

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2022



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2022



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.

<https://doi.org/10.52903/monpol.gr202212>

https://www.bankofgreece.gr/Publications/Inter_NomPol2022.pdf

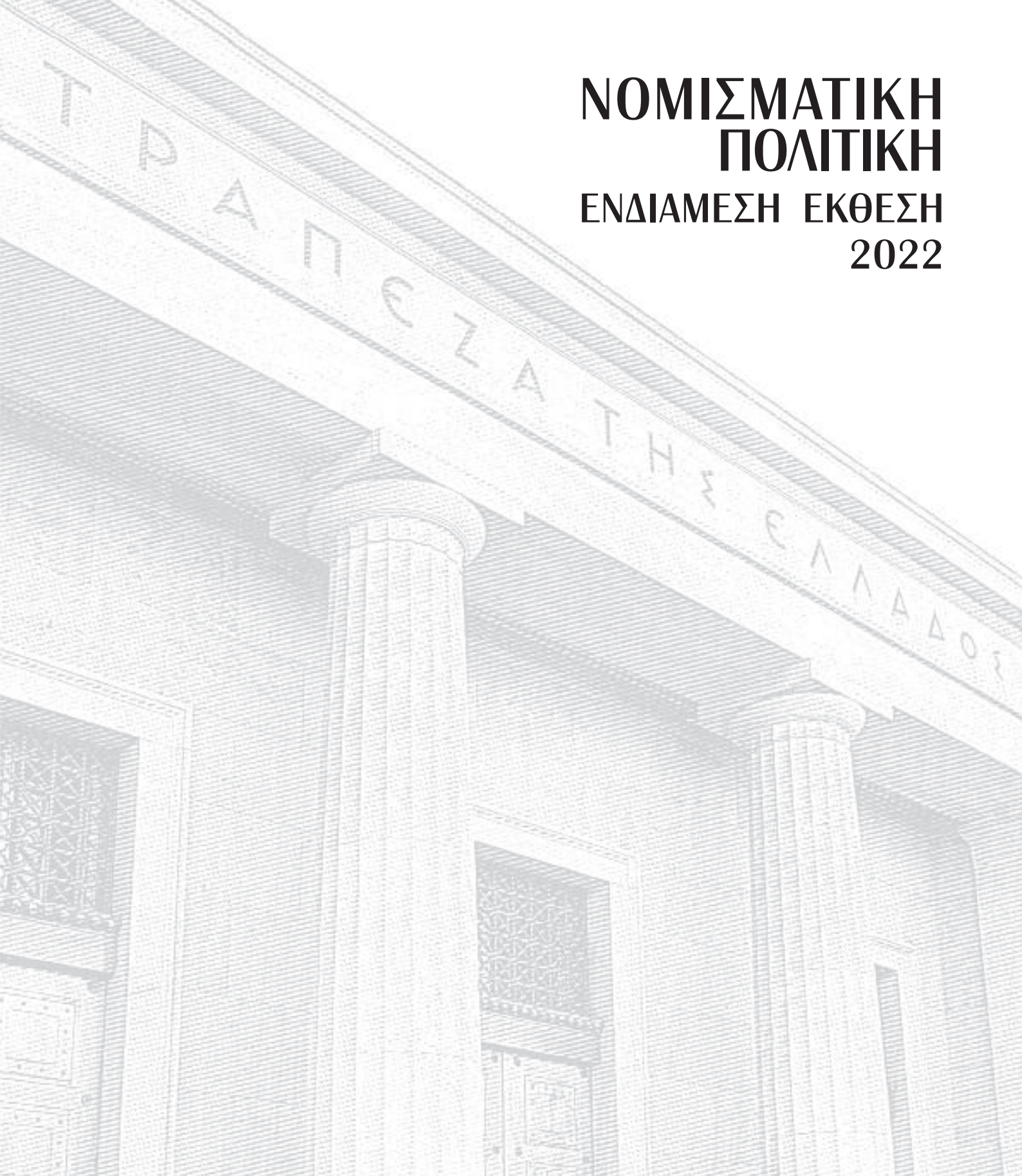
Τυπώθηκε στο
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN: 1108-2305 (print)

ISSN: 2654-1939 (online)

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2022



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2022



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 ενεργειακή κρίση, που επιδεινώθηκε μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία στις αρχές του 2022, έχει ως αποτέλεσμα την απότομη άνοδο του πληθωρισμού. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε στην παρέμβαση των νομισματικών αρχών, με τις κεντρικές τράπεζες να αυξάνουν δραστικά τα επιτόκιά τους, παρά το γεγονός ότι η άνοδος του πληθωρισμού οφείλεται, στις περισσότερες περιπτώσεις, σε αρνητικές διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς και ειδικότερα στην αύξηση του ενεργειακού κόστους εξαιτίας του πολέμου στην Ουκρανία, οι άμεσες επιδράσεις των οποίων δεν μπορούν να εξουδετερωθούν εύκολα από τη νομισματική πολιτική. Ωστόσο, η δυναμική αντίδραση των κεντρικών τραπεζών σηματοδοτεί την αποφασιστικότητά τους αφενός να περιορίσουν τη συνολική ζήτηση και να θέσουν υπό έλεγχο τις δευτερογενείς πληθωριστικές επιδράσεις και αφετέρου να σταθεροποιήσουν τις πληθωριστικές προσδοκίες, ώστε να αποφευχθεί μια αυτοτροφοδοτούμενη αύξηση του πληθωρισμού και να επιτευχθεί ο στόχος της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα. Παρότι η βασική στόχευση από την πλευρά των κεντρικών τραπεζών είναι ξεκάθαρη, ανακύπτει ένα δίλημμα πολιτικής που σχετίζεται με την έκταση την οποία θα πρέπει να έχουν οι αυξήσεις επιτοκίων, και κατ'επέκταση με τις αρνητικές βραχυχρόνιες συνέπειες για την οικονομική ανάπτυξη που θα μπορούν να αποδεχθούν οι νομισματικές αρχές, ώστε να σταθεροποιηθεί ο πληθωρισμός μεσοπρόθεσμα.



Σε αυτό το δυσμενές περιβάλλον που θέτει σημαντικές προκλήσεις στην οικονομική πολιτική, η ελληνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται με υψηλούς ρυθμούς το εννέαμηνο του 2022, επωφελούμενη από τη σημαντική άνοδο των τουριστικών εισπράξεων και την επανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης. Η καλύτερη από το αναμενόμενο επίδοση της ελληνικής οικονομίας οδήγη στην προς τα άνω αναθεώρηση των εκτιμήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος που δημοσιεύθηκαν στην Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής τον Ιούνιο για το ρυθμό μεγέθυνσης του 2022, ο οποίος αναμένεται να διαμορφωθεί σε 6,2%. Το 2023 ο ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί στο 1,5%, εξαιτίας της αναμενόμενης κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας στην ευρωζώνη και της σημαντικής υποχώρησης του ρυθμού αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης. Επιπλέον, η μεταβολή της νομισματικής πολιτικής σε πιο περιοριστική κατεύθυνση αναμένεται να επιδράσει συστατικά στην οικονομική δραστηριότητα το 2023. Ωστόσο, η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του μακροπρόθεσμου προϋπολογισμού της ΕΕ 2021-2027 και του ευρωπαϊκού Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας δύναται να μετριάσει τις επιπτώσεις της ενεργειακής κρίσης στην οικονομία.

Το δεύτερο εξάμηνο του 2022 παρατηρήθηκε περαιτέρω άνοδος στις τιμές της ενέργειας, που κατέστησε αναγκαία τη διεύρυνση των δημοσιονομικών παρεμβάσεων για τη στήριξη των εισοδημάτων. Οι παρεμβάσεις αυτές θα πρέπει να είναι στοχευμένες και προσωρινές στο πλαίσιο του διαθέσιμου δημοσιονομικού χώρου. Κάτι τέτοιο είναι απαραίτητο, καθώς η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να έχει περιοριστική κατεύθυνση, ώστε να δράσει συμπληρωματικά με τη νομισματική πολιτική προκειμένου να συμβάλει στην κάμψη του πληθωρισμού και ταυτόχρονα να διασφαλίσει τη δημοσιονομική σταθερότητα.

Η επιδείνωση των διεθνών νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών επηρέασε αυξητικά το κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου. Οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων εμφάνισαν μεγαλύτερη ευαισθησία στη διεθνή μεταβλητότητα σε σύγκριση με τους αντίστοι-

χους τίτλους άλλων ευρωπαϊκών χωρών, λόγω της χαμηλότερης πιστοληπτικής τους διαβάθμισης, αλλά και του περιορισμένου βάθους της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων. Εντούτοις, σύμφωνα με τις επικαιροποιημένες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, παρά την παρατηρούμενη αύξηση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων, οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παραμένουν περιορισμένοι μεσοπρόθεσμα, υπό την προϋπόθεση ότι τα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν ληφθεί στο πλαίσιο της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης έχουν προσωρινό χαρακτήρα και ότι θα αξιοποιηθούν αποτελεσματικά οι ευρωπαϊκοί πόροι. Ωστόσο, μακροπρόθεσμα υπάρχει αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς η σταδιακή αναχρηματοδότηση του συσσωρευμένου χρέους προς τον επίσημο τομέα με όρους αγοράς θα αυξήσει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο και τον κίνδυνο αγοράς, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια περαιτέρω χαλάρωσης όσον αφορά το απαιτούμενο ύψος των πρωτογενών πλεονασμάτων.

Οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα συνέχισαν να αυξάνονται, αν και με πολύ βραδύτερο ρυθμό από ό,τι τα δύο προηγούμενα χρόνια, ενώ ο ετήσιος ρυθμός επέκτασης των τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιταχύνθηκε εξαιτίας της ισχυρής οικονομικής ανάκαμψης, αλλά και λόγω της αύξησης των χρηματοδοτικών τους αναγκών εξαιτίας του υψηλότερου πληθωρισμού.

Αναμφισβήτητα, η πορεία εξυγίανσης των τελευταίων ετών έχει συμβάλει καθοριστικά στη βελτίωση των μεγεθών του τραπεζικού τομέα. Εντούτοις, οι τράπεζες καλούνται να αντεπεξέλθουν σε ποικίλες προκλήσεις, όπως η περαιτέρω μείωση και η αποφυγή δημιουργίας νέων μη εξυπηρετούμενων δανείων, η βελτίωση της οργανικής κερδοφορίας, που θα επιτρέψει, μαζί με άλλες ενέργειες τις οποίες αναμένεται να αναλάβουν οι τράπεζες, την περαιτέρω ενίσχυση της κεφαλαιακής τους επάρκειας, και η πρόοδος προς την κάλυψη των ελάχιστων απαιτήσεων ιδίων κεφαλαίων και επιλέξιμων υποχρεώσεων (Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities – MREL).

Το δυσμενές διεθνές μακροοικονομικό περιβάλλον αναμφίβολα επηρεάζει αρνητικά τις προοπτικές της ευρωπαϊκής και της ελληνικής οικονομίας το επόμενο έτος. Η άμβλυση των επιπτώσεων της ενεργειακής κρίσης, χωρίς όμως να τίθεται σε κίνδυνο η δημοσιονομική αξιοπιστία, και η διατήρηση της δυναμικής της ανάπτυξης το προσεχές διάστημα αποτελούν τις κυριότερες προκλήσεις που αντιμετωπίζει η οικονομική πολιτική. Παρά τους αυξημένους κινδύνους, η σημαντική στήριξη από τους διαθέσιμους ευρωπαϊκούς πόρους, σε συνδυασμό με τη μικρότερη ενεργειακή επιβάρυνση της ελληνικής οικονομίας σε σχέση με το μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και τα ευνοϊκά χαρακτηριστικά της διάρθρωσης του δημόσιου χρέους της, δημιουργεί τις συνθήκες ώστε η ενδεχόμενη υλοποίηση ενός δυσμενέστερου σεναρίου για την ΕΕ να μην έχει αντίστοιχες επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία.

Η υλοποίηση των επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων βάσει του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0” καθώς και η διατήρηση της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και σταθερότητας μπορούν να καταστήσουν εφικτή την αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική βαθμίδα κατά το επόμενο έτος. Στο πλαίσιο αυτό, δεδομένου ότι το 2023 είναι χρονιά εθνικών εκλογών, απαιτείται σύμπλευση και συνεννόηση των πολιτικών δυνάμεων, ώστε να υλοποιηθούν οι βασικές δεσμεύσεις της οικονομικής πολιτικής και να διαφυλαχθούν όσα έχει επιτύχει η ελληνική οικονομία την τελευταία δεκαετία.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2022

Γιάννης Στουρνάρας
Διοικητής

ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Πρόεδρος

Γιάννης Στουρνάρας

Μέλη

Θεόδωρος Πελαγίδης

Χριστίνα Παπακωνσταντίνου

Δημήτριος Σιδέρης

Όλγα Χαρίτου

Χρήστος Χατζηεμμανουήλ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΙΣΧΥΡΗ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΟ 2022 – ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΓΙΑ ΕΠΙΒΡΑΔΥΝΣΗ ΤΗΣ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ ΤΟ 2023

1.	Εισαγωγή	11
2.	Εξελίξεις και προοπτικές	12
3.	Παγκόσμια οικονομία	17
4.	Ενιαία νομισματική πολιτική	19
5.	Χρηματοπιστωτικός τομέας	21
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	30
2.1	Παγκόσμια οικονομία	30
2.2	Ζώνη του ευρώ	35
2.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	39
3.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές των χωρών της Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης	40
Πλαίσιο ΙΙ.1	Η διαμόρφωση των διεθνών τιμών του φυσικού αερίου και η ενεργειακή πολιτική της ΕΕ	42

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	51
2.	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή	52
3.	Η αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ	57
4.	Νομισματικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ	59

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	63
2.	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	66
2.1	Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης	66
2.2	Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς	70
3.	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	72
4.	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	74
5.	Πληθωρισμός, επιχειρηματικά κέρδη, κόστος εργασίας και ανταγωνιστικότητα	77
5.1	Πληθωρισμός	77
5.2	Επιχειρηματικά κέρδη	79
5.3	Κόστος εργασίας	80
5.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	80
6.	Ισοζύγιο πληρωμών και διεθνής επενδυτική θέση	83
7.	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	87
Πλαίσιο ΙV.1	Τα συγκριτικά πλεονεκτήματα των εξαγωγών υπηρεσιών της Ελλάδος έναντι της ΕΕ-27	89

Πλαίσιο IV.2 Τελική κατανάλωση ενέργειας στην Ελλάδα σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ: μια κλαδική ανάλυση	93
---	-----------

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1. Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	101
2. Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2022	103
3. Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις	105
4. Προτάσεις πολιτικής	108
5. Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών το 2022	109
5.1 Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)	109
5.2 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)	109
5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)	111
5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	112
5.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης	112
Πλαίσιο V.1 Ανάλυση βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους	114

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

1. Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	121
2. Τραπεζική πίστη	122
3. Τραπεζικά επιτόκια	124
4. Τραπεζικές καταθέσεις	127
5. Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	128
Πλαίσιο VI.1 Η πρόσφατη ενίσχυση των επιχειρηματικών δανείων και η άνοδος του πληθωρισμού	131
Πλαίσιο VI.2 Η επίδραση των προγραμμάτων στήριξης της τραπεζικής χρηματοδότησης κατά την πανδημία και η δυνατότητα των τραπεζών να χορηγούν δάνεια και μετά τη λήξη τους	134

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII

ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1. Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	137
2. Διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων	138
3. Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	142
4. Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	145
5. Αγορά μετοχών	146
5.1 Τιμές μετοχών	146
5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων	147

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	149
-----------------------------	------------

ΙΣΧΥΡΗ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΟ 2022 – ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΓΙΑ ΕΠΙΒΡΑΔΥΝΣΗ ΤΗΣ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ ΤΟ 2023

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ενεργειακή κρίση, η οποία επιδεινώθηκε μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία στις αρχές του 2022, έχει ως αποτέλεσμα την απότομη άνοδο του πληθωρισμού. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε στην παρέμβαση των νομισματικών αρχών, με τις κεντρικές τράπεζες να αυξάνουν δραστικά τα επιτόκιά τους, παρά το γεγονός ότι η άνοδος του πληθωρισμού οφείλεται, στις περισσότερες περιπτώσεις, σε αρνητικές διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς, και ειδικά στην αύξηση του ενεργειακού κόστους εξαιτίας του πολέμου στην Ουκρανία, οι άμεσες επιδράσεις των οποίων δεν μπορούν να εξουδετερωθούν εύκολα από τη νομισματική πολιτική. Ωστόσο, η δυναμική αντίδραση των κεντρικών τραπεζών σηματοδοτεί την αποφασιστικότητα τους αφενός να περιορίσουν τη συνολική ζήτηση και να θέσουν υπό έλεγχο τις δευτερογενείς πληθωριστικές επιδράσεις και αφετέρου να σταθεροποιήσουν τις πληθωριστικές προσδοκίες, ώστε να αποφευχθεί μια αυτοτροφοδοτούμενη αύξηση του πληθωρισμού και να επιτευχθεί ο στόχος της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα. Παρότι η βασική στόχευση από την πλευρά των κεντρικών τραπεζών είναι ξεκάθαρη, ανακύπτει ένα δίλημμα πολιτικής που σχετίζεται με την έκταση την οποία θα πρέπει να έχουν οι αυξήσεις επιτοκίων και κατ'επέκταση με τις αρνητικές βραχυχρόνιες συνέπειες για την οικονομική ανάπτυξη που θα μπορούν να αποδεχθούν οι νομισματικές αρχές, ώστε να σταθεροποιηθεί ο πληθωρισμός μεσοπρόθεσμα.

Η ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής, σε συνδυασμό με τους γεωπολιτικούς κινδύνους και την αύξηση της αβεβαιότητας, έχει ως συνέπεια την αυστηροποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και την αύξηση της αποστροφής κινδύνου εκ μέρους των επενδυτών, με αποτέλεσμα την άνοδο της μεταβλητότητας και των αποδόσεων των ομολόγων και την πτώση των τιμών των μετοχών.

