Η επίδραση στα δημοσιονομικά μεγέθη από τη διείσδυση των ηλεκτρονικών συναλλαγών αποτυπώνεται στην αυξανόμενη οικονομική σημασία των εσόδων από ΦΠΑ.¹⁹ Το 2019 τα έσοδα από ΦΠΑ αποτελούσαν το 20% των συνολικών φορολογικών εσόδων και κάλυπταν περισσότερο από 17% των συνολικών δημόσιων δαπανών. Στην παρούσα συγκυρία, η θετική επίδραση της ευρείας χρήσης των ηλεκτρονικών συναλλαγών στα δημόσια έσοδα είναι ιδιαίτερως σημαντική για την εξεύρεση των απαραίτητων πόρων για την αποπληρωμή του χρέους που συσσωρεύθηκε κατά την πανδημία.

Διάγραμμα Β Δαπάνη μέσω καρτών ως ποσοστό της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης



Πηγή: Επεξεργασία δεδομένων της Eurostat και της ΕΚΤ.

Σημείωση: Για τη Μάλτα έχουν χρησιμοποιηθεί τα στοιχεία πληρωμών μέσω καρτών για το 2019, ελλείψει στοιχείων για το 2020.

18 Σε σύγκριση με το βασικό σενάριο, το οποίο περιλαμβάνει μόνο την επίδραση του RRF και την επίδραση διαρθρωτικών αλλαγών στις αγορές προϊόντων, υπηρεσιών και εργασίας και προβλέπει αύξηση 6,9% και 2,8 ποσοστιαίων μονάδων αντίστοιχα μέχρι το 2026. Βλ. Malliaropoulos, D., D. Papageorgiou, M. Vasardani and E. Vourvachaki (2021), "The impact of the Recovery and Resilience Facility on the Greek economy", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 53, 8-22.

19 Για τη θετική επίδραση από τη χρήση καρτών πληρωμών στα έσοδα ΦΠΑ στην Ελλάδα, βλ. Hondroyannis, G. and D. Papanikolaou (2017), "The effect of card payments on VAT revenue: New evidence from Greece", *Economics Letters*, 157, 17-20.

Συμπερασματικές παρατηρήσεις

Παρά τα σημαντικά βήματα προόδου που έχουν γίνει, παραμένουν πολλές αδυναμίες, οι οποίες καθιστούν την Ελλάδα ουραγό στην ΕΕ όσον αφορά τις ψηφιακές δημόσιες υπηρεσίες. Συνεπώς, πέραν της επιτάχυνσης του ρυθμού προόδου, απαιτούνται σημαντικές παρεμβάσεις πολιτικής με σκοπό: (α) την ενίσχυση της διαλειτουργικότητας και της συνεργασίας μεταξύ των δημόσιων φορέων για την ανταλλαγή, την επαλήθευση και το διαμοιρασμό πληροφοριών, (β) την κατάργηση της παράλληλης χρήσης έντυπων εγγράφων, (γ) την επιτάχυνση της ψηφιοποίησης της δικαιοσύνης, (δ) την εύκολη, αξιόπιστη, ασφαλή και αδιάλειπτη διαθεσιμότητα (24/7) των ψηφιακών δημόσιων υπηρεσιών, (ε) την ολοκλήρωση της σύνδεσης των ταμειακών μηχανών με την ΑΑΔΕ και (στ) τον εκσυγχρονισμό των υποδομών τηλεπικοινωνιών με στόχο τη μείωση του υψηλού κόστους και τη βελτίωση της ποιότητας των ευρυζωνικών συνδέσεων. Η έγκαιρη αξιοποίηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας παρέχει ιστορική ευκαιρία για την υλοποίηση αυτών των παρεμβάσεων.

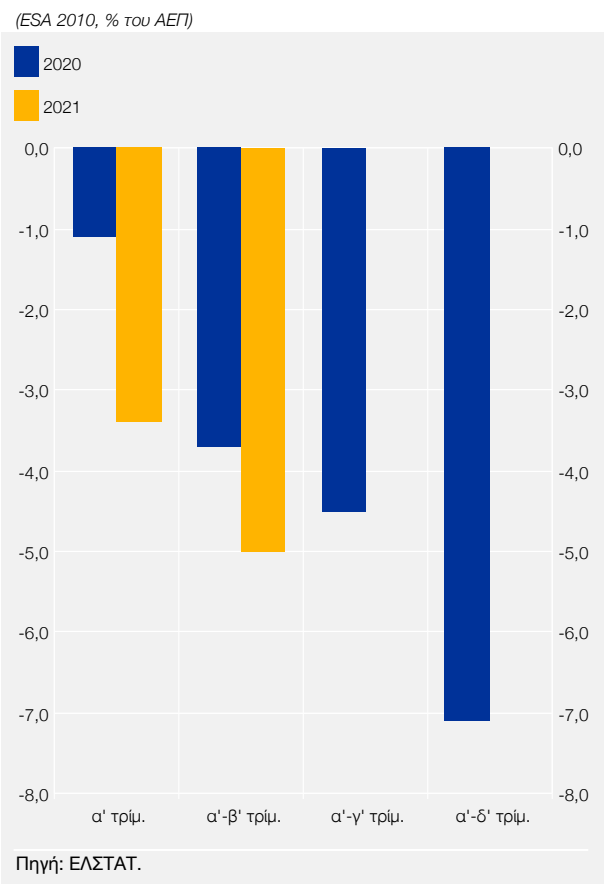
5 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟ 2021

5.1 Γενική κυβέρνηση (εθνολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)

Σύμφωνα με τα εθνολογιστικά στοιχεία της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ) για το πρώτο εξάμηνο του 2021, το πρωτογενές έλλειμμα διαμορφώθηκε σε 5,0% του ΑΕΠ, παρουσιάζοντας επιδείνωση κατά 1,3 ποσοστιαία μονάδα έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2020 (βλ. Διάγραμμα V.2). Η επιδείνωση οφείλεται στην αύξηση των πρωτογενών δαπανών κατά 1,0 ποσ. μον. του ΑΕΠ και στη μείωση των εσόδων κατά 0,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ.

Σε απόλυτα μεγέθη, τα έσοδα και οι πρωτογενείς δαπάνες αυξήθηκαν (κατά 5,6% και 11,1% αντίστοιχα) έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2020. Η αύξηση των εσόδων οφείλεται κυρίως στους έμμεσους φόρους, λόγω της βελτίωσης της οικονομικής δραστηριότητας, και στις εισπράξεις εσόδων ANFA/SMP, ενώ η αύξηση των πρωτογενών δαπανών είναι κυρίως αποτέλεσμα της επίδρασης των μέτρων της πανδημίας. Πιο συγκεκριμένα, αύξηση παρουσίασαν οι δαπάνες για επιδοτήσεις, λόγω της καταβολής αποζημίωσης ειδικού σκοπού και της στήριξης εκμισθωτών, καθώς και οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις, λόγω κυρίως της καταβολής της επιστρεπτέας προκαταβολής. Παράλληλα, αυξημένες είναι και οι δαπάνες για κοινωνικές παροχές, λόγω της αύξησης των δαπανών για συντάξεις και κοινωνικά επιδόματα (στεγαστικό, οικογενειακά, καταβολή επιδόματος θέρμανσης).

Διάγραμμα V.2 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση



5.2 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της ΓΚ που συλλέγει το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (ΓΛΚ), την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 το ταμειακό έλλειμμα διαμορφώθηκε σε 5,5% του ΑΕΠ έναντι 6,4% του ΑΕΠ πέρυσι. Το πρωτογενές έλλειμμα διαμορφώθηκε στο 3,3% του ΑΕΠ, έναντι 4,0% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2020. Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος προέκυψε από (α) τη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος του Κρατικού Προ-

ύπολογισμού (ΚΠ) κατά 1,5 ποσ. μον. του ΑΕΠ, λόγω κυρίως της αύξησης των φορολογικών εσόδων και των μεταβιβάσεων από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, (β) την επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των νομικών προσώπων της Κεντρικής Κυβέρνησης κατά 0,8 ποσ. μον. του ΑΕΠ, λόγω μειωμένων μεταβιβάσεων από τον ΚΠ, (γ) την οριακή επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των ΟΤΑ κατά 0,1 ποσ. μον. του ΑΕΠ, και (δ) τη σταθεροποίηση του πρωτογενούς αποτελέσματος των ΟΚΑ (βλ. Διάγραμμα V.3).

Οι συνολικές ληξιπρόθεσμες οφειλές της ΓΚ στο τέλος Οκτωβρίου 2021 (συμπεριλαμβάνονται οι επιστροφές φόρων, αλλά όχι οι εκκρεμείς αιτήσεις συνταξιοδότησης) διαμορφώθηκαν σε 2,6 δισεκ. ευρώ, έναντι 1,9 δισεκ. ευρώ στο τέλος Δεκεμβρίου 2020.

5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 ο ΚΠ παρουσίασε μειωμένο έλλειμμα (6,5% του ΑΕΠ) έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου (8,1% του ΑΕΠ). Το πρωτογενές έλλειμμα του ΚΠ παρουσίασε επίσης μείωση και διαμορφώθηκε σε 4,0% του ΑΕΠ, από 5,5% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2020 (βλ. Πίνακα V.2).

Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου οφείλεται στην αύξηση των εσόδων του ΚΠ (11,6%), λόγω κυρίως: (α) των αυξημένων φορολογικών εσόδων, καθώς η εξόφληση των φόρων εισοδήματος και του ΕΝΦΙΑ για το 2020 είχε παραταθεί (λόγω της πανδημίας) μέχρι το Φεβρουάριο του 2021 και τα τέλη κυκλοφορίας μέχρι την 1 Μαρτίου 2021 και (β) των μεταβιβάσεων από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

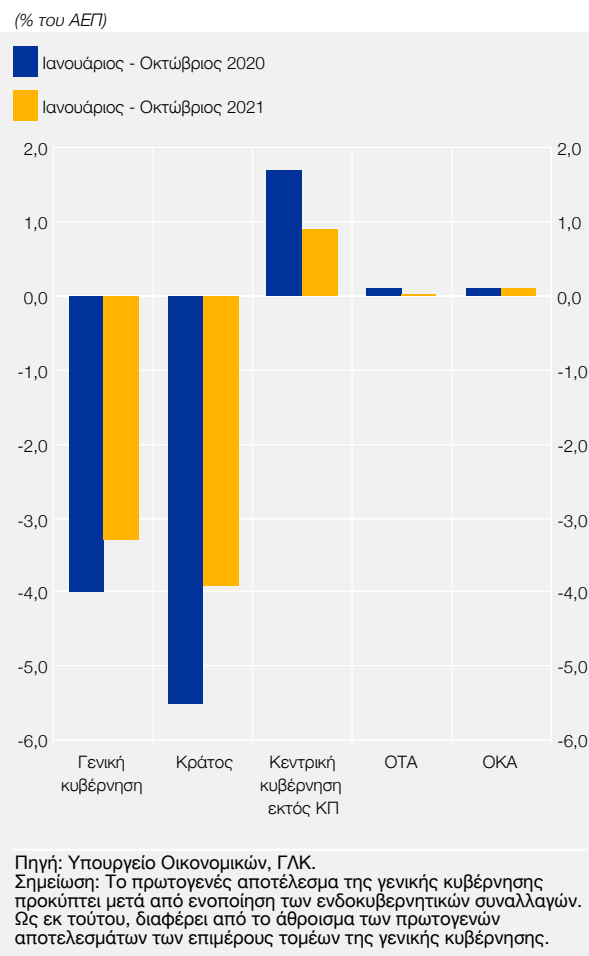
Αντίθετα, το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ επιβαρύνθηκε από την αύξηση που κατέγραψαν οι πρωτογενείς δαπάνες έναντι του 2020 (7,7%). Η αύξηση εντοπίζεται κυρίως στις μεταβιβάσεις στο πλαίσιο των επεκτατικών μέτρων, στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών, στις δαπάνες του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, καθώς και στις αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων που συνδέονται με αυξημένες πληρωμές εξοπλιστικών προγραμμάτων.

Έναντι του στόχου περιόδου, επικαιροποιημένου σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Προϋπολογισμού 2022, το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε υπέρβαση κατά 185 εκατ. ευρώ λόγω της καλύτερης απόδοσης των φορολογικών εσόδων.

5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση

Το καθαρό ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2021 παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020 και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 7,1% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 9,0% του ΑΕΠ το 2020 (βλ. Πίνακα V.3). Επίσης, το καθαρό πρωτογενές ταμειακό έλλειμμα του ΚΠ μειώθηκε σε 3,9% του ΑΕΠ (από 5,5% του ΑΕΠ το 2020).

Διάγραμμα V.3 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση



**Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού
(ΓΛΚ – τροποποιημένη ταμειακή βάση)**

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Οκτώβριος		Ποσοστιαία μεταβολή	Απόκλιση από τις εκτιμήσεις του Προϋπολογισμού 2022 ¹
	2020	2021	2021/2020	2022 ¹
1. Καθαρά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (α-β)	38.411	44.156	15,0	169
α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV)	42.992	47.967	11,6	167
I. Φόροι	35.527	38.581	8,6	164
II. Μεταβιβάσεις	4.797	6.970	45,3	5
III. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	440	486	10,5	-1
IV. Λοιπά έσοδα	2.228	1.930	-13,4	-1
β. Επιστροφές φόρων	4.581	3.812	-16,8	0
Πληροφοριακά στοιχεία: Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) και από το Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας ²	4.437	5.891	32,8	0
2. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII)	51.862	55.653	7,3	-35
Πρωτογενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (2-VI)	47.433	51.108	7,7	-16
I. Παροχές σε εργαζομένους	11.080	11.124	0,4	-42
II. Μεταβιβάσεις	27.967	29.174	4,3	161
III. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	939	1.262	34,4	-122
IV. Αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	245	2.091	753,5	21
V. Λοιπές πρωτογενείς δαπάνες	193	244	26,4	-102
VI. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	4.429	4.545	2,6	-19
VII. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων και Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας	7.009	7.213	2,9	68
3. Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (1-2)	-13.451	-11.497		204
% του ΑΕΠ	-8,1	-6,5		
4. Πρωτογενές αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (3+2.VI)	-9.065	-7.179		185
% του ΑΕΠ	-5,5	-4,0		

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Οκτώβριος 2021.

1 Απόκλιση από τους στόχους του Προϋπολογισμού 2022, προσαρμοσμένους στα συνολικά μεγέθη όπως αποτυπώνονται στις εκτιμήσεις της εισηγητικής έκθεσης του Προϋπολογισμού 2022.

2 Τα έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) και από το Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας περιέχονται στις κατηγορίες “Μεταβιβάσεις” και “Λοιπά έσοδα”.

Πίνακας V.3 Καθαρό αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Οκτώβριος	
	2019	2020	2020	2021
Κρατικός προϋπολογισμός¹	-477	-24.138	-14.911	-12.528
% του ΑΕΠ	-0,3	-14,6	-9,0	-7,1
- Τακτικός προϋπολογισμός	2.376	-19.043	-12.342	-11.224
- Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων	-2.853	-5.095	-2.570	-1.304

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Όπως προκύπτει από την κίνηση των σχετικών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος και στα πιστωτικά ιδρύματα. Συμπεριλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους. Δεν περιλαμβάνεται η κίνηση του λογαριασμού του ΟΠΕΚΕΠΕ.

Ο Τακτικός Προϋπολογισμός (ΤΠ) παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος, λόγω αυξημένων εσόδων, τα οποία αντιστάθμισαν τις αυξημένες πρωτογενείς δαπάνες. Η αύξηση των εσόδων οφείλεται στη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας και στο αποτέλεσμα βάσης λόγω αναστολών περισσότερων φορολογικών υποχρεώσεων πέρυσι. Από την άλλη πλευρά, οι αυξημένες δαπάνες αφορούν κυρίως την αποζημίωση ειδικού σκοπού στα φυσικά πρόσωπα, μέρος της επιστρεπτέας προκαταβολής επιχειρήσεων και της επιδότησης ενοικίων.

Ο Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) βελτιώθηκε, αποκλειστικά λόγω των

εσόδων από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (2,3 δισεκ ευρώ), τα οποία υπεραντιστάθμισαν τη μικρή αύξηση δαπανών εξαιτίας των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας (μέρος της επιστρεπτέας προκαταβολής επιχειρήσεων και αποζημίωση ειδικού σκοπού στις επιχειρήσεις).

5.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης

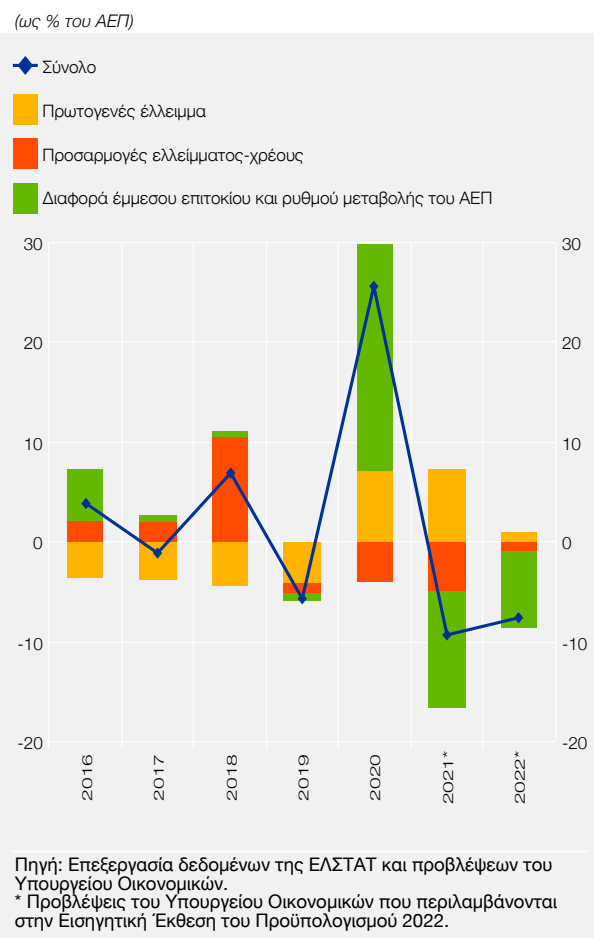
Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος τον Οκτώβριο του 2021, το χρέος της ΓΚ το 2020 αυξήθηκε ως απόλυτο μέγεθος και ως ποσοστό του ΑΕΠ (από 331.073 εκατ. ευρώ ή 180,7% του ΑΕΠ το 2019 σε 341.086 εκατ. ευρώ ή 206,3% του ΑΕΠ το 2020). Ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ αυξήθηκε έναντι της πρώτης κοινοποίησης του Απριλίου 2021 (205,6% του ΑΕΠ), εξαιτίας της καθοδικής αναθεώρησης του ΑΕΠ τον Οκτώβριο του 2021.

Κυριότερη συνιστώσα της αύξησης του λόγου χρέους/ΑΕΠ ήταν η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect), η οποία συνέβαλε κατά περίπου 22,6 π.μ. στην αύξηση, αντανakλώντας κυρίως τη συρρίκνωση του ονομαστικού ΑΕΠ. Μικρότερη συμβολή στην αύξηση του λόγου είχε το πρωτογενές έλλειμμα 7,1% του ΑΕΠ το 2020 (βλ. Διάγραμμα V.4).

Στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2022, το 2021 προβλέπεται αύξηση του δημόσιου χρέους σε ονομαστικούς όρους (κατά περίπου 9 δισεκ. ευρώ στα 350 δισεκ. ευρώ) λόγω της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής και της επιβάρυνσης από τα δάνεια του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Ωστόσο, ο λόγος του δημόσιου χρέους προβλέπεται να αποκλιμακωθεί σε 197,1% του ΑΕΠ το 2021, εξαιτίας της μειωτικής συμβολής του “snowball effect” και δευτερευόντως λοιπών προσαρμογών (συμπεριλαμβανομένων των αυξημένων εσόδων από αποκρατικοποιήσεις), που υπεραντισταθμίζουν την επιβαρυντική επίδραση του πρωτογενούς ελλείμματος. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία σε εθνικολογιστική βάση για το β΄ τρίμηνο του 2021, το χρέος της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε 199,3% του ΑΕΠ στο τέλος Ιουνίου του 2021.

Η σταδιακή άρση των μέτρων στήριξης της οικονομίας που ελήφθησαν κατά τη διάρκεια της πανδημίας αναμένεται να αντιστρέψει την κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής το επόμενο διάστημα σε περιοριστική. Ωστόσο, η δημοσιονομική ώθηση που προέκυψε από τα μέτρα αυτά κατά τη διάρκεια της διετίας 2020-21 προβλέπεται να αντικατασταθεί από την ώθηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και τις επενδύσεις που θα χρηματοδοτήσουν. Ως αποτέλεσμα, σύμφωνα με το ΜΠΔΣ, για την περίοδο 2022-25 εκτιμάται ταχεία αποκλιμάκωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ, η οποία συνοδεύεται από μείωση του χρέους σε απόλυτο μέγεθος και αντανakλά τη μειωτική επίδραση των ισχυρών ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης, την επιστροφή σε πρωτογενή πλεονάσματα από το 2023, καθώς και έσοδα αποκρατικοποιήσεων σωρευτικού ύψους 2,2% του ΑΕΠ. Ο λόγος χρέους/ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί κάτω από

Διάγραμμα V.4 Μεταβολή του δημόσιου χρέους



το επίπεδο του 2019 ήδη από το 2023. Ειδικότερα, σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού, το 2022 ο λόγος του δημόσιου χρέους προβλέπεται να μειωθεί σε 189,6% του ΑΕΠ.

Σύμφωνα με τις επικαιροποιημένες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η μεσοπρόθεσμη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παραμένει διασφαλισμένη. Ωστόσο, εξαιτίας της μειωμένης οικονομικής δραστηριότητας στο πλαίσιο της πανδημίας, των έκτακτων δημοσιονομικών μέτρων την περίοδο 2020-22 (συνολικού ύψους 37,6 δισεκ. ευρώ) και του πρόσθετου δανεισμού από ευρωπαϊκούς πόρους (RRF, SURE), τόσο το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ όσο και οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου έχουν επιβαρυνθεί σημαντικά σε σχέση με το προ της πανδημίας βασικό σενάριο προβλέψεων. Πιο συγκεκριμένα, ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ αναμένεται να διαμορφωθεί το 2030 σε 138% του ΑΕΠ (περίπου 27 ποσ. μον. του ΑΕΠ υψηλότερα σε σχέση με τις προ πανδημίας εκτιμήσεις). Παράλληλα, υπό την προϋπόθεση ότι θα διατηρηθούν τα ταμειακά διαθέσιμα σε υψηλό επίπεδο, οι ετήσιες ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες την επόμενη δεκαετία κυμαίνονται πλέον κατά μέσο όρο περίπου 3 ποσ. μον. του ΑΕΠ υψηλότερα σε σχέση με τις προ της πανδημίας προβλέψεις, παραμένοντας όμως χαμηλότερες από το επίπεδο αναφοράς 15% του ΑΕΠ.

Από την ανάλυση ευαισθησίας του βασικού σεναρίου προκύπτουν τα εξής βασικά συμπεράσματα:

(1) Η πτωτική δυναμική του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ δεν διαταράσσεται μεσοπρόθεσμα υπό τα δυσμενή μακροοικονομικά και δημοσιονομικά σενάρια,¹⁵ γεγονός που αποτελεί ένδειξη της ανθεκτικότητας του δημόσιου χρέους σε αρνητικές διαταραχές. Αυτό οφείλεται πρωτίστως στην ευνοϊκή σύνθεση του δημόσιου χρέους, που αποτελείται κατά 99% από χρέος σταθερού επιτοκίου και κατά 77% από υποχρεώσεις προς τον επίσημο τομέα, αλλά και στη μεγάλη διάρκεια αποπληρωμών, όπως αυτή έχει διαμορφωθεί στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους.¹⁶

(2) Ειδικότερα στην περίπτωση της Ελλάδος, η μεσοπρόθεσμη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών κρίνεται επιπλέον –τόσο από τις αγορές όσο και από τους υπευθύνους χάραξης πολιτικής– και με βάση το κριτήριο των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών. Σύμφωνα με αυτό το κριτήριο, οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα υπό τα διαφορετικά δυσμενή σενάρια είναι σαφώς αυξημένοι, εξαλείφοντας οποιοδήποτε περιθώριο χαλάρωσης των υποθέσεων για πρωτογενή πλεονάσματα.

15 Τα εναλλακτικά σενάρια τα οποία λαμβάνονται υπόψη στην ανάλυση ευαισθησίας αφορούν αρνητικές αποκλίσεις έναντι του βασικού σεναρίου όσον αφορά το δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης, το κόστος δανεισμού και τα πρωτογενή πλεονάσματα.

16 Ως εκ τούτου, δεν υφίστανται σημαντικοί κίνδυνοι από πιθανή αύξηση του κόστους χρηματοδότησης (επιτοκιακός κίνδυνος).

VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

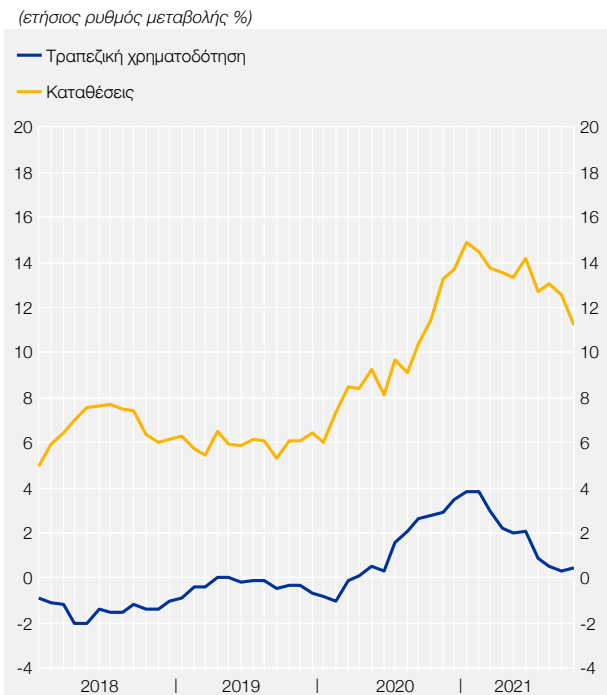
Η πιστωτική επέκταση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε στη διάρκεια του 2021, όπως ήταν εύλογο, σε σύγκριση με τις έκτακτες συνθήκες που επικράτησαν στις αρχές της πανδημίας. Ωστόσο παραμένει υψηλότερη από ό,τι το 2019, ιδίως όσον αφορά τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους. Οι ιδιωτικές καταθέσεις επίσης αυξάνονται με πολύ ταχύτερους ρυθμούς από ό,τι πριν την πανδημία, ενώ η πολυετής καθοδική πορεία των επιτοκίων έχει οδηγήσει το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις σε ιστορικό χαμηλό. Σημαντικές προκλήσεις για τις τράπεζες παραμένουν η ταχύτερη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ιδίως αν ληφθεί υπόψη ότι δεν έχει ακόμη αποτυπωθεί η επίδραση της πανδημίας στην ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου, η ενίσχυση της κερδοφορίας και η ποιοτική και ποσοτική ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η άνοδος των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα στις εγχώριες τράπεζες συνεχίστηκε με πολύ ταχύτερους ρυθμούς από ό,τι πριν από την πανδημία, ταυτόχρονα μάλιστα με αύξηση των καταθέσεων του Δημοσίου (συνολικά στις εμπορικές τράπεζες και στην Τράπεζα της Ελλάδος). Η πορεία των ιδιωτικών καταθέσεων είναι συνεπής με την εξέλιξη του ιδιωτικού διαθέσιμου εισοδήματος, αρχικά λόγω της στήριξης που παρείχαν τα δημοσιονομικά μέτρα αντιμετώπισης της πανδημίας και κατόπιν λόγω της αναθέρμανσης της οικονομικής δραστηριότητας κατά το 2021. Είναι επίσης συνεπής με την ισχυρή πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις από τις αρχές του 2020 (βλ. Διάγραμμα VI.1).

Βέβαια, η ακαθάριστη ροή τραπεζικής χρηματοδότησης (βλ. Πλαίσιο VI.1 για αναλυτικό ορισμό) προς τις επιχειρήσεις (εκτός των χρηματοπιστωτικών) περιορίστηκε σημαντικά σε μέση μηνιαία βάση το 2021 σε σύγκριση με το 2020. Αυτό αντανακλά εξομάλυνση της ζήτησης για τραπεζική πίστη, επειδή οι επιχειρήσεις αφενός είχαν αντλήσει ικανά δανειακά κεφάλαια και είχαν σχηματίσει αποθέματα ρευστότητας ήδη το 2020 και αφετέρου δεν αναγκάστηκαν κατά το 2021 να περιορίσουν στην ίδια έκταση ή και να διακόψουν εντελώς τις δραστηριότητές τους λόγω της πανδημίας, όπως είχε συμβεί αρχικά το 2020. Αυτό είχε ως συνέπεια τα έξοδά τους να μπορούν πλέον να καλυφθούν σε μεγαλύτερο βαθμό από τα έσοδά τους, που έχουν ανακάμψει.

Διάγραμμα VI.1 Τραπεζική χρηματοδότηση και καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα¹ (Ιανουάριος 2018 - Οκτώβριος 2021)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

¹ Του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα, δηλ. των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, των ελεύθερων επαγγελματιών και των νοικοκυριών.

¹ Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία διαθέσιμα μέχρι τις 10.12.2021.

Πολλοί από τους παράγοντες που στήριξαν τη σημαντική άνοδο της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων κατά το 2020, όπως τα νομισματικά και εποπτικά μέτρα που θέσπισε η ΕΚΤ και η αυξημένη συγκέντρωση καταθέσεων από τις τράπεζες, εξακολούθησαν να ασκούν ευνοϊκή επίδραση στην πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών και κατά το 2021. Ωστόσο, τα προγράμματα που χρηματοδοτούνται με δημόσιους πόρους και στοχεύουν, επιμερίζοντας τον πιστωτικό κίνδυνο, στην απευθείας παροχή κινήτρων προς τις τράπεζες προκειμένου να χορηγήσουν πιστώσεις προς επιχειρήσεις είχαν κατά το 2021 μικρότερο μέγεθος από ό,τι το 2020. Αυτό είναι εύλογο, δεδομένου ότι τα περισσότερα από τα εν λόγω προγράμματα προορίζονταν για την αντιμετώπιση της κατάστασης έκτακτης ανάγκης που δημιουργήθηκε όταν ενέσκηψε η πανδημία και επιβλήθηκαν σε ευρεία κλίμακα περιοριστικά για την κινητικότητα υγειονομικά μέτρα. Και πάλι πάντως, κατά το εννεάμηνο του 2021 τα δάνεια που έλαβαν στήριξη μέσω των προγραμμάτων αντιστοιχούσαν σε άνω του 1/3 της συνολικής επιχειρηματικής πίστης.

Είναι αξιοσημείωτο ότι κατά το 2021 η στήριξη που παρέχουν τα κυριότερα προγράμματα επικεντρώνεται στις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους. Παράλληλα με αυτή την εξέλιξη, τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων με προκαθορισμένη λήξη μειώθηκαν για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους, ενώ για τις μεγάλες επιχειρήσεις παρέμειναν αμετάβλητα. Οι προοπτικές για την πιστωτική επέκταση είναι θετικές, δεδομένης της αναμενόμενης επιτάχυνσης του ΑΕΠ, των καθοδηγητικών ενδείξεων (forward guidance) που έχουν ανακοινωθεί όσον αφορά την πιθανή μελλοντική εξέλιξη της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, αλλά και της στήριξης με δημόσιους πόρους μέσω του NextGenerationEU. Ανασταλτικός παράγοντας σε σχέση με τη δυνατότητα στήριξης της οικονομικής ανάπτυξης με τραπεζική χρηματοδότηση παραμένει η επίδραση των υφιστάμενων μη εξυπηρετούμενων δανείων στην πιστοδοτική συμπεριφορά των τραπεζών.

Τα διαθέσιμα στοιχεία για το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2021 δείχνουν υποχώρηση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), ουσιαστικά μέσω συναλλαγών που αξιοποίησαν το πρόγραμμα (γνωστό με την ονομασία “Ηρακλής”) παροχής κρατικής εγγύησης σε τιτλοποιήσεις δανείων πιστωτικών ιδρυμάτων. Το απόθεμα παραμένει ωστόσο ακόμη πολύ υψηλό και απαιτείται επιτάχυνση της προσπάθειας περαιτέρω μείωσής του. Απόρροια των προαναφερθεισών συναλλαγών ήταν και η καταγραφή σημαντικού ύψους ζημιών, όπως και η αρνητική επίδραση στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, οι οποίοι ωστόσο παραμένουν σε ικανοποιητικό επίπεδο. Δεδομένης όμως της σχετικά χαμηλής ποιότητας των κεφαλαίων των τραπεζών, καθώς το μεγαλύτερο μέρος των συνολικών εποπτικών ιδίων κεφαλαίων αφορά οριστικές και εκκαθαρισμένες αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις, σε συνδυασμό με την επίδραση του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 και την υποχρέωση κάλυψης της Ελάχιστης Απαιτήσης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL) τα επόμενα χρόνια, απαιτείται ποιοτική και ποσοτική ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης και ενίσχυση της οργανικής κερδοφορίας των τραπεζών. Είναι θετικό ότι οι τράπεζες έχουν ξεκινήσει προσπάθειες ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους βάσης.

2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ), αφού κατέγραψε διψήφια ποσοστά στις αρχές του 2021, στη συνέχεια επιβραδύνθηκε και κατά το γ' τρίμηνο του έτους επανήλθε σχεδόν, και έκτοτε παρέμεινε, στα χαμηλότερα επίπεδα που είχε αμέσως πριν το ξέσπασμα της πανδημίας (βλ. Διάγραμμα VI.2). Οι τραπεζικές πιστώσεις προς τα νοικοκυριά συνέχισαν να συρρικνώνονται με σχεδόν σταθερό ετήσιο ρυθμό τους πρώτους δέκα μήνες του 2021. Ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τη γενική κυβέρνηση παρέμεινε σε πολύ υψηλά επίπεδα, ως αποτέλεσμα των σημαντικών αγορών κρατικών ομολόγων τις οποίες πραγματοποίησαν οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες.

Το δεκάμηνο του 2021 η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ ήταν μόλις 53 εκατ. ευρώ, έναντι 558 εκατ. ευρώ το 2020 (Ιαν.-Δεκ.). Η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων τακτής λήξης προς τις ΜΧΕ το διάστημα αυτό ανήλθε σε 0,8 δισεκ. ευρώ, περίπου τα 3/5 εκείνης του 2020 (1,35 δισεκ. ευρώ, Ιαν.-Δεκ.) – αλλά πάντως υψηλότερη έναντι της ροής του 2019 (βλ. Διάγραμμα VI.3). Επίσης, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια (δηλ. των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων) προς τις ΜΧΕ μειώθηκε το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 έναντι του 2020 (Ιαν.-Δεκ.) κατά 16,1%.

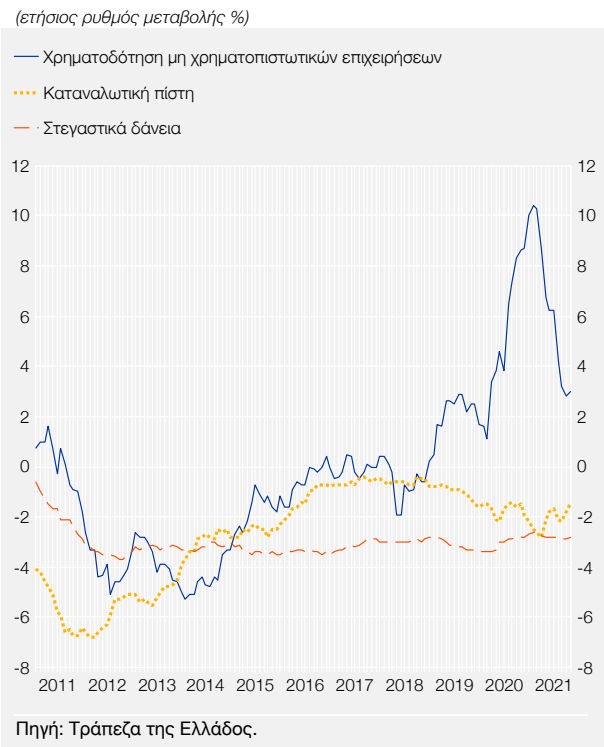
Η σημαντική επιβράδυνση κατά το 2021 του ετήσιου ρυθμού ανόδου των δανείων που χορήγησαν τα πιστωτικά ιδρύματα προς τις επιχειρήσεις οφείλεται σε μια σειρά από παράγοντες που δεν υποδηλώνουν όλοι απαραίτητα κάποια αρνητική εξέλιξη. Άλλωστε, η πιστωτική επέκταση προς τις ΜΧΕ είχε φθάσει πλέον σε ιστορικά υψηλούς ετήσιους ρυθμούς χάρη στην υιοθέτηση των μέτρων ενίσχυσης των πιστώσεων. Η λήξη της αναστολής των πληρωμών χρεολυσίων μετά το Δεκέμβριο έπαψε να επιδρά θετικά στις καθαρές ροές πιστώσεων. Επιπλέον, η επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης της επιχειρηματικής πίστης αντικατοπτρίζει

το μετριασμό της ζήτησης τραπεζικής χρηματοδότησης εκ μέρους των επιχειρήσεων. Γενικότερα, η περιορισμένη προσφυγή των επιχειρήσεων στις τράπεζες ήταν αποτέλεσμα της ανάκαμψης των εταιρικών κερδών τους τελευταίους μήνες, καθώς η οικονομία ανέκαμψε. Εξάλλου, οι επιχειρήσεις είχαν δημιουργήσει αποθέματα ρευστότητας ήδη από το 2020, στη διάρκεια του οποίου άντλησαν επιπλέον δανειακούς πόρους από τις τράπεζες για λόγους πρόνοιας έναντι μελλοντικών αναγκών: αρχικά μέσω των υφιστάμενων γραμμών χρηματοδότησης και στη συνέχεια κυρίως μέσω των προγραμμάτων της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ). Η επιστρεπτέα προκαταβολή και η αναστολή δανειακών και φορολογικών υποχρεώσεων, καθώς και συμβάσεων εργασίας με κρατική αποζημίωση, επίσης συνετέλεσαν σε αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων των ΜΧΕ και αντιστοίχως των τραπεζικών καταθέσεών τους.