Στο εσωτερικό, η αύξηση του κόστους της ενέργειας και η μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος επηρεάζουν αρνητικά τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά και αυξάνουν την εισοδηματική ανισότητα. Επιπλέον, η άνοδος των επιτοκίων δανεισμού αυξάνει το κόστος εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, ενώ η διατήρηση των επιτοκίων καταθέσεων σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα στερεί μια πρόσθετη πηγή εσόδων.

Ως συνέπεια του υψηλού και παρατεταμένου πληθωρισμού, εντείνονται οι πιέσεις για αυξήσεις μισθών και συντάξεων, καθώς και για μέτρα στήριξης που θα περιορίζουν τις απώλειες στο πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών. Δεδομένου ότι ο υψηλός πληθωρισμός πλήττει αναλογικά περισσότερο τις χαμηλότερες εισοδηματικές ομάδες του πληθυσμού, τα μέτρα στήριξης κρίνονται αναγκαία. Ωστόσο, θα πρέπει να είναι στοχευμένα και προσωρινά στο πλαίσιο του διαθέσιμου δημοσιονομικού χώρου. Κάτι τέτοιο είναι απαραίτητο, καθώς η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να έχει περιοριστική κατεύθυνση, ώστε να δράσει συμπληρωματικά με τη νομισματική πολιτική, συμβάλλοντας στην κάμψη του πληθωρισμού, και ταυτόχρονα να διασφαλίσει τη δημοσιονομική σταθερότητα. Οι όποιες μισθολογικές αυξήσεις αποφασιστούν (για παράδειγμα στον κατώτατο μισθό) θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τις δυνατότητες της οικονομίας, να μην τροφοδοτούν περαιτέρω την άνοδο του πληθωρισμού και συνολικά να μην υπονομεύουν την πρόοδο που έχει επιτευχθεί σε όρους ανταγωνιστικότητας την τελευταία δεκαετία.

Οι πληθωριστικές πιέσεις και η συνακόλουθη αύξηση των επιτοκίων οδηγούν σε βελτίωση των καθαρών εσόδων των τραπεζών από τόκους, αλλά και σε επιδείνωση των συνθηκών χρηματο-

δότησής τους, ενώ ενδέχεται να έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση του πιστωτικού κινδύνου που σχετίζεται με τη δημιουργία μιας νέας γενιάς μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Σε αυτό το δυσμενές περιβάλλον που θέτει σημαντικές προκλήσεις στην οικονομική πολιτική, η ελληνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται με υψηλούς ρυθμούς το εννεάμηνο του 2022, τροφοδοτούμενη από την ιδιωτική κατανάλωση, τις επενδύσεις και τη μεγάλη άνοδο του τουρισμού και των εσόδων από τη ναυτιλία. Η καλύτερη από το αναμενόμενο επίδοση της ελληνικής οικονομίας οδηγεί στην προς τα άνω αναθεώρηση των εκτιμήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος που δημοσιεύθηκαν τον Ιούνιο για το ρυθμό μεγέθυνσης του 2022. Σε αυτό συνέβαλαν και τα μέτρα στήριξης για την ανάσχεση των επιπτώσεων της ενεργειακής κρίσης στα νοικοκυριά και στις επιχειρήσεις. Παρ' όλα αυτά, η παράταση της ενεργειακής κρίσης εξαιτίας του συνεχιζόμενου πολέμου στην Ουκρανία, που συντηρεί τον πληθωρισμό σε πολύ υψηλά επίπεδα, έχει οδηγήσει σε υποχώρηση των επιχειρηματικών προσδοκιών και επιδείνωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με τη μεταβολή της νομισματικής πολιτικής σε πιο περιοριστική κατεύθυνση, αναμένεται να οδηγήσει σε πιο αργό ρυθμό μεγέθυνσης το 2023. Η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του μακροπρόθεσμου προϋπολογισμού της ΕΕ 2021-2027 και του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU δύναται να μετριάσει τις επιπτώσεις της ενεργειακής κρίσης στην οικονομία.

Στο περιβάλλον και πλαίσιο αυτό, ο απόλυτος προσανατολισμός της οικονομικής και ιδιαίτερα της δημοσιονομικής πολιτικής προς την απόκτηση επενδυτικής βαθμίδας για τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου θα πρέπει να αποτελέσει αδιαπραγμάτευτο εθνικό στόχο, καθώς η επίτευξή του θα έχει ευεργετικές επιδράσεις σε όλους τους τομείς της ελληνικής οικονομίας.

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Ισχυρή ανάπτυξη το εννεάμηνο του 2022 – Σημαντική άνοδος του πληθωρισμού και αύξηση της αβεβαιότητας

Η ελληνική οικονομία διατήρησε την αναπτυξιακή της δυναμική το εννεάμηνο του 2022 (5,9% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2021), παρά τις αυξανόμενες πληθωριστικές πιέσεις και τις επιπτώσεις της εισβολής της Ρωσίας στην Ουκρανία. Η αναβληθείσα ζήτηση των νοικοκυριών και οι συσσωρευμένες αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα λόγω της πανδημίας, σε συνδυασμό με τις υψηλές επιδόσεις του τουριστικού τομέα και τη συνεχιζόμενη δημοσιονομική στήριξη, συνέβαλαν στην άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας. Βασικές συνιστώσες της ανάπτυξης ήταν η ιδιωτική κατανάλωση, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και οι επενδύσεις, οι οποίες υποστηρίχθηκαν και από την ενίσχυση των επιχειρηματικών κερδών. Αντίθετα, η αύξηση των εισαγωγών, σε μεγάλο βαθμό λόγω της σημαντικής ανόδου των τιμών των εισαγόμενων ενεργειακών προϊόντων, της ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων, καθώς και της θετικής πορείας της βιομηχανικής παραγωγής, συνέβαλε αρνητικά στη μεταβολή του ΑΕΠ. Οι περισσότεροι δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας, όπως της βιομηχανικής παραγωγής, των λιανικών πωλήσεων και των πωλήσεων επιβατικών αυτοκινήτων, συνέχισαν να καταγράφουν θετικούς ρυθμούς αύξησης και στη διάρκεια του γ' τριμήνου, που ήταν όμως επιβραδυνόμενοι. Ωστόσο, οι προσδοκίες των επιχειρήσεων σε όλους τους κλάδους παρουσίασαν διακυμάνσεις και κατέγραψαν, όπως και ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών, σταδιακή επιδείνωση λόγω των έντονων πληθωριστικών πιέσεων και της γενικευμένης ανησυχίας σχετικά με τον ενεργειακό εφοδιασμό σε διεθνές επίπεδο. Κάμψη εμφάνισε, σύμφωνα με το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI), και η μεταποιητική παραγωγή ύστερα από μια μακρά περίοδο ανοδικής τάσης.

Η σημαντικότερη επίπτωση της συνεχιζόμενης ενεργειακής κρίσης είναι η αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών, η οποία μειώνει το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και υπονομεύει τις προοπτικές της οικονομίας. Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από το ρυθμό μεταβολής του Έναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), σημείωσε σημαντική αύξηση

το ενδεκάμηνο του 2022 σε 9,5% κατά μέσο όρο, αντανακλώντας τις πολύ υψηλές αυξήσεις στις τιμές της ενέργειας και των ειδών διατροφής. Την ίδια περίοδο, ο πυρήνας του πληθωρισμού αυξήθηκε σε 5,5% κατά μέσο όρο, καθώς το αυξημένο ενεργειακό και διατροφικό κόστος διαχέεται πλέον στις τιμές των υπηρεσιών και των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών.

Το 2022 η ελληνική αγορά ακινήτων προσέκλυσε έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον και υψηλή ζήτηση για κατοικίες και υψηλών προδιαγραφών επαγγελματικές χρήσεις. Ωστόσο, παρά τη δυναμική η οποία διατηρείται, οι επιπτώσεις από τη σταδιακή αύξηση του κόστους των υλικών και της ενέργειας, την άνοδο των επιτοκίων και τις πληθωριστικές πιέσεις αποτυπώνονται ήδη στη μείωση της οικοδομικής δραστηριότητας και στην υποχώρηση των προσδοκίων για την πορεία της αγοράς ακινήτων. Το γεγονός ότι η αύξηση που καταγράφεται στις τιμές και τη ζήτηση για ακίνητα υψηλών, κυρίως, προδιαγραφών είναι συνυφασμένη με την εισροή ξένων κεφαλαίων καθιστά τη διατήρηση των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης της αγοράς ακινήτων ευάλωτη στη διεθνή συγκυρία και ειδικά στα ζητήματα επάρκειας και κόστους της ενέργειας. Ωστόσο, το ενδιαφέρον για την ελληνική αγορά, ιδιαίτερα για ακίνητα υψηλών προδιαγραφών, παραμένει υψηλό και αναμένεται να συνεχιστεί και να υποστηριχθεί από αναπλάσεις μεγάλης εμβέλειας στο Λεκανοπέδιο Αττικής καθώς και από τη βελτίωση των υποδομών σε εθνικό επίπεδο.

Η σημαντική αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας συνοδεύθηκε από αξιοσημείωτη βελτίωση της αγοράς εργασίας το εννεάμηνο του 2022. Συγκεκριμένα, ο αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 6,6% σε σύγκριση με το εννεάμηνο του 2021, το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 12,6%, ενώ σημαντική υποχώρηση σημειώθηκε στο ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας και στο ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 20-29 ετών. Άνοδο σημείωσε το εργατικό δυναμικό, για έκτο συνεχόμενο τρίμηνο ύστερα από μακρά περίοδο διαρκούς υποχώρησης. Ταυτόχρονα παρατηρήθηκε αύξηση της στενότητας στην αγορά εργασίας, καθώς η ζήτηση εργασίας σε κλάδους όπως ο τουρισμός, οι κατασκευές, η μεταποίηση και ιδιαίτερα για περισσότερο εξειδικευμένες θέσεις εργασίας φαίνεται να ικανοποιείται πιο δύσκολα σε σχέση με το πρόσφατο παρελθόν. Ωστόσο, τα διαθέσιμα στοιχεία έως τον Οκτώβριο του 2022 υποδηλώνουν επιβράδυνση της απασχόλησης στην αγορά εργασίας κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους.

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας συνέχισε να βελτιώνεται ως προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, αλλά επιδεινώθηκε ως προς τις σχετικές τιμές. Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, παρά την πρόοδο που έχει σημειωθεί στο επιχειρηματικό περιβάλλον τα τελευταία έτη, παραμένει συγκριτικά χαμηλή σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο. Ωστόσο, οι προσπάθειες βελτίωσης του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, το σταθερό και αξιόπιστο πλαίσιο άσκησης δημοσιονομικής πολιτικής και η απορρόφηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, είχαν ως αποτέλεσμα την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων κυρίως στον τουριστικό τομέα, αλλά και στον τομέα της τεχνολογίας και της πληροφορικής. Οι άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα το 2021 ήταν οι υψηλότερες της τελευταίας 20ετίας και ξεπέρασαν τα 5,6 δισεκ. ευρώ, έναντι 2,9 δισεκ. το 2020, ενώ για το 2022, με βάση τα στοιχεία του δεκαμήνου, εκτιμάται ότι θα αυξηθούν ακόμη περισσότερο.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 σημείωσε έλλειμμα 13,6 δισεκ. ευρώ, αυξημένο κατά 6,3 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην επιδείνωση του ισοζυγίου αγαθών, ως αποτέλεσμα της αύξησης των εισαγωγών αγαθών με ρυθμό ταχύτερο από τον αντίστοιχο των εξαγωγών αγαθών. Το ίδιο διάστημα, η σημαντική άνοδος του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών, ως αποτέλεσμα κυρίως της εντυπωσιακής ανάκαμψης των ταξιδιωτικών εισπράξεων και δευτερευόντως του ισοζυγίου θαλάσσιων μεταφορών, αντιστάθμισε μόνο μερικώς την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών. Ειδικότερα, οι ταξιδιωτικές εισπράξεις της περιόδου Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 ήταν αυξημένες κατά 70,4% σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2021, αντανακλώντας τη σημαντική αύξηση των αφίξεων (κατά 92,1%). Σημειώνεται ότι οι εισπράξεις σε τρέχουσες τιμές έφθασαν στο 97,4% και οι αφίξεις στο 88,9% των με-

γεθών του 2019. Παράλληλα, την ίδια περίοδο επιδεινώθηκαν τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων.

Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις: αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων, πτώση των τιμών των μετοχών, αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου

Στη διάρκεια του 2022 οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες επιδεινώθηκαν σημαντικά, καθώς οι αυξήσεις των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες με στόχο την αντιμετώπιση του πληθωρισμού οδήγησαν σε σημαντική άνοδο των αποδόσεων των ομολόγων και σε επιβράδυνση των νέων εκδόσεων ομολόγων διεθνώς, ιδίως από εκδότες με χαμηλή πιστοληπτική αξιολόγηση. Επιπροσθέτως, η επιδείνωση των προοπτικών της παγκόσμιας οικονομίας έχει συμβάλει στην άνοδο της μεταβλητότητας και στην πτώση των τιμών των μετοχών.

Η επιδείνωση των διεθνών νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών επηρέασε αυξητικά το κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου και των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, όπως ήταν αναμενόμενο. Μάλιστα, οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων εμφάνισαν μεγαλύτερη ευαισθησία στη διεθνή μεταβλητότητα σε σύγκριση με τους αντίστοιχους τίτλους άλλων ευρωπαϊκών χωρών, λόγω της χαμηλότερης πιστοληπτικής τους διαβάθμισης, αλλά και του περιορισμένου βάθους της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων. Οι τιμές των μετοχών παρουσιάζουν σημαντικές διακυμάνσεις, όμως η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας έχει συμβάλει ώστε να έχουν καταγράψει μικρότερη πτώση σε σύγκριση με εκείνες των μετοχών στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ.

Από την άλλη πλευρά, οι εξελίξεις στην πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου ήταν θετικές, καθώς το 2022, έως σήμερα, δύο οίκοι έχουν αναβαθμίσει την πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου, μειώνοντας σε μία μόλις βαθμίδα την ελάχιστη απόσταση από την επενδυτική κατηγορία. Η εξέλιξη αυτή έχει ευνοήσει και άλλους εκδότες ομολόγων με έδρα την Ελλάδα, όπως οι τράπεζες, των οποίων οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις επίσης αναβαθμίστηκαν στο ίδιο διάστημα.

Το δεκάμηνο του 2022 οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα συνέχισαν να αυξάνονται, αν και με πολύ βραδύτερο ρυθμό από ό,τι τα δύο προηγούμενα χρόνια, ενώ ο ετήσιος ρυθμός επέκτασης των τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιταχύνθηκε εξαιτίας της ισχυρής οικονομικής ανάκαμψης, αλλά και λόγω της αύξησης των χρηματοδοτικών τους αναγκών εξαιτίας του υψηλότερου πληθωρισμού. Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά εξακολούθησε να συρρικνώνεται, αλλά με βραδύτερο ρυθμό. Η αύξηση των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) έχει οδηγήσει σε άνοδο των εγχώριων τραπεζικών επιτοκίων η οποία αναμένεται να συνεχιστεί.

Δημοσιονομικές εξελίξεις: υποχώρηση του πρωτογενούς ελλείμματος και του δημόσιου χρέους ως ποσοστών του ΑΕΠ - μέτρα στήριξης για την άμβλυνση των επιπτώσεων του πληθωρισμού

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων της περιόδου 2018-2021 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος τον Οκτώβριο του 2022, το πρωτογενές έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης για το 2021 διαμορφώθηκε στο 5,0% του ΑΕΠ, ενώ το δημόσιο χρέος το ίδιο έτος ανήλθε σε 194,5% του ΑΕΠ.

Την περίοδο Ιουλίου-Οκτωβρίου 2022 παρατηρήθηκε περαιτέρω άνοδος στις τιμές της ενέργειας, που κατέστησε αναγκαία τη διεύρυνση των δημοσιονομικών παρεμβάσεων για τη στήριξη των εισοδημάτων. Η χρηματοδότηση των παρεμβάσεων διευκολύνθηκε αφενός από τα αυξημένα έσοδα του Ταμείου Ενεργειακής Μετάβασης μέσω της φορολόγησης των πλεοναζόντων εσόδων των παραγωγών ενέργειας και των αυξημένων εσόδων από τις δημοπρασίες δικαιωμάτων ρύπων και αφετέρου από τα αυξημένα φορολογικά έσοδα, που υπερέβησαν τον αρχικό

στόχο του Προϋπολογισμού κατά περίπου 4,5 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022, κυρίως λόγω του υψηλότερου ονομαστικού ΑΕΠ.

Το 2022 τόσο το πρωτογενές έλλειμμα όσο και το δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης αναμένεται να βελτιωθούν έναντι του 2021 ως ποσοστό του ΑΕΠ, λόγω της απόσυρσης του μεγαλύτερου όγκου των έκτακτων παρεμβάσεων για την αντιμετώπιση της πανδημίας, της εκτιμώμενης ανόδου του ονομαστικού ΑΕΠ ως αποτέλεσμα της επιτάχυνσης του ρυθμού ανάπτυξης και της απότομης αύξησης του πληθωρισμού, καθώς και λόγω του ότι το μεγαλύτερο μέρος των παρεμβάσεων για τη συγκράτηση του ενεργειακού κόστους χρηματοδοτήθηκε με δημοσιονομικά ουδέτερο τρόπο. Ειδικότερα, το σύνολο των παρεμβάσεων για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης εκτιμάται σε περίπου 10,7 δισεκ. ευρώ το 2022, εκ των οποίων μόνο 4,8 δισεκ. ευρώ (ή 2,3% του ΑΕΠ) επιβαρύνουν τον Κρατικό Προϋπολογισμό, καθώς το μεγαλύτερο μέρος τους χρηματοδοτείται από τα επιπλέον έσοδα του Ταμείου Ενεργειακής Μετάβασης.

Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2023, το πρωτογενές έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2022 εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 1,6% του ΑΕΠ, ενώ το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να αποκλιμακωθεί κατά 25,6 ποσ. μον. του ΑΕΠ σε 168,9%, λόγω κυρίως της εκτιμώμενης αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 15,7%. Σύμφωνα με την πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2022 αναμένεται να διαμορφωθεί σε έλλειμμα 1,4% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος σε 169,6% του ΑΕΠ.

Προβλέψεις: ταχύτερη του αναμενόμενου μεγέθυνση το 2022, επιβράδυνση του ρυθμού μεγέθυνσης το 2023

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας το 2022 αναμένεται να διαμορφωθεί σε 6,2%. Επισημαίνεται ότι για την πρόβλεψη του ρυθμού ανάπτυξης του 2022 δεν έχει ληφθεί υπόψη η πρόσφατη δημοσιοποίηση των προσωρινών εθνικολογιστικών τριμηνιαίων στοιχείων για το γ' τρίμηνο, διότι έγινε σε μεταγενέστερο χρόνο από την καταληκτική ημερομηνία των μακροοικονομικών προβολών των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος.

Το 2023 ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να επιβραδυνθεί στο 1,5%, εξαιτίας της αναμενόμενης κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας στην ευρωζώνη και της σημαντικής υποχώρησης του ρυθμού αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης. Επιπλέον, τόσο η δημοσιονομική πολιτική όσο και η νομισματική πολιτική αναμένεται να επιδράσουν συστατικά στην οικονομική δραστηριότητα το 2023.

Τα επόμενα έτη, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας αναμένεται να ανακάμψει, φθάνοντας το 3,0% το 2024 και το 2,8% το 2025. Οι επιδόσεις αυτές μπορούν να επιτευχθούν υπό την προϋπόθεση ότι αφενός η γεωπολιτική κρίση θα έχει αποκλιμακωθεί και θα έχουν μειωθεί οι τιμές της ενέργειας και αφετέρου ότι η ελληνική οικονομία θα συνεχίσει να ενισχύεται σημαντικά από το διεθνή τουρισμό, την καλή πορεία υλοποίησης των επενδυτικών σχεδίων και τη σταθερή αναπτυξιακή προοπτική της ευρωζώνης.

Πιο αναλυτικά, όσον αφορά τις συνιστώσες του ΑΕΠ, η καταναλωτική δαπάνη εκτιμάται ότι συνέχισε να αυξάνεται το 2022, με ακόμη ταχύτερο ρυθμό συγκριτικά με το προηγούμενο έτος, αντανakλώντας την αυξημένη απασχόληση που επιδρά θετικά στα εισοδήματα, αλλά και την πραγματοποίηση δαπανών που είχαν αναβληθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας με χρήση και των υψηλών αποταμιεύσεων που είχαν συσσωρευθεί την ίδια περίοδο. Τα επόμενα έτη η καταναλωτική δαπάνη θα καταγράψει χαμηλότερους ρυθμούς ανόδου, λόγω της αναμενόμενης επιβράδυνσης του ρυθμού αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, ενώ η αγορά εργασίας αναμένεται να συνεχίσει τη θετική της πορεία αλλά με ηπιότερους ρυθμούς.

Οι επενδύσεις αναμένεται να αυξηθούν με πολύ υψηλούς ρυθμούς καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης 2022-2025, 10% κατά μέσο όρο ετησίως, υποστηριζόμενες από την ενίσχυση της ρευστότητας στον τραπεζικό τομέα 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 30 δισεκ. ευρώ από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας έως το 2026. Αυτοί οι πόροι αναμένεται να προσελκύσουν επιπρόσθετα ιδιωτικά κεφάλαια. Ταυτόχρονα, αναμένεται η προσέλκυση αυξημένων ξένων άμεσων και έμμεσων επενδύσεων.

Οι εξαγωγές αγαθών επέδειξαν ανθεκτικότητα κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Μετά από αύξηση κατά 13,8% το 2021, εκτιμάται ότι το 2022 και το 2023 θα συνεχίσουν να αυξάνονται, αλλά με αρκετά ηπιότερο ρυθμό, εξαιτίας της επιδείνωσης των προοπτικών στην ευρωζώνη και στην παγκόσμια οικονομία. Οι εξαγωγές υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα ανακάμψουν σε σημαντικό βαθμό εφέτος και θα κινηθούν ελαφρώς ανοδικά τα επόμενα έτη. Παράλληλα όμως, άνοδο αναμένεται να σημειώσουν και οι εισαγωγές καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης, ως αποτέλεσμα της τόνωσης της εγχώριας ζήτησης, ιδίως των επενδύσεων.

Η σταδιακή αποκλιμάκωση της ανεργίας και η αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων αναμένεται να συνεχιστούν την περίοδο 2023-2025, ως αποτέλεσμα της σταδιακής επιτάχυνσης της οικονομικής ανάπτυξης, η οποία θα υποστηριχθεί από την υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Ο πληθωρισμός, βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, προβλέπεται να διαμορφωθεί σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο το 2022, στο 9,4%, κυρίως λόγω της ανοδικής πορείας των τιμών των ενεργειακών αγαθών, αλλά και των ανατιμήσεων στα είδη διατροφής. Εκτιμάται ότι σταδιακά θα αποκλιμακωθεί το 2023 και περαιτέρω το 2024, σε 5,8% και 3,6% αντιστοίχως, κυρίως λόγω της αναμενόμενης κάμψης των τιμών της ενέργειας και της αρνητικής επίδρασης της βάσης σύγκρισης. Ο πληθωρισμός χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας προβλέπεται να διαμορφωθεί στο 4,6% το 2022 και εκτιμάται ότι θα παραμείνει εξίσου υψηλός και το 2023, λόγω της ενσωμάτωσης έντονων πληθωριστικών πιέσεων από τις συνιστώσες των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών και των υπηρεσιών.

Όσον αφορά τα δημοσιονομικά μεγέθη, στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2023, το πρωτογενές αποτέλεσμα της Γενικής Κυβέρνησης κατά ESA προβλέπεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα ύψους 0,7% του ΑΕΠ το 2023. Η προβλεπόμενη βελτίωση, σε σχέση με το 2022, οφείλεται στην προσδοκώμενη αύξηση των φορολογικών εσόδων –κυρίως από έμμεσους φόρους και από το φόρο εισοδήματος νομικών προσώπων– και στη μείωση των πρωτογενών δαπανών του Κρατικού Προϋπολογισμού (κατά 3 δισεκ. ευρώ), η οποία θα προέλθει από την άρση του μεγαλύτερου μέρους των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης, καθώς και από τη μείωση των φυσικών παραλαβών των εξοπλιστικών προγραμμάτων. Το χρέος της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται να αποκλιμακωθεί από 168,9% του ΑΕΠ το 2022 σε 159,3% του ΑΕΠ το 2023, κυρίως λόγω της εκτιμώμενης αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ.

Όσον αφορά τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, η παρατηρούμενη αύξηση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων δεν την υπονομεύει. Αυτό διότι, με βάση την ευνοϊκή σύνθεση του δημόσιου χρέους, που αποτελείται κατά περίπου 76% από μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις προς τον επίσημο τομέα, αλλά και την εξαιρετικά ευνοϊκή διάρθρωση των αποπληρωμών, όπως αυτή έχει διαμορφωθεί στο πλαίσιο των μέτρων ελάφρυνσης του χρέους, μεσοπρόθεσμα δεν υφίστανται σημαντικοί κίνδυνοι από την αύξηση του κόστους χρηματοδότησης. Ως εκ τούτου, σύμφωνα με τις επικαιροποιημένες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, παρά την παρατηρούμενη αύξηση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων, οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παραμένουν περιορισμένοι μεσοπρόθεσμα, υπό την προϋπόθεση ότι τα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν ληφθεί στο πλαίσιο της πανδημίας και της ενεργειακής

κρίσης έχουν προσωρινό χαρακτήρα και ότι θα αξιοποιηθούν αποτελεσματικά οι ευρωπαϊκοί πόροι. Ωστόσο, μακροπρόθεσμα υπάρχει αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς η σταδιακή αναχρηματοδότηση του συσσωρευμένου χρέους προς τον επίσημο τομέα με όρους αγοράς θα αυξήσει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο και τον κίνδυνο αγοράς, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια χαλάρωσης όσον αφορά το απαιτούμενο ύψος των πρωτογενών πλεονασμάτων.

Οι μακροοικονομικές προβλέψεις χαρακτηρίζονται από αυξημένη αβεβαιότητα και κινδύνους

Οι προβλέψεις για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας υπόκεινται σε αβεβαιότητες και κινδύνους οι οποίοι συνδέονται κυρίως με εξωγενείς παράγοντες. Ειδικότερα, ο ρυθμός μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας μπορεί να επιβραδυνθεί περισσότερο σε περίπτωση (α) περαιτέρω κλιμάκωσης του πολέμου στην Ουκρανία, καθώς αυτό θα οδηγήσει σε εντονότερη επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, (β) υψηλότερου και πιο παρατεταμένου πληθωρισμού, γεγονός που θα οδηγούσε σε μεγαλύτερες αυξήσεις των ονομαστικών αμοιβών και θα έθετε έτσι σε κίνηση μια ανατροφοδοτούμενη άνοδο του πληθωρισμού, (γ) νέου κύματος της πανδημίας, (δ) χαμηλού ποσοστού απορρόφησης κονδυλίων της ΕΕ, (ε) εμφάνισης μιας νέας γενιάς μη εξυπηρετούμενων δανείων λόγω της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης μετά τη λήξη των μέτρων κρατικής στήριξης και (στ) καθυστέρησης στο σχηματισμό κυβέρνησης μετά τις εκλογές και στην υλοποίηση των δεσμεύσεων της οικονομικής πολιτικής. Οι οξυνόμενες γεωπολιτικές εντάσεις στην περιοχή της νοτιοανατολικής Μεσογείου αποτελούν επίσης κίνδυνο για την ελληνική οικονομία.

3 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Επιβράδυνση της οικονομικής ανάκαμψης και του παγκόσμιου εμπορίου, άνοδος του πληθωρισμού

Από την έναρξη του πολέμου στην Ουκρανία οι προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας μεταβλήθηκαν δραματικά, με εντονότερη επιβράδυνση του ΑΕΠ και υψηλότερο πληθωρισμό, υπό συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας και υψηλών γεωπολιτικών και χρηματοπιστωτικών κινδύνων. Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ για το σύνολο του 2022 εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα επιβραδυνθεί, από 6,0% του 2021 σε 3,2% το 2022 και 2,7% το 2023. Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, αν και η επιβράδυνση θα είναι σημαντικά ηπιότερη στη δεύτερη κατηγορία χωρών. Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες σημαντικό ρόλο στην προβλεπόμενη επιβράδυνση διαδραματίζει η Κίνα, το ΑΕΠ της οποίας το 2022 και το 2023 εκτιμάται ότι θα αυξηθεί με το χαμηλότερο ρυθμό των τελευταίων 40 ετών (με εξαίρεση το έτος της πανδημίας), κυρίως λόγω της κρίσης στην αγορά ακινήτων και των περιοριστικών μέτρων για την αντιμετώπιση του κορωνοϊού.

Η κάμψη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας κατά τη διάρκεια του 2022, λόγω των πληθωριστικών πιέσεων, της χειροτέρευσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και του υψηλού γεωπολιτικού κινδύνου, επιβράδυνε σημαντικά τη μεγέθυνση του διεθνούς εμπορίου. Τα περιοριστικά μέτρα στην Κίνα συρρίκνωσαν τη συνολική ζήτηση και διατήρησαν τα προβλήματα στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες. Ωστόσο, από τα μέσα του 2022 οι στρεβλώσεις από την πλευρά της προσφοράς περιορίστηκαν, συμβάλλοντας στη μείωση των διεθνών ναύλων. Η ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ κατά τη διάρκεια του έτους επιδείνωσε την αναιμική αύξηση του διεθνούς εμπορίου, δεδομένης της συνομολόγησης μεγάλου μέρους των εμπορικών συναλλαγών σε δολάρια και της συνακόλουθης χειροτέρευσης των όρων εμπορίου για τις λοιπές χώρες. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών θα αυξηθεί κατά 4,3% το 2022 και 2,5% το 2023, έναντι ισχυρής ανάκαμψης κατά 10,1% το 2021, λόγω της αναμενόμενης επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας.

Ο πληθωρισμός διεθνώς αποδεικνύεται υψηλότερος και πιο παρατεταμένος σε σχέση με τις προβλέψεις, τροφοδοτούμενος τόσο από τις υψηλές και αυξανόμενες τιμές των καυσίμων και των τροφίμων όσο και από την ισχυρή ακόμη, αν και επιβραδυνόμενη, ιδιωτική κατανάλωση. Τα προβλήματα στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες, αν και αμβλύνονται, συνεχίζουν να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο, ενώ το πραγματικό ΑΕΠ στις ΗΠΑ, στη ζώνη του ευρώ και στο Ηνωμένο Βασίλειο εκτιμάται ότι κινήθηκε το 2022 υψηλότερα από το δυνητικό ΑΕΠ, ασκώντας επιπλέον ανοδική πίεση στον πυρήνα του πληθωρισμού. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, ο πληθωρισμός σε παγκόσμιο επίπεδο θα ανέλθει σε 8,8% το 2022 και 6,5% το 2023, από 4,7% το 2021.

Οι ενεργειακές επιπτώσεις του συνεχιζόμενου πολέμου Ρωσίας-Ουκρανίας, η συρρίκνωση των πραγματικών εισοδημάτων και η αναγκαία συσταλτική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής λόγω της ανόδου του πληθωρισμού σε ιστορικά υψηλά επίπεδα επιδείνωσαν τις οικονομικές προοπτικές της ευρωζώνης. Η συνεχιζόμενη αβεβαιότητα για την ενεργειακή επάρκεια της Ευρώπης ενίσχυσε τη μεταβλητότητα στις διεθνείς τιμές της ενέργειας, κυρίως του φυσικού αερίου, επιδρώντας αρνητικά στο οικονομικό κλίμα, στη ζήτηση και στις επενδύσεις. Αντίθετα, τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής και το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU στήριξαν την οικονομική δραστηριότητα και τις προοπτικές της απασχόλησης στην ευρωζώνη. Παράλληλα, η πιο ήπια ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ έναντι της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ οδήγησε αφενός σε πιο ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες στην ευρωζώνη και αφετέρου στη σημαντική υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και στην επιδείνωση των όρων εμπορίου της ευρωζώνης. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2022), το πραγματικό ΑΕΠ στην ευρωζώνη εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 3,4% το 2022, έναντι 5,2% το 2021, ενώ για το 2023 η ανάπτυξη προβλέπεται αναιμική 0,5%, εξαιτίας της κάμψης της εγχώριας και της εξωτερικής ζήτησης. Οι εκτιμήσεις αυτές ενσωματώνουν σημαντική ετερογένεια μεταξύ των χωρών-μελών, η οποία οφείλεται σε διαφορές στην έκθεσή τους στο φυσικό αέριο από τη Ρωσία, στο μέγεθος του μεταποιητικού κλάδου, καθώς και στο διαθέσιμο δημοσιονομικό χώρο για τη στήριξη των ευάλωτων οικονομικά ομάδων έναντι της ενεργειακής κρίσης.

Καθ' όλη τη διάρκεια του 2022 η εκτίναξη των τιμών της ενέργειας και των διεθνών εμπορευμάτων, οι περιορισμοί από την πλευρά της προσφοράς, η διατήρηση της εγχώριας ζήτησης σε υψηλά επίπεδα και η στενότητα στην αγορά εργασίας συνέβαλαν στη διαμόρφωση ιστορικά υψηλού πληθωρισμού στην ευρωζώνη. Παρά τις διαδοχικές αυξήσεις του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ, η υποτίμηση του ευρώ ενίσχυσε τις τιμές των εισαγόμενων αγαθών και τις πληθωριστικές πιέσεις. Το Νοέμβριο ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη ανήλθε στο 10,1%, από 10,6% τον Οκτώβριο του 2022 και 4,9% το Νοέμβριο του 2021. Οι ρυθμοί πληθωρισμού παρουσιάζουν αξιοσημείωτες διαφορές μεταξύ των κρατών-μελών και κυμαίνονται από 6,7% στην Ισπανία έως 21,4% στην Εσθονία, κυρίως λόγω των διαφορών στις ενεργειακές αγορές και πολιτικές σε εθνικό επίπεδο. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2022), ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη, μετρούμενος με τον ΕνΔΤΚ, θα ανέλθει στο 8,4% το 2022 από 2,6% το 2021. Θα υποχωρήσει σταδιακά στο 6,3% το 2023 και στο 3,4% το 2024, κυρίως εξαιτίας της αρνητικής επίδρασης της βάσης σύγκρισης, της υποχώρησης των διεθνών τιμών της ενέργειας και της μειωμένης εγχώριας ζήτησης. Θα παραμείνει ωστόσο πάνω από το στόχο της ΕΚΤ (2%), καθώς η μετακύλιση των υψηλών τιμών της ενέργειας στα μη ενεργειακά αγαθά και η αύξηση των ονομαστικών μισθών θα διατηρήσουν τον πληθωρισμό χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, στο 3,9% το 2022 και στο 4,2% το 2023, από 1,5% το 2021. Ο στόχος του 2% για τον πληθωρισμό στην ευρωζώνη αναμένεται, σύμφωνα με τις προβλέψεις του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2022), να επιτευχθεί στο τέλος του 2025.