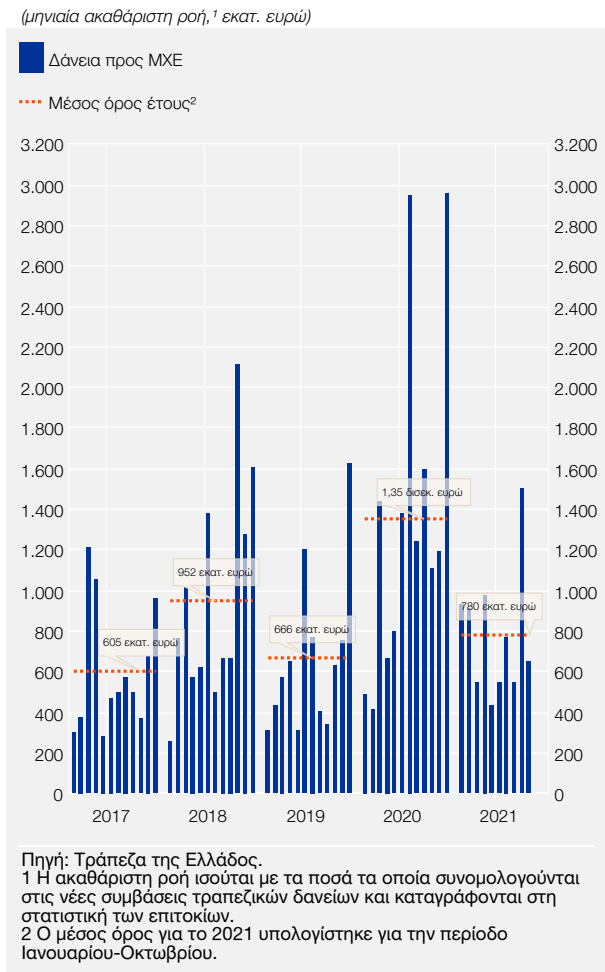
Ειδικότερα, το οικονομικό μέτρο της “επιστρεπτέας προκαταβολής” ενίσχυσε τις επιχειρήσεις από την αρχή της πανδημίας έως το μήνα λήξης του (Απρίλιο του 2021) με συνολικά 8,3 δισεκ. ευρώ. Εξάλλου, οι ανάγκες των επιχειρήσεων για χρηματοδότηση καλύφθηκαν και από τις αγορές με ομολογιακές εκδόσεις το 2020 –αν και χαμηλότερου ύψους από ό,τι το 2019– και κυρίως το 2021 με εκδόσεις μεγαλύτερου ύψους έναντι και του 2019. Επίσης, οι ΜΧΕ απορρόφησαν αξιοσημείωτους χρηματοδοτικούς πόρους από τον Όμιλο της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (ΕΒΡΔ), είτε απευθείας είτε (στην περίπτωση του εν λόγω Ομίλου) με τη μεσολάβηση των εγχώριων εμπορικών τραπεζών.

Ως προς την προσφορά δανείων εκ μέρους των τραπεζών, η διαθεσιμότητα των πόρων από τα προγράμματα της ΕΑΤ περιορίστηκε το 2021, μετά την ικανοποιητική απορρόφησή τους το 2020. Πάντως, η συμβολή της μέσης αξίας εκταμίευσης δανείων που σχετίζονται με τα εν λόγω προγράμματα στο μέσο ετήσιο ρυθμό ανόδου της χρηματοδότησης των ΜΧΕ και των ελεύθερων επαγγελματιών παρέμεινε σημαντική το δεκάμηνο του 2021 (7,3 ποσοστιαίες μονάδες). Τα πι-

Διάγραμμα VI.2 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα (Ιανουάριος 2011 - Οκτώβριος 2021)



Διάγραμμα VI.3 Τραπεζικά δάνεια προς ΜΧΕ με καθορισμένη διάρκεια (Ιανουάριος 2017 - Οκτώβριος 2021)



στωτικά ιδρύματα συνέχισαν να αντιμετωπίζουν πολύ ευνοϊκές συνθήκες άντλησης πόρων από το Ευρωσύστημα (ιδιαίτερα με τη συμμετοχή τους στις πράξεις TLTRO-III), ενώ και η προσέλκυση νέων καταθέσεων πελατών υπήρξε πολύ ικανοποιητική σε σχέση με την περίοδο προ της πανδημίας. Από την άλλη πλευρά, η παράταση της οικονομικής αβεβαιότητας λόγω της πανδημίας και, πιο πρόσφατα, η αβεβαιότητα σχετικά με τις προοπτικές του πληθωρισμού σε συνδυασμό με την προσθήκη νέων μη εξυπηρετούμενων δανείων, λόγω της προηγηθείσας ύφεσης, στο υψηλό ακόμη απόθεμα, συμβάλλουν σε προσαύξηση των εκτιμήσεων του πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες και δυσχεραίνουν τη δυνατότητα πιστοδότησης των ΜΧΕ.

Εξετάζοντας τις τραπεζικές πιστώσεις ανά μέγεθος επιχείρησης, τον Απρίλιο του 2021 ήταν η πρώτη φορά μετά τον Ιούλιο του 2017 που ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών πιστώσεων προς τις μεγάλες επιχειρήσεις δεν υπερέβη τον αντίστοιχο ρυθμό για τις ΜΜΕ, και έκτοτε αυτή η τάση συνεχίστηκε. Η μεταστροφή αυτή οφείλεται εν μέρει στην αποκλειστική στόχευση των προγραμμάτων της EAT προς τις ΜΜΕ το 2021. Οφείλεται όμως και στο ότι ορισμένοι παράγοντες συγκράτησης της ζήτησης για τραπεζικά δάνεια που προαναφέρθηκαν, δηλ. η άνοδος της ρευστότητας των επιχειρήσεων και η βελτιωμένη πρόσβαση σε εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, αφορούν κατ'εξοχήν τις μεγάλες ΜΧΕ. Τους πρώτους δέκα μήνες του 2021 ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξη-

σης των δανείων προς τις μεγάλες επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε έναντι του 2020 σε 6,5% (Ιαν.-Δεκ. 2020: 10,0%) και για τις ΜΜΕ ανήλθε σε 5,9% (Ιαν.-Δεκ. 2020: 1,9%). Από την άλλη πλευρά, οι μεγάλες επιχειρήσεις συνέχισαν να αντλούν υψηλότερες (ακαθάριστες) ροές νέων τραπεζικών δανείων σε σχέση με τις ΜΜΕ. Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων καθορισμένης διάρκειας προς μεγάλες επιχειρήσεις μειώθηκε έναντι του 2020 σε 510 εκατ. ευρώ (Ιαν.-Δεκ. 2020: 847 εκατ. ευρώ) και εκείνη προς ΜΜΕ σε 270 εκατ. ευρώ (Ιαν.-Δεκ. 2020: 503 εκατ. ευρώ).

Ο ετήσιος ρυθμός μείωσης των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά διατηρήθηκε ουσιαστικά αμετάβλητος τους πρώτους δέκα μήνες του 2021. Υπενθυμίζεται ότι ο εν λόγω ρυθμός υπολογίζεται με βάση την καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης των τελευταίων δώδεκα μηνών (για τον ορισμό της καθαρής και της ακαθάριστης ροής τραπεζικής χρηματοδότησης βλ. Πλαίσιο VI.1). Πάντως, οι ακαθάριστες ροές δανείων καθορισμένης διάρκειας προς νοικοκυριά (όπως καταγράφονται στα δανειακά ποσά των νέων δανειακών συμβάσεων), σε μέση μηνιαία βάση, υποδηλώνουν αύξηση των νέων δανείων προς τα νοικοκυριά κατά μέσο όρο το 2021 σε σχέση με το μηνιαίο μέσο όρο του 2020 (βλ. Διάγραμμα VI.4). Ειδικότερα, το δεκάμηνο του 2021 η μέση ακαθάριστη ροή καταναλωτικών δανείων ανήλθε σε 83 εκατ. ευρώ, αυξημένη κατά 19% σε σχέση με πέρυσι (Ιαν.-Δεκ. 2020: 70 εκατ. ευρώ). Ομοίως, η μέση ακαθάριστη ροή στεγαστικών δανείων αυξήθηκε την ίδια περίοδο κατά 32% έναντι του 2020 (75 εκατ. ευρώ, Ιαν.-Δεκ. 2020: 57 εκατ. ευρώ). Το μερίδιο των νέων στεγαστικών δανείων στο σύνολο των δα-

νείων τακτής λήξης προς νοικοκυριά (χωρίς τα “λοιπά δάνεια”) αυξήθηκε τους έξι μήνες μέχρι τον Οκτώβριο σε 50,5%, έναντι 42,6% κατά μέσο όρο την περίοδο 2015-2020. Η πρόσφατη ενίσχυση των νέων στεγαστικών δανείων συνάδει με την περαιτέρω αναζωογόνηση των συναλλαγών στην αγορά κατοικιών, καθώς και με την επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου του δείκτη τιμών των κατοικιών. Επίσης είναι πιθανόν η άνοδος του μεριδίου των στεγαστικών έναντι των καταναλωτικών δανείων στα νοικοκυριά να οφείλεται εν μέρει και στο ότι η πρόσφατη ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης χρηματοδοτήθηκε από την ενίσχυση των εισοδημάτων των νοικοκυριών και τις αυξημένες αποταμιεύσεις τους και όχι από την καταναλωτική πίστη. Τέλος, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια προς τα νοικοκυριά μειώθηκε κατά 14% το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 έναντι του 2020 (Ιαν.-Δεκ.).

Όσον αφορά τις προοπτικές εξέλιξης της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα, η τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να καταγράφει θετικούς ρυθμούς μεταβολής, λόγω της αναμενόμενης στήριξης από το δανειακό σκέλος του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας κατά την περίοδο 2021-2026.

Τέλος, η δυνατότητα των τραπεζών να ενισχύσουν τις πιστοδοτήσεις προς την οικονομία θα επηρεαστεί και από το βαθμό κεφαλαιακής επάρκειας που θα έχουν μετά την οριστική αποτύπωση των επιπτώσεων της πανδημίας στην ποιότητα του χαρτοφυλακίου τους.

3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

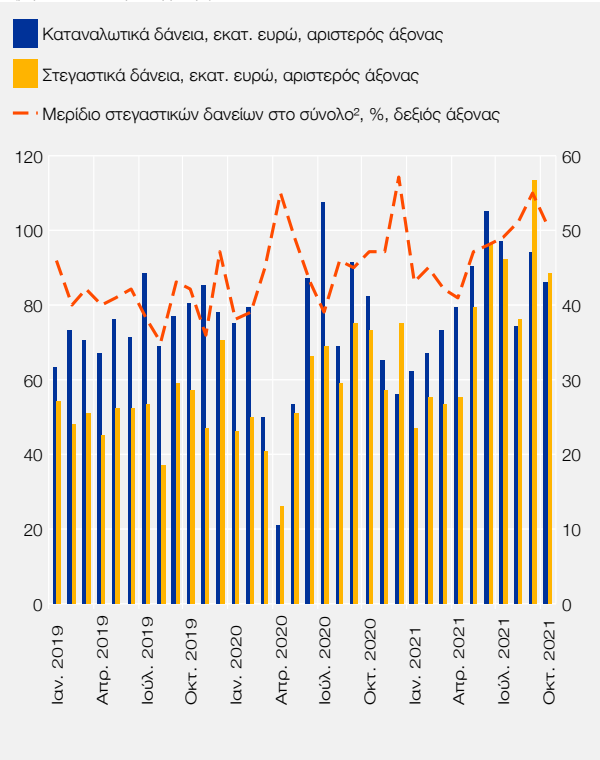
Τα επιτόκια καταθέσεων που προσφέρονται στις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και στα νοικοκυριά διατηρήθηκαν το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα τόσο στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (λογαριασμοί τρεχούμενοι, όψεως και ταμειυτηρίου) όσο και στις καταθέσεις προθεσμίας (βλ. Διάγραμμα VI.5). Η επάρκεια ρευστότητας των εγχώριων τραπεζών επέτρεψε τη διαμόρφωση των επιτοκίων καταθέσεων σε τόσο χαμηλά επίπεδα.

Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σταθεροποιήθηκε το τρεχον έτος (βλ. Διάγραμμα VI.6) στα κατώτερα επίπεδα που έχουν παρατηρηθεί από το 2003, οπότε ξεκίνησαν να καταγράφονται εναρμονισμένες χρονολογικές σειρές επιτοκίων δανεισμού στις χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ. Κατά μέσο όρο, το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού των επιχειρήσεων διαμορφώθηκε σε 3,1%, περίπου όσο και το προηγούμενο έτος (2020: 3,2%, μέσος όρος 2012-2019: 5,1%).

Αναλυτικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας μειώθηκε σε 4,3%, κατά 26 μ.β. χαμηλότερα έναντι του μέσου επιτοκίου του 2020. Παρόμοιες μειώσεις πα-

Διάγραμμα VI.4 Τραπεζικά δάνεια προς νοικοκυριά με καθορισμένη διάρκεια (Ιανουάριος 2019 - Οκτώβριος 2021)

(μηνιαία ακαθάριστη ροή¹)

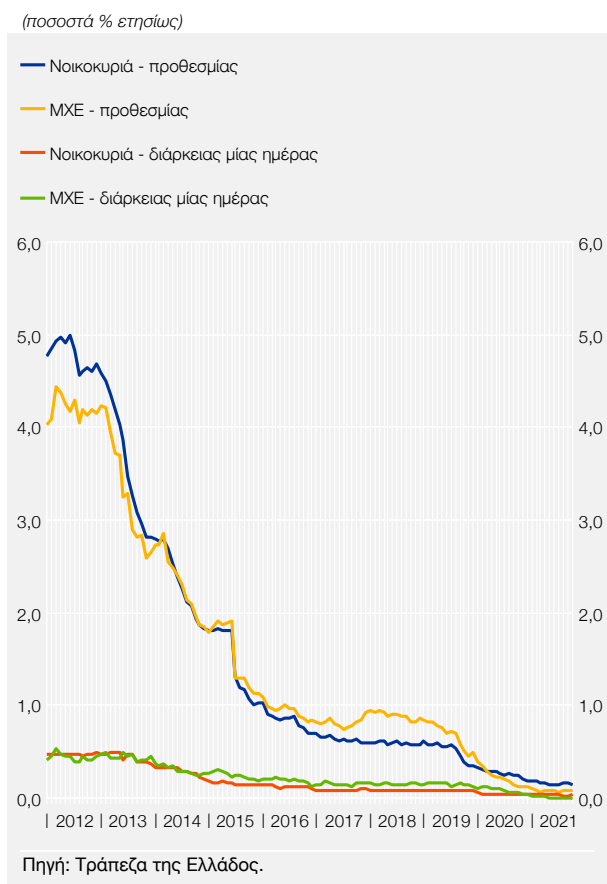


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

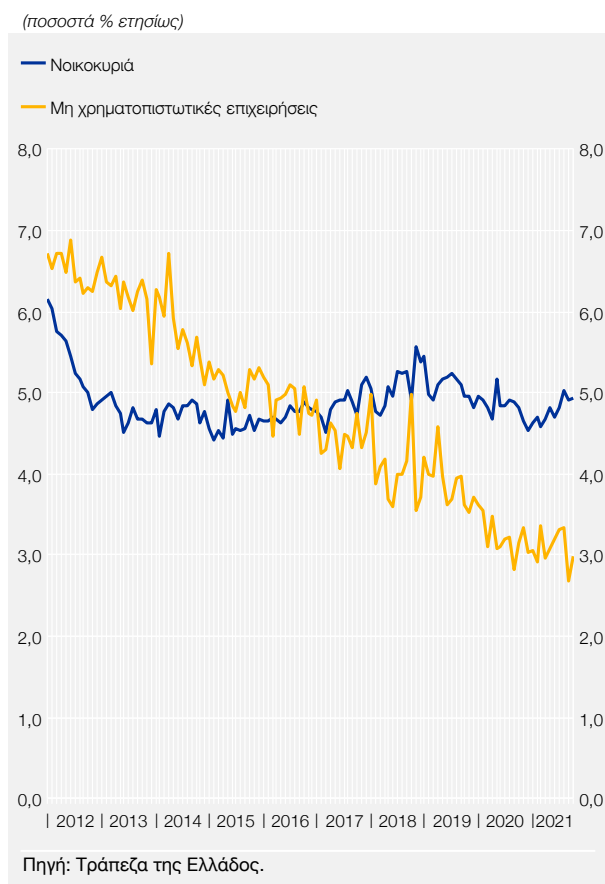
¹ Η ακαθάριστη ροή ισούται με τα ποσά τα οποία συνομολογούνται στις νέες συμβάσεις τραπεζικών δανείων και καταγράφονται στη στατιστική των επιτοκίων.

² Το σύνολο δανείων αφορά τις νέες πιστώσεις προς ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα και υπολογίστηκε με το άθροισμα στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων.

Διάγραμμα VI.5 Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας και καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας νοικοκυριών και μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2012 - Οκτώβριος 2021)



Διάγραμμα VI.6 Επιτόκιο νέων τραπεζικών δανείων νοικοκυριών και μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2012 - Οκτώβριος 2021)



ρατηρήθηκαν στα επιτόκια τόσο των αλληλόχρεων λογαριασμών όσο και των υπεραναλήψεων από λογαριασμούς όψεως, ενώ υποχώρηση (κατά 30 μ.β.) σημειώθηκε στο επιτόκιο των δανείων μη καθορισμένης διάρκειας προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια με καθορισμένη διάρκεια διαμορφώθηκε σε 3,0%, κατά 10 μ.β. χαμηλότερα έναντι του μέσου επιτοκίου του 2020 (μέσος όρος 2012-2019: 4,9%), ενώ το αντίστοιχο επιτόκιο προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις (τα εν λόγω δάνεια αντιπροσώπευαν περίπου 35% της ετήσιας ακαθάριστης ροής επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη τη διαθέσιμη περίοδο του 2021) μειώθηκε κατά 29 μ.β. το 2021 έναντι του προηγούμενου έτους και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 3,4%. Παρά τις αυξήσεις που σημειώθηκαν από το β' τρίμηνο του έτους στο κόστος των δανείων ποσού άνω του 1 εκατ. ευρώ, η κατηγορία αυτή εξακολουθεί να λαμβάνει σημαντικά ευνοϊκότερη τιμολόγηση σε σύγκριση με τα μικρότερου ποσού επιχειρηματικά δάνεια. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το τρέχον έτος ως εξής: (α) 4,7% στα δάνεια έως 250.000 ευρώ (2020: 4,8%), (β) 3,3% μεταξύ 250.000 ευρώ και 1 εκατ. ευρώ (2020: 3,5%) και (γ) 2,7% στα άνω του 1 εκατ. ευρώ (2020: 2,8%). Το μερίδιο των νέων δανείων μικρότερου ύψους, δηλ. των δανείων έως 250.000 ευρώ και μεταξύ 250.000 ευρώ και 1 εκατ. ευρώ, στο σύνολο των επιχειρηματικών δανείων τακτής λήξης υποχώρησε ελαφρώς σε σύγκριση με το 2020 (σε 8% και 10%, αντίστοιχα, της ετήσιας ακαθάριστης ροής επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη κατά το δεκάμηνο του 2021, έναντι 9% και 13% για όλο το 2020).

Ευνοϊκή επίδραση στη διαθεσιμότητα και τους όρους τραπεζικού δανεισμού προς τις επιχειρήσεις συνέχισαν να ασκούν τα προγράμματα της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας και του Ομί-

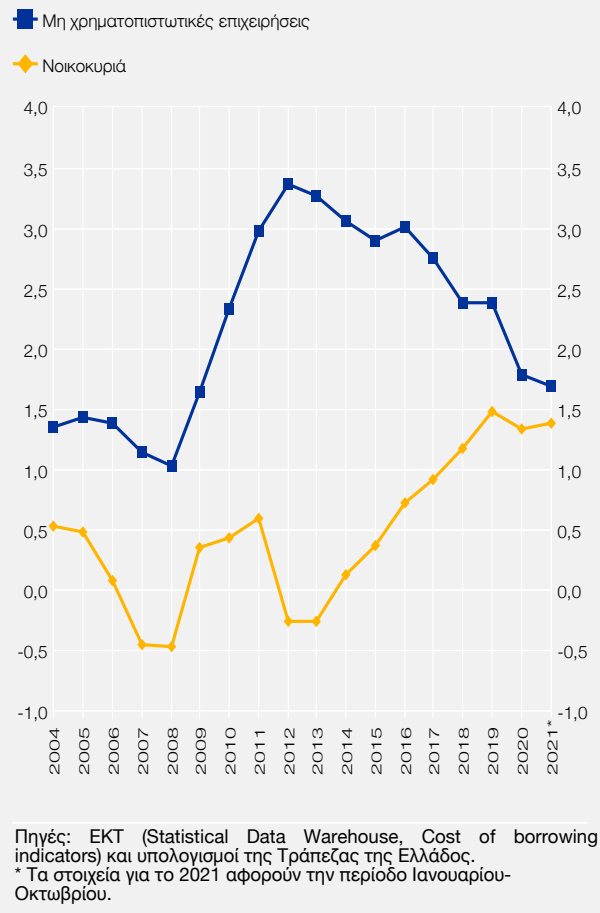
λου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων. Οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων με στήριξη από τα χρηματοδοτικά εργαλεία των ανωτέρω αναπτυξιακών φορέων ανήλθαν το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 σε 2,2 δισεκ. ευρώ² (2020: 7,4 δισεκ. ευρώ), ποσό που αντιπροσωπεύει περίπου το 30% της ροής νέων δανείων τακτής λήξης προς το σύνολο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των ελευθέρων επαγγελματιών της περιόδου (2020: 43%). Η θετική συμβολή των χρηματοδοτικών εργαλείων στο κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων εκτιμάται ότι θα διατηρηθεί και στο μέλλον, τόσο μέσω των υφιστάμενων προγραμμάτων εγγυοδοσίας και συγχρηματοδότησης όσο και μέσω των νέων εργαλείων που αναμένονται στο πλαίσιο του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Ειδικότερα, το δανειακό σκέλος του Σχεδίου Ανάκαμψης προβλέπει τη συγχρηματοδότηση (έως 50%) επενδυτικής δαπάνης με δημόσιους πόρους,³ γεγονός που περιορίζει τον πιστωτικό κίνδυνο που αναλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα στο σύνολο του επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου τους και διευκολύνει την υιοθέτηση ευνοϊκότερης τιμολογιακής πολιτικής στα επιχειρηματικά δάνεια.

Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των νοικοκυριών αυξήθηκε σταδιακά το τρέχον έτος (βλ. Διάγραμμα VI.6), κυρίως λόγω γενικευμένων αυξήσεων στα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας. Ωστόσο, λόγω της προ-ϊσχύουσας πτωτικής τάσης, το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού των νοικοκυριών παρέμεινε κατά μέσο όρο στο ίδιο επίπεδο όπως το προηγούμενο έτος (4,8%, 2012-2019: 4,9%). Μεταξύ των επιμέρους συνιστωσών, το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων υποχώρησε ελαφρά σε 2,8%, κατά 6 μ.β. χαμηλότερα έναντι της μέσης τιμής του 2020. Το επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας αυξήθηκε κατά 19 μ.β. και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 9,9%. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας, που περιλαμβάνουν, κατά σειρά μεγέθους του υφιστάμενου υπολοίπου, τις πιστωτικές κάρτες, τα ανοικτά δάνεια και τις υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως, παρέμεινε στο ίδιο επίπεδο (14,5%).

Σε σύγκριση με τα λοιπά κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ, οι όροι χρηματοδότησης για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα βελτιώθηκαν περαιτέρω. Η απόκλιση στο μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού⁴ μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ περιορίστηκε σε 169 μ.β.

Διάγραμμα VI.7 Απόκλιση στο κόστος τραπεζικού δανεισμού των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ

(ποσοστιαίες μονάδες, μέσοi όροι έτους)



2 Οι εκταμιεύσεις δανείων που συνδέονται με τα προγράμματα του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων αφορούν την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2021.

3 Το δανειακό σκέλος του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας προβλέπει τη συγχρηματοδότηση ιδιωτικών δαπανών με δημόσιους πόρους κατά μέγιστο 50%, τραπεζικά κεφάλαια κατ' ελάχιστο 30% και ιδιωτική συμμετοχή κατ' ελάχιστο 20%.

4 Το κόστος δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών εκτιμάται από τους σύνθετους δείκτες κόστους δανεισμού, οι οποίοι βασίζονται στα στατιστικά στοιχεία των τραπεζικών επιτοκίων και σχεδιάζονται κατά τρόπο ώστε να επιτρέπεται η συγκρισιμότητα μεταξύ των χωρών. Βλ. Statistical Data Warehouse, Cost of borrowing indicators.

κατά μέσο όρο το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 (2020: 179 μ.β), έναντι 290 μ.β. κατά μέσο όρο την περίοδο 2011-2019 (βλ. Διάγραμμα VI.7). Αντιθέτως, οι όροι τραπεζικής χρηματοδότησης για αγορά κατοικίας επιδεινώθηκαν ελαφρώς. Η απόκλιση στο μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού των νοικοκυριών για τη λήψη στεγαστικού δανείου τη διαθέσιμη περίοδο του 2021 ανήλθε σε 139 μ.β. (2020: 133 μ.β., 2011-2019: 54 μ.β.).

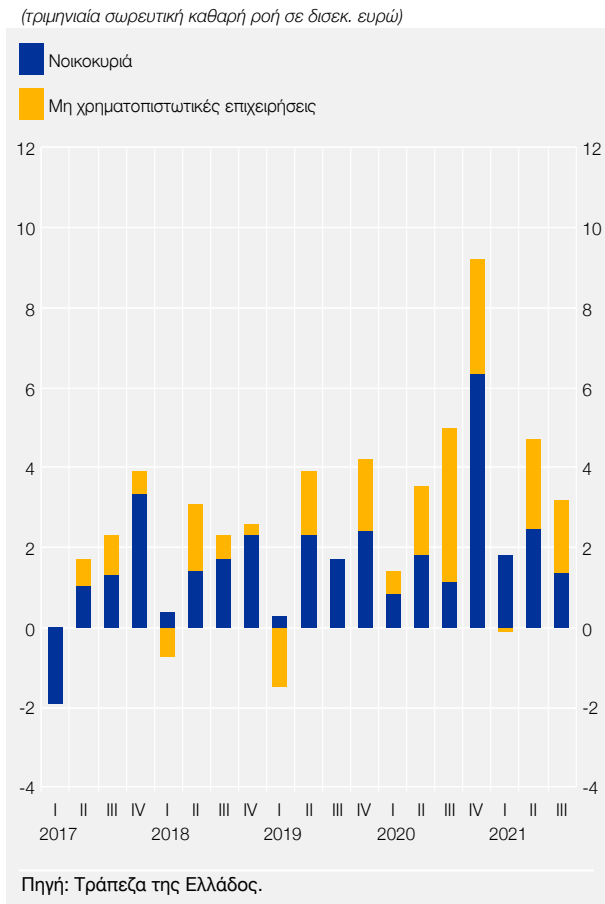
Γενικά, παρά τη σημαντική αβεβαιότητα σχετικά με τον μακροπρόθεσμο αντίκτυπο της πανδημίας στην οικονομία, τα δημοσιονομικά και νομισματικά μέτρα στήριξης που ελήφθησαν απέτρεψαν μια ευρεία αυστηροποίηση των συνθηκών χρηματοδότησης του εγχώριου ιδιωτικού τομέα. Βεβαίως, παρά την επάρκεια ρευστότητας, οι ελληνικές τράπεζες συνέχισαν να έχουν υψηλότερο ποσοστό δανείων σε καθυστέρηση σε σύγκριση με τα πιστωτικά ιδρύματα λοιπών χωρών της ζώνης του ευρώ, γεγονός που συνιστά ανασταλτικό παράγοντα μείωσης των επιτοκίων δανεισμού. Η επίπτωση στα επιτόκια χορηγήσεων από τυχόν επιδείνωση του πιστωτικού κινδύνου, όταν θα λήξουν οι έκτακτες συνθήκες της πανδημίας και αποσυρθούν τα μέτρα στήριξης επιχειρήσεων και νοικοκυριών, σε κάποιο βαθμό αναμένεται να αντισταθμιστεί από την περαιτέρω αναθέρμανση της οικονομικής δραστηριότητας, της απασχόλησης και των εισοδημάτων. Παράλληλα, οι όροι και η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης, κυρίως προς τις επιχειρήσεις, θα συνεχίσουν να επηρεάζονται ευνοϊκά από τη λειτουργία προγραμμάτων συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας βασισμένων σε δημόσιους πόρους, όπως π.χ. τα προγράμματα που αναμένονται μέσω του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

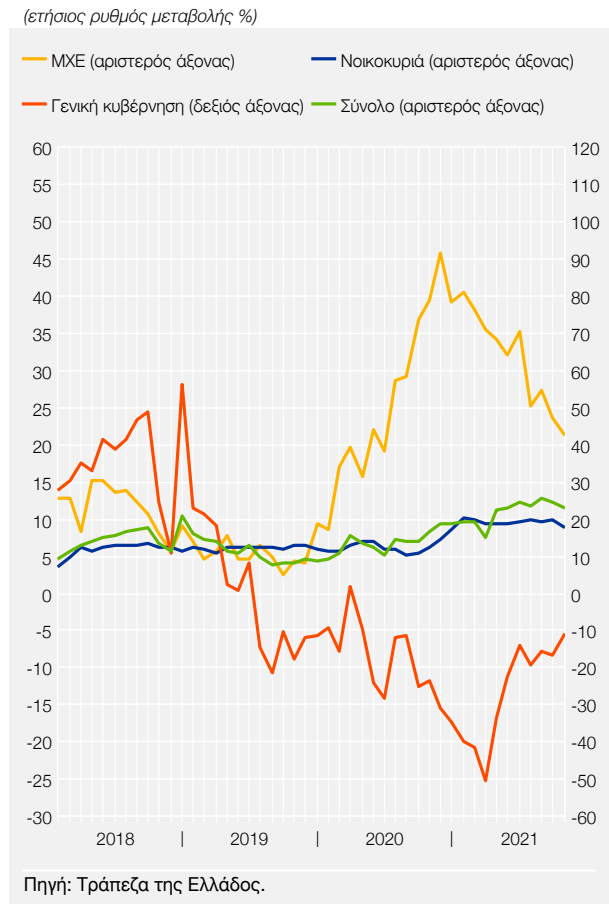
Παρά την απότομη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας το 2020 και στις αρχές του 2021, οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα κατέγραψαν στη διάρκεια της πανδημίας συνεχή άνοδο. Ειδικότερα, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα σημείωσαν σωρευτική αύξηση κατά 10,1 δισεκ. ευρώ (ή 6%), η οποία ήταν χαμηλότερη της αντίστοιχης ροής πέρυσι (12,8 δισεκ. ευρώ). Οι καταθέσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν κατά 6,0 δισεκ. ευρώ (ή 5%) και ο ετήσιος ρυθμός αύξησής τους επιταχύνθηκε ελαφρά (βλ. Διαγράμματα VI.8 και VI.9). Η ανοδική πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών το 2020 και το 2021 συνδέεται με την άνοδο του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, το οποίο στηρίχθηκε εξ αρχής από δημοσιονομικά μέτρα.⁵ Επιπλέον, τα μέτρα κοινωνικής αποστασιοποίησης, που σε γενικευμένη μορφή διήρκεσαν μέχρι το Μάιο του 2021, αναπόφευκτα περιόρισαν τις δυνατότητες πραγματοποίησης καταναλωτικών δαπανών, ενώ η αβεβαιότητα που δημιουργήθηκε ως προς τις προοπτικές της απασχόλησης συνέβαλε επίσης σε ενίσχυση της αποταμίευσης των νοικοκυριών για λόγους πρόνοιας. Ωστόσο στη συνέχεια, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2021, η δυναμική ανάκαμψη της οικονομίας, που άρχισε να αντανάκλαται και σε αξιοσημείωτη άνοδο των ροών εξαρτημένης απασχόλησης (κυρίως στους τομείς του λιανεμπορίου και του τουρισμού), καθώς αποκλιμακώνονταν σταδιακά τα δημοσιονομικά μέτρα στήριξης, επηρέασε ευνοϊκά την πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών. Επισημαίνεται ότι οι καταθέσεις των νοικοκυριών την περίοδο αυτή εξακολούθησαν να αυξάνονται, παρά την περαιτέρω συρρίκνωση του υπολοίπου των στεγαστικών και των καταναλωτικών δανείων.

5 Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το 2020 και το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 δημοσιονομικές δαπάνες ύψους περίπου 2,7 δισεκ. ευρώ και 2,0 δισεκ. ευρώ αντιστοίχως αφορούσαν την καταβολή αποζημίωσης ειδικού σκοπού σε μισθωτούς και αυτοαπασχολούμενους που περιλαμβάνονται στον τομέα των νοικοκυριών. Επιπρόσθετα, σημαντικό μέρος της ενίσχυσης με τη μορφή της επιστρεπτέας προκαταβολής –η οποία ανήλθε συνολικά σε 5,5 δισεκ. ευρώ το 2020 και 2,8 δισεκ. ευρώ την εξεταζόμενη περίοδο του 2021 (μέχρι το Μάιο, οπότε έληξε η ισχύς του μέτρου)– χορηγήθηκε προς ατομικές επιχειρήσεις και ελεύθερους επαγγελματίες και συνεπώς πιστώθηκε σε καταθέσεις που ταξινομούνται στον τομέα των νοικοκυριών.

Διάγραμμα VI.8 Καταθέσεις ΜΧΕ και νοικοκυριών
(α' τρίμηνο 2017 - γ' τρίμηνο 2021)



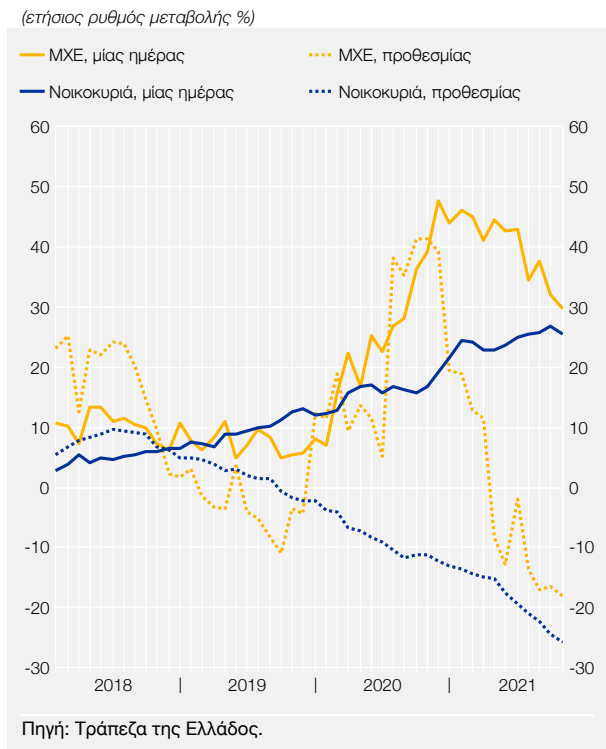
Διάγραμμα VI.9 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες
(Ιανουάριος 2018 - Οκτώβριος 2021)



Οι επιχειρηματικές καταθέσεις αυξήθηκαν κατά 3,5 δισεκ. ευρώ (ή 11%) το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021, σε σύγκριση με 6,3 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι, αντιπροσωπεύοντας το 34% της σωρευτικής ροής καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα την περίοδο αυτή, έναντι 50% περίπου το 2020. Στη διάρκεια του 2020 και τους πρώτους μήνες του 2021, πολλές επιχειρήσεις προσέφυγαν στο σχηματισμό αποθεμάτων ρευστότητας μέσω της αύξησης του τραπεζικού δανεισμού τους και των άμεσων κρατικών ενισχύσεων που έλαβαν λόγω του περιορισμού των εσόδων τους κατά την αρχική φάση της πανδημίας. Επιπρόσθετα, η ρευστότητα των επιχειρήσεων ενισχύθηκε από τα μέτρα αναστολής πληρωμών δανειακών και φορολογικών υποχρεώσεων και την αναβολή πραγματοποίησης επενδυτικών δαπανών, ενώ ορισμένες μεγάλες ΜΧΕ είχαν τη δυνατότητα να αντλήσουν πόρους μέσω της έκδοσης εταιρικών ομολόγων στην εγχώρια και τη διεθνή αγορά. Από το β' τρίμηνο του 2021 όμως, η σημαντική ανάκαμψη των λιανικών πωλήσεων και των τουριστικών εισπράξεων τόνωσαν τα έσοδα των επιχειρήσεων. Κατά συνέπεια, ο ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών καταθέσεων, αφού σημείωσε απότομη επιτάχυνση μέχρι τα τέλη του 2020, στη συνέχεια υποχώρησε σταδιακά στη διάρκεια του 2021, αλλά παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα (Οκτώβριος 2021: 21,2%, Δεκέμβριος 2020: 39,3%, βλ. Διαγράμματα VI.8 και VI.9).

Το μερίδιο συμμετοχής των καταθέσεων των ΜΧΕ στο σύνολο των καταθέσεων του εγχώριου ιδιωτικού τομέα συνέχισε να ενισχύεται το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021, φθάνοντας κατά μέσο όρο το 20%, έναντι 18% το 2020, ενώ εκείνο των νοικοκυριών υποχώρησε περαιτέρω σε 77% από 79% κατά μέσο όρο το 2020. Το αντίστοιχο μερίδιο των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (εκτός των τραπεζών) διατηρήθηκε γύρω στο 3%. Η τάση σταδιακής ενίσχυσης του μεριδίου των επι-

Διάγραμμα VI.10 Καταθέσεις μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητας (Ιανουάριος 2018 - Οκτώβριος 2021)



χειρηματικών καταθέσεων καταγράφεται από το 2016 και μετά.

Η άνοδος των καταθέσεων των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών συνέχισε να αφορά αποκλειστικά τις καταθέσεις με τον υψηλότερο βαθμό ρευστότητας, δηλ. καταθέσεις με διάρκεια μίας ημέρας (απλού ταμειευτηρίου, όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί), όπως άλλωστε παρατηρείται εδώ και αρκετά έτη (βλ. Διάγραμμα VI.10). Πέρα από την επίδραση των μέτρων στήριξης της ρευστότητας στους τραπεζικούς λογαριασμούς των δικαιούχων, η προτίμηση για διακράτηση των πιο ρευστών μορφών καταθέσεων συνεχίστηκε λόγω της αυξανόμενης ζήτησης καταθέσεων ως μέσου συναλλαγών, η οποία ενισχύθηκε περαιτέρω την περίοδο της πανδημίας (βλ. Πλαίσιο VI.2), αλλά και της υποχώρησης των επιτοκίων καταθέσεων σε νέο ιστορικό χαμηλό.

Η σημαντική αύξηση των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα συμβάδισε με περαιτέρω υποχώρηση των καταθέσεων της κεντρικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες κατά 0,5 δισεκ. ευρώ (ή 8% σε σχέση με το τέλος του 2020), μετά τη σημαντική μείωση που είχαν καταγράψει το προηγούμενο έτος κυρίως ως

αποτέλεσμα των εκτεταμένων δημοσιονομικών μέτρων στήριξης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Ωστόσο, οι καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στην Τράπεζα της Ελλάδος αυξήθηκαν σημαντικά το διάστημα Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 κατά 8,1 δισεκ. ευρώ, εξέλιξη που συνδέεται κυρίως με την έκδοση νέων ομολόγων, την εκταμίευση πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και του προγράμματος SURE της ΕΕ. Οι καταθέσεις στις εμπορικές τράπεζες των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης (ΟΚΑ) και των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ), που μαζί με την κεντρική κυβέρνηση αποτελούν τον τομέα της γενικής κυβέρνησης, μειώθηκαν την ίδια περίοδο κατά 0,7 δισεκ. ευρώ ή κατά 17% (βλ. Διάγραμμα VI.9).

Οι λοιποί τομείς είχαν θετική συμβολή στην καταθετική βάση των τραπεζών, καθώς οι καταθέσεις των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αυξήθηκαν κατά 0,6 δισεκ. ευρώ (ή 12%) και οι καταθέσεις των μη κατοίκων αυξήθηκαν κατά 3,0 δισεκ. ευρώ (ή 36%).

Οι συνθήκες εξαιρετικής αβεβαιότητας που επέφερε η πανδημία ενίσχυσαν, μετά από αρκετά έτη, τη ζήτηση χρήματος σε φυσική μορφή, κυρίως το διάστημα Μαρτίου 2020-Μαΐου 2021, οπότε διακόπηκε η σταδιακή υποχώρηση που παρουσίαζε η εγχώρια νομισματική κυκλοφορία από το δεύτερο εξάμηνο του 2015 και μετά. Επιπρόσθετα, ως αποτέλεσμα των μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης και της συρρίκνωσης του τουρισμού, το διάστημα αυτό περιορίστηκαν δραστικά τα τραπεζογραμμάτια που εισέρρεαν προηγουμένως στη χώρα μας από ξένους επισκέπτες, αλλά και εκείνα που επανακατέθεταν οι επιχειρήσεις στο τραπεζικό σύστημα (βλ. Πλαίσιο VI.2). Έτσι, αν και η μέση μηνιαία καθαρή εισροή τραπεζογραμμάτων στο τραπεζικό σύστημα την τριετία 2017-2019 ήταν αξιοσημείωτη, το 2020 καταγράφηκε μικρή μηνιαία καθαρή εκροή της τάξεως των 50 εκατ. ευρώ και το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 μικρή εισροή 100 εκατ. ευρώ περίπου.

5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Ο κύριος παράγοντας που διαμόρφωσε τα χρηματοοικονομικά και εποπτικά μεγέθη των τραπεζών κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2021⁶ ήταν οι συναλλαγές που σχετίζονταν με τη μείωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), απόρροια των οποίων, εκτός από την περαιτέρω μείωση των ΜΕΔ, ήταν η καταγραφή σημαντικού ύψους ζημιών και η αρνητική επίδραση στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας. Χαρακτηριστικό επίσης της υπό εξέταση περιόδου ήταν και η διαμόρφωση της οργανικής κερδοφορίας σε χαμηλότερα επίπεδα από εκείνα της αντίστοιχης περιόδου του 2020, κυρίως λόγω της καταγραφής μικρότερων μη επαναλαμβανόμενων εσόδων.

Οι συνέπειες της πανδημίας στον τραπεζικό τομέα έχουν σε μεγάλο βαθμό συγκρατηθεί μέχρι τώρα, σε συνάφεια με την καλύτερη του αναμενομένου πορεία της οικονομίας. Ωστόσο, οι ενδείξεις για συστηματική καταγραφή νέων εισροών ΜΕΔ κατά τη διάρκεια του 2021, δεν επιτρέπει εφησυχασμό και εκτιμάται ότι το μέγεθος της επίπτωσης της πανδημίας θα εκδηλωθεί με κάποια υστέρηση, μετά την πλήρη άρση των μέτρων στήριξης της οικονομίας. Για το λόγο αυτό, οι τράπεζες θα πρέπει να επανεξετάζουν συνεχώς την επάρκεια των προβλέψεων έναντι του πιστωτικού κινδύνου, ενώ είναι ιδιαίτερα κρίσιμο να υπάρξει προσεκτικός σχεδιασμός του χρονοδιαγράμματος άρσης των μέτρων στήριξης που έχουν λάβει το Ευρωσύστημα, η Ευρωπαϊκή Ένωση, η κυβέρνηση και οι εποπτικές αρχές. Τα εν λόγω μέτρα έχουν σημαντική θετική συμβολή μέχρι στιγμής στην προσπάθεια των τραπεζών να απορροφήσουν τις επιπτώσεις από την πανδημία και να ενισχύσουν τις πιστώσεις προς την οικονομία.

Ειδικότερα ως προς την αποδοτικότητα (βλ. Πίνακα VI.1), την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2021 οι τράπεζες εμφάνισαν μικρή πτώση των λειτουργικών τους εσόδων σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020, κυρίως λόγω της μείωσης των εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις και λοιπές πηγές, η οποία υπεραντιστάθμισε την αύξηση των καθαρών εσόδων από προμήθειες. Η διατήρηση των καθαρών εσόδων από τόκους στα επίπεδα της αντίστοιχης περιόδου του 2020 αντανάκλα τη θετική επίδραση της μείωσης του κόστους άντλησης ρευστότητας, που αντιστάθμισε τη μείωση του υπολοίπου των δανείων και την περαιτέρω υποχώρηση του καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου.⁷

Ταυτόχρονα, η αύξηση που εμφάνισαν τα λειτουργικά έξοδα, κυρίως λόγω των έκτακτων εξόδων αναδιάρθρωσης⁸ δύο συστημικών τραπεζών, συνέβαλε στη μείωση των αποτελεσμάτων προ προβλέψεων και φόρων σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους. Επιπρόσθετα, λαμβανομένου υπόψη του σχηματισμού σημαντικών προβλέψεων, πρωτίστως λόγω των συναλλαγών απομείωσης των ΜΕΔ από τρεις συστημικές τράπεζες και δευτερευόντως από την ανάγκη κάλυψης του πιστωτικού κινδύνου, το αποτέλεσμα μετά από φόρους ήταν ζημιογόνο.

Αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια, τόσο ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) όσο και ο Συνολικός Δείκτης Κεφαλαίου (Total Capital Ratio) σε ενοποιημένη βάση υποχώρησαν στο τέλος Σεπτεμβρίου 2021, σε 12,6% και 15,1% αντίστοιχα (έναντι 14,6% και 16,3% αντίστοιχα το Σεπτέμβριο 2020). Ενσωματώνοντας την πλήρη επίδραση του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9), ο δείκτης CET1 διαμορφώθηκε σε 10,7% και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 13,3%. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, σύμφωνα

6 Τα διαθέσιμα στοιχεία αφορούν τις εξελίξεις στα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα, στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και στην κεφαλαιακή επάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων για την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2021.

7 Το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο των ελληνικών τραπεζών διαμορφώθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2021 σε 2,1% (σε ετησιοποιημένη βάση), ελαφρώς χαμηλότερο σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020 (2,3%). Ωστόσο, σύμφωνα με τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (Risk Dashboard), παραμένει υψηλότερο από το μέσο ευρωπαϊκό επίπεδο (Ιανουάριος-Ιούνιος 2021: 1,2%).

8 Τα έκτακτα έξοδα αναδιάρθρωσης περιλαμβάνουν έξοδα προγραμμάτων οικειοθελούς αποχώρησης προσωπικού και δαπάνες αντικατάστασης υποδομών.

Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζών

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος- Σεπτέμβριος 2020	Ιανουάριος- Σεπτέμβριος 2021	Μεταβολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	6.884	6.612	-3,9
Καθαρά έσοδα από τόκους	4.236	4.205	-0,7
– Έσοδα από τόκους	5.410	5.398	-0,2
– Έξοδα τόκων	-1.174	-1.193	1,7
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	2.647	2.407	-9,1
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	913	1.090	19,4
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	1.411	1.235	-12,5
– Λοιπά έσοδα	324	82	-74,7
Λειτουργικά έξοδα	-2.900	-3.124	7,7
Δαπάνες προσωπικού	-1.443	-1.547	7,2
Διοικητικά έξοδα	-1.044	-1.149	10,1
Αποσβέσεις	-413	-428	3,7
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)	3.984	3.488	-12,5
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-4.038	-7.639	89,2
Λοιπές ζημίες απομείωσης ¹	-229	-173	-24,5
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημίες	-230	-84	-63,4
Κέρδη/ζημίες προ φόρων	-512	-4.409	>100
Φόροι	-160	-234	45,8
Κέρδη/ζημίες από διακοπτόμενες δραστηριότητες ²	-15	41	>100
Κέρδη/ζημίες μετά από φόρους	-688	-4.627	>100

Πηγές: Οικονομικές καταστάσεις των τεσσάρων συστημικών τραπεζικών ομίλων και εποπτικά στοιχεία για τις λιγότερο σημαντικές τράπεζες.

1 Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

2 Τα κέρδη/ζημίες από διακοπτόμενες δραστηριότητες απορρέουν κυρίως από την αποεπένδυση των ελληνικών τραπεζών από θυγατρικές του εξωτερικού.

με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, ο αντίστοιχος μεσοσταθμικός δείκτης CET1 διαμορφώθηκε σε 15,5%.⁹

Επιπλέον, η ποιότητα των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων των ελληνικών τραπεζών επιδεινώθηκε περαιτέρω, καθώς το Σεπτέμβριο του 2021 οι οριστικές και εκκαθαρισμένες αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις (Deferred Tax Credits – DTCs) ανέρχονταν σε 14,4 δισεκ. ευρώ, αντιπροσωπεύοντας το 62% των συνολικών εποπτικών ιδίων κεφαλαίων (από 53% το Δεκέμβριο του 2020).

Αναφορικά με την ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων σε ατομική βάση, τα ΜΕΔ ανήλθαν στο τέλος Σεπτεμβρίου 2021 σε 20,9 δισεκ. ευρώ (βλ. Πίνακα VI.2), μειωμένα κατά 26,3 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου 2020 και κατά περίπου 86,3 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου του 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ. Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΔ κατά τη διάρκεια του 2021 οφείλεται κυρίως σε πωλήσεις δανείων ύψους 26,2 δισεκ. ευρώ (λόγω της αξιοποίησης του προγράμματος παροχής κρατικής εγγύησης σε τιτλοποιήσεις δανείων πιστωτικών ιδρυμάτων, γνωστού με την ονομασία “Ηρακλής”) και λιγότερο σε εισπραξίες μέσω ενεργητικής διαχείρισης (δηλαδή μέσω αναδιαρθρώσεων/ρυθμίσεων δανείων, εισπραξίας καθυστερούμενων οφειλών, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων κ.λπ.). Επίσης, τη μείωση των ΜΕΔ υποβοήθησαν, μετά και τη λήξη των μέτρων αναστολής πληρωμής δόσεων, τα μέτρα των τραπε-

9 Στοιχεία Ιουνίου 2021.

ζών για διευκόλυνση πελατών τους όσον αφορά τους όρους αποπληρωμής των δανείων τους.

Σχετικά με τη διάρθρωση των ΜΕΔ σε απόλυτα μεγέθη (βλ. Πίνακα VI.2), τα 2/3 περίπου αφορούν επιχειρηματικά δάνεια, το 1/5 περίπου στεγαστικά και το υπόλοιπο καταναλωτικά δάνεια. Επίσης, περίπου ισόποση είναι η κατανομή όσον αφορά δανειακές συμβάσεις που έχουν ήδη καταγγελθεί από τις τράπεζες, δάνεια αβέβαιης είσπραξης (“unlikely to pay”) και δάνεια σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών τα οποία δεν έχουν ακόμη καταγγελθεί.

Όσον αφορά βασικούς δείκτες ποιότητας των ΜΕΔ (βλ. Πίνακα VI.3), ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων εμφάνισε σημαντική μείωση, αλλά παρέμεινε υψηλός (15,0%) το Σεπτέμβριο του 2021.¹⁰ Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, στο τέλος Ιουνίου 2021 ο δείκτης αυτός ανήλθε σε 2,3% (όσο και το αντίστοιχο μέγεθος για τις τράπεζες που εποπτεύονται από τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό). Μείωση του δείκτη ΜΕΔ παρατηρήθηκε σε όλες τις κατηγορίες χαρτοφυλακίων, ενώ εντός του επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου ο δείκτης για το χαρτοφυλάκιο τόσο των ελεύθερων επαγγελματιών και πολύ μικρών επιχειρήσεων όσο και των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων παραμένει υψηλός. Καλύτερες επιδόσεις παρατηρούνται στο χαρτοφυλάκιο των μεγάλων επιχειρήσεων και στο χαρτοφυλάκιο των ναυτιλιακών δανείων.

Με βάση την κλαδική ανάλυση, στους τρεις κλάδους με το υψηλότερο υπόλοιπο δανείων, δηλαδή εκείνους του εμπορίου, της μεταποίησης και των κατασκευών, ο δείκτης ΜΕΔ ανήλθε σε περίπου 18%, 16% και 23% αντίστοιχα, ενώ σε κλάδους συναφείς με τον τουρισμό, όπως των καταλυμάτων και της εστίασης, ανήλθε σε περίπου 14% και 38% αντίστοιχα. Αναφορικά με την κάλυψη των ΜΕΔ από συσσωρευμένες προβλέψεις, ο σχετικός δείκτης διαμορφώθηκε σε 43,5% (από 44,4% το Σεπτέμβριο του 2020). Ταυτόχρονα, κατά την επισκοπούμενη περίοδο ο δείκτης αποκατάστασης της τακτικής εξυπηρέτησης δανείων (cure rate) βελτιώθηκε, ενώ ο δείκτης αθέτησης (default rate) εμφάνισε μικρή επιδείνωση.

Στο τέλος Σεπτεμβρίου 2021 περίπου 39% του συνόλου των ΜΕΔ συνδέονταν με ρυθμίσεις,¹¹ ενώ επισημαίνεται ότι υψηλό ποσοστό των δανείων που τίθενται σε καθεστώς ρύθμισης εμφανίζουν πάλι καθυστέρηση σε σύντομο σχετικά χρονικό διάστημα μετά τη συνολογία της ρύθμισης. Δεδομένης της επίδρασης της πανδημίας, είναι πιθανόν ότι σημαντικό ποσοστό από τα ρυθμισμένα δάνεια θα καταγραφεί ως μη εξυπηρετούμενο το δ' τρίμηνο του 2021 και το 2022. Μέρος επίσης από τα δάνεια που τελούν υπό καθεστώς στήριξης (π.χ. μέσω προγραμμάτων

Πίνακας VI.2 Διάρθρωση μη εξυπηρετούμενων δανείων

(σε δισεκ. ευρώ, στοιχεία εντός ισολογισμού σε ατομική βάση)

	Σεπτ. 2020	Σεπτ. 2021
Σύνολο μη εξυπηρετούμενων δανείων	60,0	20,9
Ανά χαρτοφυλάκιο		
<i>Επιχειρηματικά</i>	32,8	15,0
Μεγάλες επιχειρήσεις	7,6	4,6
Μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις	14,1	5,4
Ελεύθεροι επαγγελματίες και πολύ μικρές επιχειρήσεις	9,9	4,0
Ναυτιλιακά	1,2	1,0
<i>Στεγαστικά</i>	20,6	3,8
<i>Καταναλωτικά</i>	6,6	2,1
Ανά περίοδο ή κατηγορία αθέτησης		
Σε καθυστέρηση > 90 ημέρες	12,5	7,3
91-180 ημέρες	2,6	1,3
181-360 ημέρες	1,9	1,0
>1 έτος	8,0	4,9
Αβέβαιης είσπραξης	15,9	6,9
Καταγεγλυμένες απαιτήσεις	31,6	6,7
Άλλες κατηγορίες		
Σε καθεστώς ρύθμισης	32,8	17,6
Εξυπηρετούμενα δάνεια	12,1	9,4
Μη εξυπηρετούμενα δάνεια	20,7	8,2
Υπό καθεστώς νομικής προστασίας	7,9	0,8

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

10 Τα μεγέθη αφορούν εντός ισολογισμού δάνεια (προ προβλέψεων) και πιστωτικές διευκολύνσεις (advances) των ελληνικών εμπορικών και συνεταιριστικών τραπεζών (σε ατομική βάση), σύμφωνα με στοιχεία που συγκεντρώνονται για εποπτικούς σκοπούς παρακολούθησης των ΜΕΔ.

11 Σημειώνεται ότι το σύνολο των δανείων στα οποία έχουν εφαρμοστεί ρυθμίσεις (δηλ. συμπεριλαμβανομένων εκείνων τα οποία εξυπηρετούνται κανονικά) ανέρχεται σε 17,6 δισεκ. ευρώ.

Πίνακας VI.3 Βασικοί δείκτες ποιότητας χαρτοφυλακίων δανείων

(ποσοστό %, στοιχεία εντός ισολογισμού)

	Σεπτ. 2020	Σεπτ. 2021
Δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ)	36,3	15,0
Δείκτης ΜΕΔ ανά χαρτοφυλάκιο		
<i>Επιχειρηματικά</i>		
Μεγάλες επιχειρήσεις	17,0	8,5
Μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις	48,0	24,1
Ελεύθεροι επαγγελματίες και πολύ μικρές επιχειρήσεις	56,2	32,5
Ναυτιλιακά	15,4	10,9
<i>Στεγαστικά</i>	39,6	11,8
<i>Καταναλωτικά</i>	47,9	24,8
Δείκτης διάρθρωσης ΜΕΔ ανά περίοδο ή κατηγορία αθέτησης		
Σε καθυστέρηση > 90 ημέρες	20,8	34,8
91-180 ημέρες	4,3	6,3
181-360 ημέρες	3,2	4,9
>1 έτος	13,3	23,6
Αβέβαιες είσπραξης	26,5	33,2
Καταγγελμένες απαιτήσεις	52,7	32,0
Δείκτης ΜΕΔ άλλων κατηγοριών		
Σε καθεστώς ρύθμισης (ως προς το σύνολο των δανείων)	19,8	12,7
Εξυπηρετούμενα δάνεια	7,2	6,7
Μη εξυπηρετούμενα δάνεια	12,6	6,0
Υπό καθεστώς νομικής προστασίας	12,9	3,3
Άλλοι δείκτες		
Δείκτης κάλυψης ΜΕΔ από προβλέψεις	44,4	43,5
Δείκτης αθέτησης (default rate)	0,7	1,0
Δείκτης αποκατάστασης της τακτικής εξυπηρέτησης δανείων (cure rate)	1,3	3,2
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.		

όπως το “Γέφυρα”) είναι πιθανόν να καταγραφεί ως ΜΕΔ όταν παρέλθει η περίοδος διευκόλυνσης. Τέλος, υποχώρηση εμφανίζει το ποσοστό των δανείων που έχουν υπαχθεί σε καθεστώς νομικής προστασίας.¹²

Συνολικά, διαπιστώνεται προσπάθεια των τραπεζών να βελτιώσουν την ποιότητα του ενεργητικού τους και να ενισχύσουν τα χρηματοοικονομικά τους μεγέθη. Σε λίγες επιμέρους περιπτώσεις, ιδίως μικρότερου μεγέθους τραπεζών, απαιτείται ωστόσο εντατικοποίηση της προσπάθειας αυτής. Η διευκολυντική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική λειτούργησαν υποβοηθητικά στη βελτίωση των μεγεθών των οικονομικών καταστάσεων των τραπεζών. Θετικό είναι επίσης το γεγονός ότι οι τράπεζες έχουν προβεί σε ενέργειες ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους βάσης τόσο μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου όσο και μέσω της έκδοσης ομολογιακών τίτλων. Ωστόσο, οι σημαντικές προκλήσεις που έχουν να αντιμετωπίσουν, όπως ενδεικτικά τα ΜΕΔ που θα προκύψουν από την πανδημία, η σταδιακή επάνοδος στην κανονικότητα και η αναμενόμενη άρση κάποια στιγμή των μέτρων στήριξης (εμποτικών, δημοσιονομικών κ.λπ.), η υποχρέωση κάλυψης της Ελάχιστης Απαιτήσης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL) και η ανάγκη απορρόφησης των επιπτώσεων του ΔΠΧΑ 9, οι επιπτώσεις από την κλιματική αλλαγή, η ανάγκη δημιουργίας νέων πηγών εσόδων, κ.λπ., απαιτούν συνεχή επαγρύπνηση και εντατικότερη δράση με στόχο την περαιτέρω μείωση των ΜΕΔ, την ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης και την αξιοποίηση της αυξημένης ρευστότητας που διαθέτουν για τη χρηματοδότηση της οικονομίας.

12 Τα δάνεια αυτής της κατηγορίας αφορούν είτε φυσικά πρόσωπα είτε νομικά πρόσωπα (ν. 3869/2010 και ν. 4307/2014, όπως ισχύουν).

Πλαίσιο VI.1

ΚΑΘΑΡΗ ΚΑΙ ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΗ ΡΟΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Υπόλοιπο, καθαρή ροή και ετήσιος ρυθμός μεταβολής της τραπεζικής χρηματοδότησης¹

Η Τράπεζα της Ελλάδος δημοσιεύει σε μηνιαία βάση σειρές για τα υπόλοιπα, τις καθαρές ροές και τους ετήσιους ρυθμούς μεταβολής των πιστωτικών μεγεθών ανά τομέα της οικονομίας, δηλ. (1) τη γενική κυβέρνηση και (2)

1 Η τραπεζική χρηματοδότηση προς κάθε τομέα περιλαμβάνει (α) τα δάνεια των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων προς τον τομέα αυτό και (β) τα χρεόγραφα που έχουν εκδοθεί από τον εν λόγω τομέα και διακρατούνται από τα πιστωτικά ιδρύματα.

τον ιδιωτικό τομέα, ο οποίος περιλαμβάνει τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά, τους ελεύθερους επαγγελματίες-αγρότες-ατομικές επιχειρήσεις, τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις και τα λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εκτός των τραπεζών. Οι μηνιαίες καθαρές ροές και οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών καταρτίζονται κατ' αρχήν στη βάση της έννοιας των συναλλαγών (transactions) που πραγματοποιούνται σε μία χρονική περίοδο και οι οποίες έχουν σημασία από οικονομική σκοπιά. Ειδικότερα, σύμφωνα με το ESA 2010, ως "συναλλαγή" γενικά ορίζεται "μία οικονομική ροή η οποία είναι το αποτέλεσμα αλληλεπίδρασης μεταξύ θεσμικών μονάδων μέσω αμοιβαίας συμφωνίας", όπως η χορήγηση νέου δανείου ή η αποπληρωμή υφιστάμενου, η αγορά ή η πώληση από την τράπεζα ενός ομολόγου που έχει εκδώσει μια ελληνική επιχείρηση κ.ά.

Μία απλή σύγκριση των υπολοίπων τραπεζικής χρηματοδότησης μεταξύ αρχής και τέλους μιας χρονικής περιόδου μπορεί να μην είναι αντιπροσωπευτική της χρηματοδότησης που έλαβε ο εξεταζόμενος τομέας την περίοδο αυτή, επειδή τα υπόλοιπα χρηματοδότησης στις λογιστικές καταστάσεις των τραπεζών επηρεάζονται αυξητικά ή πτωτικά και από άλλα γεγονότα που δεν προκύπτουν από αλληλεπίδραση θεσμικών μονάδων με αμοιβαία συμφωνία. Τέτοιου είδους γεγονότα περιλαμβάνουν: (α) αναταξινομήσεις δανείων (reclassifications), οι οποίες μπορεί να προέρχονται από αλλαγές στη δομή των πιστωτικών ιδρυμάτων, μεταβολή της έδρας ή του τομέα όπου κατατάσσεται ο δανειολήπτης ή η οντότητα που χορηγεί το δάνειο, (β) προσαρμογές λόγω αποτιμήσεων (revaluation adjustments), που οφείλονται σε μεταβολή των τιμών των χρεογράφων, μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες που επηρεάζουν την αποτίμηση δανείων ή χρεογράφων στο ενεργητικό των τραπεζών εκφρασμένων σε ξένο νόμισμα, καθώς και (γ) μερική ή ολική διαγραφή δανείων λόγω πιστωτικής αθέτησης.

Επίσης τα υπόλοιπα χρηματοδότησης μπορεί να έχουν επηρεαστεί πτωτικά από πωλήσεις/μεταβιβάσεις και τιτλοποιήσεις δανείων (loan sales/securitisations) στην περίπτωση που τα εν λόγω δάνεια αποαναγνωρίζονται από τις λογιστικές καταστάσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων, δηλ. παύουν να περιλαμβάνονται στο υπόλοιπο των δανείων στη λογιστική κατάσταση της τράπεζας που χορήγησε αρχικά το δάνειο. Ωστόσο, από την πλευρά του δανειολήπτη και από οικονομική άποψη, το δάνειο εξακολουθεί να υφίσταται και το ποσό της χρηματοδότησης που έχουν διοχετεύσει οι τράπεζες στην πραγματική οικονομία δεν έχει μεταβληθεί.

Η καθαρή ροή χρηματοδότησης σε μία χρονική περίοδο υπολογίζεται αν εξαλείψουμε τις επιδράσεις αυτές από τη μεταβολή του υπολοίπου μεταξύ αρχής και τέλους της εξεταζόμενης περιόδου, ώστε τελικά η καθαρή ροή να αντανakλά μόνο τα νέα δάνεια που χορηγήθηκαν σε μία χρονική περίοδο μείον τις αποπληρωμές παλαιών δανείων που έλαβαν χώρα κατά την περίοδο αυτή. Ειδικότερα, η καθαρή ροή για μία χρονική περίοδο t υπολογίζεται

Ροές χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα

(ποσά σε δισεκ. ευρώ)

	2020	2021 (Ιαν.-Οκτ.)
A. Καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης		
ΜΧΕ	6,7	0,5
– μικρομεσαίες επιχειρήσεις	2,2	0,4
Ελεύθεροι επαγγελματίες-αγρότες-ατομικές επιχειρήσεις	0,2	0,1
Νοικοκυριά	-1,7	-1,3
– στεγαστικά δάνεια	-1,4	-1,2
– καταναλωτικά και λοιπά	-0,3	-0,1
B. Ακαθάριστη ροή νέων τραπεζικών δανείων με καθορισμένη λήξη		
ΜΧΕ	16,2	7,8
– μικρομεσαίες επιχειρήσεις	6,0	2,7
Ελεύθεροι επαγγελματίες-αγρότες-ατομικές επιχειρήσεις	0,6	0,4
Τραπεζικά δάνεια προς επιχειρήσεις	16,8	8,2
Διαχείριση δανείων (fiduciary loans)	0,6	0,02
ΜΧΕ (συμπ. ελευθ. επαγγελματίες-αγρότες-ατομικές επιχειρήσεις και διαχείριση δανείων)	17,4	8,2
– τράπεζες με τη συνδρομή ΕΑΤ	6,5	1,3
– τράπεζες με τη συνδρομή Ομίλου ΕΤΕπ	0,9	0,9'
– τράπεζες χωρίς τη συνδρομή χρηματοδοτικών εργαλείων	10,0	6,0
Νοικοκυριά	1,5	1,6
– στεγαστικά δάνεια	0,7	0,8
– καταναλωτικά και λοιπά δάνεια	0,8	0,8
Γ. Απευθείας χρηματοδότηση ΜΧΕ από ΕΤΕπ, EBRD	1,5	1,0
Δ. Επιστρεπτέα προκαταβολή	5,5	2,8
Ε. Σύνολο χρηματοδότησης προς ΜΧΕ και ελεύθερους επαγ/τίες-αγρότες-ατομικές επιχειρήσεις (B+Γ+Δ)	24,4	12,0

Πηγές: Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Τράπεζα της Ελλάδος και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος. 1 Ιανουάριος-Αύγουστος 2021.

με βάση τον τύπο $\text{Καθαρή ροή}_t = \text{Υπόλοιπο}_t - \text{Υπόλοιπο}_{t-1} + A_t$, όπου A_t είναι το σύνολο των προσαρμογών (αναταξινομήσεις, διαγραφές, συναλλαγματικές διαφορές και λοιπές προσαρμογές ή πωλήσεις/τιτλοποιήσεις δανείων που παύουν να αναγνωρίζονται στη λογιστική κατάσταση) οι οποίες πρέπει να ληφθούν υπόψη – δηλ. η επίδρασή τους στο υπόλοιπο κατά τη χρονική αυτή περίοδο να εξουδετερωθεί. Η καθαρή ροή χρηματοδότησης θα είναι θετική (αρνητική) εφόσον το ύψος των νέων δανείων που χορηγήθηκαν υπερβαίνει το ύψος (υπολείπεται του ύψους) των αποπληρωμών δανείων. Στο σύνολο Α του πίνακα συνοψίζεται η εξέλιξη της σωρευτικής καθαρής ροής τραπεζικής χρηματοδότησης το 2020 και το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2021 ανά τομέα της οικονομίας. Διαπιστώνεται ότι η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις, αφού διευρύνθηκε σημαντικά στη διάρκεια του 2020 κατά 6,7 δισεκ. ευρώ, αποκλιμακώθηκε σε 0,5 δισεκ. ευρώ το δεκάμηνο του 2021.

Ακαθάριστη ροή τραπεζικής (και μη τραπεζικής) χρηματοδότησης

Η ακαθάριστη ροή νέων τραπεζικών δανείων αντιπροσωπεύει τα ποσά που συνομολογούνται στις νέες συμβάσεις τραπεζικών δανείων σε ευρώ σε μηνιαία βάση.^{2,3} Αναφορά στο παρόν πλαίσιο γίνεται στην ακαθάριστη ροή δανείων με καθορισμένη λήξη, τα οποία αντιπροσωπεύουν το 85% περίπου του υπολοίπου των επιχειρηματικών δανείων και άνω του 90% του υπολοίπου των δανείων προς τα νοικοκυριά.

Όπως έχει ήδη επισημανθεί, ιδιαίτερα σημαντική συμβολή στις ακαθάριστες ροές χρηματοδότησης είχαν το 2020 και το 2021 τραπεζικές πιστώσεις συνδεδεμένες με τα χρηματοδοτικά προγράμματα που λειτούργησαν στο πλαίσιο της αντιμετώπισης των οικονομικών συνεπειών της πανδημίας. Τα τραπεζικά δάνεια που διοχετεύθηκαν στις επιχειρήσεις στηριζόμενα από τα εν λόγω προγράμματα κινητοποιήθηκαν μέσω του τραπεζικού συστήματος υπό την αιγίδα ενός αναπτυξιακού φορέα, όπως της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) και του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕΠ). Τα εν λόγω τραπεζικά δάνεια καλύπτονταν από προγράμματα εγγυοδοσίας ή συγχρηματοδότησης.⁴ Διοχετεύθηκε επίσης χρηματοδότηση από ευρωπαϊκούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς χωρίς τη διαμεσολάβηση του τραπεζικού συστήματος απευθείας προς εγχώριες επιχειρήσεις.

Στο σύνολο Β του πίνακα συνοψίζονται τα διαθέσιμα στοιχεία για την ακαθάριστη ροή νέων τραπεζικών δανείων με καθορισμένη λήξη ανά τομέα της οικονομίας. Το 2020 η ακαθάριστη ροή των δανείων αυτών προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) ανήλθε σε 16,2 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 6,0 δισεκ. ευρώ κατευθύνθηκαν προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2021 η ακαθάριστη αυτή ροή ανήλθε σε 7,8 δισεκ. ευρώ για το σύνολο των ΜΧΕ, εκ των οποίων τα 2,7 δισεκ. ευρώ αφορούσαν μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Αν συνυπολογίσουμε και τα δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες και ατομικές επιχειρήσεις και τα δανειακά κεφάλαια για τα οποία τα πιστωτικά ιδρύματα λειτούργησαν το διάστημα αυτό ως διαχειριστές (fiduciary loans),⁵ η ακαθάριστη ροή χρηματοδότησης προς επιχειρήσεις και ελεύθερους επαγγελματίες ανήλθε συνολικά σε 17,4 δισεκ. ευρώ το 2020 και σε 8,2 δισεκ. ευρώ το δεκάμηνο του 2021.