Οι τρέχουσες προβλέψεις για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία περιβάλλονται από ιδιαίτερα υψηλή αβεβαιότητα και οι κίνδυνοι είναι αυξημένοι. Οι κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη και τον πληθωρισμό συνδέονται με μια σειρά από αρνητικά ενδεχόμενα, όπως τυχόν

κλιμάκωση του πολέμου στην Ουκρανία ή εξάπλωση των γεωπολιτικών εντάσεων, οι συνεχιζόμενες πανδημικές επιπτώσεις στην Κίνα, τυχόν νέος γύρος αυξήσεων των διεθνών τιμών της ενέργειας και των τροφίμων και ενδεχόμενη ανεπάρκεια του εφοδιασμού με βασικά εμπορεύματα και επισιτιστική κρίση σε αναπτυσσόμενες οικονομίες. Επιπρόσθετα, οι αυστηρότερες χρηματοπιστωτικές συνθήκες, καθώς και η ταχύτητα ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής και οι διαφορές σε αυτήν μεταξύ μεγάλων οικονομιών, παραμένουν κεντρικό ζήτημα. Η υπερβολική αύξηση των βασικών επιτοκίων, ως αποτέλεσμα σχετικά απαισιόδοξων προβλέψεων για τον πληθωρισμό και σχετικά αισιόδοξων προβλέψεων για την οικονομική ανάπτυξη, μπορεί να αποδειχθεί εξίσου εσφαλμένη με την καθυστερημένη αντίδραση των νομισματικών αρχών βάσει των αρχικών αισιόδοξων προβλέψεων για τον πληθωρισμό. Παράλληλα, η ενεργειακή κρίση και η ανάγκη στήριξης των περισσότερο ευάλωτων νοικοκυριών και επιχειρήσεων απέδειξε για μια ακόμη φορά τη μεγάλη σημασία της άσκησης αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής ώστε στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου να δημιουργούνται τα αναγκαία αποθέματα ασφαλείας και το δημοσιονομικό περιθώριο που θα επιτρέπουν την άσκηση διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής σε έκτακτες συγκυρίες. Όσον αφορά την ΕΕ, ο σχεδιασμός ενός συνεκτικού μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού πλαισίου κρίνεται απαραίτητος σε μια εποχή με αυξημένες αβεβαιότητες. Υπό αυτό το πρίσμα, η εισαγωγή νέων αναθεωρημένων δημοσιονομικών κανόνων στην ευρωζώνη θα δώσει ένα ξεκάθαρο μήνυμα ευθυγράμμισης των οικονομικών πολιτικών με σαφείς στόχους δημοσιονομικής βιωσιμότητας.

4 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Διαδοχικές αυξήσεις των επιτοκίων στην ευρωζώνη για την αντιμετώπιση του υψηλού πληθωρισμού και μέτρα για τη διασφάλιση της ομαλής μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής

Από τον Ιούλιο του 2022 και έπειτα το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προέβη σε διαδοχικές αυξήσεις των βασικών επιτοκίων, ώστε η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος να μεταστραφεί από εξαιρετικά διευκολυντική στην κατεύθυνση που απαιτείται προκειμένου ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ να επανέλθει στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει τονίσει ότι τα επιτόκια θα πρέπει ακόμη να αυξηθούν σημαντικά με σταθερό ρυθμό προκειμένου να διαμορφωθούν σε επίπεδα που είναι επαρκώς περιοριστικά για να διασφαλιστεί η έγκαιρη επαναφορά του πληθωρισμού στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Η διατήρηση των επιτοκίων σε περιοριστικά επίπεδα θα μειώσει με την πάροδο του χρόνου τον πληθωρισμό περιορίζοντας τη ζήτηση και θα αποτρέψει επίσης τον κίνδυνο επίμονης μετατόπισης προς τα πάνω των προσδοκιών για τον πληθωρισμό.

Ειδικότερα, στη συνεδρίαση του Ιουλίου 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε τα βασικά επιτόκια κατά 50 μονάδες βάσης. Η αύξηση ήταν μεγαλύτερη από ό,τι είχε προαναγγελθεί τον προηγούμενο μήνα, δεδομένης της αναθεώρησης επί τα χείρω των προοπτικών για τον πληθωρισμό. Επίσης, ανακοινώθηκε ότι στο εξής η πιθανή πορεία των βασικών επιτοκίων δεν θα προδιαγράφεται με την παροχή συναφών καθοδηγητικών ενδείξεων από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Οι σχετικές αποφάσεις θα λαμβάνονται με βάση τις πληροφορίες και τα οικονομικά στοιχεία που θα συγκεντρώνονται με ορίζοντα την επόμενη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου, οπότε θα επαναξιολογείται η κατάσταση της οικονομίας της ευρωζώνης και ειδικότερα οι προοπτικές του πληθωρισμού. Στις συνεδριάσεις του Σεπτεμβρίου και του Οκτωβρίου το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε νέες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων κατά 75 μονάδες βάσης κάθε φορά, ενώ στην πλέον πρόσφατη συνεδρίαση, αυτή του Δεκεμβρίου, αύξησε τα βασικά επιτόκια κατά 50 μονάδες βάσης.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε ότι οι προοπτικές του πληθωρισμού υπόκεινται σε ανοδικούς κινδύνους. Οι κίνδυνοι αυτοί θα υλοποιηθούν βραχυπρόθεσμα εάν υπάρξει περαιτέρω περιορισμός της προσφοράς ενέργειας και αύξηση των λιανικών τιμών της. Μεσοπρόθε-

σμα οι κίνδυνοι όσον αφορά τις προοπτικές του πληθωρισμού είναι συνυφασμένοι με τα ενδεχόμενα (α) συρρίκνωσης του παραγωγικού δυναμικού στη ζώνη του ευρώ, (β) αύξησης του προσδοκώμενου πληθωρισμού πάνω από το στόχο του Ευρωσυστήματος, (γ) μισθολογικών αυξήσεων πέραν των αναμενόμενων, (δ) περαιτέρω ανόδου των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων, (ε) ενίσχυσης του βαθμού στον οποίο οι αυξήσεις των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων μετακυλιούνται στους τελικούς καταναλωτές. Από την άλλη πλευρά, εάν η συνολική ζήτηση και το κόστος της ενέργειας υποχωρήσουν, οι ανοδικές πιέσεις στις τιμές θα αμβλυνθούν μεσοπρόθεσμα.

Τον Ιούλιο του 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε την εγκαθίδρυση του Μέσου Προστασίας της Μετάδοσης (Transmission Protection Instrument – TPI) για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας του μηχανισμού μετάδοσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, έτσι ώστε οι μεταβολές της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής να μεταδίδονται ομοιόμορφα σε όλες τις οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Το μέσο αυτό θα ενεργοποιείται και το Ευρωσύστημα θα αγοράζει στη δευτερογενή αγορά τίτλους του δημόσιου τομέα (με εναπομένουσα διάρκεια από ένα έως δέκα έτη) κρατών-μελών που αντιμετωπίζουν άτακτες διακυμάνσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές οι οποίες δεν είναι συμβατές με τα οικονομικά μεγέθη τους. Οι αγορές τίτλων θα συνεχίζονται μέχρι να διαπιστωθεί διαρκής βελτίωση στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, ενώ θα διακόπτονται εάν εξακριβωθεί ότι οι εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές συνδέονται με τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη του κράτους-μέλους του οποίου οι τίτλοι αγοράζονται από το Ευρωσύστημα. Το TPI δεν θα πρέπει να επηρεάζει την κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Προς τούτο, οι σχετικές αγορές τίτλων θα διεξάγονται με τέτοιο τρόπο ώστε να μην προκύπτει μόνιμη επίπτωση στο συνολικό μέγεθος του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος.

Στη συνεδρίαση του Οκτωβρίου 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κατέστησε τους όρους αναχρηματοδότησης μέσω των πράξεων TLTRO-III συνεπείς με την υπό εξέλιξη ομαλοποίηση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής με γνώμονα τη σταθερότητα των τιμών. Έτσι διασφαλίζεται η ομαλή μετάδοση της πολιτικής επιτοκίων στις συνθήκες χρηματοδότησης της οικονομίας γενικότερα. Πιο συγκεκριμένα, επιδιώκεται να προσφερθούν κίνητρα στις τράπεζες ώστε να μειώσουν την υπερβάλλουσα ρευστότητα και, ως αποτέλεσμα, να ενισχυθεί η μετακύλιση των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ στους όρους τραπεζικών χορηγήσεων στη ζώνη του ευρώ, με στόχο την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα.

Το Δεκέμβριο του 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι σκοπεύει να συνεχίσει να επανεπενδύει πλήρως τα ποσά κεφαλαίου από την εξόφληση τίτλων που αποκτήθηκαν στο πλαίσιο του προγράμματος APP κατά τη λήξη τους μέχρι το τέλος Φεβρουαρίου 2023. Στη συνέχεια, το χαρτοφυλάκιο του προγράμματος APP θα μειωθεί με προσεκτικό και προβλέψιμο ρυθμό, καθώς το Ευρωσύστημα δεν θα επανεπενδύει όλα τα ποσά από την εξόφληση τίτλων κατά τη λήξη τους. Η μείωση θα διαμορφωθεί σε 15 δισεκ. ευρώ μηνιαίως κατά μέσο όρο μέχρι το τέλος του β' τριμήνου του 2023 και στη συνέχεια ο ρυθμός της θα καθορίζεται με την πάροδο του χρόνου.

Τέλος, σε ό,τι αφορά το πρόγραμμα PEPP, το Διοικητικό Συμβούλιο σκοπεύει να επανεπενδύει τα ποσά κεφαλαίου από την εξόφληση τίτλων που αποκτήθηκαν στο πλαίσιο του προγράμματος κατά τη λήξη τους τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2024. Σε κάθε περίπτωση, η μελλοντική σταδιακή μείωση (roll-off) του χαρτοφυλακίου PEPP θα ρυθμιστεί κατά τρόπο ώστε να αποφευχθούν παρεμβολές στην ενδεδειγμένη κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Το Διοικητικό Συμβούλιο θα συνεχίσει να εφαρμόζει ευελιξία στις επανεπενδύσεις ποσών από την εξόφληση τίτλων του χαρτοφυλακίου PEPP καθώς φθάνουν στη λήξη τους, με σκοπό αυτό το εργαλείο να αποτελεί την πρώτη "γραμμή άμυνας", ώστε να αντιμετωπιστούν οι κίνδυνοι για το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής που σχετίζονται με την πανδημία.

5 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

Ανοδικές πιέσεις στα επιτόκια δανεισμού, ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και αύξηση των καταθέσεων

Η αύξηση των καταθέσεων λιανικής κατά τα προηγούμενα έτη διασφάλισε βελτιωμένες συνθήκες ρευστότητας στα πιστωτικά ιδρύματα, ώστε αυτά να διατηρήσουν τα επιτόκια καταθέσεων σε πολύ χαμηλά επίπεδα παρά τις πρόσφατες αυξήσεις των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Στο μέλλον, οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων θα μετακυλιστούν στα επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων, αλλά όχι με ομοιογενή τρόπο μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών. Μεγαλύτερος βαθμός μετακύλισης αναμένεται στα επιτόκια των καταθέσεων προθεσμίας, οι οποίες συνδέονται με σκοπούς αποταμιευτικούς ή επενδυτικούς και δύνανται να υποκατασταθούν ευκολότερα από άλλα καταθετικά ή επενδυτικά προϊόντα εσωτερικού και εξωτερικού.

Το συνολικό κόστος τραπεζικού δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων διατηρήθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 κατά μέσο όρο περίπου στο ίδιο επίπεδο όπως το 2021, καθώς οι τράπεζες δεν προέβησαν σε γενικευμένες αναπροσαρμογές των επιτοκίων χορηγήσεων παρά μόλις το Σεπτέμβριο. Έτσι, το μεσοσταθμικό επιτόκιο επιχειρηματικών δανείων διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 3,2% το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022, έναντι μέσης τιμής 3,0% το 2021. Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των νοικοκυριών επιδεινώθηκε το τρέχον έτος, καθώς, σε συνέχεια των αυξήσεων που είχαν σημειωθεί στα επιτόκια καταναλωτικής πίστης, τα πιστωτικά ιδρύματα προέβησαν σε αυξήσεις επιτοκίου στα στεγαστικά δάνεια.

Οι αυξήσεις των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος ενδεχομένως θα μετακυλιστούν στα τραπεζικά επιτόκια δανείων με μη συμμετρικό τρόπο μεταξύ επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Ειδικότερα, ο βαθμός ενσωμάτωσης των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής και των επιτοκίων της αγοράς χρήματος είναι μεγαλύτερος στα επιτόκια χορηγήσεων προς τα νοικοκυριά, και αυτό παρά το γεγονός ότι σχεδόν όλα τα νέα επιχειρηματικά δάνεια καθορισμένης διάρκειας χορηγούνται με επιτόκιο κυμαινόμενο. Οι όροι και η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις αναμένεται να συνεχίσουν να υποστηρίζονται από δημόσιους πόρους μέσω προγραμμάτων συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας και από τα χαμηλότοκα δάνεια του ευρωπαϊκού Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Το γεγονός αυτό μετριάζει το βαθμό μετακύλισης των αυξήσεων του κόστους αναχρηματοδότησης των τραπεζών, το οποίο είναι συνάρτηση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Παρά την ανοδική πορεία των ονομαστικών επιτοκίων, το 2022 υπήρξε χρονιά ισχυρής και επιταχυνόμενης πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και ιδιαίτερα προς επιχειρήσεις σχετικά μεγαλύτερου μεγέθους. Κατά το δεκάμηνο του 2022 η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ήταν 450 εκατ. ευρώ, έναντι μόλις 35 εκατ. ευρώ το 2021. Οι τραπεζικές πιστώσεις προς τα νοικοκυριά συνέχισαν να συρρικνώνονται σε ετήσια βάση τους πρώτους δέκα μήνες του 2022, αν και με λιγότερο έντονο ρυθμό. Η εξέλιξη αυτή αντικατοπτρίζει τη μεταστροφή (το Μάρτιο) και διατήρηση του ρυθμού μεταβολής των καταναλωτικών δανείων σε θετικό επίπεδο για πρώτη φορά μετά το 2010, καθώς ο αντίστοιχος ρυθμός μεταβολής των στεγαστικών δανείων παρέμεινε αρνητικός.

Η επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνάδει με την ισχυρή ανάκαμψη του ΑΕΠ η οποία καταγράφηκε το 2022, καθώς και με την αύξηση των αναγκών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων λόγω της έξαρσης του πληθωρισμού. Η άνοδος του κόστους των πρώτων υλών και των τιμών της ενέργειας οδήγησε σε πιέσεις στη ρευστότητα των επιχειρήσεων. Παρομοίως, η αβεβαιότητα λόγω του πολέμου στην Ουκρανία δημιούργησε κίνητρο πρόνοιας εκ μέρους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων για τη διατήρηση αποθεμάτων πλεονάζουσας ρευστότητας. Εξάλλου, η απόσυρση των μέτρων προς αντιμετώπιση των αρχικών φάσεων της πανδημίας, ιδιαίτερα της επιστρεπτέας προκαταβολής και της αναστολής αποπληρωμών τραπεζικών δανείων, είναι εύλογο ότι οδήγησε σε πρόσθετη ζήτηση τραπεζικής χρηματοδότησης εκ μέρους των επιχειρήσεων. Από την πλευρά της προ-

σφοδράς τραπεζικών πιστώσεων, η μείωση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων είχε σημαντική αυξητική επίδραση. Θετική συμβολή είχε και η ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών μέσω των εισροών καταθέσεων πελατών οι οποίες καταγράφηκαν το δεκάμηνο του 2022, ενώ διατηρήθηκαν αμετάβλητοι οι πόροι που είχαν αντλήσει οι τράπεζες από το Ευρωσύστημα. Σημαντικό μέρος της ανάκαμψης της πιστωτικής επέκτασης υποστηρίχθηκε από τα χρηματοδοτικά εργαλεία του ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας.

Ως προς τις προοπτικές της χορήγησης νέων τραπεζικών δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, η μεταβολή της νομισματικής πολιτικής σε πιο περιοριστική κατεύθυνση θα επιβαρύνει το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών και επομένως την ικανότητά τους να πιστοδοτούν με ευνοϊκούς όρους. Η ανάγκη παρακολούθησης του κινδύνου δημιουργίας νέων επισφαλών δανείων το 2023 ως αποτέλεσμα των επιπτώσεων της ενεργειακής κρίσης επίσης συντελεί σε συγκράτηση ή επιφυλακτικότητα εκ μέρους των τραπεζών. Παράλληλα, η αναμενόμενη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας θα επιδεινώσει τη χρηματοοικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, αυξάνοντας τον πιστωτικό κίνδυνο. Η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις αναμένεται να επιβραδυνθεί, αλλά να διατηρήσει υψηλούς ετήσιους ρυθμούς χάρη στη συγχρηματοδότηση εκ μέρους των τραπεζών των επενδυτικών σχεδίων που υπάγονται στο Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2022 οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα αυξήθηκαν σωρευτικά κατά 4,2 δισεκ. ευρώ. Κατά συνέπεια, το υπόλοιπο των τραπεζικών καταθέσεων του εγχώριου ιδιωτικού τομέα ανήλθε στο τέλος Οκτωβρίου του 2022 σε 184,8 δισεκ. ευρώ, επίπεδο ανάλογο με εκείνο του Σεπτεμβρίου του 2011.

Ειδικότερα, οι καταθέσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 κατά 3,2 δισεκ. ευρώ. Η αύξηση αυτή αντανάκλα την αξιοσημείωτη άνοδο των ροών εξαρτημένης απασχόλησης (κυρίως στους τομείς του λιανεμπορίου και του τουρισμού) και τα μέτρα ενίσχυσης του εισοδήματος λόγω των ανατιμήσεων στην ενέργεια, τα οποία αντιστάθμισαν εν μέρει την αρνητική επίδραση από το δραστικό περιορισμό των μέτρων για την αντιμετώπιση των συνεπειών της πανδημίας. Την ίδια περίοδο, οι καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων παρουσίασαν σωρευτικά μικρή αύξηση κατά 0,8 δισεκ. ευρώ, υποβοηθούμενη από τη σημαντική ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και την ανάκαμψη των λιανικών πωλήσεων και των τουριστικών εισπράξεων.