- 2 Στη ροή αυτή συμπεριλαμβάνονται αναδιαρθρώσεις εξυπηρετούμενων δανείων που γίνονται με την ενεργό συμμετοχή του δανειολήπτη, αλλά δεν συμπεριλαμβάνονται ρυθμίσεις κόκκινων δανείων που γίνονται με όρους χαμηλότερους από εκείνους της αγοράς λόγω κακής οικονομικής κατάστασης του δανειολήπτη ή τυχόν επιμήκυνση του δανείου χωρίς ενεργό συμμετοχή του δανειολήπτη.
- 3 Αν και μπορεί να υπάρχει ένας βαθμός χρονικής υστέρησης μεταξύ της στιγμής που συνάπτεται ένα δάνειο, οπότε προσμετρείται στην ακαθάριστη ροή, και της στιγμής που πράγματι εκταμιεύεται το δάνειο, οπότε καταγράφεται στο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης, το γεγονός αυτό ωστόσο δεν αλλοιώνει τα συμπεράσματα που εξαγονται για τις υποκείμενες τάσεις των πιστωτικών μεγεθών.
- 4 Τα τραπεζικά δάνεια που συνδέονται με προγράμματα εγγυοδοσίας περιλαμβάνονται στο σύνολο τους στα πιστωτικά μεγέθη, εν αντιθέσει με τα προγράμματα συγχρηματοδότησης, τα οποία περιλαμβάνονται μόνο στο σκέλος για το οποίο η τράπεζα αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο.
- 5 Σε ορισμένες περιπτώσεις, το εγχώριο πιστωτικό ίδρυμα λειτουργεί μόνο ως διαχειριστής δανείων που χορηγεί άλλος χρηματοπιστωτικός φορέας χωρίς να αναλαμβάνει το ίδιο τον πιστωτικό κίνδυνο ή να εισπράττει απολαβές/έσοδα από τόκους του χορηγούμενου δανείου (fiduciary loans). Κατά συνέπεια, τα εν λόγω δάνεια δεν περιλαμβάνονται στο ενεργητικό/λογιστική κατάσταση του πιστωτικού ιδρύματος και συνεπώς δεν περιλαμβάνονται και στις κατά τα ανωτέρω ροές της τραπεζικής χρηματοδότησης. Αυτό συμβαίνει π.χ. στην περίπτωση των συγχρηματοδοτούμενων δανείων στο μέρος του δανείου που χρηματοδοτείται από τον αναπτυξιακό φορέα. Με βάση πρόσθετη σχετική πληροφόρηση που έχει ληφθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα, εκτιμάται ότι τα εν λόγω δάνεια ανήλθαν το 2020 σε 0,6 δισεκ. ευρώ και σε 0,02 δισεκ. ευρώ το δεκάμηνο του 2021.

Όπως προαναφέρθηκε, σημαντική συμβολή στην ενίσχυση της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, και ιδιαίτερα των μικρομεσαίων, είχαν τα προγράμματα της ΕΑΤ, καθώς συνεισέφεραν περίπου 6,5 δισεκ. ευρώ το 2020 και 1,3 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2021. Τα προγράμματα των διεθνών οργανισμών, όπως του Ομίλου της ΕΤΕπ, συνεισέφεραν μέσω του τραπεζικού συστήματος επιπλέον περίπου 0,9 δισεκ. ευρώ το 2020, όσο περίπου και το 2021. Κατά συνέπεια, προκύπτει ότι το εναπομένον ποσό νέας χρηματοδότησης που χορηγήθηκε από τις τράπεζες (δηλαδή χωρίς τη συνδρομή προγραμμάτων άλλων φορέων) ανήλθε σε περίπου 10,0 δισεκ. ευρώ το 2020 και σε περίπου 6,0 δισεκ. ευρώ το δεκάμηνο του 2021.

Επίσης εκτιμάται ότι πόροι ύψους 1,5 δισεκ. ευρώ το 2020 και 1,0 δισεκ. ευρώ το δεκάμηνο του 2021 διοχετεύθηκαν προς τις επιχειρήσεις χωρίς τη μεσολάβηση του τραπεζικού συστήματος, αλλά χορηγήθηκαν απευθείας από την ΕΤΕπ και την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD). Χρηματοδότηση προς τις επιχειρήσεις (όχι όμως τραπεζική) συνιστούν και τα κεφάλαια που δόθηκαν στο πλαίσιο της επιστρεπτέας προκαταβολής, τα οποία ανήλθαν σε 5,5 δισεκ. ευρώ το 2020 και 2,8 δισεκ. ευρώ το 2021. Συνολικά, η ακαθάριστη χρηματοδότηση προς τις ΜΧΕ και τους ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες και ατομικές επιχειρήσεις από τις προαναφερθείσες πηγές (τραπεζικές και μη) εκτιμάται ότι ανήλθε σε 24,4 δισεκ. ευρώ το 2020 και σε 12,0 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2021 (σύνολα Β, Γ και Δ του πίνακα).

Πλαίσιο VI.2

ΠΑΝΔΗΜΙΑ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΙΚΕΣ ΣΥΝΗΘΕΙΕΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΠΛΗΡΩΜΕΣ

Η υγειονομική κρίση που εκδηλώθηκε το Μάρτιο του 2020 και τα μέτρα που υιοθετήθηκαν για τον περιορισμό της επέφεραν, πέρα από τη συρρίκνωση της κατανάλωσης το 2020 και στις αρχές του 2021, αξιοσημείωτες μεταβολές στη ζήτηση μετρητών, τις αγοραστικές συνήθειες και τις συνήθειες πληρωμών των καταναλωτών.

Οι ανησυχίες που εκδηλώθηκαν το διάστημα αυτό σχετικά με την πιθανότητα μετάδοσης του ιού μέσω της χρήσης των μετρητών¹ και η προσωρινή διακοπή λειτουργίας πολλών φυσικών καταστημάτων στο πλαίσιο των μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης περιόρισαν κατά περιόδους τις δυνατότητες και τη συχνότητα χρήσης των μετρητών από τους καταναλωτές για την πραγματοποίηση αγορών. Εκτός από τους περιορισμούς στην κινητικότητα, η αβεβαιότητα που συνόδευσε την πανδημία συνετέλεσε, από την άλλη πλευρά, σε αυξημένη διακράτηση χρήματος σε φυσική μορφή. Το φαινόμενο αυτό παρατηρείται συχνά σε περιόδους έντονης αβεβαιότητας, οπότε καταγράφεται εκτεταμένη προσφυγή στα μετρητά για λόγους πρόνοιας ή λόγους αποθησαυρισμού.

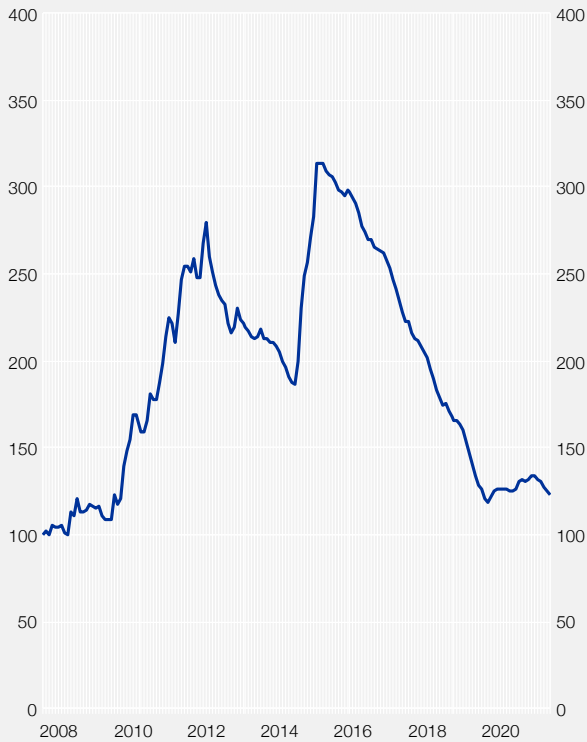
Στο Διάγραμμα Α απεικονίζεται η εξέλιξη της εκτιμώμενης νομισματικής κυκλοφορίας στην Ελλάδα από το 2008 και εξής.² Μετά τη σημαντική και απότομη άνοδο που παρουσίασε το μέγεθος αυτό κατά τις οξύτερες φάσεις της

1 Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και πολλές εθνικές κεντρικές τράπεζες προέβησαν σε ενέργειες ενημέρωσης του κοινού για το χαμηλό κίνδυνο μετάδοσης μέσω των μετρητών, ώστε να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη του κοινού στη φυσική μορφή του νομίσματος και να διαφυλαχθεί η γενική αποδοχή του στις συναλλαγές. Σχετικά βλ. Bank for International Settlements, Auer R., G. Cornelli and J. Frost, "Covid-19, cash and the future of payments", BIS Bulletin, no. 3, 3.4.2020, και "Beyond monetary policy – protecting the continuity and safety of payments during the coronavirus crisis", blog post by Fabio Panetta, Member of the Executive Board of the ECB, The ECB Blog, 28.4.2020.

2 Ως νομισματική κυκλοφορία ορίζεται η αξία της σωρευτικής καθαρής διάθεσης τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ από την Τράπεζα της Ελλάδος στις εμπορικές τράπεζες με αρχικό σημείο την είσοδο της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ το 2002. Υπολογίζεται δηλ. η διαφορά της ονομαστικής αξίας των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ που τίθενται στην κυκλοφορία και εκείνων που επιστρέφονται κάθε ημέρα στην κεντρική τράπεζα (αφαιρουμένων των μετρητών που κρατούν οι τράπεζες στο ταμείο τους). Επισημαίνεται ότι η νομισματική κυκλοφορία σε ένα κράτος-μέλος μιας νομισματικής ένωσης, όπως η Ελλάδα, δεν είναι δυνατόν να μετρηθεί με ακρίβεια, λόγω των επιδράσεων που προκύπτουν από μεταφορά μετρητών μεταξύ των χωρών (π.χ. λόγω του τουρισμού ή της μεταφοράς μετρητών στο εξωτερικό από αλλοδαπούς εργαζομένους) και κατά συνέπεια μπορεί να εκτιμηθεί με την προαναφερθείσα μέθοδο μόνο κατά προσέγγιση. Ο υπολογισμός αυτός είναι περισσότερο ενδεικτικός των ιδιοσυγκρατικών συνθηκών που επικρατούν στην Ελλάδα.

Διάγραμμα Α Εκτιμώμενη εγχώρια νομισματική κυκλοφορία (Ιανουάριος 2008 - Οκτώβριος 2021)

(δείκτης: Ιανουάριος 2008=100)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

ελληνικής κρίσης, από τα μέσα του 2015 και έπειτα ακολούθησε τάση αποκλιμάκωσης. Ωστόσο με την έναρξη της υγειονομικής κρίσης στις αρχές του 2020, ο δείκτης αυτός κατέγραψε εκ νέου άνοδο, η οποία όμως είναι σαφώς περιορισμένη σε σχέση με τις περιόδους Οκτωβρίου 2009-Ιουλίου 2012 και Δεκεμβρίου 2014-Ιουνίου 2015. Ειδικότερα, μεταξύ Φεβρουαρίου 2020 και Μαΐου 2021 η εκτιμώμενη νομισματική κυκλοφορία σημείωσε σωρευτικά τη μέγιστη αύξηση κατά 2,5 δισεκ. ευρώ (ή 13%), η οποία περιορίστηκε σε 0,7 δισεκ. ευρώ (ή 4%) έως τον Οκτώβριο του 2021.

Σε αντίθεση με τις προηγούμενες περιόδους κρίσεων, η καταγραφείσα κατά την πανδημία αύξηση της εγχώριας νομισματικής κυκλοφορίας αντανακλά αναλογικά περισσότερο την υστέρηση του όγκου των τραπεζογραμμάτων που επέστρεφαν στο τραπεζικό σύστημα το διάστημα αυτό εξαιτίας του περιορισμού των συναλλαγών στην πραγματική οικονομία και, σε μικρότερο βαθμό, την αύξηση της (ακαθάριστης) ζήτησης τραπεζογραμμάτων στην οικονομία. Ειδικότερα, την περίοδο Μαρτίου 2020-Μαΐου 2021, στη διάρκεια της οποίας ίσχυσαν κατά διαστήματα τα πιο αυστηρά μέτρα κοινωνικής αποστασιοποίησης, η αξία των επιστρεφόμενων τραπεζογραμμάτων υποχώρησε κατά 30% περίπου σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο των προηγούμενων δύο ετών, ενώ η αξία των τραπεζογραμμάτων που τέθηκαν στην κυκλοφορία παρουσίασε αντιστοίχως μόνο μια ελαφρά υποχώρηση, με ορισμένες τοπικές ανοδικές εξάρσεις, κυρίως κατά τους μήνες που είτε επιδεινώνονταν οι προοπτικές της πανδημίας στη χώρα

είτε αντιθέτως επανεκκινούσε η οικονομική δραστηριότητα (βλ. Διάγραμμα Β).³

Η υποχώρηση των επιστρεφόμενων τραπεζογραμμάτων συνέβη γιατί στη διάρκεια της πανδημίας διακόπηκε ο κύκλος που ακολουθούν τα μετρητά στην οικονομία (cash cycle). Οι επιχειρήσεις λιανικού εμπορίου ή άλλοι πάροχοι υπηρεσιών δεν συγκέντρωναν πλεονάζοντα μετρητά ώστε να επιστραφούν μέσω των εμπορικών τραπεζών στην κεντρική τράπεζα. Πολλά φυσικά καταστήματα μη βασικών αγαθών και υπηρεσιών στα οποία καταγράφεται υψηλή χρήση μετρητών, όπως επιχειρήσεις υπηρεσιών παροχής καταλύματος και εστίασης, ψυχαγωγίας κ.ά., υπολειπούν στην διάρκεια της πανδημίας, ενώ η κατάθεση χρημάτων στα καταστήματα των τραπεζών παρουσίαζε επίσης δυσχέρειες λόγω της περιορισμένης κινητικότητας. Κατά συνέπεια τα μετρητά πιθανώς κυκλοφορούσαν λιγότερο ενεργά σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη, παραμένοντας περισσότερο στα επιμέρους τμήματα-συμμετέχοντες του κύκλου, χωρίς να ολοκληρώνεται ο κύκλος των μετρητών.⁴ Επιπρόσθετα όμως, καθώς η εγχώρια νομισματική κυκλοφορία στην Ελλάδα είναι πιθανόν να επηρεάζεται και από την εισροή χρήματος από το εξωτερικό, η σημαντική συρρίκνωση στις ροές των τουριστών και στις ταξιδιωτικές εισπράξεις κατά 80% περίπου το 2020 εκτιμάται ότι επηρέασε επίσης πτωτικά

3 Για τη ζώνη του ευρώ, βλ. Panetta F., Member of the Executive Board of the ECB, "Cash is still king in times of COVID-19", speech at the 5th International Cash Conference "Cash in times of turmoil", 15 June 2021, A. Zamora-Pérez, "The paradox of banknotes: understanding the demand for cash beyond transactional use", ECB, *Economic Bulletin*, Issue 2/2021, Tamele B., A. Zamora-Pérez, C. Litardi, J. Howes, E. Steinmann and D. Todt, (2021), "Catch me (if you can): assessing the risk of SARS-CoV-2 transmission via euro cash", ECB Occasional Paper Series, no. 259, July 2021.

4 Βλ. Ardizzi, G., A. Nobili and G. Rocco, "A game changer in payment habits: evidence from daily data during a pandemic", Banca d'Italia, Occasional Papers no. 591, December 2020.

τον όγκο των τραπεζογραμματίων που επέστρεφαν στο πιστωτικό σύστημα.

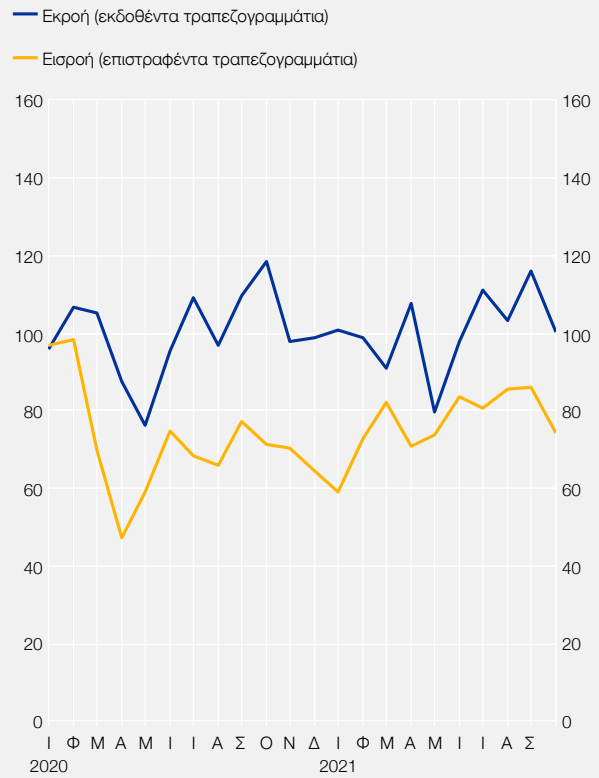
Όσον αφορά τη ζήτηση μετρητών από τους καταναλωτές, η αξία των μετρητών που αναλήφθηκαν μέσω ATM στην Ελλάδα υποχώρησε το 2020 σε 38,8 δισεκ. ευρώ από 41,5 δισεκ. ευρώ το 2019.⁵ Εντούτοις η μέση αξία ανάληψης παρουσίασε σημαντική αύξηση μετά από πολλά έτη (κατά 15% περίπου έναντι του 2019, σε 210 ευρώ), γεγονός που πιθανόν συνδέεται με τους περιορισμούς στην κινητικότητα και υποδηλώνει ενίσχυση της ζήτησης ρευστότητας για λόγους πρόνοιας.⁶

Η πανδημία και τα μέτρα κοινωνικής αποστασιοποίησης έφεραν ξανά στο προσκήνιο τις ηλεκτρονικές αγορές και τις ηλεκτρονικές συναλλαγές, που επέτρεψαν ως ένα βαθμό τη συνέχιση των καθημερινών αγορών και περιορίσαν εν μέρει την υποχώρηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η στροφή σημαντικού μέρους των καταναλωτών προς τις ηλεκτρονικές αγορές επιβεβαιώνεται με βάση τα αποτελέσματα σχετικής έρευνας που διεξάγει η ΕΛΣΤΑΤ, σύμφωνα με τα οποία το ποσοστό των χρηστών του διαδικτύου που πραγματοποίησαν ηλεκτρονικές αγορές κατά το α' τρίμηνο του 2021 (α' τρίμηνο 2020) διαμορφώθηκε σε 58% (48%) αντιστοίχως, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 11 (6) περίπου ποσοστιαίες μονάδες έναντι του προηγούμενου έτους – τη μεγαλύτερη αύξηση από την έναρξη διεξαγωγής της έρευνας το 2002.⁷ Στο ίδιο συμπέρασμα κατατείνει και η έρευνα του Συνδέσμου Επιχειρήσεων Λιανικής Πωλήσεως Ελλάδος και του εργαστηρίου ELTRUN του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, που αναφέρει ότι τον Ιούνιο του 2021 το 50% των χρηστών του διαδικτύου είχε πραγματοποιήσει πρόσφατα κάποια αγορά μέσω διαδικτύου, έναντι 61% το Δεκέμβριο του 2020 (περίοδος lockdown) και 26% το Δεκέμβριο του 2019 (πριν την πανδημία). Επιπλέον, σύμφωνα με την έρευνα της ΕΛΣΤΑΤ, οι εν λόγω αγορές κατευθύνθηκαν κυρίως προς εγχώρια καταστήματα και αφορούσαν κατά κύριο λόγο είδη ένδυσης/υπόδησης, διανομή φαγητού και (το 2020) προϊόντα σχετιζόμενα με ηλεκτρονικούς υπολογιστές και κινητά τηλέφωνα. Η συμμετοχή του κύκλου εργασιών από το ηλεκτρονικό εμπόριο στο σύνολο του κύκλου εργασιών δείγματος επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε άλλη σχετική έρευνα της ΕΛΣΤΑΤ υπερδιπλασιάστηκε το 2021 και ανήλθε σε 9,8% έναντι 4,3% το 2020, 3,8% το 2018-2019, 3,6% το 2017 και 5,5% το 2016.⁸ Η στροφή σημαντικού μέρους των καταναλωτών προς τις ηλεκτρονικές αγορές επίσης πιθανόν συνέβαλε στην προαναφερθείσα μείωση της ζήτησης μετρητών από τους καταναλωτές μέσω ATM.

Για τη διευκόλυνση των συναλλαγών την περίοδο της πανδημίας και προκειμένου να περιοριστεί η φυσική επαφή των καταναλωτών με το πληκτρολόγιο των τερματικών στα σημεία πώλησης, το όριο του ποσού των ανέπαφων

Διάγραμμα Β Μηνιαία εισροή/εκροή τραπεζογραμματίων στην κεντρική τράπεζα (Ιανουάριος 2020 - Οκτώβριος 2021)

(ως % της αντίστοιχης μέσης μηνιαίας ροής τη διετία 2018-2019)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

5 Με βάση τα στοιχεία που δημοσίευσε η ΕΚΤ (ECB, Payment Statistics 2020, July 2021).

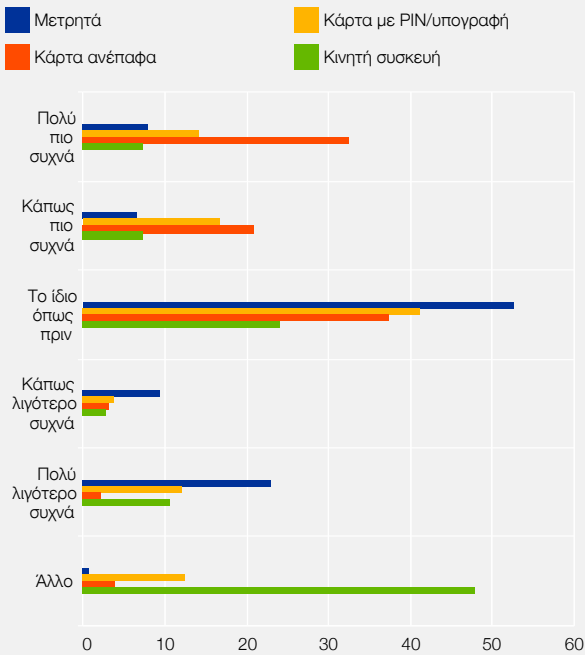
6 Η αύξηση της μέσης αξίας ανάληψης από ATM πιθανόν συνδέεται και με το γεγονός ότι λόγω του κινδύνου διασποράς της πανδημίας περιορίστηκαν ορισμένες συναλλαγές που πραγματοποιούνταν με φυσική παρουσία στις τράπεζες. Μεταξύ άλλων, αυξήθηκε το όριο του ποσού αναλήψεων/καταθέσεων μετρητών από τα ταμεία στα υποκαταστήματα των τραπεζών, με αποτέλεσμα αναλήψεις μετρητών έως 400 ευρώ (ή καταθέσεις έως 1000 ευρώ) να πραγματοποιούνται πλέον μόνο στα ATM. Βλ. ανακοίνωση της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, 24 Μαρτίου 2020.

7 Βλ. ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα χρήσης τεχνολογιών πληροφόρησης και επικοινωνίας από νοικοκυριά και άτομα για το έτος 2021, Δεκέμβριος 2021.

8 Βλ. ΕΛΣΤΑΤ, Χρήση Τεχνολογιών Πληροφόρησης, Επικοινωνίας και Ηλεκτρονικού Εμπορίου στις Επιχειρήσεις, 2021.

Διάγραμμα Γ Χρήση μεθόδων πληρωμής στην Ελλάδα την περίοδο της πανδημίας

(Ποσοστό % των ερωτηθέντων)



Πηγή: EKT, IMPACT survey (2020).
Σημείωση: Η κατηγορία "Άλλο" περιλαμβάνει τις απαντήσεις "άλλο μέσο πληρωμών" και "δεν γνωρίζω/δεν απαντώ".

πληρωμών με κάρτα αυξήθηκε στα 50 ευρώ από τα τέλη Μαρτίου 2020, όπως διατηρείται μέχρι σήμερα,⁹ μέτρο που εκτιμάται ότι συνέβαλε σε επιτάχυνση της χρήσης των πληρωμών με κάρτα στην Ελλάδα.

Η επιτάχυνση αυτή διαπιστώνεται με βάση την έρευνα για την επίδραση της πανδημίας στη χρήση των μετρητών και τις συνήθειες πληρωμών από την πλευρά των καταναλωτών στη ζώνη του ευρώ που διεξήγαγε η EKT (IMPACT survey).¹⁰ Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της εν λόγω έρευνας για την Ελλάδα, αν και το ήμισυ περίπου των ερωτηθέντων ανέφερε ότι συνέχισε να χρησιμοποιεί τα μετρητά όπως και πριν την πανδημία, το 33% υποστήριξε ότι τα χρησιμοποιούσε με μικρότερη συχνότητα (βλ. Διάγραμμα Γ). Ταυτόχρονα, το 53% ανέφερε ότι χρησιμοποιούσε συχνότερα ανέπαφες συναλλαγές με κάρτα, ενώ οι σημαντικότεροι λόγοι που αναφέρθηκαν για τη λιγότερο συχνή χρήση των μετρητών ήταν η μεγαλύτερη ευκολία που προσδόθηκε στη χρήση των ηλεκτρονικών τρόπων πληρωμής, καθώς και ο πιθανός κίνδυνος μόλυνσης μέσω των μετρητών ή της φυσικής εγγύτητας στο ταμείο, η προτροπή από την κυβέρνηση/δημόσιους φορείς για μεγαλύτερη χρήση ηλεκτρονικών πληρωμών ή και η δυσκολία που παρουσίαζε η ανάληψη μετρητών την περίοδο αυτή.

Η συχνότερη χρήση των συναλλαγών με κάρτα επιβεβαιώνεται και από τα στατιστικά στοιχεία των πληρωμών, σύμφωνα με τα οποία η αξία των εγχώριων πληρωμών με κάρτα διαμορφώθηκε το 2020 σε 35 δισεκ. ευρώ, έναντι 24 δισεκ. ευρώ το 2019, παρουσιάζοντας σε ετήσια βάση αύξηση κατά 44% (ή 39% με βάση τον αριθμό των πληρωμών αυτών).¹¹ Η χρήση των πληρωμών με –χρεωστικές κυρίως– κάρτες είχε επεκταθεί γρήγορα τη διετία 2015-2016 λόγω των περιορισμών που επιβλήθηκαν στις αναλήψεις μετρητών από τραπεζικούς λογαριασμούς τον Ιούνιο του 2015 και της θεσμοθέτησης στη συνέχεια σχετικών κινήτρων για την προώθηση των ηλεκτρονικών συναλλαγών. Ειδικότερα, το 2016 η αξία των εγχώριων πληρωμών με κάρτα είχε σημειώσει ρυθμό αύξησης 82% (ή 128% με βάση τον αριθμό πληρωμών), αλλά στη συνέχεια μέχρι το 2018 και το 2019 ο ρυθμός αυτός είχε σταθεροποιηθεί σε χαμηλότερα επίπεδα (της τάξεως του 10% σε όρους αξίας και 25% σε αριθμό). Είναι επίσης χαρακτηριστικό ότι οι πληρωμές με κάρτα που πραγματοποιήθηκαν με φυσική παρουσία σε φυσικό τερματικό EFTPOS ανήλθαν το 2020 σε 28,7 δισεκ. ευρώ, αυξημένες κατά 29% σε σχέση με το προηγούμενο έτος, ενώ η αντίστοιχη αξία εκείνων που πραγματοποιήθηκαν εξ αποστάσεως ανήλθε σε 6,8 δισεκ. ευρώ το 2020, αυξημένη κατά 71% έναντι του προηγούμενου έτους (βλ. Διάγραμμα Δ).

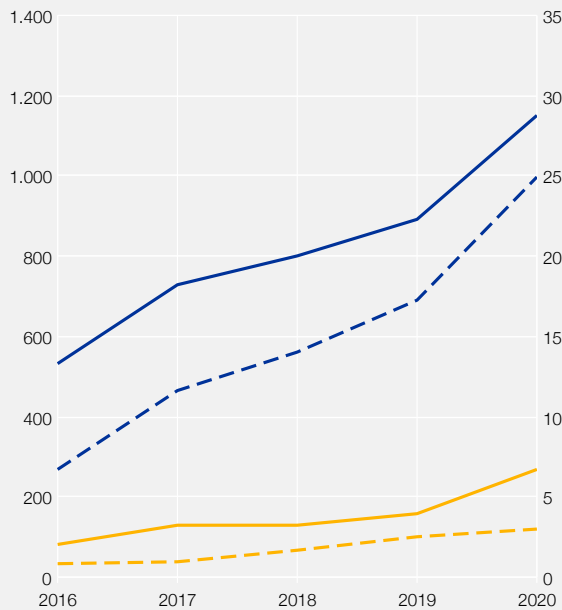
Κατά συνέπεια, ο λόγος μετρητών-καρτών (cash-card ratio) που θεωρείται στη βιβλιογραφία ενδεικτικός της προτίμησης των καταναλωτών για συναλλαγές με μετρητά σε σχέση με τις πληρωμές με κάρτα¹² και ο οποίος κατα-

9 Υστερα από σχετική ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (EBA), στην Ελλάδα και σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε το εν λόγω όριο από 25 σε 50 ευρώ (βλ. ανακοινώσεις EBA 25.3 2020 και Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών 26.3.2020).
10 Η εν λόγω έρευνα διεξήχθη τον Ιούλιο του 2020. Αναλυτικότερα βλ. ECB, Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE), December 2020, Box 3.
11 ECB, Payments statistics 2020, July 2021.
12 Baldo L., E. Bonifacio, M. Brandi, M. Lo Russo, G. Maddaloni, A. Nobili, G. Rocco, G. Sene and M. Valentini (2021), "Inside the black box: tools for understanding cash circulation", Banca d'Italia, Markets, Infrastructures, Payment Systems, Research Papers no. 7, July 2021.

Διάγραμμα Δ Πληρωμές με κάρτα στην Ελλάδα

(αριστερός άξονας: αριθμός σε εκατ. συναλλαγές,
δεξιός άξονας: αξία σε δισεκ. ευρώ)

- με φυσική παρουσία σε τερματικό EFTPOS (αξία, δεξιός άξονας)
- με φυσική παρουσία σε τερματικό EFTPOS (αριθμός, αριστερός άξονας)
- εξ αποστάσεως (αξία, δεξιός άξονας)
- εξ αποστάσεως (αριθμός, αριστερός άξονας)

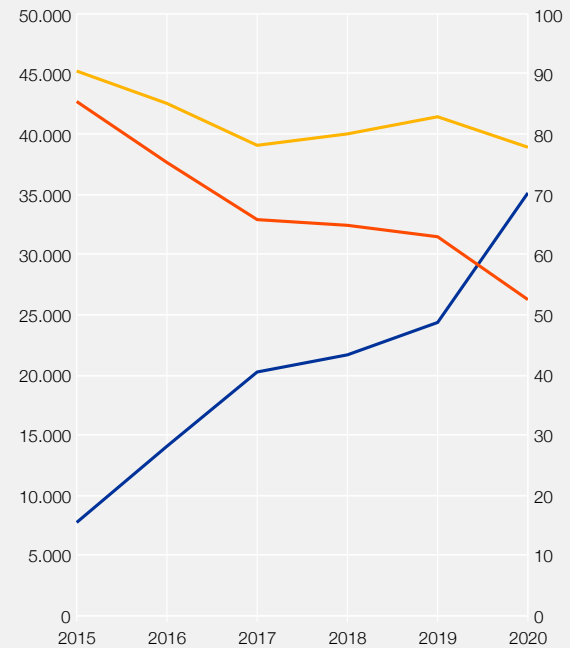


Πηγή: ΕΚΤ.

Διάγραμμα Ε Αναλήψεις μετρητών, πληρωμές με κάρτες¹ και λόγος μετρητών-καρτών

(αριστερός άξονας: αξία σε εκατ. ευρώ, δεξιός άξονας: ποσοστό %)

- Πληρωμές με κάρτα (αξία, αριστερός άξονας)
- Αναλήψεις μετρητών από ATM (αξία, αριστερός άξονας)
- Λόγος μετρητών-καρτών (ποσοστό %, δεξιός άξονας)



Πηγή: ΕΚΤ.

¹ Τα στοιχεία αφορούν εγχώριες πληρωμές με κάρτες που έχουν εκδοθεί από εγχώριους παρόχους υπηρεσιών πληρωμών.

γράφει πτωτική τάση εδώ και αρκετά έτη, συνέχισε να υποχωρεί με εντονότερο ρυθμό το 2020, υποδηλώνοντας συνολικά ενίσχυση της προτίμησης για πληρωμές με κάρτα έναντι των μετρητών κατά την πανδημία. Ειδικότερα, ο λόγος μετρητών-καρτών,¹³ αφού υποχώρησε από 85% το 2015 σε 63% το 2019, μειώθηκε περαιτέρω σε 52% το 2020 (Διάγραμμα Ε). Επιπρόσθετα, η μέση αξία ανά συναλλαγή με χρεωστική κάρτα, η οποία ακολουθούσε πτωτική πορεία, αυξήθηκε, για πρώτη φορά μετά το 2015, σε 33 ευρώ περίπου (από 30 ευρώ το 2019), καθώς, λόγω των περιορισμών στην κινητικότητα, οι καταναλωτές πραγματοποίησαν στα σημεία πώλησης αγορές με μικρότερη συχνότητα, αλλά μεγαλύτερης αξίας.

¹³ Δηλ. η αξία των μετρητών που αναλήφθηκαν μέσω ATM ως ποσοστό της συνολικής αξίας των αναλήψεων αυτών και των εγχώριων συναλλαγών με κάρτα.

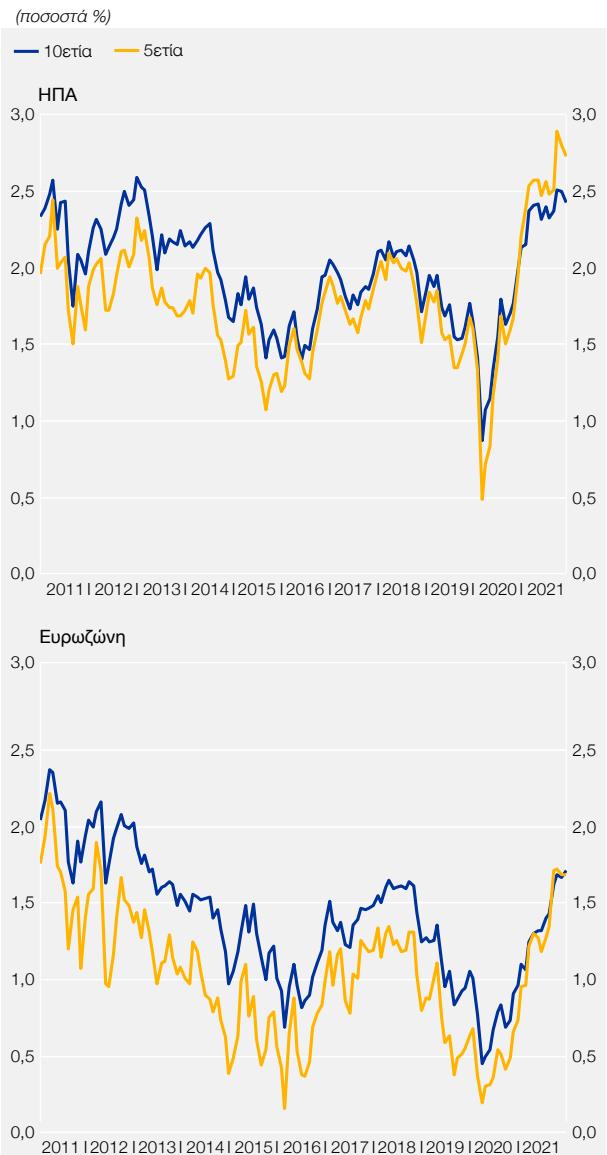
VII ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Κατά τη διάρκεια του 2021 οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες παρέμειναν ιδιαίτερα ευνοϊκές, με κύριο χαρακτηριστικό τις ιστορικά χαμηλές αποδόσεις των ομολόγων αναφοράς. Οι συνθήκες αυτές διαμορφώθηκαν ως αποτέλεσμα των συντονισμένων παρεμβάσεων μεγάλων κεντρικών τραπεζών και κυβερνήσεων ανεπτυγμένων οικονομιών μετά την εκδήλωση της πανδημίας το 2020. Έτσι, τόσο οι εκδόσεις κρατικών και εταιρικών ομολόγων όσο και οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου πραγματοποιούνται με ιδιαίτερα χαμηλό κόστος, ενώ η ζήτηση τοποθετήσεων με θετικές αποδόσεις διέυρνε την επενδυτική βάση ακόμη και για εκδότες ομολόγων ή εισηγμένες επιχειρήσεις με πολύ χαμηλή πιστοληπτική αξιολόγηση. Σε αυτό το περιβάλλον, το Ελληνικό Δημόσιο έχει αντλήσει κεφάλαια από τις διεθνείς αγορές ομολόγων με ιστορικά χαμηλό κόστος δανεισμού, γεγονός που συνέβαλε καίρια στην παροχή κρατικής στήριξης προς την πραγματική οικονομία κατά τη διάρκεια της πανδημίας.