Σημειώνεται ότι, από τα μέσα του 2021 και μετά, η ζήτηση τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα ακολουθεί και πάλι πτωτική τάση, μετά την παροδική άνοδο που σημείωσε, λόγω της υψηλής αβεβαιότητας, κατά την οξεία φάση της πανδημίας.

Τραπεζικό σύστημα: κερδοφορία, υποχώρηση της κεφαλαιακής επάρκειας, μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων

Το εννεάμηνο του 2022 οι ελληνικές τράπεζες κατέγραψαν κέρδη, ως αποτέλεσμα της εμφάνισης μη επαναλαμβανόμενων εσόδων, της μείωσης των λειτουργικών εξόδων και κυρίως της μείωσης των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, οι οποίες τις είχαν οδηγήσει στην καταγραφή σημαντικών ζημιών το εννεάμηνο του 2021.

Αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια, τόσο ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών της Κατηγορίας 1 (Common Equity Tier 1 ratio – CET1 ratio) όσο και ο Συνολικός Δείκτης Κεφαλαίου (Total Capital Ratio) σε ενοποιημένη βάση παρέμειναν σταθεροί το Σεπτέμβριο του 2022 σε 13,5% και 16,2% αντίστοιχα (συγκριτικά με το Δεκέμβριο του 2021) και σε χαμηλότερα επίπεδα από το μέσο όρο της ευρωζώνης.

Στο τέλος Σεπτεμβρίου 2022 η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων σε ατομική βάση βελτιώθηκε, καθώς τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (ΜΕΔ) ανήλθαν σε 14,6 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά

3,8 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου 2021 και κατά 94,1 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου του 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ. Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων σε επίπεδο τραπεζικού συστήματος αποκλιμακώθηκε περαιτέρω το εννέαμηνο του 2022 (Σεπτέμβριος 2022: 9,7%, Δεκέμβριος 2021: 12,8%), αλλά παρέμεινε σημαντικά υψηλότερος από το αντίστοιχο επίπεδο της ευρωζώνης. Όλες οι σημαντικές τράπεζες έχουν ήδη επιτύχει τον επιχειρησιακό στόχο τους για μονοψήφιο ποσοστό ΜΕΔ.

Σχετικά με τη διάρθρωση των ΜΕΔ, το 68% περίπου αφορά επιχειρηματικά δάνεια, το 22% περίπου στεγαστικά και το υπόλοιπο καταναλωτικά. Στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2022 περίπου το 38% του συνόλου των ΜΕΔ βρισκόταν σε καθεστώς ρύθμισης. Επισημαίνεται ότι υψηλό ποσοστό των δανείων που τίθενται σε καθεστώς ρύθμισης εμφανίζει πάλι καθυστέρηση σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα.

6 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

Η βασικότερη πρόκληση για την οικονομική πολιτική στην τρέχουσα συγκυρία είναι η αντιμετώπιση του υψηλού πληθωρισμού. Αναπόφευκτα, η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής θα έχει αρνητικές συνέπειες για την οικονομική ανάπτυξη βραχυπρόθεσμα. Στο εσωτερικό, η περιοριστική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής κρίνεται ως η πλέον ενδεδειγμένη, καθώς διασφαλίζει τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και δρα συμπληρωματικά με τη νομισματική πολιτική για την αντιμετώπιση του υψηλού πληθωρισμού. Από την άλλη πλευρά, η διατήρηση των πληθωριστικών πιέσεων εντείνει την ανάγκη για τη λήψη πρόσθετων δημοσιονομικών μέτρων με στόχο την περαιτέρω ενίσχυση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών ώστε να μετριαστούν οι επιπτώσεις της ανόδου των τιμών (ειδικότερα της ενέργειας). Η οικονομική πολιτική είναι λοιπόν αντιμέτωπη με ένα δίλημμα μεταξύ μακροοικονομικής σταθεροποίησης και δημοσιονομικής βιωσιμότητας.

Εάν ο εγχώριος πληθωρισμός είναι υψηλότερος από αυτόν της ευρωζώνης, θα επιδεινωθεί η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, γεγονός που, σε συνδυασμό με τη μεγάλη εξάρτηση από εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, μπορεί να οδηγήσει σε παρατεταμένη επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Επιπλέον, η αύξηση των επιτοκίων επιβαρύνει το κόστος αναχρηματοδότησης του δημόσιου και ιδιωτικού χρέους. Ωστόσο, ο επιτοκιακός κίνδυνος στην περίπτωση του δημόσιου χρέους είναι σχετικά περιορισμένος μεσοπρόθεσμα, ως απόρροια των ευνοϊκών όρων αποπληρωμής του χρέους το οποίο είναι κατά πλειοψηφία προς τον επίσημο τομέα, σε συνδυασμό με την έγκαιρη σύναψη συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίων (swaps). Παρ' όλα αυτά, τα υφιστάμενα ευνοϊκά χαρακτηριστικά του συσσωρευμένου δημόσιου χρέους δεν θα πρέπει να οδηγούν σε εφησυχασμό, δεδομένου ότι η πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου είναι στην καλύτερη περίπτωση χαμηλότερη κατά μία βαθμίδα έναντι της επενδυτικής κατηγορίας, ενώ μακροπρόθεσμα το χρέος καθίσταται περισσότερο ευάλωτο στον επιτοκιακό κίνδυνο.

Στην αγορά εργασίας, το πρόβλημα της αναντιστοιχίας μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων δεξιοτήτων που έχει παρατηρηθεί μετά την πανδημία είναι ιδιαίτερα σημαντικό, καθώς οι επιχειρήσεις δυσκολεύονται να βρουν κατάλληλους εργαζόμενους, διότι αυτοί είτε δεν έχουν τα απαιτούμενα προσόντα είτε έχουν στραφεί σε άλλους κλάδους με καλύτερες προοπτικές απασχόλησης. Η ταυτόχρονη παρουσία διψήφων ποσοστών ανεργίας και μεγάλου αριθμού κενών θέσεων εργασίας υποδηλώνει υψηλή διαρθρωτική ανεργία.

Σημαντική πρόκληση αποτελεί επίσης η ενίσχυση της ανθεκτικότητας του ενεργειακού συστήματος της χώρας. Αυτό απαιτεί τη διαφοροποίηση του εφοδιασμού ενεργειακών πόρων, την επιτάχυνση της μετάβασης στις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας (ΑΠΕ), την ανάπτυξη τεχνολογιών αποθήκευσης ηλεκτρικής ενέργειας από ΑΠΕ, την επέκταση των δικτύων, καθώς και τη διερεύνηση των δυνατοτήτων περαιτέρω αξιοποίησης των ορυκτών πόρων.

Πέρα από τις προκλήσεις που ανέδειξε αρχικά η πανδημία και στη συνέχεια η ενεργειακή κρίση, η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει χρόνια προβλήματα. Παρά την πρόοδο όσον αφορά τη βελτίωση των δημόσιων οικονομικών, τη μείωση του φορολογικού βάρους και των ασφαλιστικών εισφορών, καθώς και την αύξηση της εξωστρέφειας, η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα παραμένει συγκριτικά χαμηλή σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο. Για παράδειγμα, σύμφωνα με τους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του Ινστιτούτου IMD, η Ελλάδα το 2022 κατατάχθηκε στην 47η θέση μεταξύ 63 οικονομιών. Οι κυριότερες προκλήσεις, σύμφωνα με την έκθεση του Ινστιτούτου, αφορούν την εισαγωγή ειδικών προγραμμάτων για τον ψηφιακό μετασχηματισμό και την προσαρμογή της εγχώριας βιομηχανίας σύμφωνα με τις αρχές της ενεργειακής αποδοτικότητας και της κυκλικής οικονομίας, την υποστήριξη της επέκτασης σε νέες αγορές, τη διεξαγωγή εκπαιδευτικών προγραμμάτων με σκοπό τη βελτίωση της απασχολησιμότητας του εργατικού δυναμικού, καθώς και την προσέλκυση σημαντικών ξένων άμεσων επενδύσεων. Επιπλέον, η Ελλάδα καταλαμβάνει την 58η θέση μεταξύ 180 χωρών όσον αφορά το δείκτη αντίληψης της διαφθοράς σύμφωνα με την έρευνα της Διεθνούς Διαφάνειας για το 2021, ενώ η παραοικονομία στην Ελλάδα παραμένει σε υψηλά επίπεδα. Σύμφωνα με την εν λόγω μελέτη, το μέγεθος της αυτοαπασχόλησης καταδεικνύεται ως ο πιο σημαντικός παράγοντας του μεγέθους της παραοικονομίας. Επιπλέον, εξακολουθούν να υφίστανται προβλήματα που σχετίζονται με την ταχύτητα απονομής της δικαιοσύνης, την αποτελεσματικότητα του δημόσιου τομέα και –παρά τη σημαντική πρόοδο– τον ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας, καθώς και πιο μακροπρόθεσμες προκλήσεις όπως η γήρανση του πληθυσμού. Τέλος, μια πρόσθετη πρόκληση για τις μελλοντικές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας σχετίζεται με την εξασφάλιση επαρκούς δημοσιονομικού χώρου για την ομαλή απορρόφηση της σημαντικά αυξημένης εξοπλιστικής δαπάνης των προσεχών ετών λόγω της παρατεταμένης έντασης στις ελληνοτουρκικές σχέσεις.

7 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Λαμβάνοντας υπόψη τις μεσομακροπρόθεσμες προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία και τις αβεβαιότητες που συνδέονται με το διεθνές οικονομικό περιβάλλον, τον υψηλό πληθωρισμό και τον ενεργειακό εφοδιασμό, οι τομείς στους οποίους οφείλει να δώσει έμφαση η οικονομική πολιτική είναι οι εξής:

- **Η ανάσχεση μέρους των επιπτώσεων των πληθωριστικών πιέσεων στο εισόδημα των νοικοκυριών**, κυρίως για τις ευάλωτες ομάδες του πληθυσμού, προκειμένου να στηριχθεί η κατανάλωση και να διατηρηθεί η αναπτυξιακή δυναμική και η κοινωνική συνοχή. Ωστόσο, οι εισοδηματικές ενισχύσεις για το μετριασμό των πληθωριστικών επιπτώσεων θα πρέπει να είναι στοχευμένες και προσωρινού χαρακτήρα και να χρηματοδοτούνται από την αξιοποίηση του διαθέσιμου δημοσιονομικού χώρου, χωρίς να μεταβάλλεται η περιοριστική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής. Παράλληλα, η επιδοματική πολιτική για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης θα πρέπει να συνοδεύεται από δράσεις εξοικονόμησης ενέργειας και με την παροχή κινήτρων για μείωση της κατανάλωσης ενέργειας.

Η διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας η οποία επιτεύχθηκε την περίοδο πριν από την πανδημία με τη διατήρηση πρωτογενών πλεονασμάτων έχει πρωταρχική σημασία για την απόκτηση επενδυτικής βαθμίδας, καθώς οι δημοσιονομικές επιδόσεις της Ελλάδος και η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών της αποτελούν κρίσιμους παράγοντες πιστοληπτικής αξιολόγησης, πολύ περισσότερο από ό,τι για άλλες ευρωπαϊκές χώρες, δεδομένου ότι η Ελλάδα εξακολουθεί να έχει έναν από τους υψηλότερους διεθνώς λόγους χρέους προς ΑΕΠ.

Σύμφωνα με τις αναλύσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η πτωτική πορεία του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ αναμένεται να συνεχιστεί, ενώ μεσοπρόθεσμα (μέχρι το 2030) οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες δεν προβλέπεται να υπερβούν το όριο βιωσιμότητας 15% του ΑΕΠ. Ωστόσο, μακροπρόθεσμα υπάρχει αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς η σταδιακή αναχρηματοδότηση του συσσωρευμένου χρέους προς τον επίσημο τομέα με όρους αγοράς θα αυξήσει την

έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο και στον κίνδυνο αγοράς. Γι' αυτό το λόγο, η Ελλάδα πρέπει να εκμεταλλευθεί την αυξημένη ανθεκτικότητα του δημόσιου χρέους στο μεσοπρόθεσμο διάστημα και να διασφαλίσει την πτωτική του πορεία μέσω της επίτευξης διατηρήσιμων πρωτογενών πλεονασμάτων που, σε συνδυασμό με ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης, ενισχύει τη δυνατότητα ανάκτησης της επενδυτικής βαθμίδας.

• **Η υλοποίηση των επενδυτικών δράσεων που συνδέονται με το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.** Προς αυτή την κατεύθυνση, είναι αναγκαία η συνέχιση του προγράμματος των μεταρρυθμίσεων που περιλαμβάνονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0”, ιδιαίτερα όσων αφορούν θεσμικές παρεμβάσεις που υποβοηθούν την περαιτέρω απελευθέρωση των αγορών αγαθών και υπηρεσιών, τον περιορισμό της γραφειοκρατίας και την υλοποίηση εξωστρεφών επενδύσεων, με αποτέλεσμα την ενίσχυση της ανθεκτικότητας και της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.

Σημειώνεται ότι ο πιο αποτελεσματικός και βιώσιμος τρόπος για την ενίσχυση των εισοδημάτων μεσομακροπρόθεσμα και για τη μείωση του δημόσιου χρέους είναι η επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης μέσω αύξησης των παραγωγικών επενδύσεων και ολοκλήρωσης των μεταρρυθμίσεων.

Παράλληλα, η υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0” μέσω της αύξησης των επενδύσεων και της ενίσχυσης της ανάπτυξης θα βοηθήσει στη διατήρηση των υφιστάμενων αλλά και στη δημιουργία νέων και καλύτερα αμειβόμενων θέσεων εργασίας.

• **Η διασφάλιση ότι οι εξελίξεις στο μισθολογικό κόστος θα διατηρήσουν τα οφέλη σε όρους ανταγωνιστικότητας που επιτεύχθηκαν την τελευταία δεκαετία.** Σε αυτό θα βοηθήσουν η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και τα στοχευμένα μέτρα ενίσχυσης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Στο πλαίσιο αυτό, η προβλεπόμενη αύξηση στον κατώτατο μισθό που προγραμματίζεται για το επόμενο έτος θα πρέπει να είναι τέτοια που να αντιστοιχεί στις πραγματικές δυνατότητες της οικονομίας, ώστε να αποτραπεί μία φάση δευτερογενών πληθωριστικών πιέσεων, τροφοδοτούμενων από την άνοδο των μισθών.

• **Η αντιμετώπιση των υφιστάμενων στρεβλώσεων στην αγορά εργασίας.** Ειδικότερα, το ποσοστό ανεργίας, αν και υποχωρεί σταθερά και σημαντικά τα τελευταία έτη, παραμένει ένα από τα υψηλότερα στην ευρωζώνη. Επίσης, το ποσοστό ανεργίας στις ευάλωτες ομάδες (νέοι, γυναίκες) διατηρείται υψηλό, όπως και το μερίδιο του εργατικού δυναμικού που είτε είναι σε μερική απασχόληση και επιθυμεί να εργαστεί περισσότερες ώρες είτε είναι διαθέσιμο να εργαστεί αλλά δεν αναζητεί εργασία.

Επιπλέον, το πρόβλημα της αναντιστοιχίας μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων δεξιοτήτων παραμένει σημαντικό. Για να αμβλυνθούν αυτές οι αδυναμίες, απαιτείται αναβάθμιση της τεχνικής εκπαίδευσης και κατάρτισης των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων, καθώς θα τους εξοπλίσει με τις κατάλληλες δεξιότητες και θα ενισχύσει τις προοπτικές απασχόλησής τους ειδικότερα στο πλαίσιο της επιδιωκόμενης ψηφιακής μετάβασης της ελληνικής οικονομίας.

Σημαντικό ζητούμενο παραμένει η ενίσχυση του πλέγματος εναρμόνισης της οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής για την ένταξη και παραμονή στην αγορά εργασίας του μη οικονομικά ενεργού πληθυσμού, ιδίως των γυναικών.

Θεσμικές παρεμβάσεις για την περαιτέρω μείωση των ασφαλιστικών εισφορών ή επιδότησή τους στο πλαίσιο των δημοσιονομικών δυνατοτήτων θα μειώσουν το μη μισθολογικό κόστος και θα συμβάλουν στην αντιμετώπιση της αδήλωτης ή υποδηλωμένης εργασίας.

Η διατήρηση της αύξησης της απασχόλησης σε καλά αμειβόμενες θέσεις εργασίας και της συμμετοχής στην αγορά εργασίας προϋποθέτουν την ενίσχυση της ζήτησης σε κλάδους και επαγ-

γέλυμα με υψηλή προστιθέμενη αξία, την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων και την τόνωση της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας.

• **Η επιτάχυνση της μετάβασης σε πράσινη ενέργεια και η ενίσχυση της ενεργειακής ασφάλειας.** Η πράσινη μετάβαση, σε μια οικονομία χαμηλών εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου, αποδεικνύεται απαραίτητη όχι μόνο για μια κλιματικά βιώσιμη ανάπτυξη, αλλά και για τη στρατηγική αυτονομία της Ευρώπης όσον αφορά την ενεργειακή ασφάλεια.

Η αντιμετώπιση της διπλής κρίσης, ενεργειακής και κλιματικής, απαιτεί την επιτάχυνση και την προώθηση των επενδύσεων σε πράσινες τεχνολογίες, τη βελτίωση των δικτύων και την επέκταση των υποδομών ηλεκτρικών διασυνδέσεων, αλλά και την ανάπτυξη συστημάτων κεντρικής αποθήκευσης ενέργειας.