Ταυτόχρονα όμως παρατηρείται σημαντική αύξηση τόσο του τρέχοντος όσο και του αναμενόμενου πληθωρισμού σε μεγάλες οικονομίες διεθνώς (βλ. Διάγραμμα VII.1). Έτσι, από το Σεπτέμβριο του τρέχοντος έτους, έχουν αρχίσει να διαμορφώνονται προσδοκίες για σταδιακή αύξηση των επιτοκίων των μεγάλων κεντρικών τραπεζών διεθνώς, γεγονός που έχει οδηγήσει σε άνοδο των ομολογιακών αποδόσεων διεθνώς. Αν και οι προσδοκίες αυτές δεν αφορούν, επί του παρόντος, τη νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος, ενδεχόμενη αλλαγή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής άλλων μεγάλων κεντρικών τραπεζών αναμένεται να επηρεάσει, τουλάχιστον μερικώς, και τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες στη ζώνη του ευρώ.

Βάσει των ανωτέρω, αναδεικνύεται η σημασία της στήριξης που παρέχει το Ευρωσύστημα στην ελληνική οικονομία, καθώς η συμπερίληψη των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα αγορών τίτλων λόγω πανδημίας (PEPP) της ΕΚΤ έχει συμβάλει στη μείωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Για τη διατήρηση του χαμηλού κόστους δανεισμού μακροπρόθεσμα είναι ιδιαίτερα σημαντική η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική κατηγορία.

Διάγραμμα VII.1 Αποδόσεις εξισορρόπησης πληθωρισμού τίτλων 5ετούς και 10ετούς διάρκειας (5-year & 10-year breakeven inflation rates)



Πηγές: FRED - Federal Reserve Bank of St. Louis (ΗΠΑ) και Refinitiv (ευρωζώνη).
Σημείωση: Τα διαγράμματα απεικονίζουν τις αποδόσεις εξισορρόπησης του πληθωρισμού (διαφορά μεταξύ ονομαστικών και τιμαριθμοποιημένων αποδόσεων) για ομόλογα διάρκειας 10 και 5 ετών. Για την ευρωζώνη έχουν ληφθεί τα γερμανικά ονομαστικά και τιμαριθμοποιημένα ομόλογα. Τα στοιχεία είναι σε μηνιαία συχνότητα για την περίοδο Ιανουαρίου 2011-Δεκεμβρίου 2021.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Κατά τη διάρκεια του 2021 οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες παρέμειναν ιδιαίτερα διευκολυντικές. Επί του παρόντος, το χρηματοπιστωτικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται από ιστορικά χαμηλές ομολογιακές αποδόσεις, χαμηλή μεταβλητότητα και χαμηλές απαιτούμενες αποδόσεις στις μετοχές, που έχουν οδηγήσει σε άνοδο των τιμών τους διεθνώς. Σε αυτή την εξέλιξη έχουν συμβάλει καθοριστικά οι συντονισμένες παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών και κυβερνήσεων μεγάλων ανεπτυγμένων οικονομιών. Συγκεκριμένα, η παροχή αυξημένης ρευστότητας και η διεύρυνση των προγραμμάτων αγορών τίτλων λειτούργησαν αρχικά ως ανάχωμα (backstop) στην έντονη πτώση των αποτιμήσεων στις αρχές του 2020 λόγω της εκδήλωσης της πανδημίας. Στη συνέχεια, διευκόλυναν τη χρηματοδότηση της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς από τις αγορές, παρέχοντας καίρια στήριξη για τη χρηματοδότηση κρατών και επιχειρήσεων, αλλά, εμμέσως, και των νοικοκυριών.

Η μείωση του κόστους δανεισμού οδήγησε σε σημαντική αύξηση της εκδοτικής δραστηριότητας σε ομόλογα όλων των κατηγοριών πιστοληπτικής αξιολόγησης, ειδικά από κράτη και επιχειρήσεις ανεπτυγμένων οικονομιών,² αλλά και σε μετοχές διεθνώς. Παράλληλα ωστόσο, από την πλευρά των επενδυτών, έχουν διαμορφωθεί συνθήκες αναζήτησης αποδόσεων (search for yield). Επίσης, οι προσδοκίες των επενδυτών για ισχυρούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης και το τρέχον περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων έχουν συμβάλει στη μείωση των ασφαλιστρών κινδύνου μετοχών και ομολόγων σε χαμηλά επίπεδα.³

Ταυτόχρονα όμως παρατηρείται αυξημένη ανάληψη κινδύνου από τους επενδυτές σε ορισμένους τομείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ενώ αναδεικνύονται νέοι κίνδυνοι, οι οποίοι συνδέονται με τις εξελίξεις στον πληθωρισμό.⁴ Συγκεκριμένα, ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ βρίσκεται πλέον σε επίπεδα που δεν έχουν παρατηρηθεί από τη δεκαετία του 1980 και οι δείκτες προσδοκίων των επενδυτών υποδηλώνουν περαιτέρω άνοδο του, με αποτέλεσμα τη διαμόρφωση προσδοκίων για αύξηση επιτοκίων από τη Fed εντός του 2022 (βλ. Διάγραμμα VII.2). Οι εξελίξεις αυτές αποτυπώνονται στην άνοδο των αποδόσεων των ομοσπονδιακών ομολόγων αναφοράς των ΗΠΑ, ενώ η αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό έχει οδηγήσει σε αύξηση της μεταβλητότητας των αποδόσεων των κρατικών και εταιρικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ.⁵ Παρά τη μεταβλητότητα, οι αποδόσεις των ευρωπαϊκών ομολόγων έχουν διατηρηθεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, με αποτέλεσμα τη σταδιακή διεύρυνση των διαφορών αποδόσεων των ομολόγων των ΗΠΑ έναντι εκείνων της ζώνης του ευρώ.

Σε αυτό το διεθνές χρηματοπιστωτικό περιβάλλον, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων έχουν διατηρηθεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, διευκολύνοντας τη χρηματοδότηση της οικονομίας μέσω εκδόσεων ομολόγων χαμηλού κόστους και μακράς διάρκειας από το Ελληνικό Δημόσιο και από επιχειρήσεις με ισχυρά οικονομικά μεγέθη. Επίσης, οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών έχουν αυξηθεί, διευκολύνοντας τις αυξήσεις κεφαλαίου εισηγμένων επιχειρήσεων. Στη διαμόρφωση των ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών για την ελληνική οικονομία έχουν συμβάλει και οι αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου από τους οίκους DBRS και Standard & Poor's, με αποτέλεσμα τη μείωση της απόστασης από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας.

1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 17.12.2021.

2 Σημειώνεται ότι κατά τη διάρκεια του 2021, από τις επιμέρους κατηγορίες πιστοληπτικής αξιολόγησης, παρατηρήθηκε ρεκόρ έκδοσης ομολόγων με αξιολόγηση BBB και χαμηλότερη (βλ. EKT, *Financial Stability Review*, Νοέμβριος 2021). Επίσης, σύμφωνα με έκθεση του οίκου Standard and Poor's παρατηρείται ιστορικό υψηλό έκδοσης εταιρικών ομολόγων από εκδότες με αξιολόγηση CCC ή χαμηλότερη (βλ. Standard and Poor's, "Credit Trends: Why 'CCC' Rated Companies Have Risen And Default Rates Have Not", 19.10. 2021).

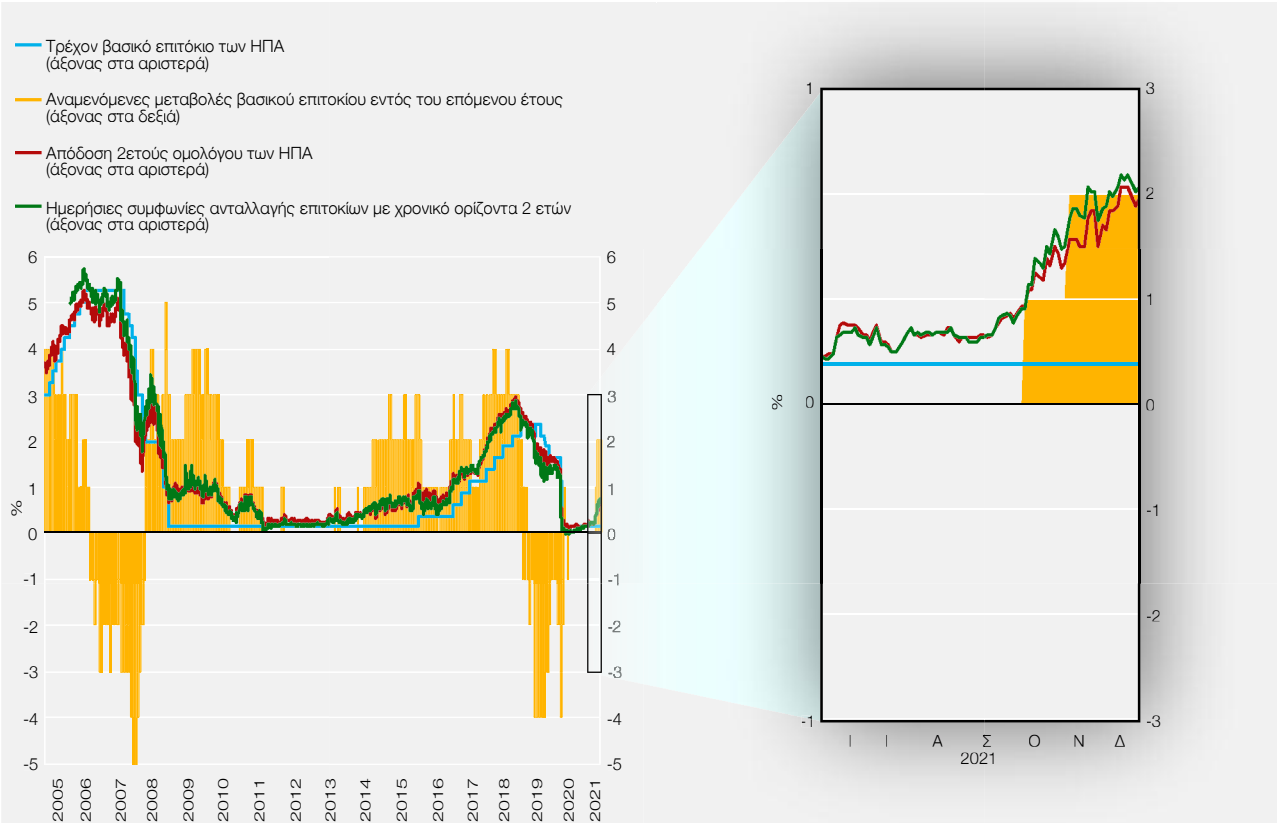
3 Σύμφωνα την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (*Financial Stability Report*, Μάιος 2021), η άνοδος των αποτιμήσεων στις αγορές μετοχών εξηγείται σε μεγάλο βαθμό από το χαμηλό επίπεδο του ασφαλιστρου κινδύνου των μετοχών (equity risk premium).

4 Η EKT (*Financial Stability Review*, Νοέμβριος 2021) εκτιμά ότι η ανάληψη κινδύνου στην αγορά ομολόγων είναι σε υψηλά επίπεδα. Αντίστοιχα ευρήματα τόσο για την αγορά ομολόγων όσο και για την αγορά μετοχών περιέχονται σε έκθεση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (βλ. *Financial Stability Report*, Μάιος 2021).

5 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2020-2021*, Πλαίσιο VII.1, Ιούνιος 2021.

Διάγραμμα VII.2 Τρέχον και αναμενόμενο βασικό επιτόκιο των ΗΠΑ

(ημερήσια στοιχεία σε ποσοστά %, αριστερά: Μάιος 2005-Δεκέμβριος 2021 και δεξιά: τελευταίοι έξι μήνες)



Πηγές: Fed, CME, Refinitiv και Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Ο αναμενόμενος αριθμός μεταβολών στο βασικό επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed funds rate) συνάγεται από τα προθεσμιακά συμβόλαια (CME's futures contracts) με βάση την εκτιμώμενη εξέλιξη των επιτοκίων στις συνεδριάσεις της FOMC. Οι πορτοκαλί ράβδοι υποδηλώνουν τον αναμενόμενο αριθμό μεταβολών των επιτοκίων μέσα στις επόμενες εννέα συνεδριάσεις της FOMC με βάση την κλίμακα του άξονα στα δεξιά. Οι αρνητικές τιμές υποδηλώνουν μείωση των επιτοκίων και οι θετικές τιμές αύξηση των επιτοκίων.

Η περαιτέρω βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου είναι ιδιαίτερα σημαντική, διότι θα αποτελέσει ένα σταθερό παράγοντα ανθεκτικότητας απέναντι σε ενδεχόμενες μεταβολές των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών (σχετικά με τους παράγοντες που θα διευκολύνουν αυτή την εξέλιξη, βλ. Πλαίσιο VII.1). Ταυτόχρονα, οι περιβαλλοντικοί κίνδυνοι που επιφέρει η κλιματική κρίση αναμένεται να επιδράσουν μακροπρόθεσμα και στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδος (βλ. Πλαίσιο VII.2).

Συνοπτικά, γίνεται σαφές ότι η επίτευξη του στόχου της αναβάθμισης της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου έχει και χρονική διάσταση. Γι' αυτό συνιστάται η επιτάχυνση και εντατικοποίηση των δράσεων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που χρειάζεται η ελληνική οικονομία.

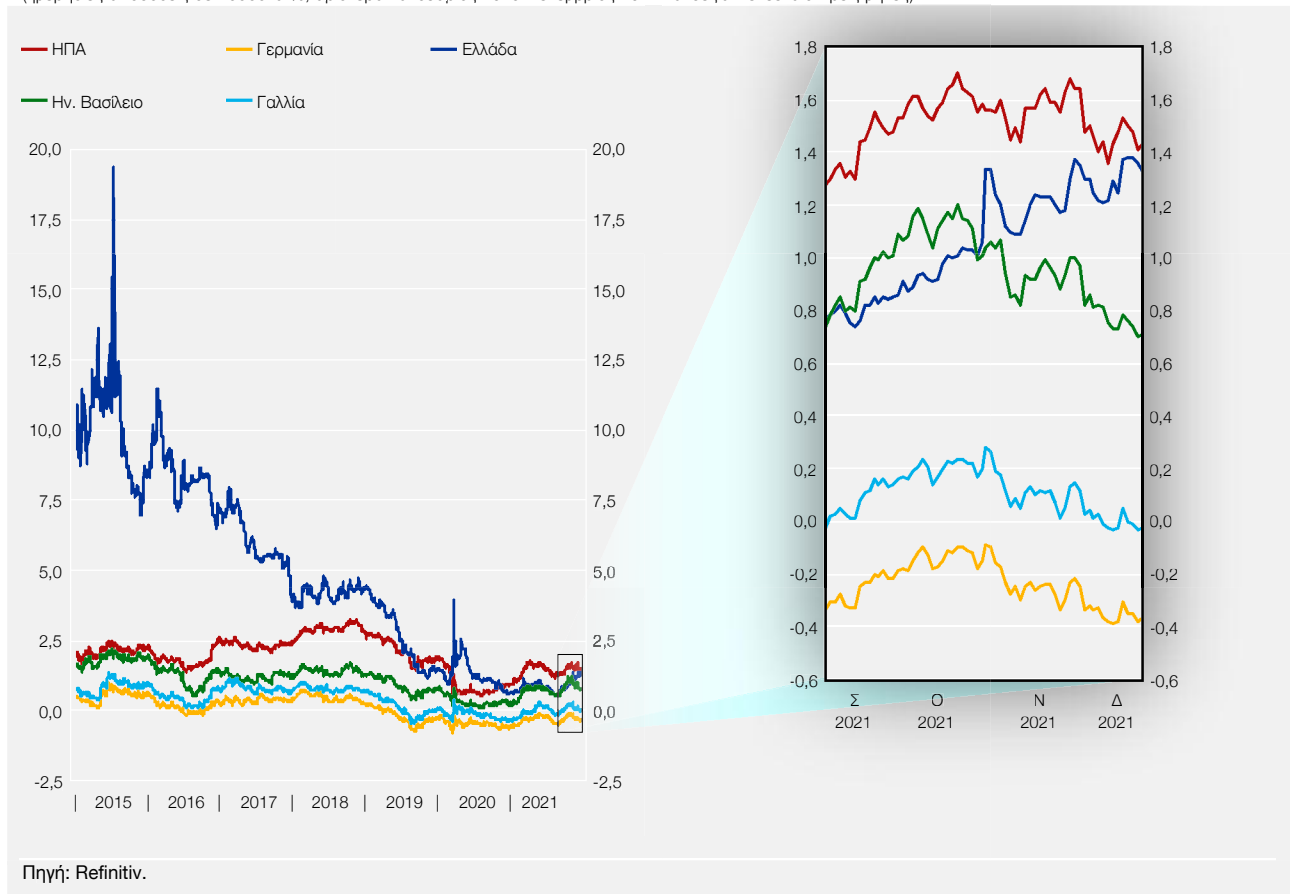
2 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

Κατά τη διάρκεια του 2021, λόγω και των προαναφερθέντων μέτρων στήριξης των οικονομιών, η μεταβλητότητα στις διεθνείς αγορές μετοχών και ομολόγων παρέμεινε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα.⁶ Σε αυτό το περιβάλλον, η αναζήτηση αποδόσεων έχει οδηγήσει τα επενδυτικά χαρ-

⁶ Ενδεικτικά, ο δείκτης του Council on Foreign Relations που παρακολουθεί τις νομισματικές πολιτικές διεθνώς (Global Monetary Policy Tracker), βρισκόταν τον Οκτώβριο του 2021 στο -9,65 και το Νοέμβριο στο -9,51, τιμές οριακά υψηλότερες από το επίπεδο που αντιστοιχεί σε συνθήκες απόλυτα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής σε παγκόσμιο επίπεδο.

Διάγραμμα VII.3 Απόδοσεις δεκαετών κρατικών ομολόγων

(ημερήσιες αποδόσεις σε ποσοστά %, αριστερά: Ιανουάριος 2015-Δεκέμβριος 2021 και δεξιά: τελευταίοι τρεις μήνες)



τοφυλάκια σε αυξημένες τοποθετήσεις κεφαλαίων σε χρεόγραφα χαμηλότερης πιστοληπτικής αξιολόγησης και υψηλότερης απόδοσης, οδηγώντας σε μείωση των ασφαλίσιμων κινδύνου και σε αύξηση των αποτιμήσεων μετοχών και ομολόγων.

Βέβαια, επισημαίνεται ότι οι προσδοκίες των επενδυτών είναι ιδιαίτερα σημαντικός παράγοντας στην τρέχουσα διεθνή χρηματοοικονομική συγκυρία. Σύμφωνα με μελέτες, η ισχυρή αύξηση των τιμών των μετοχών διεθνώς αποτυπώνει την προεξόφληση των αναμενόμενων μελλοντικών αποτελεσμάτων υπό συνθήκες ιστορικά χαμηλών επιτοκίων, υπερβαίνοντας τη βελτίωση της κερδοφορίας των εισηγμένων επιχειρήσεων.⁷

Ωστόσο, η άνοδος του πληθωρισμού διεθνώς, αλλά και η διαμόρφωση προσδοκιών για περαιτέρω ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων, αποτελούν σημαντικές παραμέτρους για τη διαμόρφωση της στάσης των επενδυτών.⁸ Οι προσδοκίες των επενδυτών για σταδιακή έξοδο από

7 Βλ. ενδεικτικά Kuvshinov, D. and K. Zimmermann (2021), “The big bang: Stock market capitalization in the long run” *Journal of Financial Economics* (<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.008>).

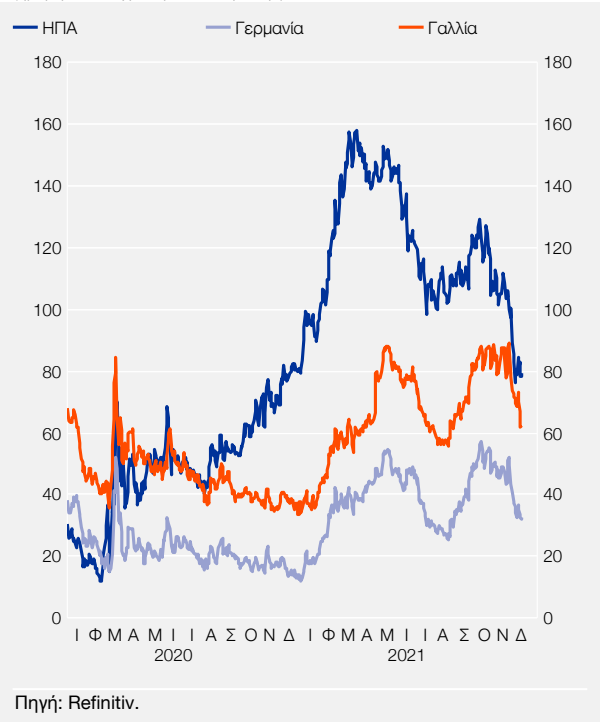
8 Το Νοέμβριο του 2021 ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ διαμορφώθηκε σε 6,8% (ο πυρήνας του πληθωρισμού: 4,9%) και στην ευρωζώνη σε 4,9% (πυρήνας πληθωρισμού: 2,6%). Ο αναμενόμενος πληθωρισμός, όπως υποδεικνύεται από τα ομόλογα αναφοράς 5ετούς διάρκειας (5-year breakeven inflation rate), διαμορφώθηκε στις 16.12.2021 σε 2,77% στις ΗΠΑ και σε 1,69% στην ευρωζώνη, δηλ. αυξημένος κατά 82 και 96 μονάδες βάσης αντίστοιχα σε σύγκριση με τις 31.12.2020. Οι προσδοκίες της αγοράς ομολόγων για τον πληθωρισμό σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, όπως φαίνεται από το δείκτη αναμενόμενου πληθωρισμού 5 έτη από σήμερα με χρονικό ορίζοντα 5 ετών (5-year 5-year forward inflation expectation rate), ήταν σχετικά σταθερές για τις ΗΠΑ (2,1% από 2,0%) και ελαφρώς αυξητικές για την ευρωζώνη (1,7% από 1,2%).

τις εξαιρετικά διευκολυντικές διεθνείς νομισματικές συνθήκες ενισχύθηκαν μετά τις τελευταίες ανακοινώσεις της Fed σχετικά με τη σταδιακή μεταβολή της νομισματικής πολιτικής της.⁹ Έτσι, οι τιμές των επιτοκιακών παραγώγων υποδεικνύουν προσδοκίες για τουλάχιστον δύο αυξήσεις του βασικού επιτοκίου της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ εντός του 2022.

Οι προσδοκίες αυτές έχουν οδηγήσει σε άνοδο την απόδοση των 10ετών ομολόγων των ΗΠΑ, σε σύγκριση με τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα του Μαρτίου του 2020.¹⁰ Η αύξηση αυτή επηρεάζει και τα ομόλογα αναφοράς της ευρωζώνης (βλ. Διάγραμμα VII.3).¹¹ Βέβαια, οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων ομολόγων χωρίς κίνδυνο στην ευρωζώνη δεν έχουν ακολουθήσει την ανοδική πορεία της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων ομολόγων των ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα VII.4). Ταυτόχρονα, οι πραγματικές αποδόσεις, δηλ. οι αποδόσεις των τιμαριθμοποιημένων ομολόγων οι οποίες είναι ουδέτερες ως προς τον πληθωρισμό, έχουν παραμείνει το 2021 σχετικά σταθερές στις ΗΠΑ, ενώ έχουν υποχωρήσει στην ευρωζώνη.¹²

Διάγραμμα VII.4 Διαφορές αποδόσεων 10ετών και 2ετών ομολόγων αναφοράς (Ιανουάριος 2020 - Δεκέμβριος 2021)

(ημερήσια στοιχεία, μονάδες βάσης)



Κατά συνέπεια, οι συγκεκριμένοι δείκτες για τις επερχόμενες συνθήκες οικονομικής δραστηριότητας στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ ακολουθούν αποκλίνουσες πορείες. Έτσι, φαίνεται ότι η διαμόρφωση προσδοκιών στις αγορές για σταδιακή μεταβολή της νομισματικής πολιτικής από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ δεν συνεπάγεται αντίστοιχη διαμόρφωση προσδοκιών για παράλληλη μεταβολή της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Όμως, με δεδομένο το διεθνή αντίκτυπο των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής της Fed, θα ήταν εύλογο να αναμένεται ότι σε ένα τέτοιο ενδεχόμενο θα επηρεαστούν οι παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές συνθήκες και τα διεθνή επιτόκια. Ενδεικτική του αναμενόμενου διεθνούς αντίκτυπου της ενδεχόμενης αυτής εξέλιξης είναι η τάση ανόδου των αποδόσεων τόσο στα κρατικά όσο και στα εταιρικά ομόλογα χαμηλότερης πιστοληπτικής αξιολόγησης της ζώνης του ευρώ που παρατηρήθηκε από το Σεπτέμβριο (βλ. Διάγραμμα VII.7) του τρέχοντος έτους μέχρι πρόσφατα, σε συνάφεια με τη διαμόρφωση προσδοκιών για μεταβολή της νομισματικής πολιτικής της Fed.

9 Βλ. ανακοινώσεις της FOMC στις 22.9, 3.11 και 15.12.2021. Συνοπτικά, η FOMC αποφάσισε το Νοέμβριο τη μείωση των καθαρών αγορών τίτλων, ενώ τα πρακτικά των συνεδριάσεων του Σεπτεμβρίου και του Δεκεμβρίου υπέδειξαν τη σταδιακή διαμόρφωση πλειοψηφίας για τρεις επικείμενες αυξήσεις επιτοκίων κατά 25 μονάδες βάσης εντός του 2022. Πρόσφατες μελέτες δείχνουν ότι οι αποφάσεις και παρεμβάσεις της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ έχουν παγκόσμιο αντίκτυπο στις χρηματοπιστωτικές αγορές – ενδεικτικά βλ. Miranda-Agrippino, S. and H. Rey (2020), “U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle”, *Review of Economic Studies*, 87(6), 2754-2776.

10 Η απόδοση των 10ετών ομολόγων βρισκόταν στα μέσα Δεκεμβρίου 2021 στο 1,46%, αυξημένη κατά 54 μ.β. σε σύγκριση με το τέλος του 2020 και κατά 90 μ.β. σε σύγκριση με τα επίπεδα του Μαρτίου του 2020.

11 Ενδεικτικά, οι αποδόσεις των 10ετών ομολόγων της Γερμανίας, της Γαλλίας, της Ιταλίας, της Ισπανίας και της Πορτογαλίας βρίσκονταν σε υψηλότερα επίπεδα στα μέσα Δεκεμβρίου 2021 σε σχέση με τις αρχές του έτους κατά 21 μ.β., 32 μ.β., 40 μ.β., 29 μ.β. και 21 μ.β. αντίστοιχα, ενώ οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ των 10ετών και 2ετών ομολόγων βρίσκονταν επίσης υψηλότερα την ίδια περίοδο κατά 19 μ.β., 25 μ.β., 21 μ.β., 13 μ.β. και 13 μ.β. αντίστοιχα.

12 Η απόδοση των 5ετών τιμαριθμοποιημένων ομολόγων της Γερμανίας βρισκόταν στα μέσα Δεκεμβρίου 2021 στο -2,2%, τιμή η οποία έχει μειωθεί κατά 76 μ.β. σε σχέση με τις 31.12.2020.

Πλαίσιο VII.1

ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις των κρατών (sovereign credit ratings) διαμορφώνονται μέσα από μία διαδικασία δύο σταδίων: αρχικά, γίνεται βαθμολόγηση ή ταξινόμηση διαφόρων παραμέτρων κινδύνου και, στη συνέχεια, αξιολόγηση των προοπτικών της οικονομίας.¹ Σύμφωνα τόσο με τη σχετική βιβλιογραφία όσο και με την επενδυτική πρακτική, οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις κρατών αποτελούν σημαντική παράμετρο για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων και την αποτίμηση κρατικών χρεογράφων.² Έτσι, το κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου από τις αγορές ομολόγων φαίνεται σαφώς ότι είναι συνδεδεμένο με την πιστοληπτική αξιολόγηση του, καθώς οι υποβαθμίσεις οδηγούν σε αύξηση και οι αναβαθμίσεις σε μείωση του κόστους δανεισμού (βλ. Διάγραμμα Α).

Η τρέχουσα πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου είναι BB από τους DBRS, Fitch και Standard and Poor's και Ba3 (αντίστοιχη με BB-) από τον οίκο Moody's. Όπως φαίνεται από το Διάγραμμα Α, από το 2012 και ύστερα παρατηρείται, σχεδόν αδιαλείπτως, βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου. Από τα τέλη του 2020, οι τρεις από τους προαναφερθέντες τέσσερις οίκους αξιολόγησης, που είναι αποδεκτοί από το Ευρωσύστημα ως εξωτερικοί οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (External Credit Assessment Institutions – ECAs), έχουν αναβαθμίσει το Ελληνικό Δημόσιο κατά μία βαθμίδα (notch). Ταυτόχρονα, οι δύο από τους τρεις οίκους (DBRS και S&P) διατηρούν θετικές προοπτικές (positive outlook), γεγονός που, σύμφωνα με τις δημοσιευμένες μεθοδολογίες τους, υποδηλώνει αυξημένη πιθανότητα για περαιτέρω αναβάθμιση εντός των επόμενων 12-18 μηνών, μετά την τελευταία αξιολόγηση.

Βέβαια, η τρέχουσα αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου υπολείπεται κατά δύο τουλάχιστον βαθμίδες από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας (Investment Grade – IG).³ Το όριο της επενδυτικής κατηγορίας αποτελεί πολύ σημαντικό παράγοντα για τη διεύρυνση της επενδυτικής βάσης των εκάστοτε ομολόγων και άρα τη διαμόρφωση συνθηκών υψηλής ανθεκτικότητας των αποτιμήσεών τους σε ενδεχόμενες χρηματοπιστωτικές διαταράξεις. Για παράδειγμα, τα διεθνή θεσμικά επενδυτικά κεφάλαια (institutional investment funds, όπως και τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια) επενδύουν σε συντριπτικό ποσοστό σε ομόλογα της επενδυτικής κατηγορίας, καθώς δεσμεύονται προς τους μεριδιούχους, ώστε να περιορίζεται η ανάληψη κινδύνων στα χαρτοφυλάκιά τους.⁴ Επίσης, οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις αποτελούν σημαντικούς παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη βάσει κανονισμών, όπως το κανονιστικό πλαίσιο για την επιλεξιμότητα των προσφερόμενων εξασφαλίσεων στις πράξεις αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος.⁵

1 Η παρούσα ανάλυση περιορίζεται στους τρεις μεγαλύτερους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, δηλ. Fitch, Moody's και Standard and Poor's. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA) το 2020 οι τρεις αυτοί οργανισμοί, από κοινού, αντιπροσώπευαν το 91,1% της ευρωπαϊκής αγοράς για τις συναφείς δραστηριότητες. Βλ. ESMA (2020), *Report on CRA Market Share Calculation*.

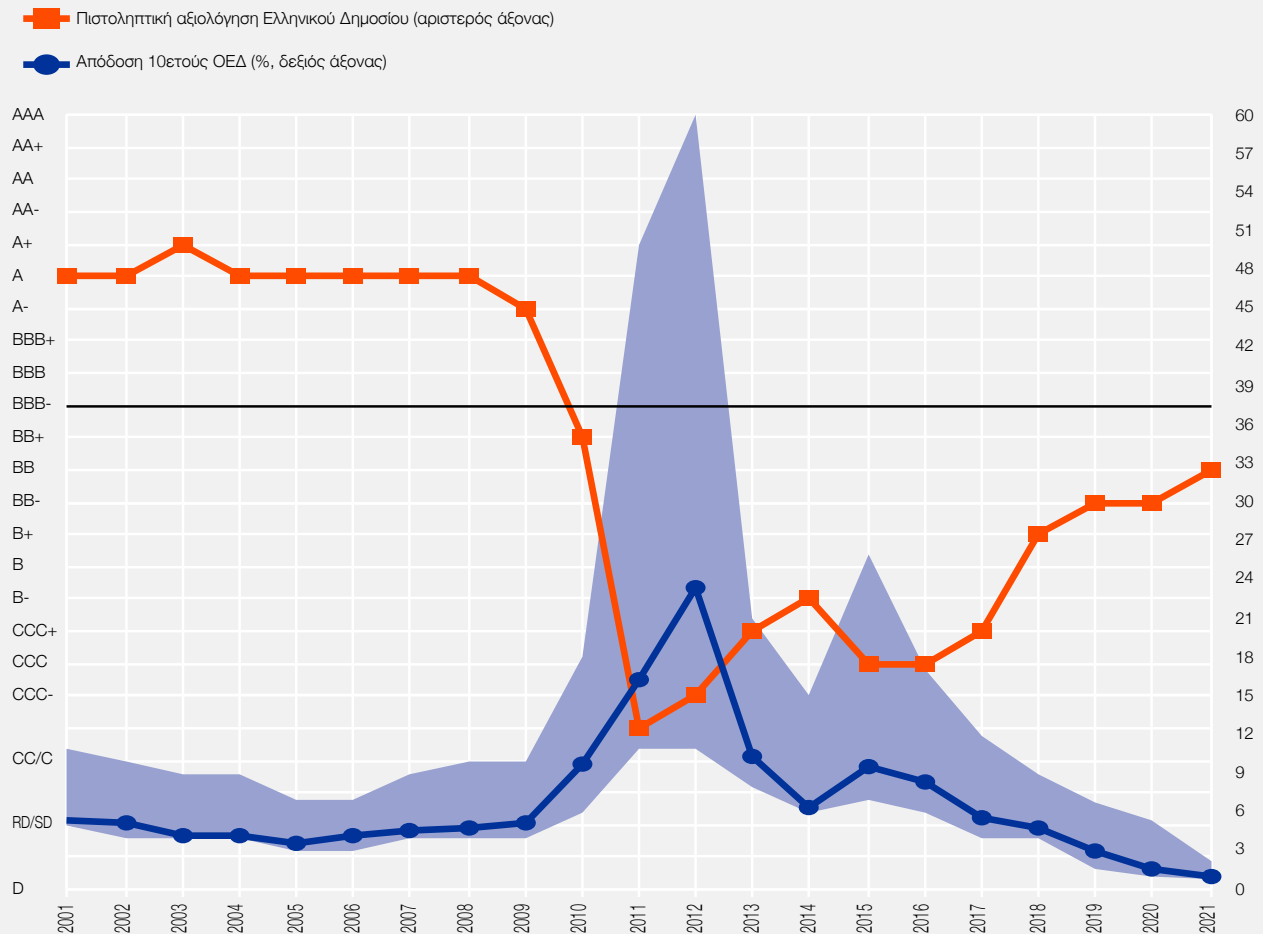
2 Ενδεικτικά, βλ. Aizenmann, J., M. Binici and M. Hutchinson (2013), "Credit ratings and the pricing of sovereign debt during the euro crisis", *Oxford Review of Economic Policy*, 29, 582-609, De Santis, R. (2012), "The euro area sovereign debt crisis: safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal", European Central Bank Working Paper 1419, και Livingston, M., J. Wei and L. Zhou (2010), "Moody's and S&P ratings: are they equivalent? Conservative ratings and split rated bond yields", *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(7), 1267-1293.

3 Σύμφωνα με τους ορισμούς των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης, τα ομόλογα ανήκουν είτε στην επενδυτική κατηγορία (Investment Grade) είτε στη μη επενδυτική κατηγορία (Non-Investment Grade – NIG). Η επενδυτική κατηγορία περιλαμβάνει ομόλογα με αξιολογήσεις BBB-/Baa3 ή και καλύτερες, ενώ ομόλογα που αξιολογούνται από BB+/BB1 και χαμηλότερα ανήκουν στη μη επενδυτική κατηγορία. Οι αξιολογήσεις του ελληνικού δημόσιου χρέους από τις DBRS, Fitch και Standard and Poor's υπολείπονται κατά δύο βαθμίδες και της Moody's κατά τρεις από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας.

4 Ενδεικτικά, βλ. Capiello et al. (2021), "Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities", ECB Occasional Paper no. 270.

5 Επί του παρόντος τα ελληνικά ομόλογα γίνονται αποδεκτά κατ' εξαίρεση από τους εν λόγω κανονισμούς.

Διάγραμμα Α Πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου και κόστος δανεισμού μέσω 10ετών ΟΕΔ



Πηγές: Refinitiv, οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και Τράπεζα της Ελλάδος.