Προς αυτή την κατεύθυνση θα μπορούσε να συμβάλει το ευρωπαϊκό σχέδιο δράσης REPowerEU το οποίο στοχεύει, εκτός από τη σταδιακή κατάργηση της εξάρτησης της ΕΕ από τα ρωσικά ορυκτά καύσιμα έως το 2027, στην επιτάχυνση της μετάβασης σε ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, στην εξοικονόμηση ενέργειας, στο συνδυασμό επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων, στη διαφοροποίηση των πηγών εφοδιασμού και, ως εκ τούτου, στη βελτίωση της ενεργειακής ασφάλειας και αυτονομίας της Ευρώπης.

Παράλληλα με τη στόχευση στην πράσινη μετάβαση, η Ελλάδα οφείλει να διερευνήσει τις δυνατότητες ενίσχυσης της ενεργειακής της ασφάλειας και μέσω της αξιοποίησης των φυσικών της πόρων, για παράδειγμα μέσω της εξόρυξης υδρογονανθράκων.

• **Η ενίσχυση της ανθεκτικότητας του τραπεζικού συστήματος** ώστε να χρηματοδοτεί απρόσκοπτα τις ελληνικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Αναμφισβήτητα, η πορεία εξυγίανσης των τελευταίων ετών έχει συμβάλει καθοριστικά στη βελτίωση των μεγεθών του τραπεζικού τομέα, ενώ και η αύξηση των τιμών στην αγορά ακινήτων βελτιώνει την αξία των εξασφαλίσεων και των ακινήτων που έχουν περιέλθει στις τράπεζες. Εντούτοις, η αβεβαιότητα σχετικά με τις επιδράσεις της ανόδου των επιτοκίων, οι προοπτικές για χαμηλότερη ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας και η εντεινόμενη γεωπολιτική και ενεργειακή κρίση δεν αφήνουν περιθώρια εφησυχασμού. Στο πλαίσιο αυτό, αναδεικνύονται οι παρακάτω προκλήσεις που καλείται ο τραπεζικός τομέας να αντιμετωπίσει:

Πρώτον, το υψηλό απόθεμα ΜΕΔ. Η έως τώρα αξιόλογη αποκλιμάκωση του αποθέματος των ΜΕΔ στηρίχθηκε κατά κύριο λόγο στις τιλοποιήσεις, με αξιοποίηση του προγράμματος παροχής εγγυήσεων από το Ελληνικό Δημόσιο (“Ηρακλής”) και τις απευθείας πωλήσεις δανείων στη δευτερογενή αγορά. Ωστόσο, η συνέχιση αυτών των στρατηγικών καθίσταται δυσχερέστερη υπό το πρίσμα των πιέσεων που αναδεικνύονται στην κεφαλαιακή επάρκεια. Επιπρόσθετα, η αύξηση των επιτοκίων αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τη δυνατότητα εξυπηρέτησης χρέους από τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με τις χαμηλότερες προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης, μπορεί να οδηγήσει στη δημιουργία νέων ΜΕΔ επιβαρύνοντας την ποιότητα των στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών.

Δεύτερον, η χαμηλή οργανική κερδοφορία. Η αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ βραχυπρόθεσμα θα ενισχύσει τα καθαρά έσοδα τόκων των τραπεζών, καθώς ένα πολύ μεγάλο μέρος των δανείων έχει συναφθεί με κυμαινόμενο επιτόκιο. Ωστόσο, μεσοπρόθεσμα η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, σε συνδυασμό με την αύξηση του κόστους εξυπηρέτησης των υφιστάμενων δανείων, ενδέχεται να αυξήσει το κόστος του πιστωτικού κινδύνου των τραπεζών. Επιπρόσθετα, τα έξοδα τόκων αναμένεται να επιβαρυνθούν από τη σταδιακή απόσυρση των έκτακτων μέτρων που είχαν ληφθεί στο πλαίσιο της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ για τον περιορισμό των επιπτώσεων της πανδημίας, καθώς και από την ανάγκη έκδοσης ομολόγων για την κάλυψη εποπτικών κεφαλαιακών απαιτήσεων, κυρίως των ελάχιστων απαιτήσεων ιδίων κεφαλαίων και επιλέξιμων υποχρεώσεων (MREL).

Τρίτον, το ύψος της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Η κεφαλαιακή επάρκεια του τραπεζικού τομέα στην παρούσα χρονική συγκυρία είναι ικανοποιητική. Βραχυπρόθεσμα θα επηρεαστεί από σειρά παραμέτρων: α) τον ενδεχόμενο περιορισμό των δυνατοτήτων για εσωτερική δημιουργία κεφαλαίου σε ένα μακροοικονομικό περιβάλλον με αυξανόμενες προκλήσεις και μεταβολή της νομισματικής πολιτικής σε πιο περιοριστική κατεύθυνση, β) το κόστος υλοποίησης της στρατηγικής των τραπεζών για τη μείωση των υφιστάμενων ΜΕΔ και το σχηματισμό επαρκών προβλέψεων για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου, ιδιαίτερα στο πλαίσιο της τυχόν δημιουργίας νέων ΜΕΔ, γ) την υλοποίηση ενεργειών που ενισχύουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια (π.χ. συνθετικές τιτλοποιήσεις) και το κόστος έκδοσης κεφαλαιακών μέσων (Additional Tier 1, Tier 2) για την κάλυψη εποπτικών κεφαλαιακών απαιτήσεων, συμπεριλαμβανομένου του κόστους για την έκδοση ομολόγων ώστε να τηρηθούν οι ελάχιστες απαιτήσεις ιδίων κεφαλαίων και επιλέξιμων υποχρεώσεων (MREL), και δ) την εξέλιξη των νέων εκταμιεύσεων δανείων προς τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Στο πλαίσιο αυτό, ελλοχεύει ο κίνδυνος να αυξηθεί περαιτέρω το υφιστάμενο ποσοστό των οριστικών και εκκαθαρισμένων αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων (DTCs) στα κεφάλαια των τραπεζών.

Τέταρτον, η βελτίωση των χρηματοοικονομικών μεγεθών των Λιγότερο Σημαντικών Τραπεζών (LSIs): Η ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας των Λιγότερο Σημαντικών Τραπεζών και ενδεχόμενες συγχωνεύσεις μεταξύ τους θα τονώσουν τις δυνάμεις του ανταγωνισμού αλλά και την εξειδίκευση στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, τόσο σε εθνικό όσο και σε τοπικό επίπεδο, παρέχοντας διαφοροποιημένες και περισσότερο ανταγωνιστικές υπηρεσίες σε ιδιώτες και επιχειρήσεις, ιδιαίτερως στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι η μεταφορά των ΜΕΔ εκτός πιστωτικού συστήματος δεν σηματοδοτεί αυτόματα και την οριστική εξάλειψη του χρέους από την οικονομία. Το χρέος παραμένει, με τη διαχείρισή του πλέον να πραγματοποιείται από τις Εταιρίες Διαχείρισης Απαιτήσεων από Δάνεια και Πιστώσεις. Συνεπώς, η εύρυθμη λειτουργία της εν λόγω αγοράς για την επίτευξη της οριστικής εκκαθάρισης του χρέους είναι σημαντική παράμετρος και η αξιοποίηση του συνόλου των διαθέσιμων εργαλείων αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση.

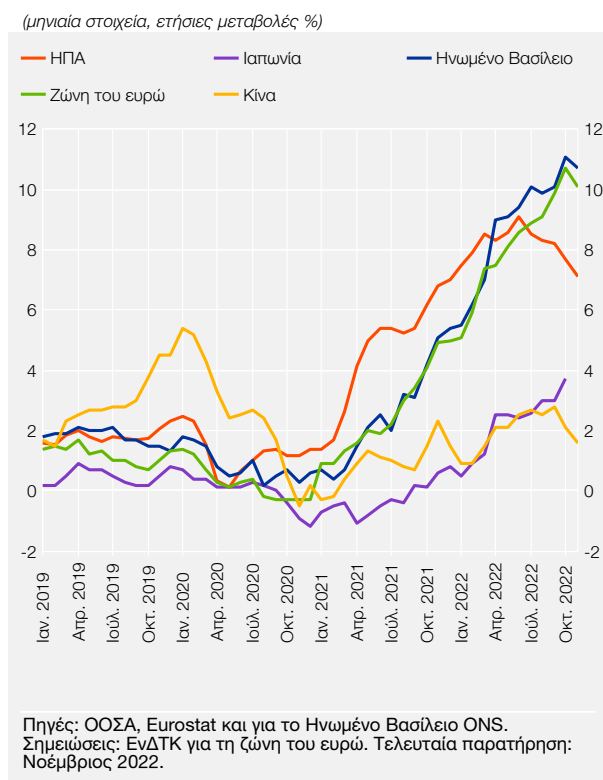
Η ελληνική οικονομία αναπτύχθηκε με ταχύτερους του αναμενομένου ρυθμούς το εννεάμηνο του 2022, επωφελούμενη από τη σημαντική άνοδο των τουριστικών εισπράξεων και την επανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης. Ωστόσο, το δυσμενές διεθνές μακροοικονομικό περιβάλλον επηρεάζει αρνητικά τις προοπτικές της ευρωπαϊκής και της ελληνικής οικονομίας το επόμενο έτος. Η άμβλυση των επιπτώσεων της ενεργειακής κρίσης, χωρίς όμως να τίθεται σε κίνδυνο η δημοσιονομική αξιοπιστία, και η διατήρηση της δυναμικής της ανάπτυξης το προσεχές διάστημα αποτελούν τις κυριότερες προκλήσεις που αντιμετωπίζει η οικονομική πολιτική. Παρά τους αυξημένους κινδύνους, η σημαντική στήριξη από τους διαθέσιμους ευρωπαϊκούς πόρους, σε συνδυασμό με τη μικρότερη ενεργειακή επιβάρυνση της ελληνικής οικονομίας σε σχέση με το μέσο όρο της ΕΕ και τα ευνοϊκά χαρακτηριστικά της διάρθρωσης του δημόσιου χρέους της, δημιουργεί τις συνθήκες ώστε η ενδεχόμενη υλοποίηση ενός δυσμενέστερου σεναρίου για την ΕΕ να μην έχει αντίστοιχες επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία.

Επιπλέον, η υλοποίηση των επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων βάσει του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0” καθώς και η διατήρηση της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και σταθερότητας μπορούν να καταστήσουν εφικτή την αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική βαθμίδα κατά το επόμενο έτος. Αυτό αποτελεί πολύ σημαντικό στόχο, ειδικά εν μέσω της αυστηροποίησης των νομισματικών συνθηκών και της επιδείνωσης των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών, οι οποίες έχουν επιδράσει αυξητικά στις αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου. Στο πλαίσιο αυτό, δεδομένου ότι το 2023 είναι χρονιά εθνικών εκλογών, απαιτείται σύμπλευση και συνεννόηση των πολιτικών δυνάμεων, ώστε να υλοποιηθούν οι βασικές δεσμεύσεις της οικονομικής πολιτικής και να διαφυλαχθούν όσα έχει επιτύχει η ελληνική οικονομία την τελευταία δεκαετία.

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η παγκόσμια οικονομία επιβραδύνεται, καθώς βρίσκεται αντιμέτωπη με τρεις σοβαρές προκλήσεις: τις οικονομικές συνέπειες του συνεχιζόμενου πολέμου στην Ουκρανία, την κρίση του υψηλού πληθωρισμού και της διάβρωσης του πραγματικού εισοδήματος και τη σημαντική επιβράδυνση της μεγαλύτερης οικονομίας του κόσμου, της Κίνας. Ο πόλεμος αυξάνει δραματικά τις τιμές της ενέργειας και των τροφίμων, προκαλώντας υψηλό και παρατεταμένο πληθωρισμό, τον υψηλότερο εδώ και τέσσερις δεκαετίες, και καθιστώντας αναγκαία την ανάληψη δράσεων από πλευράς των κρατών για την ασφάλεια και τη διαφοροποίηση των πηγών του ενεργειακού τους εφοδιασμού και την εξοικονόμηση ενέργειας. Ο κίνδυνος αποσταθεροποίησης των προσδοκιών για τον πληθωρισμό οδήγησε τις νομισματικές αρχές διεθνώς σε αύξηση των βασικών επιτοκίων, ενώ η ανάγκη προστασίας από τη ραγδαία αύξηση του κόστους διαβίωσης οδήγησε τις δημοσιονομικές αρχές στη λήψη σειράς μέτρων με σκοπό τη συγκράτηση του ενεργειακού κόστους. Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις, το 2023 το 1/3 της παγκόσμιας οικονομίας θα βρεθεί σε ύφεση. Οι οικονομίες των ΗΠΑ και της ζώνης του ευρώ θα επιβραδυνθούν ακόμη περισσότερο, ενώ του Ηνωμένου Βασιλείου θα βρεθεί σε ύφεση. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες εμφάνισε ενδείξεις υποχώρησης προς το τέλος του 2022 (βλ. Διάγραμμα II.1) και, παρότι προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει το επόμενο έτος, θα συνεχίσει να υπερβαίνει κατά πολύ τους μεσοπρόθεσμους στόχους των νομισματικών αρχών.

Διάγραμμα II.1 Γενικός πληθωρισμός μεγάλων οικονομιών



1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η εισβολή της Ρωσίας στη Ουκρανία και ο πόλεμος που άρχισε στις 24 Φεβρουαρίου 2022 έχουν προκαλέσει σοβαρές οικονομικές συνέπειες παγκοσμίως μέσω της πρωτοφανούς ανόδου των τιμών της ενέργειας και κυρίως του κόστους προμήθειας φυσικού αερίου, αλλά και μέσω της υψηλής αβεβαιότητας γύρω από τη διάρκεια της ενεργειακής κρίσης. Τα προηγμένα κυρίως κράτη, ασκώντας έμμεση πίεση για τερματισμό της εισβολής της Ρωσίας και επιδιώκοντας τη μείωση των εισπράξεών της από την πώληση ενεργειακών πόρων, σπεύδουν να υιοθετήσουν νέες στρατηγικές για την ενεργειακή τους ασφάλεια και τη διαφοροποίηση των πηγών εφοδιασμού τους. Δεδομένης της μεγάλης ενεργειακής εξάρτησης κυρίως των κρατών-μελών της ΕΕ από τη Ρωσία, της περιορισμένης παγκόσμιας προσφοράς υδρογονανθράκων βραχυπρόθεσμα και των μειωμένων επενδύσεων για την εξόρυξή τους τα τελευταία έτη, παρουσιάστηκε υπερ-

1 Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφορίες και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 16 Δεκεμβρίου 2022.

βάλλουσα ζήτηση και οι ήδη υψηλές από τα τέλη του 2021 τιμές καυσίμων αυξήθηκαν περαιτέρω από το Μάρτιο του 2022 και μετά φθάνοντας σε νέα επίπεδα-ρεκόρ.

Έως το Φεβρουάριο του 2022 η παγκόσμια οικονομία, το διεθνές εμπόριο και η απασχόληση ανέκαμπταν δυναμικά, παρά τη συνεχή αύξηση του ενεργειακού κόστους και του πληθωρισμού ήδη από το δεύτερο εξάμηνο του 2021. Μετά την έναρξη του πολέμου και την επιβολή γύρων κυρώσεων κατά της Ρωσίας, η οικονομική δραστηριότητα διεθνώς συνέχισε να επιδεικνύει ανθεκτικότητα, με εξαίρεση την οικονομία των ΗΠΑ η οποία βρέθηκε σε τεχνική ύφεση το πρώτο εξάμηνο του 2022. Η αύξηση των αποταμιεύσεων και η αναβληθείσα και εκκρεμής ζήτηση από την περίοδο των περιορισμών στην οικονομική δραστηριότητα λόγω της πανδημίας, καθώς και η ανάκαμψη του τομέα των υπηρεσιών, συνέχισαν κατά τη διάρκεια του έτους να επιδρούν ευνοϊκά στην οικονομική δραστηριότητα παρά τον διαρκώς αυξανόμενο πληθωρισμό. Η διάβρωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται να έχει μεγαλύτερη επίπτωση στις προηγμένες οικονομίες το δεύτερο εξάμηνο του έτους, καθώς και το 2023 κατά το οποίο αναμένεται περαιτέρω επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, παρά την αναμενόμενη υποχώρηση του πληθωρισμού και της αβεβαιότητας.

Μετά τη χωρίς προηγούμενο επεκτατική πολιτική που ακολουθήθηκε λόγω πανδημίας, η δημοσιονομική και η νομισματική πολιτική μεταστράφηκαν προς συσταλτική κατεύθυνση. Οι παράγοντες που επηρεάζουν αυξητικά τους λόγους δημοσιονομικού ελλείμματος και χρέους των χωρών εξασθένησαν το 2021 και το 2022, παρά τη λήψη νέων μέτρων αντιμετώπισης της ενεργειακής κρίσης, επηρεαζόμενοι ευνοϊκά από τον υψηλό πληθωρισμό και την άνοδο του ονομαστικού ΑΕΠ. Οι αποκλίσεις μεταξύ των προηγμένων οικονομιών ως προς το ρυθμό ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής επιδρούν στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και στο διεθνές εμπόριο και οφείλονται εν μέρει σε διαφορές στη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και στις συνθήκες στις αγορές εργασίας. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αυξήθηκε νωρίτερα και ήταν υψηλότερος στις ΗΠΑ από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, υπό συνθήκες μεγαλύτερης στενότητας στις αγορές εργασίας, ενώ το παραγωγικό κενό στις ΗΠΑ είχε ήδη εξαλειφθεί από το 2021.