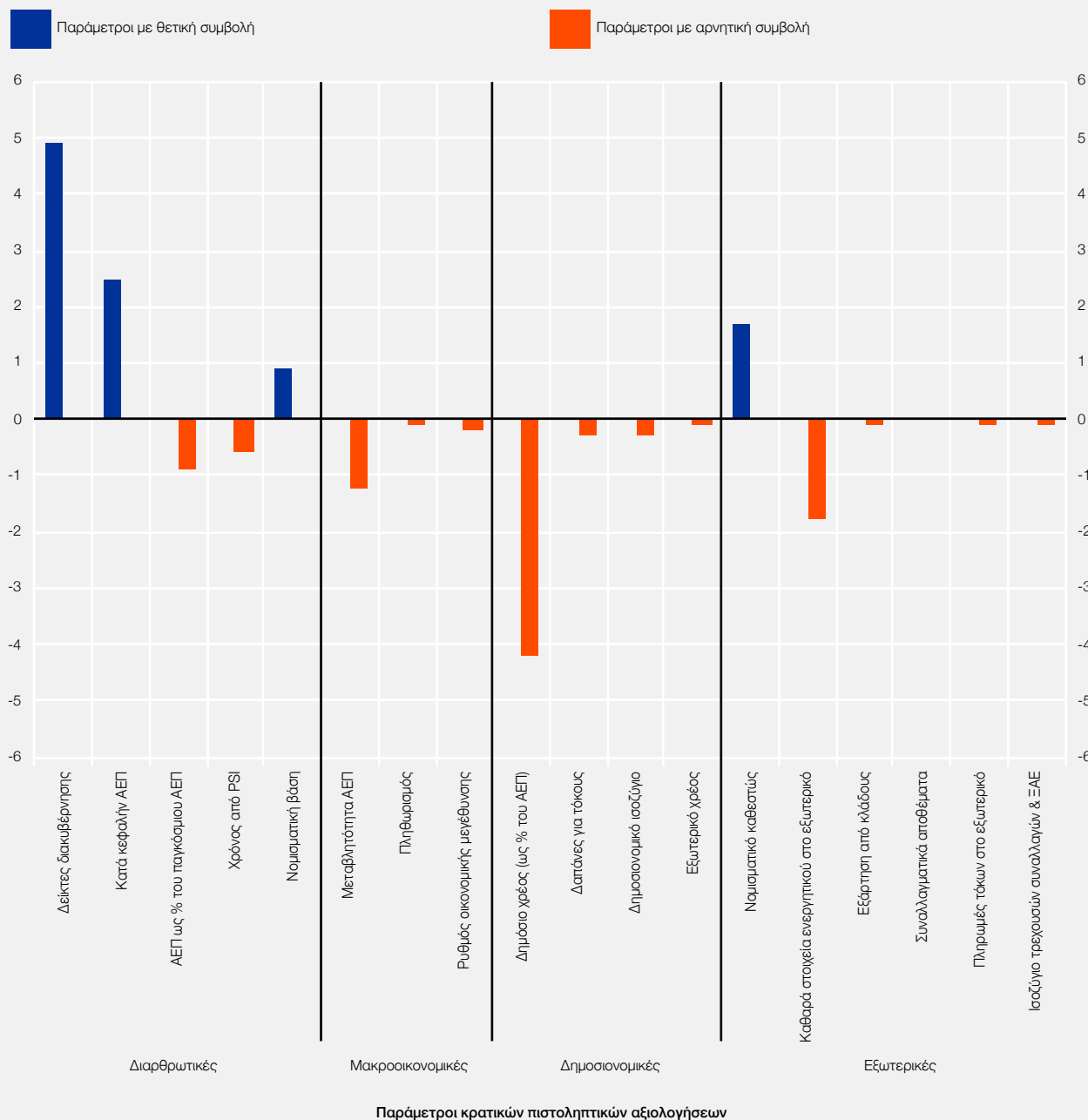
Σημείωση: Με κόκκινη γραμμή απεικονίζεται ο μέσος όρος της βαθμολογίας από τους τρεις οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (Fitch, Moody's και S&P), με μπλε γραμμή η διάμεση απόδοση των 10ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) και η σκιασμένη περιοχή δείχνει το εύρος των ημερησίων αποδόσεων κατ' έτος. Η μαύρη γραμμή υποδεικνύει το όριο της επενδυτικής κατηγορίας.

Η ανάλυση των παραμέτρων των πιστοληπτικών αξιολογήσεων του Ελληνικού Δημοσίου υποδεικνύει τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της ελληνικής οικονομίας, από την οπτική γωνία των εν λόγω οίκων. Σε αυτό το πλαίσιο, ομαδοποιήθηκαν οι παράμετροι που λαμβάνονται υπόψη από τους τρεις μεγαλύτερους οίκους αξιολόγησης και ποσοτικοποιήθηκε η επίδρασή τους στις αξιολογήσεις (βλ. Διάγραμμα Β).⁶

Στο Διάγραμμα Β φαίνεται ότι το θεσμικό περιβάλλον της ελληνικής οικονομίας, όπως αποτυπώνεται στους δείκτες διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ και ο ρόλος του ευρώ ως διεθνούς αποθεματικού νομίσματος αποτελούν τις παραμέτρους με τη σημαντικότερη θετική συμβολή στη βαθμολογία

6 Για την ανάλυση των επιμέρους μεταβλητών, καθώς και των συντελεστών στάθμισής τους, βλ. Malliaropoulos, D. and P. Migiakis (2020) "Sovereign credit ratings and the fundamentals of the Greek economy", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 51, 43-72. Συνοψίζοντας τις μεθοδολογίες των τριών αυτών οίκων, μπορούμε να ομαδοποιήσουμε τις παραμέτρους που συνεκτιμώνται στο στάδιο της βαθμολόγησης σε τέσσερις κατηγορίες μεταβλητών: τις θεσμικές (όπως κράτος δικαίου, αποτελεσματικότητα δημόσιας διοίκησης κ.ά.), τις μακροοικονομικές (μεταξύ άλλων ρυθμοί οικονομικής μεγέθυνσης, μεταβλητότητα οικονομικής δραστηριότητας), τις δημοσιονομικές (όπως δημοσιονομικό ισοζύγιο, λόγος δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ) και τις μεταβλητές που σχετίζονται με το εξωτερικό περιβάλλον (όπως το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών). Τέλος, συνυπολογίζονται, διάφοροι νομισματικοί και χρηματοπιστωτικοί παράγοντες, είτε ως μέρος της κατηγορίας των θεσμικών μεταβλητών είτε ως χωριστή κατηγορία.

Διάγραμμα Β Ποσοτική συμβολή των επιμέρους παραμέτρων στην αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας



Πηγές: Οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης και Τράπεζα της Ελλάδος.

της ελληνικής οικονομίας. Από την άλλη πλευρά, το υψηλό δημόσιο χρέος ασκεί τη μεγαλύτερη αρνητική επίδραση (μείωση), μέσα από δύο κυρίως παραμέτρους: το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ και τις αρνητικές καθαρές απαιτήσεις του κράτους έναντι του εξωτερικού.⁷ Ενδεικτικά, μία αύξηση (μείωση) του δημόσιου χρέους κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ οδηγεί σε μείωση (αύξηση) της βαθμολογίας κατά 1/5 της βαθμίδας

7 Πρέπει βεβαίως να επισημανθεί ότι στις καθαρές απαιτήσεις του κράτους έναντι του εξωτερικού (Sovereign Net Foreign Assets) δεν συνυπολογίζεται το υψηλό ταμειακό απόθεμα, το οποίο θα μπορούσε να περιορίσει σημαντικά την αρνητική συμβολή της εν λόγω παραμέτρου.

(notch).⁸ Βεβαίως, μέχρι τώρα, στις αναλύσεις των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης για το ελληνικό δημόσιο χρέος, συνυπολογίζεται η θετική επίδραση του τρέχοντος περιβάλλοντος χαμηλών επιτοκίων.⁹

Όσον αφορά την αξιολόγηση του θεσμικού περιβάλλοντος, σύμφωνα με την τελευταία έκθεση της Παγκόσμιας Τράπεζας για τους δείκτες διακυβέρνησης διεθνώς, η Ελλάδα κατατάσσεται στο ανώτερο 1/3 της κατανομής των αξιολογούμενων κρατών, δηλαδή η συνολική βαθμολογία της στους έξι δείκτες διακυβέρνησης είναι υψηλότερη από εκείνες του 65,7% των κρατών.¹⁰ Η κατάταξη αυτή αποτελεί μία οριακή βελτίωση σε σύγκριση με την αντίστοιχη κατάταξη του προηγούμενου έτους (έκθεση για το έτος 2019), οπότε η Ελλάδα βρισκόταν υψηλότερα από το 63,7% των κρατών. Βέβαια, η βελτίωση είναι αρκετά σημαντική σε σχέση με την περίοδο της κορύφωσης της κρίσης χρέους. Ενδεικτικά το 2012, η βαθμολογία της Ελλάδος στους δείκτες διακυβέρνησης ήταν υψηλότερη από το 59% των κρατών, δηλαδή βρισκόταν εγγύτερα στη διάμεση τιμή του συνόλου των κρατών και άρα εγγύτερα στις βαθμολογίες των αναδυόμενων παρά των ανεπτυγμένων οικονομιών.

Κατά συνέπεια, λόγω και του πολύ υψηλού συντελεστή βαρύτητας της κατηγορίας των θεσμικών παραμέτρων,¹¹ η βελτίωση του θεσμικού περιβάλλοντος και η χρονική απομάκρυνση από την αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους, που έλαβε χώρα το 2012, αποτελούν τις πιο βαρύνουσες εξελίξεις οι οποίες έχουν συμβάλει σημαντικά στις αναβαθμίσεις.

Παράλληλα, είναι εφικτό να εκτιμηθεί, με σχετική βεβαιότητα, η επίδραση ορισμένων αναμενόμενων εξελίξεων στην πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου.

Αφενός, στο τέλος του 2022 θα έχουν παρέλθει δέκα χρόνια από την τελευταία αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους (PSI). Δεδομένου ότι στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις των κρατικών οντοτήτων συνυπολογίζεται η αναδιάρθρωση χρέους την τελευταία δεκαετία, αναμένεται η αύξηση της βαθμολογίας της ελληνικής οικονομίας κατά 0,4 της βαθμίδας (notch) έως το 2023 (συγκεκριμένα, κατά 0,2 της βαθμίδας το 2022 και επιπλέον 0,2 το 2023).

Αφετέρου, η καλύτερη του αναμενόμενου επίδοση της ελληνικής οικονομίας για το 2021 στηρίζει τη θετική προοπτική της ελληνικής κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, ο οίκος Fitch ενσωματώνει στο ποσοτικό σκέλος της αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας πρόβλεψη για ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ το 2021 ίσο με +6%.¹² Επίσης, ο οίκος Moody's στην τελευταία λεπτομερή έκθεσή του για την ελληνική οικονομία, αναφέρει αναμενόμενο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης για το 2021, ίσο με +6,1%.¹³ Από την άλλη πλευρά, ο οίκος Standard and Poor's σε πρόσφατη ανάλυσή του εκτιμά ότι ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης θα φθάσει το

8 Φυσικά, η αυξητική επίδραση επί της βαθμολογίας από τη μείωση του δημόσιου χρέους ισχύει μόνο εφόσον η τελευταία προέρχεται από την καταγραφή πλεονασμάτων ή την αύξηση του ΑΕΠ. Στις περιπτώσεις αναδιάρθρωσης του χρέους, η συνολική βαθμολογία επηρεάζεται πολύ αρνητικά από την παράμετρο που σχετίζεται με τις χρεοκοπίες.

9 Το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων συμβάλλει στη διαμόρφωση ευνοϊκής δυναμικής του δημόσιου χρέους, καθώς σε πολλές περιπτώσεις έχει οδηγήσει σε αρνητική διαφορά επιτοκίου-ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης (interest rate-growth differential). Βλ. Blanchard, O. (2019), "Public debt and low interest rates", *American Economic Review*, 109(4), 1197-1229. Για παράδειγμα, το γεγονός ότι το Ελληνικό Δημόσιο έχει καταφέρει να χρηματοδοτήσει δημόσιες δαπάνες, με αποτέλεσμα την πολύ σημαντική στήριξη της οικονομίας την περίοδο της πανδημίας, ή να αναχρηματοδοτήσει ομόλογα στη λήξη τους με έκδοση ομολόγων με ιστορικά χαμηλά τοκομερίδια και μεγαλύτερη διάρκεια οδηγεί στη βελτίωση των παραμέτρων του ελληνικού δημόσιου χρέους.

10 Οι δείκτες αυτοί είναι: κράτος δικαίου (rule of law), συμμετοχή και λογοδοσία (voice and accountability), πολιτική σταθερότητα και απουσία βίας (political stability-no violence), αποτελεσματικότητα της δημόσιας διοίκησης (government efficiency), έλεγχος της διαφθοράς (control of corruption) και ποιότητα του θεσμικού πλαισίου (regulatory quality).

11 Η κατηγορία των "θεσμικών μεταβλητών", ως παράμετρος των βαθμολογιών, συγκεντρώνει συντελεστή βαρύτητας από 25% έως 40%, αναλόγως με τον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης. Από τις επιμέρους μεταβλητές αυτής της κατηγορίας, οι δείκτες διακυβέρνησης αποτελούν την πιο σημαντική παράμετρο σε όρους συντελεστή βαρύτητας.

12 Βλ. Fitch Ratings, "Fitch Ratings raises Greece 2021 GDP forecast on strong first half growth", 1 Οκτωβρίου 2021.

13 Βλ. Moody's Ratings, "Government of Greece – Ba3 stable", 23 Νοεμβρίου 2021. Στις 22 Οκτωβρίου ο οίκος ανακοίνωσε ότι ολοκλήρωσε την περιοδική επισκόπηση των διαδικασιών του και ότι δεν προχώρησε σε μεταβολές των παραμέτρων της αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας.

+7,2% το 2021 και το 5% το 2022, αναθεωρώντας προηγούμενη πρόβλεψή του για ρυθμό ανάπτυξης 4,9% για το 2021 και 5,8% το 2022.¹⁴ Επισημαίνεται ότι αντίστοιχες εκτιμήσεις για επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2021 σε σύγκριση με τις προηγούμενες εκτιμήσεις έχουν δημοσιευθεί από τα τμήματα οικονομικής ανάλυσης των άλλων δύο οίκων, αλλά δεν έχουν ληφθεί υπόψη ακόμη στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις τους. Εφόσον λοιπόν επιβεβαιωθεί η καλύτερη του αναμενομένου επίδοση της ελληνικής οικονομίας, η εξέλιξη αυτή θα επιδράσει ευνοϊκά, εκτός από την παράμετρο των ρυθμών μεταβολής του ΑΕΠ, και σε μία σειρά από παραμέτρους των κρατικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων, όπως η μεταβλητότητα του ΑΕΠ, ο λόγος δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ και ο λόγος του ελληνικού ΑΕΠ ως ποσοστό του παγκόσμιου ΑΕΠ. Ενδεικτικά, εφόσον οι οίκοι ενσωμάτωναν τη νεότερη εκτίμηση της S&P σε σχέση με το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ για το 2021, συνυπολογίζοντας την άμεση και τις έμμεσες επιδράσεις αυτής της μεταβολής και διατηρώντας τις υπόλοιπες παραμέτρους σταθερές, η επίδραση αυτή θα επέφερε αύξηση της βαθμολογίας κατά 0,15 της βαθμίδας.

Από τις προαναφερθείσες εξελίξεις αναμένεται μία σταδιακή αύξηση της βαθμολογίας του Ελληνικού Δημοσίου, ίση με 0,35 το 2022 και 0,55 το 2023 (δηλ. επιπλέον 0,20), χωρίς να συνυπολογίζονται άλλες μεταβολές στις υπόλοιπες παραμέτρους. Δεδομένης της στρογγυλοποίησης των βαθμολογιών στον πλησιέστερο ακέραιο αριθμό, αυτή η εξέλιξη θα μπορούσε να οδηγήσει σε αναβάθμιση κατά μία βαθμίδα το αργότερο εντός του 2023 (δηλ. σε BB+ στις αξιολογήσεις των Fitch και S&P και Ba2 από τη Moody's). Προφανώς όμως η εκτίμηση αυτή (α) υπολείπεται της επενδυτικής κατηγορίας και (β) δεν συνυπολογίζει ενδεχόμενους αρνητικούς παράγοντες στις υπόλοιπες παραμέτρους. Όπως αναφέρεται στις εκθέσεις των οίκων, οι εξελίξεις αυτές θα συμβάλουν θετικά εφόσον επιβεβαιωθούν οι προσδοκίες για τη μείωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ενώ ενδεχόμενες αρνητικές αποκλίσεις από τα αναμενόμενα μακροοικονομικά και δημοσιονομικά αποτελέσματα θα επιβάρυναν τη βαθμολογία της ελληνικής οικονομίας.

Τούτων δοθέντων, γίνεται εμφανές ότι οι εξελίξεις αυτές δεν επαρκούν ώστε να επιτευχθεί η αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία έως το 2023. Η επίτευξη αυτού του στόχου, χωρίς περαιτέρω βελτιώσεις στις παραμέτρους, θα απαιτούσε μείωση, κατά μία βαθμίδα, της αρνητικής προσαρμογής των βαθμολογιών στο δεύτερο στάδιο.

Ταυτόχρονα όμως, πρέπει να συνεκτιμηθεί ότι υπάρχει σημαντικό περιθώριο βελτίωσης στην κατηγορία των θεσμικών παραμέτρων. Συγκεκριμένα, η τρέχουσα βαθμολογία της Ελλάδος στους δείκτες διακυβέρνησης υπολείπεται σημαντικά των κρατών-μελών του ΟΟΣΑ των οποίων οι βαθμολογίες ανήκουν στο ανώτερο 15% της κατανομής. Έτσι, μία υποθετική βελτίωση του θεσμικού περιβάλλοντος της ελληνικής οικονομίας, που θα μειώσει στο μισό την απόσταση της τρέχουσας βαθμολογίας της Ελλάδος στους δείκτες διακυβέρνησης από εκείνες των υπόλοιπων οικονομιών του ΟΟΣΑ, θα συμβάλει σε αναβάθμιση κατά περίπου μία βαθμίδα, τηρουμένων των υπολοίπων παραγόντων σταθερών. Η υποθετική αυτή εξέλιξη θα μείωνε περαιτέρω την απόσταση από την επενδυτική κατηγορία κατά μία βαθμίδα και, συνυπολογίζοντας τις αναμενόμενες εξελίξεις στις υπόλοιπες παραμέτρους, θα ήταν ικανή να οδηγήσει στην επίτευξη της αναβάθμισης στην επενδυτική κατηγορία.

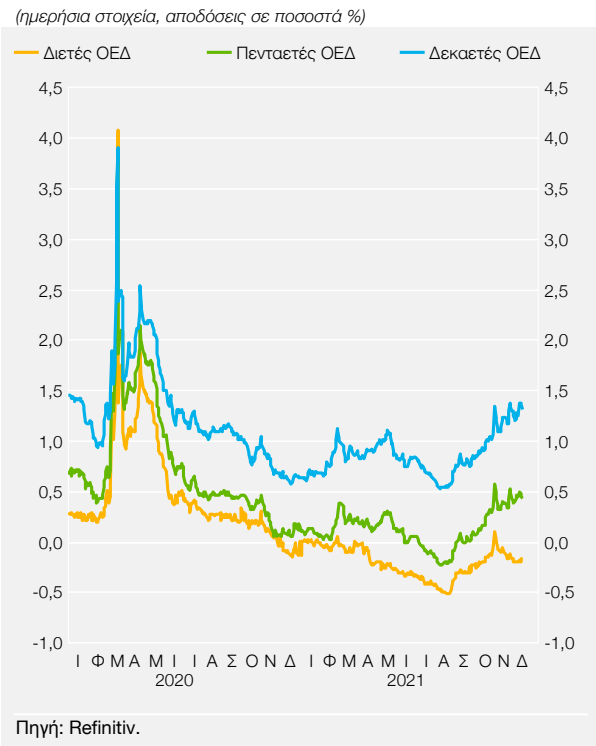
Γίνεται λοιπόν εμφανής η σημασία της συνέχισης και εντατικοποίησης της προσπάθειας για διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, με σκοπό τη βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας και την επίτευξη του στόχου της αναβάθμισης στην επενδυτική κατηγορία. Τέλος, άλλες εξελίξεις, όπως η ταχύτερη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος και η επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων του Δημοσίου, μπορούν επίσης να συμβάλουν σημαντικά στον ίδιο στόχο.

14 Βλ. παραδοχές για τους ρυθμούς ανάπτυξης στην έκθεση της S&P Global Ratings για την Ελλάδα της 25ης Οκτωβρίου 2021, σε σύγκριση με εκείνες της έκθεσης της S&P Global Ratings "Greece Upgraded To 'BB' On Improved Governance Effectiveness; Outlook Positive" της 23ης Απριλίου 2021.

3 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Κατά τη διάρκεια του 2021 το επενδυτικό κλίμα στην αγορά ελληνικών κρατικών ομολόγων ήταν ιδιαίτερα θετικό, ως αποτέλεσμα του ευνοϊκού διεθνούς νομισματικού και χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος και των καλύτερων του αναμενομένου επιδόσεων της ελληνικής οικονομίας. Ιδιαίτερα σημαντική για τη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος ήταν η συμπερίληψη των κρατικών ομολόγων στο έκτακτο πρόγραμμα αγοράς τίτλων της ΕΚΤ (PEPP).¹³ Έτσι, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων όλων των διαρκειών έχουν διαμορφωθεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, διευκολύνοντας σε πολύ μεγάλο βαθμό το Ελληνικό Δημόσιο να εκδώσει νέα ομόλογα με ιστορικά χαμηλό κόστος δανεισμού και μεγαλύτερες διάρκειες, με πολύ σημαντικά οφέλη για τη στήριξη της πραγματικής οικονομίας κατά τη διάρκεια της πανδημίας (βλ. Διάγραμμα VII.5). Παρά την πρόσφατη μεταβλητότητα στις αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ), αυτές έχουν διατηρηθεί πλησίον των ιστορικά χαμηλών επιπέδων. Όμως, στο τέλος του γ' τριμήνου και κατά τη διάρκεια του δ' τριμήνου του έτους, σε συνάφεια με τη διαμόρφωση προσδοκιών για σταδιακή μεταβολή των νομισματικών συνθηκών στις ΗΠΑ, παρατηρήθηκε τάση ανόδου των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

Διάγραμμα VII.5 Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020 - Δεκέμβριος 2021)

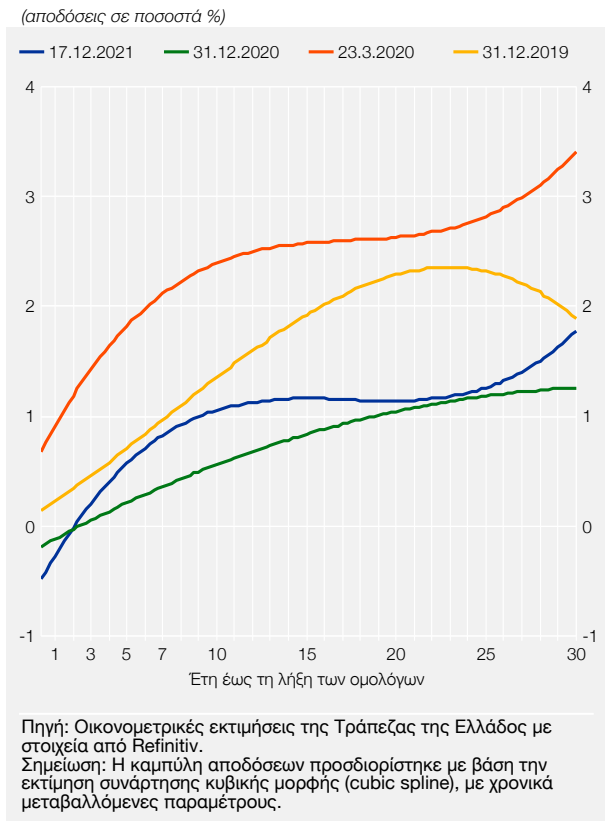


Γίνεται εμφανές λοιπόν ότι οι διεθνείς νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες επιδρούν σημαντικά στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων και, κατά συνέπεια, άμεσα στο κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου και έμμεσα στο κόστος δανεισμού των ελληνικών επιχειρήσεων από τις αγορές. Εν προκειμένω, η συμπερίληψη των ελληνικών κρατικών ομολόγων στα προγράμματα αγορών τίτλων του Ευρωσυστήματος προσφέρει πολύ σημαντική στήριξη στην ελληνική οικονομία. Εν όψει της ενδεχόμενης μεταβολής των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς, η επίτευξη της αναβάθμισης της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική κατηγορία, σε σύντομο χρονικό διάστημα, είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς αναμένεται να συμβάλει στην περαιτέρω ενίσχυση της ανθεκτικότητας των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2021 οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων αρχικά ακολούθησαν πτωτική πορεία, συνεχίζοντας την τάση που έχει διαμορφωθεί από το β' τρίμηνο του 2020. Όμως, από το Σεπτέμβριο παρατηρήθηκε μικρή αύξηση των αποδόσεων

¹³ Επίσης, σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση θετικού επενδυτικού κλίματος είχαν οι αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας από τους οίκους που είναι αποδεκτοί ως εξωτερικοί οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ECAIs) από το Ευρωσύστημα. Συγκεκριμένα, ο οίκος Fitch στις 24 Ιανουαρίου 2020 αναβάθμισε την ελληνική οικονομία από BB- σε BB. Ο οίκος Moody's αναβάθμισε την ελληνική οικονομία στις 6 Νοεμβρίου 2020 σε Ba3 από B1. Στη συνέχεια, στις 23 Απριλίου 2021 ο οίκος S&P αναβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας κατά μία βαθμίδα σε BB από BB- και μετέβαλε τις σταθερές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας σε θετικές, ενώ ο οίκος DBRS πρόβη στις 17 Σεπτεμβρίου 2021 σε αντίστοιχη αναβάθμιση (BB από BB low με θετικές προοπτικές). Κατά συνέπεια, η ελάχιστη απόσταση της διαβάθμισης της ελληνικής οικονομίας από την επενδυτική κατηγορία (δηλ. διαβάθμιση ίση με ή καλύτερη από BBB-/Baa3/BBB-low) έχει διαμορφωθεί σε 2 βαθμίδες με βάση την αξιολόγηση των Fitch, S&P και DBRS και σε 3 βαθμίδες με βάση την αξιολόγηση της Moody's.

Διάγραμμα VII.6 Καμπύλη αποδόσεων ελληνικών κρατικών ομολόγων



των μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων τίτλων, σε μεγάλο βαθμό σε συνάφεια με τις διεθνείς εξελίξεις, ενώ από το τέλος Οκτωβρίου οι αποδόσεις και των βραχυπρόθεσμων ομολόγων παρουσίασαν άνοδο (βλ. Διάγραμμα VII.5). Κατά συνέπεια, στα μέσα Δεκεμβρίου η καμπύλη αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχει μετατοπιστεί προς τα επάνω σε σχέση με τις αρχές του έτους, εξακολουθώντας όμως να βρίσκεται κοντά σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα VII.6). Επίσης, η κλίση της έχει αυξηθεί σε σχέση με τις αρχές του 2021. Παρόμοια ήταν και η εξέλιξη της διαφοράς των αποδόσεων (spread) του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου από τις αποδόσεις του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας, η οποία παρέμεινε σχετικά σταθερή στην προαναφερθείσα περίοδο. Από το τέλος Οκτωβρίου η διαφορά αποδόσεων εμφανίζει ανοδική τάση σε συνάφεια τόσο με τις αντίστοιχες διαφορές ορισμένων χωρών της ζώνης του ευρώ όσο και με τη μεγαλύτερη ευαισθησία των ελληνικών ομολόγων στις διακυμάνσεις του διεθνούς επενδυτικού κλίματος (βλ. Διάγραμμα VII.7).

Εν μέσω των ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών, το Ελληνικό Δημόσιο προέβη σε εκδόσεις ομολόγων μακράς διάρκειας με χαμηλό κόστος δανεισμού, βελτιώνοντας περαιτέρω το

προφίλ του δημόσιου χρέους. Συγκεκριμένα, το Ελληνικό Δημόσιο εξέδωσε το 2021 ομόλογα συνολικού ύψους 14 δισεκ. ευρώ, για τα οποία εκδηλώθηκε ισχυρή ζήτηση.¹⁴ Επίσης στο τέλος του 2021, το Ελληνικό Δημόσιο πρότεινε την ανταλλαγή ή εξαγορά ομολόγων λήξης από το 2023 έως το 2042. Η ανταπόκριση υπήρξε σημαντική, με το 72,16% της αξίας των ομολόγων είτε να εξαγοράζονται (συναλλαγή συνολικού ύψους περίπου 1,1 δισεκ. ευρώ) είτε να ανταλλάσσονται (συναλλαγή συνολικού ύψους περίπου 1,8 δισεκ. ευρώ).

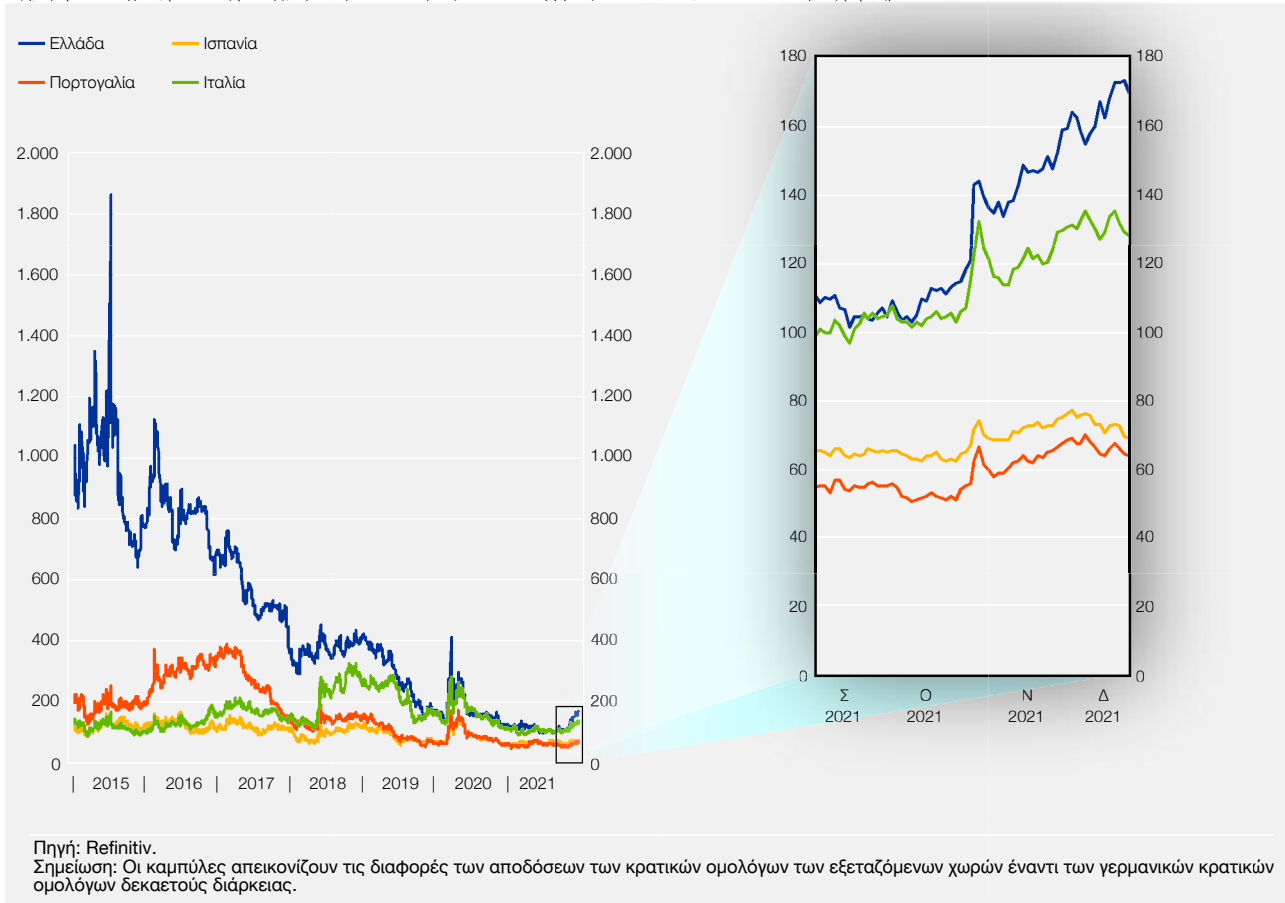
Παράλληλα, το 2021 εκδόθηκαν έντοκα γραμμάτια 3, 6, και 12 μηνών ύψους 24,2 δισεκ. ευρώ, έναντι 23,6 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2020, με το μέσο σταθμικό κόστος των εκδόσεων να εμφανίζει σημαντική υποχώρηση (Ιανουάριος-μέσα Δεκεμβρίου 2021: -0,35%, Ιανουάριος-μέσα Δεκεμβρίου 2020: 0,04%). Σημειώνεται ότι όλες οι εκδόσεις εντόκων γραμματίων του έτους 2021 είχαν αρνητική απόδοση. Στόχος του ΟΔΔΗΧ είναι η βελτίωση των παραμέτρων του δημόσιου χρέους μέσω της μείωσης του μεσοσταθμικού κόστους δανεισμού του δημόσιου χρέους και η επιμήκυνση της διάρκειάς του, με την αύξηση των πιο μακροπρόθεσμων ομολογιακών εκδόσεων σε σύγκριση με τις εκδόσεις εντόκων γραμματίων.

Τέλος, η συμπερίληψη των ΟΕΔ στο PEPP έχει συμβάλει στη βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας στην αγορά κρατικών ομολόγων. Συγκεκριμένα, στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών ανήλθε σε 113,4 εκατ. ευρώ το διάστημα Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2021, έναντι 92,4 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2020. Στο Σύστημα Άυλων

¹⁴ Ιανουάριος: 10ετές, ύψους 3,5 δισεκ. ευρώ, με τοκομερίδιο 0,750% (απόδοση 0,807%), Μάρτιος: 30ετές, ύψους 2,5 δισεκ. ευρώ, με τοκομερίδιο 1,875% (απόδοση 1,956%), Μάιος: 5ετές, ύψους 3 δισεκ. ευρώ, με τοκομερίδιο 0,0% (απόδοση 0,172%), Ιούνιος: επανέκδοση 10ετούς ομολόγου, ύψους 2,5 δισεκ. ευρώ (απόδοση 0,888%), Σεπτέμβριος: επανέκδοση 5ετούς και 30ετούς ομολόγου, ύψους 1,5 δισεκ. ευρώ (απόδοση 0,02%) και 1 δισεκ. ευρώ (απόδοση 1,675%) αντίστοιχα.

Διάγραμμα VII.7 Διαφορά αποδόσεων (spread) δεκαετών κρατικών ομολόγων

(ημερήσια στοιχεία, μονάδες βάσης, αριστερά: Ιανουάριος 2015-Δεκέμβριος 2021 και δεξιά: τελευταίοι τρεις μήνες)



Τίτλων (ΣΑΤ), μέσω του οποίου διακανονίζονται τόσο εγχώριες όσο και διεθνείς συναλλαγές, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών ανήλθε σε 736,5 εκατ. ευρώ το διάστημα Ιανουαρίου-Νοεμβρίου του 2021, από 605,4 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2020.

Πλαίσιο VII.2

ΤΑ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΣΤΙΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΙΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

Τα περιβαλλοντικά κριτήρια, ο πρώτος πυλώνας των κριτηρίων ESG (Environmental, Social and Governance, δηλ. κριτήρια περιβαλλοντικά, κοινωνικά και διακυβέρνησης), έχουν προσελκύσει το έντονο ενδιαφέρον της κοινωνίας, των ρυθμιστικών και εποπτικών αρχών, καθώς και της επενδυτικής κοινότητας. Συνολικά, ο όρος ESG καλύπτει ένα ευρύ φάσμα θεμάτων σχετικά με τη λειτουργία των οργανισμών με βάση τις αρχές της βιωσιμότητας (sustainability) και την επίδραση των οικονομικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων τους στην κοινωνία.

Οι τρέχουσες πρακτικές στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια προσαρμόζονται ώστε κατά την επιλογή των επενδυτικών θέσεων να αποδίδεται αυξημένη βαρύτητα στα κριτήρια ESG, με σκοπό τόσο τη διαχείριση του κινδύνου από την κλιματική κρίση όσο και τη βελτίωση του περιβαλλοντικού τους αποτυπώματος και τη δημιουργία αξίας για την κοινωνία. Για το λόγο αυτό, οι επιχειρήσεις καλούνται να προβούν στη μέτρηση, τη δημοσιοποίηση και τη διαχείριση των κινδύνων και των ευκαιριών που αφορούν τη βιώσιμη ανάπτυξη, και να επιλέξουν την ενσωμάτωση των κριτηρίων ESG για να ενισχύσουν την αξιοπιστία τους και να προβάλλουν μια θετική δημόσια εικόνα. Ακόμη και επιχειρήσεις που η παραδοσιακή τους ενασχόληση εναντιώνεται στις αρχές της αειφορίας,

όπως π.χ. η εξόρυξη καυσίμων, προσπαθούν να υιοθετήσουν επιχειρηματικά μοντέλα προσανατολισμένα στη βιωσιμότητα, προς όφελος της ίδιας της εταιρίας, των μετόχων και του πλανήτη. Επομένως, τα κριτήρια ESG αναδεικνύονται σε μία σημαντική παράμετρο που επιβραβεύει τις βιώσιμες και υπεύθυνες πρακτικές των επιχειρήσεων.¹ Παράλληλα, η πανδημία έχει επιταχύνει τη σημασία ιδίως της κοινωνικής συνιστώσας, λόγω των επιπτώσεων της κρίσης στους εργαζόμενους και την κοινωνία των πολιτών.