Στη ζώνη του ευρώ, οι ενεργειακές επιπτώσεις του συνεχιζόμενου πολέμου Ρωσίας-Ουκρανίας, η συρρίκνωση των πραγματικών εισοδημάτων και η αναγκαία εμπροσθοβαρής ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής λόγω της ανόδου του πληθωρισμού σε ιστορικά υψηλά επίπεδα επιδείνωσαν τις οικονομικές προοπτικές. Τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής και το ευρωπαϊκό μέσο NextGenerationEU στήριξαν την οικονομική δραστηριότητα. Παρά τη δυσμενή παγκόσμια οικονομική συγκυρία, το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 3,4% το 2022, έναντι 5,3% το 2021, ενώ η πορεία του προβλέπεται αναιμική στο 0,5% το 2023 εξαιτίας της κάμψης της εγχώριας και της εξωτερικής ζήτησης. Οι εκτιμήσεις αυτές ενσωματώνουν σημαντική ετερογένεια ανάμεσα στις χώρες-μέλη, η οποία εξαρτάται μεταξύ άλλων από τη διαφορετική επίπτωση του υψηλού και αυξανόμενου κόστους ενέργειας σε κάθε χώρα. Οι παράγοντες διαμόρφωσης της χονδρικής τιμής του φυσικού αερίου στην Ευρώπη, οι παρεμβάσεις στην αγορά ενέργειας της ΕΕ για την άμβλυνση των επιπτώσεων της ενεργειακής κρίσης και οι προκλήσεις που συνεπάγονται οι εξελίξεις αυτές για την πράσινη μετάβαση εξετάζονται στο Πλαίσιο II.1.

Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και της Τουρκίας, παρά τις επιμέρους διαφοροποιήσεις τους, αναμένεται ότι θα επιβραδυνθούν το 2022 και το 2023, καθώς ο υψηλός πληθωρισμός και η μειωμένη εξωτερική ζήτηση θα πλήξουν την οικονομική δραστηριότητα.

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

2.1 Παγκόσμια οικονομία

Η παγκόσμια οικονομία, μετά την ισχυρή της ανάκαμψη το 2021, επιβραδύνεται το 2022. Ο τριμηνιαίος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ, από 1,8% το δ' τρίμηνο του 2021, υποχώρησε σε 0,5%

το α' τρίμηνο του 2022 και -0,4% το β' τρίμηνο. Οι δύο μεγαλύτερες οικονομίες του κόσμου, οι ΗΠΑ και η Κίνα, βρέθηκαν σε ύφεση το β' τρίμηνο του έτους, ανέκαμψαν όμως το γ' τρίμηνο. Σύμφωνα με βραχυπρόθεσμους δείκτες της οικονομικής συγκυρίας, παρά την ανάκαμψη αυτή, η παγκόσμια οικονομία οδηγείται σε σημαντική εξασθένηση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας και επιδείνωση των προοπτικών για το 2023. Μάλιστα, σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το πραγματικό ΑΕΠ θα υποχωρήσει το δ' τρίμηνο του 2022 τόσο στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο όσο και στην ΕΕ-27.

Το **παγκόσμιο ΑΕΠ** για το σύνολο του 2022 εκτιμάται τώρα από το ΔΝΤ ότι θα επιβραδυνθεί, από 6,0% το 2021 σε 3,2% το 2022 και 2,7% το 2023, δηλ. θα σημειώσει το χαμηλότερο ρυθμό ανόδου από το 2001 (με εξαίρεση το 2009, έτος της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, και το 2020, έτος της πανδημίας). Σύμφωνα με τις νεότερες προβλέψεις του ΟΟΣΑ (22 Νοεμβρίου) το παγκόσμιο ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί ακόμη περισσότερο, από 3,1% το 2022 σε 2,2% το 2023.

Στις **προηγμένες οικονομίες** ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί σε 2,4% το 2022 και 1,1% το 2023, από 5,2% το 2021. Μεταξύ των προηγμένων οικονομιών, υψηλότεροι ρυθμοί το 2022 αναμένονται στο Ηνωμένο Βασίλειο, αλλά και στη ζώνη του ευρώ, κυρίως λόγω του υψηλότερου ρυθμού ανάπτυξης στην Ιταλία και στην Ισπανία εν μέσω μικρότερης έκθεσης στις διαταραχές εξαπτίας του πολέμου Ρωσίας-Ουκρανίας,² ενώ χαμηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης εκτιμώνται για τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία. Η ετερογένεια μεταξύ των χωρών ως προς τις εγχώριες συνθήκες, την ενεργειακή τους εξάρτηση και την επίδραση του τουρισμού φαίνεται ότι αποτελεί σημαντικό παράγοντα στις εκτιμήσεις αυτές.

Στις **ΗΠΑ** το ΑΕΠ, αφού συρρικνώθηκε κατά 1,6% το α' τρίμηνο του 2022 και κατά 0,6% το β' τρίμηνο, αυξήθηκε κατά 2,9% το γ' τρίμηνο (σε ετησιοποιημένη βάση). Παρά την τεχνική ύφεση που παρατηρήθηκε το πρώτο εξάμηνο, η ιδιωτική κατανάλωση –κυρίως των υπηρεσιών– παρέμεινε ισχυρή. Η βελτίωση του γ' τριμήνου προήλθε από την επιτάχυνση των εξαγωγών, την πτώση των εισαγωγών και την αύξηση της δημοσιονομικής δαπάνης, η οποία υποχώρησε συνεχώς τα προηγούμενα 5 τρίμηνα. Οι επενδύσεις σε κατοικίες συνέχισαν να υποχωρούν για 6ο τρίμηνο, περισσότερο έντονα από το β' τρίμηνο του έτους, ως αποτέλεσμα της μειωμένης ζήτησης λόγω ανόδου των επιτοκίων, ενώ οι λοιπές επενδύσεις σημείωσαν επιτάχυνση. Η ανάκαμψη της αγοράς εργασίας συνεχίστηκε και το ποσοστό ανεργίας τον Οκτώβριο του 2022 βρισκόταν στο 3,7%, έναντι 4,6% ένα χρόνο πριν, επιτείνοντας τις πληθωριστικές πιέσεις. Ο ετήσιος πληθωρισμός με βάση τον ΔΤΚ αφού έφθασε το 9,1% τον Ιούνιο, στη συνέχεια άρχισε να υποχωρεί και το Νοέμβριο μειώθηκε στο 7,1%. Για το 2022 εκτιμάται επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ σε 1,6% και για το 2023 σε 1,0%, καθώς ο υψηλός πληθωρισμός, η επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και η αυξημένη αβεβαιότητα θα πλήττουν ολοένα περισσότερο την εγχώρια δαπάνη, κυρίως τις επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου.

Στο **Ηνωμένο Βασίλειο** το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,7% το α' τρίμηνο του 2022 και κατά 0,2% το β' τρίμηνο, καθώς αρχικά ευνοήθηκε από την άρση των πανδημικών περιορισμών. Ωστόσο, ο πολύ υψηλός πληθωρισμός των αγαθών και της ενέργειας, η συσταλτική μεταβολή της δημοσιονομικής πολιτικής, η αύξηση των επιτοκίων και η χειροτέρευση των όρων του εξωτερικού εμπορίου πλήττουν ολοένα περισσότερο την εγχώρια ζήτηση. Το γ' τρίμηνο το ΑΕΠ υποχώρησε κατά 0,2%. Η υψηλή εξάρτηση από το φυσικό αέριο για παραγωγή και οικιακή χρήση οδήγησε σε εκτίναξη του πληθωρισμού, ο οποίος τον Οκτώβριο έφθασε το 11,1%, πριν υποχωρήσει ελαφρώς στο 10,7% το Νοέμβριο, ενώ η ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής με διαδοχικές αυξήσεις των βασικών επιτοκίων είχε ξεκινήσει ήδη από το Δεκέμβριο του 2021. Το Σεπτέμβριο η ανακοίνωση πρόθεσης για υιοθέτηση μέτρων μείωσης της φορολογίας σε συνδυασμό με την ανησυχία για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών πυροδότησαν αύξηση της μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές, πρόσκαιρη υποχώρηση της ισοτιμίας της λίρας Αγγλίας και τελικά αντικατάσταση του Υπουργού Οικονομικών και παραίτηση της Πρωθυπουργού

2 European Commission, *Autumn 2022 Economic Forecast*, November 2022, p. 31.

ενάμιση μήνα μετά την ανάληψη των καθηκόντων της. Το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί στο 4,2% το 2022 και θα συρρικνωθεί κατά 0,9% το 2023.

Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί σε 3,7% το 2022 και το 2023, από 6,6% το 2021, σημειώνοντας ηπιότερη επιβράδυνση σε σύγκριση με εκείνη των προηγμένων οικονομιών. Σημαντικό ρόλο στην προβλεπόμενη επιβράδυνση παίζει η Κίνα, το ΑΕΠ της οποίας το 2022 και το 2023 εκτιμάται ότι θα αυξηθεί με το χαμηλότερο ρυθμό των τελευταίων 40 ετών (με εξαίρεση το έτος της πανδημίας), κυρίως λόγω της κρίσης στην αγορά ακινήτων (η οποία συνιστά το 1/5 του συνόλου της οικονομικής δραστηριότητας) και των αυστηρών περιοριστικών μέτρων τα οποία εξακολουθεί να λαμβάνει ακολουθώντας πολιτική μηδενικής ανοχής σε νέα κρούσματα COVID-19. Αντιθέτως, ο ρυθμός ανάπτυξης της Ινδίας θα παραμείνει υψηλός (6,8% το 2022, έναντι 8,7% το 2021), συμβάλλοντας στη δραστηριότητα των οικονομιών της περιοχής. Ο πόλεμος εκτιμάται ότι θα έχει μεγάλη επίπτωση το 2022 στη Ρωσία (πτώση του ΑΕΠ κατά 3,4%, μετά από άνοδο κατά 4,7% το 2021) και στην Ουκρανία (πτώση του ΑΕΠ κατά 35%), αλλά και στις περισσότερες οικονομίες της αναδυόμενης Ευρώπης, οι οποίες ως σύνολο θα παραμείνουν στάσιμες το 2022 σύμφωνα με το ΔΝΤ.

Ο **πληθωρισμός** διεθνώς αποδεικνύεται υψηλότερος και πιο επίμονος σε σχέση με τις προβλέψεις, τροφοδοτούμενος τόσο από τις υψηλές και αυξανόμενες τιμές των καυσίμων και των τροφίμων όσο και από την επιβραδυνόμενη αλλά ισχυρή ακόμη ιδιωτική κατανάλωση. Τα προβλήματα στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες, αν και αμβλύνονται, συνεχίζουν να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο, ενώ το πραγματικό ΑΕΠ στις ΗΠΑ, στη ζώνη του ευρώ και στο Ηνωμένο Βασίλειο εκτιμάται ότι κινήθηκε το 2022 υψηλότερα από το δυνητικό ΑΕΠ, ασκώντας επιπλέον πληθωριστική πίεση στον πυρήνα του πληθωρισμού. Οι εκτιμήσεις του πληθωρισμού στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο αναθεωρήθηκαν από το ΔΝΤ τον Οκτώβριο προς τα άνω σε σχέση με τις αντίστοιχες εκτιμήσεις του Ιουλίου. Ο πληθωρισμός με βάση τον ΔΤΚ αναμένεται πλέον να ανέλθει σε 8,8% το 2022 και 6,5% το 2023, από 4,7% το 2021. Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες προβλέπεται αύξηση του πληθωρισμού σε 9,9% το 2022 και μικρή υποχώρησή του το 2023 (βλ. Πίνακα ΙΙ.1).

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)		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Παγκόσμιο σύνολο	196	100,0	6,0	3,2	2,7	4,7	8,8	6,5	-	-	-	-	-	-	0,7	0,2	0,3
1. Προηγμένες οικονομίες	40	42,0	5,2	2,4	1,1	3,1	7,2	4,4	-7,2	-3,6	-3,7	117,9	112,4	111,3	0,6	-0,6	-0,3
ΗΠΑ		37,4	5,7	1,6	1,0	4,7	8,1	3,5	-10,9	-4,0	-5,7	128,1	122,1	122,9	-3,7	-3,9	-3,1
Ιαπωνία		9,1	1,7	1,7	1,6	-0,2	2,0	1,4	-6,7	-7,9	-3,6	262,5	263,9	263,1	2,9	1,4	2,2
Ην. Βασίλειο		5,5	7,5	4,2	-0,9	2,5	7,9	7,5	-8,0	-6,4	-4,4	105,6	103,3	101,1	-2,0	-5,6	-6,0
Ζώνη του ευρώ	19	28,5	5,3	3,4	0,5	2,6	8,4	6,3	-5,1	-3,5	-3,7	95,4	91,5	90,6	2,3	-1,0	-1,4
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	156	58,0	6,6	3,7	3,7	5,9	9,9	8,1	-5,3	-6,1	-5,4	63,7	64,5	67,5	0,8	1,3	1,0
Κίνα		32,0	8,1	3,2	4,4	0,9	2,2	2,2	-6,1	-8,9	-7,2	71,5	76,9	84,1	1,8	1,8	1,5
Ρωσία		5,3	4,7	-3,4	-2,3	6,7	13,8	5,0	0,7	-2,3	-2,1	17,0	16,2	16,9	6,9	12,2	11,1

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

Σημείωση: Για το 2022 εκτιμήσεις και το 2023 προβλέψεις.

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2021, 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.

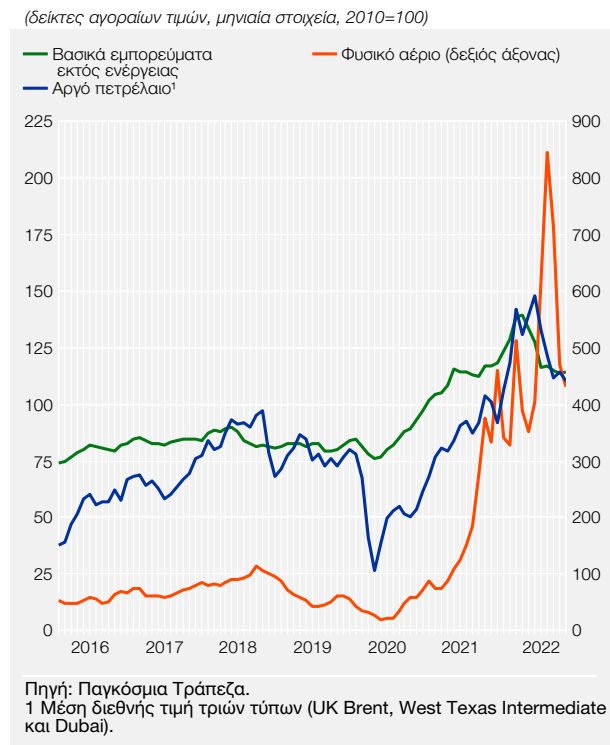
Οι τρέχουσες προβλέψεις για την παγκόσμια οικονομία περιβάλλονται από **ασυνήθιστα υψηλή αβεβαιότητα και οι κίνδυνοι είναι αυξημένοι**. Οι κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη και τον πληθωρισμό συνδέονται με μια σειρά από αρνητικά ενδεχόμενα, όπως τυχόν κλιμάκωση του πολέμου ή εξάπλωση των γεωπολιτικών εντάσεων, τυχόν νέο γύρο αυξήσεων των διεθνών τιμών της ενέργειας και των τροφίμων και ενδεχόμενη ανεπάρκεια του εφοδιασμού με βασικά εμπορεύματα και επισιτιστική κρίση σε αναπτυσσόμενες οικονομίες. Επιπρόσθετα, οι αυστηρότερες χρηματοπιστωτικές συνθήκες, καθώς και η ταχύτητα ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής και οι διαφορές σε αυτήν μεταξύ μεγάλων οικονομιών, παραμένουν κεντρικό ζήτημα. Η ορθή άσκηση της περιοριστικότερης νομισματικής πολιτικής περιβάλλεται από δύσκολες επιλογές. Η υπερβολική αύξηση των επιτοκίων μπορεί να αποδειχθεί εξίσου εσφαλμένη με την καθυστερημένη ή μικρή αντίδραση των νομισματικών αρχών. Παράλληλα, η ενεργειακή κρίση και η ανάγκη στήριξης των περισσότερο ευάλωτων απέδειξαν για μια ακόμη φορά τη μεγάλη σημασία της πειθαρχημένης δημοσιονομικής πολιτικής ώστε στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου να δημιουργούνται τα αναγκαία αποθέματα ασφαλείας και το δημοσιονομικό περιθώριο που θα επιτρέπουν την άσκηση διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής σε έκτακτες συγκυρίες. Επιπλέον, ανέδειξε τη σημασία της στοχευμένης και όχι οριζόντιας δημοσιονομικής στήριξης, ώστε να μετριαστεί το ενδεχόμενο η δημοσιονομική επέκταση να τροφοδοτήσει περαιτέρω αυξήσεις του πληθωρισμού.

Η μεγέθυνση του διεθνούς εμπορίου επιβραδύθηκε σημαντικά από την κάμψη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας κατά τη διάρκεια του 2022, λόγω των πληθωριστικών πιέσεων, της χειροτέρευσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και του υψηλού γεωπολιτικού κινδύνου. Τα περιοριστικά μέτρα στην Κίνα για την επίτευξη μηδενικών κρουσμάτων κορωνοϊού συρρίκνωσαν τη συνολική ζήτηση και διατήρησαν τα προβλήματα στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες και στις εμπορευματικές ροές. Ωστόσο, από τα μέσα του 2022 οι στρεβλώσεις από την πλευρά της προσφοράς περιορίστηκαν, συμβάλλοντας στη σημαντική μείωση των διεθνών ναύλων. Η ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ κατά τη διάρκεια του έτους επιδείνωσε την αναιμική αύξηση του διεθνούς εμπορίου, δεδομένης της συνομολόγησης μεγάλου μέρους του εμπορίου σε δολάρια και της συνακόλουθης χειροτέρευσης των όρων εμπορίου για τις λοιπές χώρες. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, ο **όγκος του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** θα αυξηθεί κατά 4,3% το 2022 και 2,5% το 2023, έναντι ισχυρής ανάκαμψης κατά 10,1% το 2021 (μέσος ρυθμός της περιόδου 2000-2021: 4,6%), λόγω της αναμενόμενης επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας.