Οι μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (Credit Rating Agencies – CRA) έχουν θεσπίσει πρότυπα αξιολόγησης για τα κριτήρια ESG. Ενδεικτικά, παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη από τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας για τον προσδιορισμό των κινδύνων που σχετίζονται με το περιβάλλον, την κοινωνία και τη διακυβέρνηση είναι οι εξής: (α) το αποτύπωμα εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα, (β) οι δημογραφικές και άλλες κοινωνικές τάσεις και (γ) η ποιότητα των θεσμών.² Το ενδιαφέρον για βιώσιμα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και η ανάγκη για καλύτερη παρακολούθηση των συντελεστών εταιρικής διακυβέρνησης έχει οδηγήσει στην αναθεώρηση των μεθοδολογιών για την πιστοληπτική αξιολόγηση (credit ratings) με σκοπό την ενσωμάτωση των κλιματικών και περιβαλλοντικών κινδύνων. Οι νομικές οντότητες (κράτη και επιχειρήσεις) που διαχειρίζονται καλύτερα τα περιβαλλοντικά θέματα χαρακτηρίζονται ως πιο ανθεκτικές σε μακροπρόθεσμους κινδύνους.³ Είναι σαφές ότι το αξιόχρεο μιας κυβέρνησης επηρεάζεται από την ικανότητά της να αντεπεξέλθει σε περιβαλλοντικούς κινδύνους, όπως είναι οι φυσικές καταστροφές αλλά και οι μακροπρόθεσμοι κίνδυνοι λόγω της κλιματικής αλλαγής. Επομένως, οι οργανισμοί CRA ανταμείβουν με υψηλότερες αξιολογήσεις τις οντότητες που συγκεντρώνουν υψηλότερη βαθμολογία ως προς τα κριτήρια ESG.

Θα πρέπει να επισημανθεί ότι οι δείκτες διακυβέρνησης (G) έχουν αναδειχθεί ως οι σημαντικότεροι παράγοντες για τη μέτρηση ESG στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις σε σχέση με τα υπόλοιπα κριτήρια ESG. Παράλληλα, η ενσωμάτωση των περιβαλλοντικών κριτηρίων στα κρατικά ομόλογα παρουσιάζει μεγαλύτερη δυσκολία από ό,τι στην περίπτωση των εταιρικών ομολόγων.⁴ Μέχρι και σήμερα δεν υπάρχει τυποποίηση όσον αφορά τη μέτρηση και δημοσιοποίηση πληροφοριών που σχετίζονται με τους κλιματικούς κινδύνους.⁵ Σε αυτό το πλαίσιο, δίνεται μεγαλύτερη έμφαση στην ενίσχυση του συντελεστή στάθμισης των περιβαλλοντικών κριτηρίων, ώστε να καταλαμβάνουν μεγαλύτερο ποσοστό επί του συνόλου. Αυτή η προσπάθεια υπογραμμίζει τη σημασία (α) της διαμόρφωσης μιας κοινής αντίληψης του τι συνιστά καλή ή κακή απόδοση ESG, καθώς και (β) του προσδιορισμού των παραμέτρων που θα αποτυπώνουν την απόδοση ESG, ως προϋποθέσεων για τη μείωση της ασαφούς πληροφόρησης.⁶

Βιβλιογραφική ανασκόπηση και πρόσφατες εξελίξεις

Η πρόσφατη βιβλιογραφία επικεντρώνεται στο κατά πόσον η υιοθέτηση των κριτηρίων ESG οδηγεί σε μείωση των εταιρικών κινδύνων και μπορεί να δημιουργήσει μακροπρόθεσμα αξία για τους επενδυτές και τις εταιρίες. Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα, οι εταιρίες που λαμβάνουν υπόψη ζητήματα ESG στη στρατηγική τους παρουσιάζουν σημαντικά χαμηλότερο ιδιοσυγκρατικό κίνδυνο, ιδίως μακροπρόθεσμα, απολαμβάνουν καλύτερες αποδόσεις προσαρμοσμένες ως προς τον κίνδυνο, καθώς και μειωμένο κόστος δανεισμού, ενώ είναι σε θέση

- 1 Βλ. Στουρνάρας, Γ. (2019), “Η βιωσιμότητα ως προϋπόθεση για την πορεία μας στο μέλλον”, ομιλία στο Third Sustainability Summit for the South-East Europe and the Mediterranean, Μουσείο Γουλανδρή Φυσικής Ιστορίας, 16 Οκτωβρίου.
- 2 Βλ. π.χ. Fitch “ESG in Credit White Paper” (20.7.2021), Moody’s “General principles for assessing Environmental, Social and Governance risks methodology” (26.4.2021) και Standard and Poor’s Global Ratings “General criteria: Environmental, Social, and Governance principles in credit ratings” (10.10.2021).
- 3 Zanin, L. (2021), “Estimating the effects of ESG scores on corporate credit ratings using multivariate ordinal logit regression”, *Empirical Economics*.
- 4 Βλ. Semet R., T. Roncalli and L. Stagnol (2021), “ESG and sovereign risk: what is priced in by the bond market and credit rating agencies?”, Papers 2110.06617, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3940945.
- 5 Το Χρηματιστήριο Αθηνών έχει αναπτύξει τον Οδηγό Δημοσιοποίησης Πληροφοριών ESG παρέχοντας μια σειρά δεικτών ESG που μπορούν να χρησιμοποιήσουν οι ελληνικές εισηγμένες εταιρίες για τη δημοσίευση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών, βλ. <https://www.athexgroup.gr/documents/10180/5665122/GR-ESG+REPORTING+GUIDE/e4f7fa48-d16a-4156-b9da-fbc27282a227>
- 6 Serafeim, G. (2021), “ESG: Hyperboles and Reality”, *Harvard Business School Research Paper Series*, Working Paper 22-031, <https://ssrn.com/abstract=3966695>.

τόσο να αντιληφθούν καλύτερα όσο και να αξιοποιήσουν επιχειρηματικές ευκαιρίες. Αυτό οφείλεται στη βελτίωση των σχέσεων όλων των ενδιαφερόμενων μερών και την ανάληψη μακροπρόθεσμων στόχων.^{7,8} Επίσης, σημαντικές παράμετροι των κριτηρίων ESG, όπως οι ισχυροί θεσμοί, φαίνεται να συμβάλλουν καθοριστικά στον προσδιορισμό του κόστους κρατικού δανεισμού.⁹

Διάφορες επιστημονικές μελέτες έχουν εξετάσει τη σημασία της ενσωμάτωσης μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών, συμπεριλαμβανομένων παραγόντων ESG, στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Η εταιρική διακυβέρνηση –όπως αυτή προσεγγίζεται από ορισμένα χαρακτηριστικά της δομής και των διαδικασιών του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρίας– φαίνεται να επηρεάζει την πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων.¹⁰ Υπάρχει δηλαδή μία ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ της εταιρικής, αλλά και κρατικής διακυβέρνησης, και της πιστοληπτικής ικανότητας μιας επιχείρησης ή ενός κράτους, καθώς μία καλή διακυβέρνηση μειώνει τον κίνδυνο αθέτησης (default risk), μετριάζοντας το κόστος αντιπροσώπησης (agency cost) και μειώνοντας τις ασυμμετρίες πληροφόρησης.¹¹ Επίσης, οι οίκοι αξιολόγησης τείνουν να επιβραβεύουν τις επιχειρήσεις που έχουν υψηλότερες επιδόσεις σε όρους βιωσιμότητας και ως εκ τούτου υπάρχει μία θετική συσχέτιση μεταξύ των βαθμολογιών αξιολόγησης ESG και των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας.¹² Όσον αφορά την επίδραση μεταξύ των διαφορετικών πυλώνων της βαθμολογίας ESG, τα αποτελέσματα είναι ανάμεικτα στη βιβλιογραφία¹³ και διαφαίνεται μία χωρική διαφοροποίηση. Συνολικά, τα ευρήματα συνηγορούν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες που δημοσιοποιούν πληροφορίες σχετικές με τον κίνδυνο και τις ευκαιρίες ESG και επιδεικνύουν καλή συμπεριφορά ως προς τα κριτήρια ESG έχουν χαμηλότερο κίνδυνο αθέτησης και μπορεί να επωφεληθούν από χαμηλότερο κόστος δανεισμού σε σχέση με τις εταιρίες που έχουν χαμηλότερη επίδοση αναφορικά με τα εν λόγω κριτήρια.^{14,15}

Οι ρυθμιστικές αρχές και οι διεθνείς οργανισμοί έχουν πρόσφατα δημοσιεύσει κατευθυντήριες γραμμές για τη στήριξη της μετάβασης προς μια πιο βιώσιμη οικονομία. Για παράδειγμα, οι αρχές υπεύθυνων επενδύσεων (Prin-

- 7 Βλ. μεταξύ άλλων Lee, D.D. and R.W. Faff (2009), “Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: A global perspective”, *Financial Review*, 44(2), 213-237; El Ghoul, S., O. Guedhami, C.C. Kwok and D.R. Mishra (2011), “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?”, *Journal of Banking and Finance*, 35(9), 2388-2406, Eccles, R.G., I. Ioannou and G. Serafeim (2014), “The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance”, *Management Science*, 60(11), 2835-2857, και Verheyden, T., R.G. Eccles and A. Feiner (2016), “ESG for all? The impact of ESG screening on return, risk, and diversification”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 47-55.
- 8 Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν ενδείξεις στη βιβλιογραφία ότι, ανάλογα με τον τομέα οικονομικής δραστηριότητας, μια επένδυση που βασίζεται σε κριτήρια ESG μπορεί να επιτύχει μέγιστη μέση απόδοση, αλλά μπορεί επίσης να είναι λιγότερο κερδοφόρα. Βλ. Auer, B.R. and F. Schuhmacher (2016), “Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 51-62.
- 9 Βλ. π.χ. Capelle-Blancard G., P. Grifo, M.A. Diaye, R. Oueghlissi and B. Scholtens (2019), “Sovereign bond yield spreads and sustainability: An empirical analysis of OECD countries”, *Journal of Banking and Finance*, 98(C), 156-169.
- 10 Ashbaugh-Skaife, H., D.W. Collins and R. LaFond (2006), “The effects of corporate governance on firms’ credit ratings”, *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 203-243.
- 11 Bhojraj, S. and P. Sengupta (2003), “Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors”, *The Journal of Business*, 76(3), 455-475.
- 12 Για παράδειγμα, για τη σχέση μεταξύ των μετρήσεων ESG και της πιστοληπτικής αξιολόγησης του S&P μακροπρόθεσμα, βλ. Attig, N., S. El Ghoul, O. Guedhami and J. Suh (2013), “Corporate social responsibility and credit ratings”, *Journal of Business Ethics*, 117(4), 679-694, και Cubas-Díaz, M. and M.A. Martínez Sedano (2018), “Do credit ratings take into account the sustainability performance of companies?”, *Sustainability*, 10(11), 4272. Αξίζει να σημειωθεί όμως ότι η επίδραση των βαθμολογιών ESG στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις της Moody’s φαίνεται να είναι μικρή, βλ. Kiesel, F. and F. Lücke (2019), “ESG in credit ratings and the impact on financial markets”, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 28(3), 263-290.
- 13 Τόσο η περιβαλλοντική όσο και η κοινωνική βαθμολογία φαίνεται να έχουν αντίκτυπο στην πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων στη Βόρειο Αμερική, ενώ για τις επιχειρήσεις στην Ευρώπη αυτό ισχύει μόνο για την κοινωνική βαθμολογία. Dorfleitner, G., C. Kreuzer, and C. Sparrer (2020), “ESG controversies and controversial ESG: about silent saints and small sinners”, *Journal of Asset Management*, 21(5), 393-412.
- 14 Βλ. π.χ. Goss, A. and G.S. Roberts (2011), “The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans”, *Journal of Banking and Finance*, 35(7), 1794-1810, και Eliwa, Y., A. Aboud and A. Saleh (2019), “ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries”, *Critical Perspectives on Accounting*, 79.
- 15 Βλ. Pagano, M. and P. Volpin (2010), “Credit rating failures and public options”, *Economic Policy*, 25, 403-431.

principles for Responsible Investment – PRI), οι οποίες αποτελούν πρωτοβουλία διεθνών επενδυτών σε συνεργασία με τον Οργανισμό Ηνωμένων Εθνών, προωθούν την ενσωμάτωση των κριτηρίων ESG στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Η ειδική ομάδα για τη δημοσιοποίηση χρηματοοικονομικών πληροφοριών σχετικών με το κλίμα (Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD), η οποία συστάθηκε από το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας της ομάδας G20, έχει ως στόχο να ενθαρρύνει τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις να αυξήσουν τη διαφάνεια δημοσιοποιώντας πληροφορίες αναφορικά με τους κινδύνους και τις ευκαιρίες που σχετίζονται με το κλίμα. Η ΕΕ καθιέρωσε ένα κοινό σύστημα ταξινόμησης (EU Taxonomy) των πράσινων ή βιώσιμων δραστηριοτήτων με στόχο να παρέχει εργαλεία για την αναγνώριση οικονομικών δραστηριοτήτων που είναι περιβαλλοντικά βιώσιμες.

Ακολουθώντας αυτές τις κατευθυντήριες γραμμές, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων και οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ενσωματώνουν μετρήσεις ESG στις διαδικασίες αξιολόγησης των επενδύσεων και του κόστους δανεισμού, λαμβάνοντας υπόψη ότι αυτές παρέχουν σημαντική μη χρηματοοικονομική πληροφόρηση.¹⁶ Για την υιοθέτηση και τη βαθύτερη κατανόηση των περιβαλλοντικών κριτηρίων είναι σημαντικό όμως να δημιουργηθούν οδηγοί και πρότυπα με συγκεκριμένη δομή που δεν θα είναι μεταξύ τους αντικρουόμενα. Το ενδιαφέρον για βιώσιμες επενδύσεις αυξάνεται, αλλά οι επενδυτές δεν έχουν αξιόπιστα και συγκρίσιμα δεδομένα για να λαμβάνουν τεκμηριωμένες αποφάσεις ως προς τους περιβαλλοντικούς κινδύνους.

Ενσωμάτωση των περιβαλλοντικών κριτηρίων στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις

Σύμφωνα με τις αρχές PRI, οι περιβαλλοντικοί παράγοντες που σχετίζονται με το κρατικό χρέος μπορούν να ομαδοποιηθούν σε τέσσερις κατηγορίες: (α) τους φυσικούς πόρους, (β) τους φυσικούς κινδύνους, (γ) τους κινδύνους που σχετίζονται με την ενεργειακή μετάβαση και (δ) την ενεργειακή ασφάλεια.¹⁷ Οι οργανισμοί πιστοληπτικής αξιολόγησης παρακολουθούν τους περιβαλλοντικούς παράγοντες που εμπίπτουν στις παραπάνω κατηγορίες.¹⁸ Συγκεκριμένα, ταξινομούν τις επιμέρους οικονομίες ως προς τον πιστωτικό κίνδυνο με βάση περιβαλλοντικά κριτήρια, όπως είναι οι εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου και η ποιότητα του αέρα (GHG emissions and air quality), η διαχείριση της ενέργειας (energy management), η διαθεσιμότητα και διαχείριση των υδατικών πόρων (water resources and management), η βιοποικιλότητα και η διαχείριση των φυσικών πόρων (biodiversity and natural resource management), οι φυσικές καταστροφές και η κλιματική αλλαγή (natural disasters and climate change), η μετάβαση από τον άνθρακα (carbon transition), τα απόβλητα και η ρύπανση (waste and pollution).

Η ενσωμάτωση των περιβαλλοντικών κριτηρίων στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις πραγματοποιείται, σύμφωνα με τη μεθοδολογία που εφαρμόζουν οι CRA, αρχικά με την ποσοτικοποίηση της επίδρασης των περιβαλλοντικών κριτηρίων στις βαθμολογίες των υπόλοιπων παραμέτρων των πιστοληπτικών αξιολογήσεων και στη συνέχεια κατά τη διαδικασία αξιολόγησης των μη ποσοτικοποιήσιμων παραμέτρων κινδύνου.¹⁹ Η εκτίμηση της ποσοτικής επίδρασης των περιβαλλοντικών κριτηρίων στις βαθμολογίες είναι ένα έργο σε εξέλιξη. Τα περιβαλλοντικά κριτήρια ενσωματώνονται στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις κυρίως κατά το δεύτερο στάδιο βαθμονόμησης, στο οποίο αξιολογείται η πιστοληπτική ικανότητα της οντότητας με βάση τις μακροπρόθεσμες προοπτικές και κινδύνους. Σε αυτό το στάδιο η διαβάθμιση της κάθε οντότητας ως προς τα περιβαλλοντικά κριτήρια πραγματοποιείται χρησιμοποιώντας μία διατεταγμένη βαθμολογία από το 1 έως το 5, όπου το 1 αντι-

16 Βλ. Cash, D. (2017), "Credit rating agencies and environmental, social and governance considerations: a long road ahead", *International Business Law Journal*, 2017(3), 281-284, Amel-Zadeh, A. and G. Serafeim (2018), "Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey", *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103, Fitch Ratings (2020), ESG in Credit - White paper (<https://your.fitch.group/esgwhitepaper.html>); Standard and Poor (2019), *The role of environmental, social, and governance credit factors in our ratings analysis*.

17 <https://www.unpri.org/download?ac=9696>

18 Για λόγους οικονομίας χώρου, η παρούσα ανάλυση περιορίζεται στους τρεις μεγαλύτερους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, δηλ. Fitch, Moody's και Standard and Poor's.

19 Για εκτενέστερη ανάλυση των μεθοδολογιών για τις κρατικές οντότητες, βλ. Malliaropoulos, D. and P. Migiakis (2020), "Sovereign credit ratings and the fundamentals of the Greek economy", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 51, 43-72.

στοιχεί σε θετική, το 2 σε ουδέτερη προς χαμηλή, το 3 σε μέτρια αρνητική, το 4 σε πολύ αρνητική και το 5 σε πάρα πολύ αρνητική επίδραση.²⁰

Για να εξαχθεί ο αντίκτυπος των περιβαλλοντικών κριτηρίων, η αξιολόγηση γίνεται πρώτα σε επίπεδο κράτους και μετά σε επίπεδο κλάδου οικονομικής δραστηριότητας. Πέρα λοιπόν από το περιβαλλοντικό αποτύπωμα της ίδιας της επιχείρησης, ιδιαίτερα σημαντική είναι και η αξιολόγηση των περιβαλλοντικών κριτηρίων της χώρας προέλευσης ή δραστηριοποίησης της επιχείρησης. Η διαδικασία περιλαμβάνει τη βαθμολόγηση της αναμενόμενης επίδρασης στη γεωγραφική περιοχή ή τις γεωγραφικές περιοχές δραστηριοποίησης της επιχείρησης, στον κλάδο ή στους κλάδους από όπου προέρχεται το μεγαλύτερο μέρος του εισοδήματός της και τέλος στην ίδια την επιχείρηση. Επομένως, γίνεται αντιληπτό ότι η αποτύπωση της επίδρασης των περιβαλλοντικών κριτηρίων στις κρατικές πιστοληπτικές αξιολογήσεις συνεκτιμάται στις αξιολογήσεις των επιχειρήσεων. Άλλωστε, οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις των κρατών έχουν ιδιαίτερη σημασία για τις αξιολογήσεις των επιχειρήσεων και των χρηματοπιστωτικών οργανισμών (τραπεζικών και μη ιδρυμάτων), καθώς αποτελούν σημείο αναφοράς ή όριο (country ceiling) με βάση το οποίο αξιολογούνται οι υπόλοιπες οντότητες που εδρεύουν ή πραγματοποιούν τα οικονομικά τους αποτελέσματα στις εν λόγω οικονομίες.²¹

Το Διάγραμμα Α απεικονίζει το ποσοστό των κρατών ως προς το σύνολο 144 κρατών που λαμβάνει την αντίστοιχη αξιολόγηση για κάθε ένα από τα πέντε περιβαλλοντικά κριτήρια (φυσικοί κίνδυνοι κλιματικής αλλαγής, μετάβαση από τον άνθρακα, διαχείριση υδατικών πόρων, φυσικό κεφάλαιο, διαχείριση αποβλήτων και ρύπανση). Τα κράτη ταξινομούνται ως προς το βαθμό επίδρασης των περιβαλλοντικών κριτηρίων με βάση την ανάλυση των κλιματικών κινδύνων της εν λόγω γεωγραφικής περιοχής (π.χ. ρύπανση, ξηρασία, σημαντικές φυσικές καταστροφές και κλιματική αλλαγή) και ως προς την ικανότητα του κράτους να διαχειρίζεται αποτελεσματικά τις προκλήσεις που σχετίζονται με το περιβάλλον (για παράδειγμα, νόμοι που έχουν θεσπιστεί, διεθνείς συμφωνίες και πρωτοβουλίες για την αντιμετώπιση των περιβαλλοντικών κινδύνων). Όπως φαίνεται στο διάγραμμα, η επίδραση των περιβαλλοντικών κριτηρίων στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις για το σύνολο των κρατών είναι κατά μέσο όρο μέτρια αρνητική. Την υψηλότερη επίδραση φαίνεται να έχουν τα κριτήρια που αφορούν τους κινδύνους από φυσικές καταστροφές και τη διαχείριση του φυσικού κεφαλαίου και των υδατικών πόρων. Συγκεκριμένα, για το 73% των υπό αξιολόγηση κρατών, οι φυσικές καταστροφές ασκούν μέτρια έως πάρα πολύ αρνητική επίδραση στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Αντίστοιχα, η διαχείριση των φυσικών και υδατικών πόρων αναδεικνύεται ως ο δεύτερος σημαντικός παράγοντας επίδρασης στον πιστωτικό κίνδυνο, με το 66% περίπου των χωρών να επηρεάζεται σημαντικά (μέτρια έως πάρα πολύ αρνητικά) από αυτό το κριτήριο. Τέλος, επισημαίνεται η ανομοιογένεια μεταξύ των οικονομιών ως προς την επίδραση των περιβαλλοντικών κριτηρίων. Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Β.α, τα περιβαλλοντικά κριτήρια επιδρούν στις ανεπτυγμένες οικονομίες, κατά μέσο όρο, λιγότερο αρνητικά σε σύγκριση με τις αναδυόμενες οικονομίες.

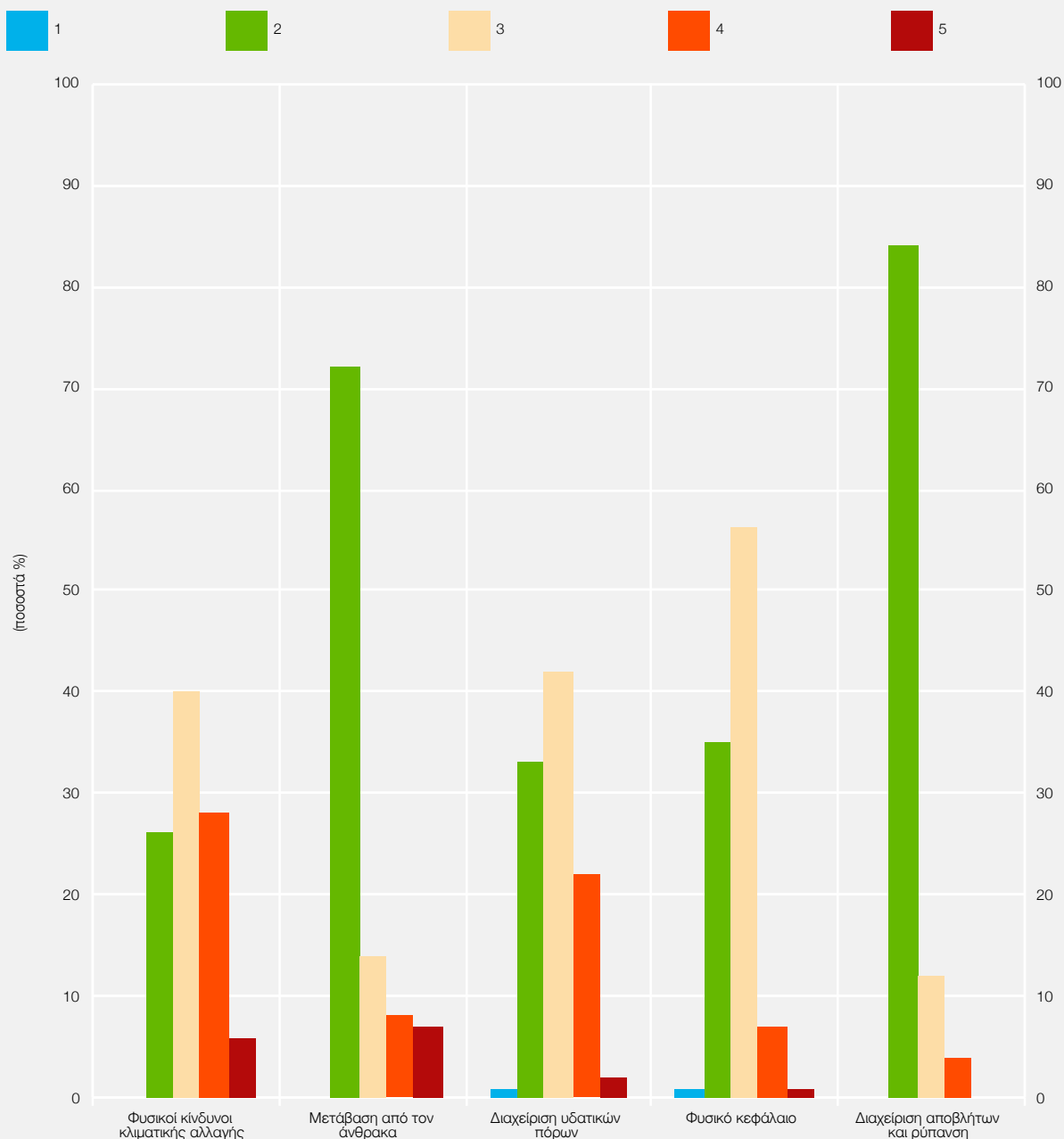
Η ελληνική οικονομία, προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής

Η ελληνική οικονομία αξιολογείται αρκετά δυσμενέστερα από τις υπόλοιπες ανεπτυγμένες οικονομίες ως προς τους φυσικούς κινδύνους λόγω κλιματικής αλλαγής και ως προς τη διαχείριση των υδατικών πόρων (βλ. Διάγραμμα Β.α). Αντίστοιχα συμπεράσματα προκύπτουν από τη σύγκριση της Ελλάδος με τις κατηγορίες πιστοληπτικής αξιολόγησης (βλ. Διάγραμμα Β.β). Συγκεκριμένα, η Ελλάδα αξιολογείται ως προς τα περιβαλλοντικά κριτήρια κοντά στη μέση αξιολόγηση της κατηγορίας BB, στην οποία και ανήκει επί του παρόντος. Όμως, υπολείπεται σαφώς της αξιολόγησης των ανώτερων κατηγοριών A και BBB, με αρκετά δυσμενέστερη αξιολόγηση

20 Το τελικό αποτέλεσμα της ενσωμάτωσης των περιβαλλοντικών παραγόντων στην αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας δύναται να είναι είτε θετικό είτε αρνητικό. Για παράδειγμα, οι κίνδυνοι από την κλιματική αλλαγή επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό αρνητικά τα κράτη και τις επιχειρήσεις με μεγάλη εξάρτηση από τα ορυκτά καύσιμα, αλλά δεν ισχύει το ίδιο για τις οντότητες των οποίων τα οικονομικά αποτελέσματα εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την παραγωγή ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές. Στην πράξη όμως η ενσωμάτωση των περιβαλλοντικών κριτηρίων γίνεται πιο συχνά στο δεύτερο αξιολογικό στάδιο, ενώ η συνολική επίδραση στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις είναι τις περισσότερες φορές αρνητική, καθώς οι “ανησυχίες” για την επίδραση της κλιματικής κρίσης αξιολογούνται συνήθως ως “πιστωτικές αδυναμίες” (credit weaknesses).

21 Τα περιβαλλοντικά κριτήρια έχουν σημαντικότερη επίδραση στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις των επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα.

Διάγραμμα Α Επίδραση των περιβαλλοντικών κριτηρίων στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις των κρατών



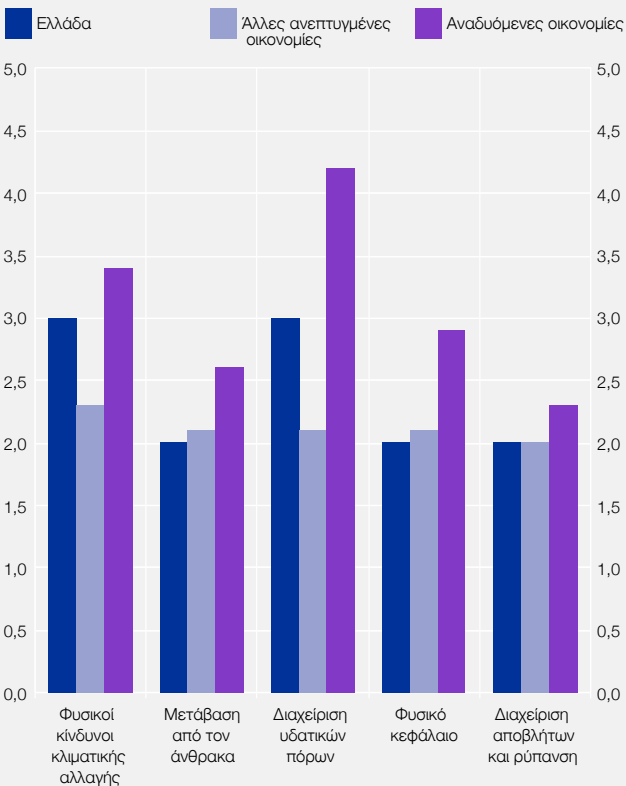
Πηγές: Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Ποσοστό των χωρών επί του συνόλου 144 χωρών, που λαμβάνει την αντίστοιχη αξιολόγηση για καθένα από τα πέντε περιβαλλοντικά κριτήρια. Οι βαθμολογίες αντιστοιχούν στην αξιολόγηση της επίδρασης του περιβαλλοντικού κριτηρίου στον πιστωτικό κίνδυνο της χώρας, όπου: 5=παρα πολύ αρνητική, 4=πολύ αρνητική, 3=μετρίως αρνητική, 2=ουδέτερη προς χαμηλή και 1=θετική επίδραση.

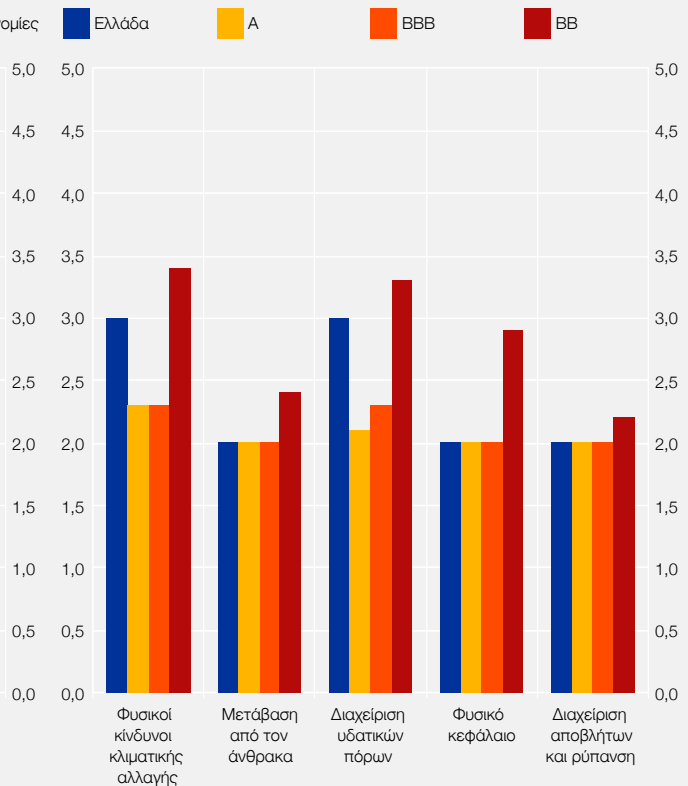
ως προς την επίδραση των φυσικών κινδύνων λόγω κλιματικής αλλαγής και της διαχείρισης των υδατικών πόρων. Αυτό συνεπάγεται ότι, εφόσον αυξηθεί ο συντελεστής βαρύτητας των περιβαλλοντικών κριτηρίων στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις, όπως αναμένεται να συμβεί με την ολοκλήρωση της ποσοτικοποίησης των περιβαλλοντικών κινδύνων, η ελληνική οικονομία θα υστερεί έναντι της μέσης αξιολόγησης των υπόλοιπων χωρών που ανήκουν στην ίδια επενδυτική κατηγορία. Δηλαδή τα περιβαλλοντικά κριτήρια εκτιμάται ότι θα αποτελέσουν “πιστωτική αδυναμία” για την ελληνική οικονομία, με αρνητική επίδραση στη συνολική πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας μακροπρόθεσμα.

Διάγραμμα Β Αξιολόγηση των περιβαλλοντικών κριτηρίων για την ελληνική οικονομία

α. Ανεπτυγμένες και αναδυόμενες οικονομίες



β. Κατηγορίες πιστοληπτικών αξιολογήσεων



Πηγές: Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Στο γράφημα (α), για καθένα από τα πέντε περιβαλλοντικά κριτήρια απεικονίζεται με μωβ χρώμα η μέση αξιολόγηση των αναδυόμενων οικονομιών, με γαλάζιο η μέση αξιολόγηση των ανεπτυγμένων οικονομιών και με μπλε η αντίστοιχη αξιολόγηση της Ελλάδος. Στο γράφημα (β), για καθένα από τα πέντε περιβαλλοντικά κριτήρια απεικονίζεται με μπλε η αξιολόγηση της Ελλάδος και συγκρίνεται με τις μέσες αξιολογήσεις της κατηγορίας πιστοληπτικής αξιολόγησης A (κίτρινο), BBB (πορτοκαλί) και BB (κόκκινο). Η μέση αξιολόγηση για τις κατηγορίες A και BBB υπολογίζεται για τις ανεπτυγμένες οικονομίες που ανήκουν σε αυτές τις κατηγορίες. Οι βαθμολογίες αντιστοιχούν στην αξιολόγηση της επίδρασης του περιβαλλοντικού κριτηρίου στον πιστωτικό κίνδυνο της χώρας, όπου: 5=παρα πολύ αρνητική, 4=πολύ αρνητική, 3=μετριας αρνητική, 2=ουδέτερη προς χαμηλή και 1=θετική επίδραση.

Αξίζει να σημειωθεί ότι στην αξιολόγηση του κριτηρίου επίδρασης των φυσικών φαινομένων, εξίσου σημαντική με τη συχνότητα των φυσικών φαινομένων είναι η πρόληψη και διαχείριση αυτών. Αντίστοιχα, στην αξιολόγηση της διαχείρισης των υδατικών πόρων συνεκτιμώνται οι υποδομές. Κατ' επέκταση, η βελτίωση των επιδόσεων της ελληνικής οικονομίας στα δύο αυτά περιβαλλοντικά κριτήρια θα μπορούσε να επιτευχθεί με την ανάπτυξη κατάλληλων δομών και υποδομών ώστε να προλαμβάνονται αποτελεσματικά οι φυσικές καταστροφές. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται και στην πρόσφατη έκθεση της Moody's για την Ελλάδα, που προειδοποιεί για τη μεγάλη πρόκληση που θέτουν οι περιβαλλοντικοί παράγοντες στην αξιολόγηση της χώρας, τονίζοντας ότι οι πυρκαγιές του περασμένου καλοκαιριού αποδεικνύουν την αυξημένη έκθεσή της σε περιβαλλοντικούς κινδύνους, ιδιαίτερα αυτούς που απορρέουν από την κλιματική αλλαγή. Στην εν λόγω ανάλυση σημειώνεται ότι μια περαιτέρω αύξηση της συχνότητας και της σοβαρότητας ακραίων καιρικών φαινομένων θα μπορούσε να αποδυναμώσει τον τομέα του τουρισμού.²² Συνολικά, η αύξηση της συχνότητας εμφάνισης τέτοιου είδους φαινομένων και οι σοβαρές επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής πιθανότατα θα αυξήσουν το κόστος προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή. Επομένως, η εφαρμογή πολιτικών, δράσεων και έργων προσαρμογής θα θωρακίσει τη χώρα και θα συμβάλει στην πρόληψη των φυσικών καταστροφών.

²² Moody's "Environmental Risks – Greece: Wildfire-related costs are manageable, but events highlight vulnerability to climate change" (10.8.2021).

Συμπερασματικά, η διαχείριση των περιβαλλοντικών κινδύνων και ο κίνδυνος της κλιματικής αλλαγής αποτελούν μια σημαντική πρόκληση για την πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Πρώτον, όπως προαναφέρθηκε, δεδομένου ότι ο αντίκτυπος των περιβαλλοντικών κινδύνων ενσωματώνεται στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις στο στάδιο της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, η επίδραση των περιβαλλοντικών κριτηρίων στην πιστωτική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας είναι προς το παρόν περιορισμένη (μέτρια αρνητική κατά μέσο όρο). Δεύτερον, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν δηλώσει ότι η βαρύτητα των περιβαλλοντικών κριτηρίων θα αυξηθεί όταν προχωρήσουν στην ποσοτικοποίηση της σχέσης των περιβαλλοντικών κριτηρίων με τους πιστωτικούς κινδύνους. Άρα είναι εμφανές πως, όταν ενσωματωθεί η επίδραση των περιβαλλοντικών κριτηρίων στο ποσοτικό μέρος των πιστοληπτικών αξιολογήσεων για την ελληνική οικονομία και στην περίπτωση που η Ελλάδα δεν έχει επιτύχει να βελτιώσει την επίδοσή της στα εν λόγω κριτήρια, θα υπάρχει ορατός κίνδυνος να επηρεαστούν αρνητικά οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων. Συνδυάζοντας τα ανωτέρω λοιπόν θα μπορούσε να λεχθεί ότι επί του παρόντος παρέχεται στην Ελλάδα ένα “παράθυρο ευκαιρίας”. Στο πλαίσιο αυτό και με στόχο τη βελτιωμένη αντιμετώπιση των φυσικών καταστροφών και διαχείριση του φυσικού κεφαλαίου της Ελλάδος, θα πρέπει να υλοποιηθούν πρωτοβουλίες για την περαιτέρω ενίσχυση της ανθεκτικότητας της χώρας, όπως αυτές που έχουν ενσωματωθεί στο πρόγραμμα Ελλάδα 2.0, στην Εθνική Στρατηγική για την Προσαρμογή στην Κλιματική Αλλαγή και στα αντίστοιχα περιφερειακά σχέδια.²³

23 Σχετικές επενδύσεις για την ανθεκτικότητα της χώρας περιγράφονται στον Άξονα 1.4: Αειφόρος χρήση των πόρων, ανθεκτικότητα στην κλιματική αλλαγή και διατήρηση της βιοποικιλότητας, βλ. <https://primeminister.gr/wp-content/uploads/2021/03/Greece-2.0-det-EL-31032021.pdf>

4 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

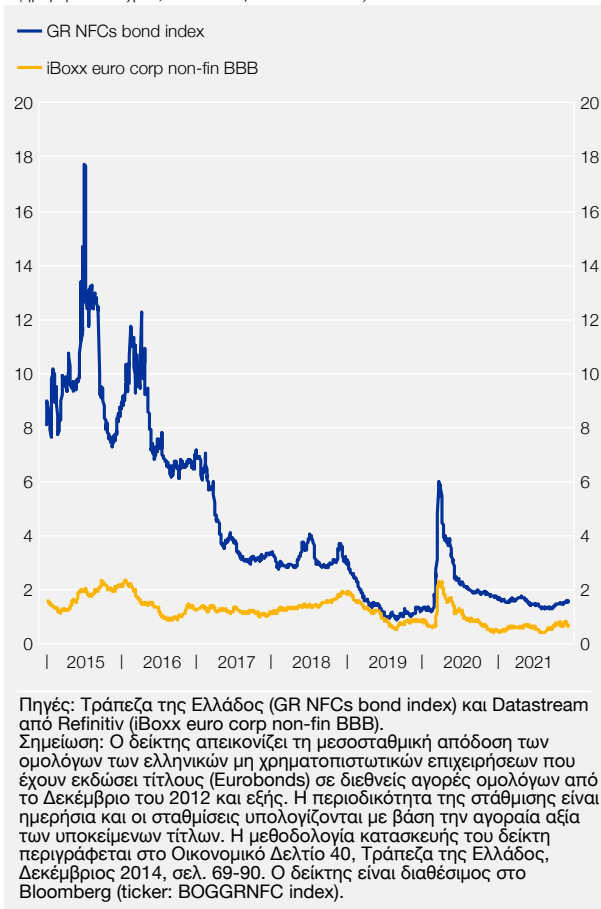
Όπως και στις αγορές κρατικών ομολόγων, έτσι και για τα εταιρικά ομόλογα οι παρεμβάσεις κυρίως των κεντρικών τραπεζών και δευτερευόντως των κυβερνήσεων έχουν οδηγήσει σε ιδιαίτερα ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Συγκεκριμένα, σε συνάφεια με την υποχώρηση των αποδόσεων των ΟΕΔ αφότου ανακοινώθηκε το έκτακτο πρόγραμμα αγοράς τίτλων PEPP από την ΕΚΤ, οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχουν υποχωρήσει σημαντικά, προσεγγίζοντας ιστορικά χαμηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα VII.8). Αντίστοιχη πορεία ακολούθησαν και τα εταιρικά ομόλογα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ με διαβάθμιση BBB και AAA.

Κατά τη διάρκεια του 2021 παρατηρείται μεγάλη αύξηση στην εκδοτική δραστηριότητα μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στις αγορές ομολόγων διεθνώς, σε συνάφεια με τις βελτιωμένες χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς, εξέλιξη που επηρέασε θετικά και τις σχετικές εκδόσεις ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Το ίδιο διάστημα, τέσσερις ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις άντλησαν, μέσω έκδοσης ομολόγων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, κεφάλαια συνολικής ονομαστικής αξίας 2,4 δισεκ. ευρώ, με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 2,9%. Επίσης, στην εγχώρια αγορά πραγματοποιήθηκαν επτά εκδόσεις το διάστημα Ιανουαρίου-μέσα Δεκεμβρίου του 2021, μέσω των οποίων αντλήθηκαν συνολικά περίπου 1,4 δισεκ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 2,4%.

Η ακαθάριστη αξία των τίτλων που έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, μέσω θυγατρικών τους, σε διεθνείς αγορές από το 2013 έως σήμερα ανέρχεται σε περίπου 12,6 δισεκ. ευρώ, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι διεθνείς αγορές έχουν καταστεί σημαντική πηγή χρηματοδότησης επενδύσεων και αναχρηματοδότησης χρέους για μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις, κυρίως βιομηχανικές και εξαγωγικές. Η αξία των υφιστάμενων εκδόσεων, δηλαδή αν συνηγορηθούν οι εκδόσεις, οι λήξεις και οι αποπληρωμές, ανέρχεται σε περίπου 6,9 δισεκ. ευρώ. Όσον αφορά την εγχώρια αγορά, από την έναρξη λειτουργίας της το 2017 μέχρι και τα μέσα Δεκεμβρίου του 2021 έχουν πραγματοποιηθεί εκδόσεις ομολόγων από ελληνικές μη χρηματοπιστω-

Διάγραμμα VII.8 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2015 - Δεκέμβριος 2021)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστά %)



τικές επιχειρήσεις συνολικού ύψους περίπου 3,9 δισεκ. ευρώ, με το υφιστάμενο υπόλοιπο να ανέρχεται σε περίπου 3,5 δισεκ. ευρώ.

Τέλος, επισημαίνεται ότι ορισμένες ελληνικές επιχειρήσεις έχουν δραστηριοποιηθεί ήδη στην αγορά των βιώσιμων (sustainable) χρηματοοικονομικών προϊόντων, χρηματοδοτώντας επενδυτικά σχέδια με σκοπό τη βελτίωση των περιβαλλοντικών δεικτών τους. Συγκεκριμένα, μέσω των διεθνών αγορών ομολόγων έχουν εκδοθεί τίτλοι ύψους 2,45 δισεκ. ευρώ, οι οποίοι συνδέονται με στόχους βιώσιμης ανάπτυξης των εκδοτριών ελληνικών επιχειρήσεων, και στην εγχώρια αγορά έχουν εκδοθεί αντίστοιχοί τίτλοι ύψους 570 εκατ. ευρώ.

5 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

5.1 Τιμές μετοχών

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) έχουν κινηθεί ανοδικά (Γενικός Δείκτης: +9,2%) έως τα μέσα Δεκεμβρίου του 2021, σε συνάφεια με τις θετικές αποδόσεις στις ΗΠΑ (S&P 500: 25,4%) και την ευρωζώνη (Euro Stoxx: 16,7%), καθώς και με το περιβάλλον χαμηλής μεταβλητότητας (βλ. Διάγραμμα VII.9). Οι περισσότεροι κλάδοι έχουν θετικές αποδόσεις, με τις τιμές των μετοχών κλάδων όπως η βιομηχανία (+27,2%) και η ενέργεια (+14,9%) να καταγράφουν μεγαλύτερες αυξήσεις από ό,τι ο γενικός δείκτης.

Η μεταβλητότητα το διάστημα Ιανουαρίου-μέσα Δεκεμβρίου 2021 μειώθηκε σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020, επανερχόμενη στα επίπεδα του 2019 (τυπική απόκλιση ημερήσιων αποδόσεων το διάστημα Ιανουαρίου-μέσα Δεκεμβρίου 2021: 0,99%, το αντίστοιχο διάστημα του 2020: 2,10%, και του 2019: 1,09%). Η συναλλακτική δραστηριότητα (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών) την περίοδο Ιανουαρίου-μέσα Δεκεμβρίου 2021 ανήλθε σε 72,1 εκατ. ευρώ, παρουσιάζοντας αύξηση σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα τόσο του 2020 όσο και του 2019 (64,6 εκατ. ευρώ και 67,1 εκατ. ευρώ αντίστοιχα).

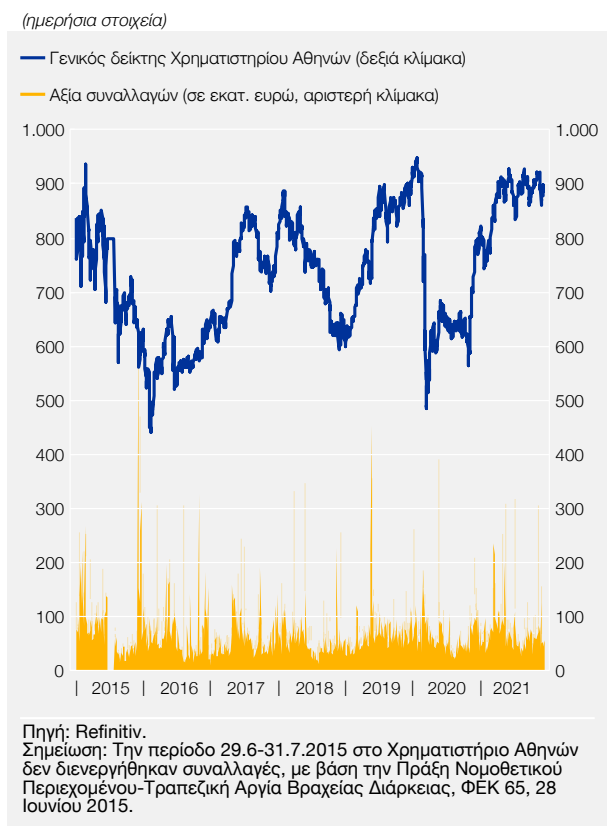
Την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2021 πραγματοποιήθηκαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου από εισηγμένες εταιρίες του μη χρηματοπιστωτικού τομέα συνολικού ύψους περίπου 1,7 δισεκ. ευρώ, έναντι περίπου 165 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2020.¹⁵ Την ίδια περίοδο του 2021 μία εταιρία εισήχθη στην κύρια αγορά και δύο στην εναλλακτική αγορά του ΧΑ, ενώ έντεκα εταιρίες διαγράφηκαν από την κύρια αγορά και μία από την εναλλακτική αγορά του ΧΑ.

5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Τα αποτελέσματα και η αποδοτικότητα των εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών εταιριών με έδρα στην Ελλάδα ανέκαμψαν το πρώτο εξάμηνο του 2021 μετά την υποχώρηση που παρουσίασαν

¹⁵ Οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου πραγματοποιήθηκαν με μετρητά, εισφορά σε είδος και άσκηση δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών. Στο μέγεθος του 2021 περιλαμβάνεται αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά ύψους 1,35 δισεκ. ευρώ που πραγματοποίησε η Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού το Νοέμβριο.

Διάγραμμα VII.9 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (Ιανουάριος 2015 - Δεκέμβριος 2021)



το πρώτο εξάμηνο του 2020 εξαιτίας της πανδημίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 110 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων για το πρώτο εξάμηνο του 2021, ο κύκλος εργασιών, τα μικτά κέρδη και τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) αυξήθηκαν κατά 18,6%, 52,9% και 86,9% αντίστοιχα έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2020. Τα κέρδη από λειτουργικές δραστηριότητες (EBIT) ανήλθαν σε περίπου 1,8 δισεκ. ευρώ, έναντι οριακά θετικού μεγέθους το 2020, ενώ τα κέρδη προ φόρων επανήλθαν σε θετικό έδαφος έναντι συνολικών ζημιών το 2020. Επίσης, σε σύγκριση με τα προ της πανδημίας μεγέθη του πρώτου εξαμήνου του 2019, ο κύκλος εργασιών και τα μικτά κέρδη το πρώτο εξάμηνο του 2021 κυμαίνονται ελαφρώς χαμηλότερα, ενώ τα μεγέθη κερδοφορίας εμφανίζονται σημαντικά βελτιωμένα.

Οι δείκτες αποδοτικότητας συνολικών και ιδίων κεφαλαίων¹⁶ και ο δείκτης περιθωρίου κέρδους¹⁷ για το σύνολο των κλάδων επανήλθαν σε θετικό έδαφος το πρώτο εξάμηνο του 2021, έναντι αρνητικών μεγεθών το πρώτο εξάμηνο του 2020, παρουσιάζοντας επίσης βελτιωμένη εικόνα και έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2019. Στο σύνολο των εισηγμένων ο δείκτης ρευστότητας έμεινε σχετικά σταθερός.¹⁸ Τέλος, για το σύνολο

των εισηγμένων, ο δείκτης μόχλευσης¹⁹ παρέμεινε σχετικά σταθερός, με τις επιχειρήσεις να έχουν αυξήσει, κατά μέσο όρο, τα δανειακά και τα ίδια κεφάλαιά τους κατά 4,4% και 3,3%.

- 16 Οι δείκτες ορίζονται ως ο λόγος των κερδών προ φόρων προς το μέσο όρο των συνολικών και των ιδίων κεφαλαίων αντίστοιχα. Αποδοτικότητα συνολικών κεφαλαίων: 2,4% το πρώτο εξάμηνο του 2021, από -0,4% το πρώτο εξάμηνο του 2020 και 1,6% το πρώτο εξάμηνο του 2019. Αντίστοιχα μεγέθη για την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων: 8,7%, -1,3% και 5,1%.
- 17 Ο δείκτης ορίζεται ως κέρδη προ φόρων προς πωλήσεις και διαμορφώθηκε σε 7,4% το πρώτο εξάμηνο του 2021 από -1,3% το πρώτο εξάμηνο του 2020 και 4,2% το πρώτο εξάμηνο του 2019.
- 18 Ο δείκτης ρευστότητας ορίζεται ως κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Για το σύνολο των εισηγμένων το πρώτο εξάμηνο του 2021 και του 2019 ανήλθε σε 1,3 ενώ το πρώτο εξάμηνο του 2020 στο 1,4.
- 19 Λόγος συνολικού δανεισμού προς ίδια κεφάλαια: 135,5% στις 30.6.2021, από 134,1% στις 30.6.2020 και 116,1% στις 30.6.2019.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	182
2	Ισοζύγιο πληρωμών	183
3	Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά ΝΧΙ, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	184
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	185
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ	186
6	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	187
7	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	188

Πίνακας 1 Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα	
	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2017	105,8	1,1	107,7	1,0	103,6	1,2	102,0	0,2	101,1	0,3
2018	106,5	0,6	108,5	0,7	104,2	0,5	102,1	0,1	101,1	0,1
2019	106,8	0,3	108,1	-0,4	105,4	1,2	102,2	0,1	101,5	0,4
2020	105,4	-1,2	106,4	-1,6	104,6	-0,8	101,8	-0,4	100,9	-0,6
2019 I	105,8	0,7	107,2	0,4	104,2	1,0	101,2	0,2	100,0	0,3
II	107,5	0,3	109,2	-0,2	105,7	1,1	102,8	-0,1	102,3	0,1
III	106,2	-0,1	106,7	-1,1	106,1	1,4	101,6	0,0	101,1	0,5
IV	107,5	0,1	109,3	-0,6	105,5	1,2	103,0	0,3	102,6	0,6
2020 I	106,1	0,4	107,4	0,2	104,9	0,6	101,5	0,4	100,6	0,6
II	106,0	-1,4	107,0	-2,0	105,1	-0,6	102,7	0,0	102,2	-0,2
III	104,2	-1,9	104,6	-2,0	104,2	-1,8	101,0	-0,7	100,0	-1,1
IV	105,3	-2,1	106,5	-2,5	104,0	-1,4	101,8	-1,2	100,9	-1,6
2021 I	104,4	-1,6	105,3	-1,9	103,8	-1,1	100,4	-1,2	99,0	-1,6
II	106,3	0,3	108,3	1,2	104,1	-1,0	101,8	-0,9	101,0	-1,2
III	106,1	1,8	107,9	3,2	104,0	-0,2	101,2	0,2	99,8	-0,2
2019 Ιαν.	105,0	0,4	106,5	0,2	103,4	0,8	100,6	0,1	99,3	0,3
Φεβρ.	105,2	0,6	106,2	0,5	104,2	0,9	100,5	0,2	99,2	0,3
Μάρτ.	107,1	0,9	108,8	0,7	105,1	1,4	102,4	0,2	101,6	0,4
Απρ.	108,1	1,0	110,4	0,7	105,5	1,5	103,3	0,3	102,8	0,5
Μάιος	106,9	0,2	108,4	-0,1	105,4	0,7	102,1	-0,2	101,4	-0,1
Ιούν.	107,5	-0,3	108,7	-1,1	106,2	1,0	102,9	-0,4	102,8	0,0
Ιούλ.	105,9	0,0	105,7	-1,1	106,7	1,7	101,2	0,0	100,6	0,6
Αύγ.	105,3	-0,2	105,3	-1,2	105,9	1,3	100,6	-0,1	99,9	0,4
Σεπτ.	107,5	-0,1	109,2	-1,0	105,6	1,3	103,1	0,2	102,9	0,6
Οκτ.	107,7	-0,7	109,4	-1,9	105,7	1,1	103,2	0,0	102,9	0,3
Νοέμ.	107,1	0,2	108,5	-0,6	105,5	1,4	102,5	0,5	102,0	0,9
Δεκ.	107,8	0,8	109,8	0,6	105,4	1,0	103,3	0,4	102,8	0,6
2020 Ιαν.	105,9	0,9	107,2	0,7	104,6	1,1	100,9	0,3	99,8	0,6
Φεβρ.	105,4	0,2	106,1	-0,1	104,9	0,7	100,6	0,0	99,4	0,2
Μάρτ.	107,1	0,0	108,7	-0,1	105,2	0,1	103,1	0,7	102,6	1,0
Απρ.	106,6	-1,4	107,7	-2,4	105,5	0,0	103,2	-0,1	102,7	-0,1
Μάιος	105,7	-1,1	106,3	-2,0	105,5	0,1	102,6	0,5	102,1	0,6
Ιούν.	105,8	-1,6	107,1	-1,4	104,4	-1,8	102,4	-0,5	101,7	-1,0
Ιούλ.	104,0	-1,8	103,8	-1,8	104,7	-1,9	100,7	-0,5	99,7	-0,9
Αύγ.	103,3	-1,9	103,1	-2,1	104,1	-1,7	100,0	-0,6	98,8	-1,0
Σεπτ.	105,4	-2,0	106,9	-2,2	103,8	-1,7	102,1	-1,0	101,3	-1,5
Οκτ.	105,8	-1,8	107,2	-2,0	104,2	-1,4	102,3	-0,9	101,6	-1,3
Νοέμ.	104,8	-2,1	105,6	-2,7	104,2	-1,2	101,2	-1,3	100,3	-1,7
Δεκ.	105,3	-2,3	106,7	-2,8	103,7	-1,6	101,8	-1,4	100,9	-1,9
2021 Ιαν.	103,9	-2,0	104,4	-2,6	103,7	-0,9	100,1	-0,8	98,6	-1,2
Φεβρ.	104,1	-1,3	104,7	-1,3	103,7	-1,1	100,0	-0,6	98,5	-0,9
Μάρτ.	105,3	-1,6	106,7	-1,9	103,9	-1,3	100,9	-2,1	99,9	-2,6
Απρ.	106,3	-0,3	108,3	0,5	103,9	-1,5	101,9	-1,2	101,2	-1,5
Μάιος	105,9	0,1	107,5	1,2	104,1	-1,3	101,4	-1,2	100,4	-1,6
Ιούν.	106,9	1,0	109,0	1,8	104,2	-0,2	102,2	-0,2	101,3	-0,4
Ιούλ.	105,4	1,4	106,7	2,8	104,0	-0,6	100,6	-0,1	99,2	-0,4
Αύγ.	105,2	1,9	106,6	3,4	103,8	-0,3	100,2	0,2	98,6	-0,3
Σεπτ.	107,7	2,2	110,5	3,4	104,1	0,3	102,7	0,5	101,5	0,1
Οκτ.	109,4	3,4	113,0	5,3	104,5	0,3	103,9	1,6	102,9	1,2
Νοέμ.	109,9	4,8	113,9	7,9	104,4	0,1	104,2	2,9	103,0	2,7

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 3 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI,¹ κατά νόμισμα και κατά κατηγορία

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων/ρέπος	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία		
		Καταθέσεις/ρέπος σε ευρώ ²	Καταθέσεις/ρέπος σε λοιπά νομίσματα	Όψεως ²	Ταμειυτηρίου	Προθεσμίας/ρέπος
2017	126.346	120.239	6.107	28.286	50.702	47.358
2018	134.489	127.865	6.624	32.261	52.535	49.693
2019	143.123	136.392	6.730	36.552	57.509	49.062
2020	163.220	156.421	6.799	50.824	67.600	44.796
2017	Ιαν.	119.745	113.507	6.238	24.949	49.640
	Φεβρ.	119.073	112.884	6.189	24.375	49.492
	Μάρτ.	119.307	113.149	6.158	25.072	48.999
	Απρ.	118.994	112.964	6.030	24.518	49.449
	Μάιος	119.415	113.420	5.995	25.073	49.072
	Ιούν.	120.426	114.449	5.977	26.281	49.403
	Ιούλ.	121.250	115.399	5.851	26.413	49.294
	Αύγ.	122.609	116.716	5.893	27.145	49.513
	Σεπτ.	122.577	116.676	5.901	27.468	49.272
	Οκτ.	123.682	117.680	6.003	27.307	49.415
	Νοέμ.	123.868	117.823	6.045	27.286	49.197
	Δεκ.	126.346	120.239	6.107	28.286	50.702
2018	Ιαν.	124.707	118.761	5.946	27.239	49.815
	Φεβρ.	124.858	118.809	6.049	26.697	50.060
	Μάρτ.	125.956	119.963	5.992	27.206	50.407
	Απρ.	126.915	120.895	6.020	27.475	50.283
	Μάιος	128.003	121.789	6.214	28.606	50.215
	Ιούν.	129.434	123.065	6.369	29.499	50.481
	Ιούλ.	130.238	124.005	6.232	29.872	50.537
	Αύγ.	131.572	125.300	6.272	30.453	50.872
	Σεπτ.	131.710	125.220	6.489	30.632	50.929
	Οκτ.	131.482	125.089	6.394	30.344	51.088
	Νοέμ.	131.383	125.001	6.382	30.232	51.085
	Δεκ.	134.489	127.865	6.624	32.261	52.535
2019	Ιαν.	132.930	126.412	6.517	30.856	52.107
	Φεβρ.	132.182	125.789	6.393	29.900	52.329
	Μάρτ.	133.284	127.012	6.272	30.462	52.606
	Απρ.	134.687	128.357	6.330	31.289	53.404
	Μάιος	135.273	129.079	6.194	31.372	53.331
	Ιούν.	136.933	130.711	6.222	32.753	53.885
	Ιούλ.	138.636	132.403	6.233	33.933	54.051
	Αύγ.	139.711	133.426	6.285	34.271	54.558
	Σεπτ.	139.166	132.741	6.425	34.562	55.145
	Οκτ.	139.691	133.371	6.321	34.548	56.035
	Νοέμ.	139.596	133.105	6.491	34.605	56.219
	Δεκ.	143.123	136.392	6.730	36.552	57.509
2020	Ιαν.	141.149	134.687	6.462	35.309	57.217
	Φεβρ.	142.240	135.822	6.418	35.666	57.708
	Μάρτ.	145.088	138.288	6.800	38.465	59.404
	Απρ.	146.565	139.748	6.817	38.625	60.997
	Μάιος	148.136	141.439	6.697	40.167	60.971
	Ιούν.	148.550	141.770	6.780	41.163	61.263
	Ιούλ.	151.496	145.016	6.480	43.178	61.761
	Αύγ.	151.877	145.479	6.398	43.429	62.129
	Σεπτ.	153.137	146.479	6.658	44.805	62.511
	Οκτ.	155.672	149.072	6.600	46.106	63.867
	Νοέμ.	158.699	152.144	6.555	49.054	65.019
	Δεκ.	163.220	156.421	6.799	50.824	67.600
2021	Ιαν.	162.094	155.648	6.446	49.551	68.543
	Φεβρ.	162.840	156.403	6.437	50.642	69.094
	Μάρτ.	164.792	158.081	6.711	52.412	70.470
	Απρ.	167.749	161.302	6.447	55.370	71.906
	Μάιος	168.111	161.499	6.613	56.223	72.645
	Ιούν.	169.765	162.940	6.826	57.796	73.668
	Ιούλ.	171.639	165.023	6.617	59.343	74.757
	Αύγ.	173.140	166.446	6.694	61.211	75.439
	Σεπτ.	173.700	166.884	6.816	61.625	76.520
	Οκτ.	173.688	166.824	6.864	61.416	77.668

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα ιδρύματα έκδοσης ηλεκτρονικού χρήματος.

2 Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.

Πίνακας 4 Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	30 ετών
2017	5,05	4,36	5,93	5,98	6,62	6,72	6,50
2018	1,53	3,30	3,90	4,19	4,70	4,93	5,02
2019	1,22	1,64	2,07	2,59	3,04	3,33	3,50
2020	0,39	0,58	0,97	1,27	1,48	1,61	1,73
2017	Ιαν.	7,27	7,19	7,04	7,50	7,60	7,27
	Φεβρ.	9,04	7,78	7,52	8,00	8,00	7,65
	Μάρτ.	8,12	7,42	7,17	7,68	7,62	7,28
	Απρ.	7,30	6,91	6,70	7,12	7,07	6,78
	Μάιος	5,59	5,87	5,86	6,47	6,54	6,31
	Ιούν.	4,77	5,68	5,76	6,41	6,53	6,32
	Ιούλ.	3,52	4,55	5,09	5,33	6,26	6,49
	Αύγ.	3,25	4,61	5,23	5,55	6,49	6,50
	Σεπτ.	2,92	4,51	5,11	5,56	6,40	6,42
	Οκτ.	3,12	4,58	5,15	5,59	6,31	6,49
	Νοέμ.	2,98	4,16	4,76	5,22	5,87	5,97
	Δεκ.	2,69	3,75	4,97	4,44	4,90	5,03
2018	Ιαν.	1,45	3,10	4,14	3,79	4,23	4,31
	Φεβρ.	1,69	3,40	4,03	4,14	4,68	4,76
	Μάρτ.	1,45	3,51	3,95	4,27	4,72	4,96
	Απρ.		3,16	3,67	4,04	4,50	4,68
	Μάιος		3,33	3,93	4,29	4,74	4,94
	Ιούν.		3,62	4,02	4,39	4,85	5,01
	Ιούλ.		2,94	3,42	3,88	4,48	4,71
	Αύγ.		3,18	3,78	4,18	4,79	5,12
	Σεπτ.		3,22	3,76	4,17	4,82	5,17
	Οκτ.		3,41	4,03	4,37	4,86	5,19
	Νοέμ.		3,40	4,10	4,42	4,95	5,23
	Δεκ.		3,28	3,98	4,28	4,76	5,07
2019	Ιαν.	2,89	3,12	3,86	4,21	4,70	4,96
	Φεβρ.	2,38	3,13	3,46	3,84	4,40	4,68
	Μάρτ.	2,04	2,69	3,08	3,76	4,22	4,53
	Απρ.	1,72	2,28	2,66	3,42	3,85	4,17
	Μάιος	1,63	2,17	2,59	3,27	3,82	4,13
	Ιούν.	1,18	1,48	1,80	2,67	3,02	3,30
	Ιούλ.	0,73	1,15	1,51	2,16	2,61	2,82
	Αύγ.	0,73	1,13	1,67	1,98	2,40	2,72
	Σεπτ.	0,45	0,81	1,22	1,50	1,89	2,18
	Οκτ.	0,35	0,62	1,01	1,34	1,83	2,11
	Νοέμ.	0,32	0,51	0,92	1,36	1,83	2,16
	Δεκ.	0,25	0,54	1,00	1,42	1,88	2,21
2020	Ιαν.	0,15	0,45	0,88	1,34	1,78	2,08
	Φεβρ.	0,16	0,36	0,69	1,07	1,60	1,72
	Μάρτ.	1,30	1,54	1,71	1,97	2,13	2,25
	Απρ.	1,27	1,63	1,84	2,05	2,07	2,13
	Μάιος	1,07	1,34	1,76	1,93	1,98	2,07
	Ιούν.	0,39	0,61	1,05	1,32	1,45	1,56
	Ιούλ.	0,23	0,37	0,86	1,14	1,26	1,40
	Αύγ.	0,13	0,27	0,80	1,08	1,27	1,46
	Σεπτ.	0,14	0,25	0,76	1,08	1,27	1,42
	Οκτ.	0,07	0,23	0,57	0,90	1,07	1,14
	Νοέμ.	-0,06	0,00	0,39	0,75	0,96	1,04
	Δεκ.	-0,12	-0,06	0,32	0,63	0,89	0,99
2021	Ιαν.	-0,13	-0,02	0,33	0,65	0,94	1,05
	Φεβρ.	-0,10	0,08	0,36	0,81	1,07	1,17
	Μάρτ.	-0,11	0,10	0,44	0,91	1,22	1,37
	Απρ.	-0,16	-0,01	0,33	0,88	1,22	1,52
	Μάιος	-0,13	0,16	0,38	0,99	1,27	1,49
	Ιούν.	-0,22	0,06	0,20	0,81	1,00	1,22
	Ιούλ.	-0,32	-0,08	0,07	0,70	0,85	1,07
	Αύγ.	-0,38	-0,18	-0,06	0,59	0,70	0,91
	Σεπτ.	-0,25	0,02	0,12	0,80	0,92	1,09
	Οκτ.	-0,13	0,22	0,28	0,96	1,06	1,21

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 6 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Καταθέσεις από νοικοκυριά			Καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις			Μέσο επιτόκιο όλων των καταθέσεων
	Μίας ημέρας ^{1,2}			Μίας ημέρας ²			
	Σύνολο	εκ των οποίων Απλού ταμιευτηρίου ²	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος		
2017	0,09	0,06	0,64	0,15	0,82	0,30	
2018	0,09	0,05	0,59	0,15	0,90	0,29	
2019	0,09	0,05	0,51	0,15	0,69	0,25	
2020	0,05	0,03	0,26	0,09	0,22	0,12	
2017	Ιαν.	0,09	0,06	0,69	0,14	0,83	0,32
	Φεβρ.	0,09	0,06	0,67	0,15	0,80	0,31
	Μάρτ.	0,09	0,06	0,66	0,18	0,82	0,31
	Απρ.	0,09	0,06	0,68	0,16	0,86	0,31
	Μάιος	0,09	0,06	0,64	0,15	0,81	0,30
	Ιούν.	0,09	0,06	0,61	0,14	0,80	0,29
	Ιούλ.	0,09	0,06	0,63	0,14	0,75	0,30
	Αύγ.	0,09	0,06	0,62	0,14	0,78	0,29
	Σεπτ.	0,09	0,06	0,62	0,13	0,79	0,29
	Οκτ.	0,09	0,06	0,63	0,17	0,84	0,30
	Νοέμ.	0,10	0,06	0,60	0,17	0,84	0,29
	Δεκ.	0,10	0,06	0,60	0,16	0,93	0,29
2018	Ιαν.	0,09	0,06	0,61	0,16	0,95	0,29
	Φεβρ.	0,09	0,06	0,59	0,15	0,94	0,28
	Μάρτ.	0,09	0,06	0,62	0,14	0,95	0,29
	Απρ.	0,09	0,06	0,62	0,17	0,94	0,29
	Μάιος	0,09	0,06	0,58	0,16	0,89	0,28
	Ιούν.	0,09	0,05	0,60	0,14	0,91	0,28
	Ιούλ.	0,09	0,05	0,62	0,14	0,90	0,30
	Αύγ.	0,09	0,05	0,59	0,14	0,88	0,28
	Σεπτ.	0,09	0,05	0,60	0,15	0,88	0,29
	Οκτ.	0,09	0,05	0,58	0,16	0,82	0,28
	Νοέμ.	0,09	0,05	0,57	0,16	0,83	0,28
	Δεκ.	0,09	0,05	0,58	0,14	0,87	0,28
2019	Ιαν.	0,09	0,05	0,61	0,14	0,84	0,29
	Φεβρ.	0,09	0,05	0,58	0,16	0,83	0,28
	Μάρτ.	0,09	0,05	0,58	0,17	0,83	0,28
	Απρ.	0,09	0,05	0,60	0,17	0,79	0,28
	Μάιος	0,09	0,05	0,55	0,17	0,77	0,27
	Ιούν.	0,09	0,05	0,56	0,16	0,71	0,27
	Ιούλ.	0,09	0,05	0,57	0,13	0,73	0,27
	Αύγ.	0,09	0,05	0,54	0,14	0,69	0,26
	Σεπτ.	0,09	0,05	0,45	0,16	0,59	0,23
	Οκτ.	0,09	0,06	0,39	0,15	0,51	0,20
	Νοέμ.	0,09	0,06	0,36	0,15	0,46	0,19
	Δεκ.	0,08	0,04	0,35	0,12	0,50	0,18
2020	Ιαν.	0,07	0,04	0,33	0,11	0,40	0,17
	Φεβρ.	0,04	0,03	0,31	0,12	0,35	0,15
	Μάρτ.	0,04	0,03	0,29	0,12	0,29	0,14
	Απρ.	0,04	0,03	0,28	0,11	0,25	0,13
	Μάιος	0,05	0,03	0,28	0,10	0,23	0,13
	Ιούν.	0,05	0,03	0,26	0,10	0,22	0,12
	Ιούλ.	0,05	0,03	0,25	0,08	0,20	0,11
	Αύγ.	0,05	0,03	0,26	0,07	0,19	0,11
	Σεπτ.	0,05	0,03	0,24	0,07	0,15	0,11
	Οκτ.	0,05	0,03	0,24	0,06	0,12	0,10
	Νοέμ.	0,04	0,03	0,21	0,05	0,13	0,09
	Δεκ.	0,04	0,03	0,19	0,04	0,12	0,08
2021	Ιαν.	0,04	0,03	0,19	0,03	0,11	0,08
	Φεβρ.	0,04	0,02	0,18	0,02	0,08	0,07
	Μάρτ.	0,04	0,02	0,16	0,02	0,07	0,06
	Απρ.	0,04	0,02	0,16	0,02	0,08	0,06
	Μάιος	0,04	0,02	0,15	0,01	0,09	0,06
	Ιούν.	0,04	0,02	0,14	0,01	0,08	0,06
	Ιούλ.	0,04	0,02	0,14	0,01	0,06	0,05
	Αύγ.	0,03	0,02	0,16	0,01	0,07	0,05
	Σεπτ.	0,03	0,02	0,14	0,01	0,05	0,05
	Οκτ.	0,03	0,02	0,14	0,00	0,07	0,05

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων απλού ταμιευτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