Η μέση **διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου** σημείωσε μεγάλη μεταβλητότητα το 2022, υπό την αντίρροπη επίδραση αφενός της γεωπολιτικής αστάθειας και της μείωσης των ρωσικών εξαγωγών πετρελαίου στην Ευρώπη και αφετέρου της επιβράδυνσης της οικονομίας της Κίνας και της απελευθέρωσης στρατηγικών αποθεμάτων πετρελαίου από μέλη του Διεθνούς Οργανισμού Ενέργειας. Η μέση τιμή του πετρελαίου διαμορφώθηκε στα 117 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι τον Ιούνιο του 2022 από 84 δολ. τον Ιανουάριο, εν μέρει εξαιτίας των κυρώσεων της ΕΕ και των ΗΠΑ στις εισαγωγές πετρελαίου από τη Ρωσία. Η τιμή σταδιακά αποκλιμακώθηκε στα 88 δολ. ΗΠΑ το Σεπτέμβριο, λόγω της κάμψης της παγκόσμιας ζήτησης. Στις αρχές Οκτωβρίου 2022 η απόφαση των χωρών του ΟΠΕΚ και της Ρωσίας να μειώσουν την παραγωγή πετρελαίου άσκησε εκ νέου ανοδικές πιέσεις στην τιμή του, ενώ το Νοέμβριο η τιμή υποχώρησε περίπου στα 87 δολ. ΗΠΑ. Σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ για το σύνολο του 2022, η μέση τιμή του πετρελαίου θα διαμορφωθεί στα 98,2 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, έναντι 69,4 δολ. το 2021. Η αύξηση αυτή, κατά 41%, είναι μικρότερη έναντι προηγούμενων εκτιμήσεων, αντανακλώντας τη χαμηλότερη παγκόσμια ζήτηση. Η τιμή του πετρελαίου εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει περαιτέρω στα 85,5 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι το 2023. Ωστόσο, ελλοχεύει ο κίνδυνος διαμόρφωσης υψηλότερων τιμών εν μέσω πιθανής υποκατάστασης της ζήτησης φυσικού αερίου με πετρέλαιο, καθώς και νέων διαταραχών στην προσφορά λόγω των ευρωπαϊκών κυρώσεων και των αντιποίνων από τη Ρωσία.

Παράλληλα, η αβεβαιότητα για τον ενεργειακό εφοδιασμό της Ευρώπης μετά την κατακόρυφη μείωση των ρών φυσικού αερίου από τη Ρωσία και η αυξημένη ενεργειακή ζήτηση κατά τους

Διάγραμμα II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2016 - Νοέμβριος 2022)



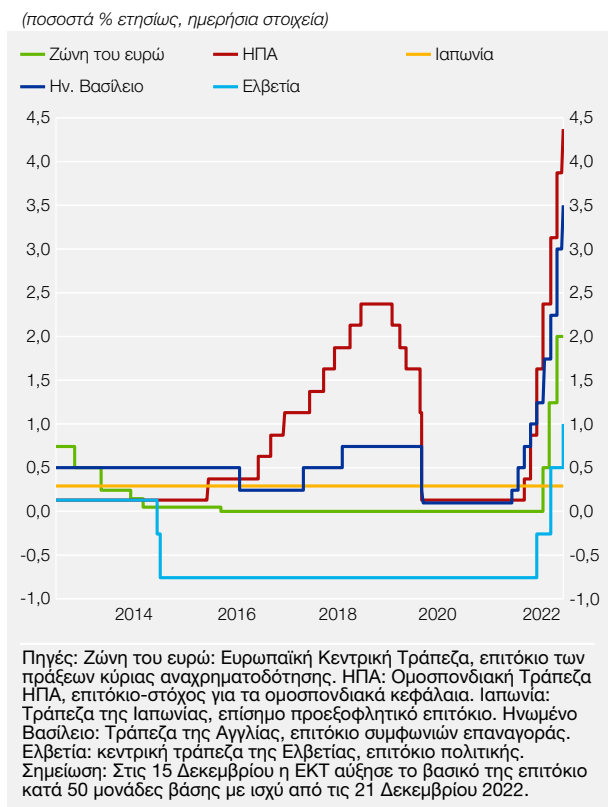
θερινούς μήνες εκτόξευσαν την τιμή του φυσικού αερίου σε νέα ιστορικά υψηλά επίπεδα τον Αύγουστο του 2022, με συνακόλουθες ανοδικές επιδράσεις στην τιμή του ηλεκτρικού ρεύματος (βλ. Πλαίσιο II.1). Η τιμή του **φυσικού αερίου όλων των τύπων** αυξήθηκε κατά 250% σε ετήσια βάση, ενώ τους επόμενους μήνες υποχώρησε. Τον Αύγουστο η μέση τιμή του φυσικού αερίου στην Ευρώπη αυξήθηκε κατά 354% σε ετήσια βάση και κατά 148% έναντι του Ιανουαρίου (βλ. Διάγραμμα II.2). Παρότι το Σεπτέμβριο οι ρωσικές εξαγωγές φυσικού αερίου στην Ευρώπη ήταν ελαττωμένες κατά 80% έναντι του 2021, οι ήπιες καιρικές συνθήκες και η μειωμένη ζήτηση εκ μέρους της Κίνας συνέβαλαν στην πτώση της τιμής του σε μέσα μηνιαία επίπεδα, η οποία συνεχίστηκε και το Νοέμβριο. Από την άλλη πλευρά, η αύξηση της ζήτησης υδροποιημένου φυσικού αερίου (LNG) ώθησε την τιμή του σε ιστορικά υψηλά επίπεδα το Σεπτέμβριο, αυξημένη κατά 62% έναντι του Ιανουαρίου. Η απόφαση για την επιβολή ανώτατου ορίου στην τιμή του ρωσικού φυσικού αερίου, η πλήρωση κοντά στο 93% των ευρωπαϊκών δεξαμενών αποθήκευσης, αλλά και η αύξηση της ημερήσιας παραγωγής από τις ΗΠΑ, οδήγησαν στη στα-

διακή υποχώρηση της τιμής τον Οκτώβριο και το Νοέμβριο. Ωστόσο, οι διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς θα διατηρήσουν την τιμή υψηλή τουλάχιστον έως τα τέλη του 2023.

Οι τιμές των **μετάλλων** ακολούθησαν πτωτική πορεία από τα ιστορικά υψηλά επίπεδα του Μαρτίου, αντανακλώντας κυρίως την ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής στις προηγμένες οικονομίες και την επιβράδυνση της ζήτησης, καθώς και τους πανδημικούς περιορισμούς στην Κίνα. Η μέση τιμή των βασικών μετάλλων έφθασε τον Οκτώβριο στα χαμηλότερα επίπεδα από τον Ιανουάριο του 2021. Παρότι ανέκαμψε μερικώς το Νοέμβριο, παρέμεινε μειωμένη κατά 17,8% έναντι του Ιανουαρίου του 2022. Παράλληλα, η αύξηση της παγκόσμιας παραγωγής σιτηρών και η σταδιακή άρση του αποκλεισμού των ουκρανικών εξαγωγών σιτηρών από τη Ρωσία οδήγησαν στη σταδιακή εξομάλυνση των **διεθνών τιμών των τροφίμων** από τα υψηλά επίπεδα του Μαΐου, οι οποίες σημείωσαν πτώση κατά 13,5% το Νοέμβριο. Ωστόσο, ο κίνδυνος νέων αυξήσεων στις τιμές των τροφίμων παραμένει, λόγω νέων περιορισμών στις εξαγωγές, μετακύλισης των υψηλότερων τιμών των λιπασμάτων, καθώς και πιθανών δυσμενών καιρικών συνθηκών εξαιτίας της κλιματικής αλλαγής. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η **μέση τιμή των βασικών εμπορευμάτων πλην των καυσίμων** εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 7,3% το 2022 (σε δολ. ΗΠΑ), έναντι αύξησης κατά 26,3% το 2021, ενώ αναμένεται να υποχωρήσει κατά 6,2% το 2023, με τη μεγαλύτερη διόρθωση να αναμένεται στις τιμές των μετάλλων (πτώση κατά 12%).

Μετά τη χωρίς προηγούμενο επεκτατική πολιτική που ακολουθήθηκε το 2020, η δημοσιονομική και η νομισματική πολιτική μεταστράφηκαν προς συστατική κατεύθυνση. Η **δημοσιονομική πολιτική** το 2022 επικεντρώθηκε στη συνέχιση της άρσης των έκτακτων μέτρων αντιμετώπισης της πανδημίας και στην υιοθέτηση νέων για το μετριασμό των συνεπειών της ενεργειακής κρίσης στον πληθωρισμό και στο πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα. Οι λόγοι δημοσιονομικού ελλείμματος και δημόσιου χρέους των χωρών υποχώρησαν το 2021 και το 2022, επηρεαζόμενοι ευνοϊκά από τον υψηλό πληθωρισμό και τη μεγάλη αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ. Για να αντιμετωπίσουν τις υψηλές τιμές της ενέργειας και των ειδών διατροφής και για να περιορίσουν το βαθμό μετακύλισής τους στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, οι κυβερνήσεις υιοθέτησαν ποικιλία πα-

**Διάγραμμα ΙΙ.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών
(1 Ιανουαρίου 2013 - 16 Δεκεμβρίου 2022)**



ρεμβάσεων, κυρίως μέτρα μείωσης των φόρων κατανάλωσης και των δασμών στην ενέργεια, καθώς και επιδοτήσεις του κόστους της ενέργειας. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, τέτοια μέτρα υιοθετήθηκαν σε 174 χώρες, όμως στις περισσότερες περιπτώσεις δεν ήταν στοχευμένα σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις με τη μεγαλύτερη ανάγκη.³ Το δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα μειωθεί το 2022 στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο στο 3,6% (από 7,2% το 2021), παραμένοντας πάνω από τα προ της πανδημίας επίπεδα (2,9% το 2019). Αντίθετα, στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες αναμένεται επιδείνωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος (-6,1% του ΑΕΠ, έναντι -5,3% το 2021), καθώς οι κυβερνήσεις προσπαθούν να μετριάσουν τις οικονομικές επιπτώσεις της ενεργειακής κρίσης και μιας πιθανής επισιτιστικής κρίσης ως συνέπεια της εκτόξευσης των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Το ακαθάριστο δημόσιο χρέος στις προηγμένες οικονομίες αναμένεται να υποχωρήσει στο 112,4% του ΑΕΠ το 2022, από 117,9% το 2021 και 123,2% το 2020.

Η κατεύθυνση της **νομισματικής πολιτικής** παρέμεινε συσταλτική στις περισσότερες χώρες το δεύτερο εξάμηνο του 2022, προκειμένου να

αποτραπούν η αποσταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών και η παγίωση ανεπιθύμητα υψηλών ρυθμών πληθωρισμού. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αύξησε περαιτέρω το εύρος-στόχο του βασικού της επιτοκίου κατά 75 μ.β. στις συνεδριάσεις του Ιουλίου, του Σεπτεμβρίου και του Νοεμβρίου και κατά 50 μ.β. σε αυτή του Δεκεμβρίου, διαμορφώνοντάς το σε 4,25%-4,50%, ενώ συνέχισε τη συρρίκνωση του ισολογισμού της. Η Τράπεζα της Αγγλίας επίσης αύξησε το επιτόκιο της διαδοχικά τον Αύγουστο, το Σεπτέμβριο, τον Οκτώβριο και το Δεκέμβριο (τρεις φορές κατά 50 μ.β. και μία κατά 75 μ.β.) σε 3,5%, αντιμέτωπη με πρωτοφανή πληθωρισμό σε περιβάλλον όμως οικονομικής ύφεσης. Στην ευρωζώνη, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε στη συνεδρίαση του Ιουλίου να αυξήσει τα τρία βασικά επιτόκια της ΕΚΤ κατά 50 μ.β., επισπεύδοντας την έξοδο από τα αρνητικά επιτόκια, και ενέκρινε το μέσο για την προστασία της αποτελεσματικής μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής (Transmission Protection Instrument – TPI). Κατόπιν, προχώρησε σε νέα σημαντική αύξηση των επιτοκίων κατά 75 μ.β. στις συνεδριάσεις του Σεπτεμβρίου και του Οκτωβρίου και κατά 50 μ.β. σε αυτή του Δεκεμβρίου, καθορίζοντας το βασικό επιτόκιο πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης στο 2,5%, και δήλωσε ότι αναμένει περαιτέρω αυξήσεις των επιτοκίων, ακολουθώντας μια προσέγγιση σύμφωνα με την οποία οι αποφάσεις θα λαμβάνονται από συνεδρίαση σε συνεδρίαση με βάση επικαιροποιημένα στοιχεία για την πορεία του πληθωρισμού (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.3).

2.2 Ζώνη του ευρώ

Το πρώτο εξάμηνο του 2022 οι ενεργειακές επιπτώσεις του συνεχιζόμενου πολέμου Ρωσίας-Ουκρανίας, η συρρίκνωση των πραγματικών εισοδημάτων και η αναγκαία συσταλτική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής λόγω της ανόδου του πληθωρισμού σε ιστορικά υψηλά επίπεδα επιδείνωσαν τις οικονομικές προοπτικές της ευρωζώνης. Η συνεχιζόμενη αβεβαιότητα για την ενεργειακή επάρκεια της Ευρώπης ενίσχυσε τη μεταβλητότητα στις διεθνείς τιμές της

3 Βλ. IMF, *Fiscal Monitor*, October 2022.

ενέργειας, κυρίως του φυσικού αερίου, επιδρώντας αρνητικά στο οικονομικό κλίμα, στη ζήτηση και στις επενδύσεις. Αντίθετα, τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής και το ευρωπαϊκό μέσο NextGenerationEU στήριξαν την οικονομική δραστηριότητα και τις προοπτικές της απασχόλησης. Παράλληλα, η πιο ήπια ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ έναντι της Fed οδήγησε αφενός σε πιο ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες στην ευρωζώνη και αφετέρου στη σημαντική υποτίμηση της ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και στην επιδείνωση των όρων εμπορίου.

Παρά τη δυσμενή παγκόσμια οικονομική συγκυρία, ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ της ευρωζώνης σε τριμηνιαία βάση επιταχύνθηκε σε 0,8% το β' τρίμηνο του 2022 από 0,6% το α' τρίμηνο, εν μέσω της σημαντικής ανάκαμψης του τομέα των υπηρεσιών, καθώς και της μεταποίησης λόγω της άμβλυνσης των προβλημάτων στις εφοδιαστικές αλυσίδες. Η οικονομική ανάπτυξη επιβραδύνθηκε στο 0,3% το γ' τρίμηνο, ως αποτέλεσμα των πληθωριστικών πιέσεων και των υψηλότερων επιτοκίων. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2022), το **ΑΕΠ** εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 3,4% το 2022, έναντι 5,3% το 2021, ενώ για το 2023 η ανάπτυξη προβλέπεται αναιμική 0,5%, εξαιτίας της κάμψης της εγχώριας και της εξωτερικής ζήτησης. Οι εκτιμήσεις αυτές ενσωματώνουν σημαντική ετερογένεια μεταξύ των χωρών-μελών, η οποία οφείλεται σε διαφορές στην έκθεσή τους στο φυσικό αέριο από τη Ρωσία, στο μέγεθος του μεταποιητικού κλάδου, καθώς και στο διαθέσιμο δημοσιονομικό χώρο για τη στήριξη των οικονομικά ευάλωτων ομάδων έναντι της ενεργειακής κρίσης.

Η ραγδαία αύξηση του κόστους διαβίωσης αναμένεται να κάμψει την ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη, η οποία επέδειξε σημαντική ανθεκτικότητα το πρώτο εξάμηνο του 2022, υποστηριζόμενη από την άρση των πανδημικών περιορισμών, τις υψηλές αποταμιεύσεις των νοικοκυριών και τα δημοσιονομικά μέτρα στήριξης. Το πρώτο εξάμηνο του 2022 ο υψηλός πληθωρισμός συρρίκνωσε το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα, το οποίο θα εξακολουθήσει να μειώνεται για το σύνολο του 2022 και το 2023. Παρά την εκτιμώμενη επιβράδυνσή της, **η ιδιωτική κατανάλωση** θα συνεχίσει να αποτελεί τον κύριο μοχλό της οικονομικής ανάπτυξης στην ευρωζώνη. Αναμένεται να αυξηθεί κατά 4,0% το 2022 και μόλις κατά 0,7% το 2023, έναντι 3,8% το 2021, ως συνέπεια της ενεργειακής κρίσης και της αύξησης των επιτοκίων. Ταυτόχρονα, η άρση των μέτρων στήριξης λόγω της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης θα περιορίσει την αύξηση της **δημόσιας κατανάλωσης** στο 1,0% το 2022 από 4,3% το 2021, ενώ αυτή θα μειωθεί κατά 1,0% το 2023.

Η γεωπολιτική αβεβαιότητα, το υψηλότερο κόστος δανεισμού και η επιβράδυνση της ζήτησης αναμένεται να μειώσουν τις επενδύσεις στη ζώνη του ευρώ από το δεύτερο εξάμηνο του 2022. Η ραγδαία αύξηση και η μεταβλητότητα των τιμών της ενέργειας επέδρασαν αρνητικά στην επιχειρηματική εμπιστοσύνη και περιόρισαν τα περιθώρια κέρδους, ενώ τα προβλήματα στην παροχή φυσικού αερίου στην Ευρώπη αποθάρρυναν την επενδυτική δραστηριότητα. Από την άλλη πλευρά, η αξιοποίηση του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU και οι αναγκαίες επενδύσεις στον τομέα της ενέργειας, στο πλαίσιο και των δράσεων του REPowerEU για την επίτευξη της ενεργειακής αυτονομίας της ΕΕ, θα ενισχύσουν τις συνολικές επενδύσεις μεσοπρόθεσμα. Ως εκ τούτου, η αύξηση των **συνολικών ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου** στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να επιβραδυνθεί από 3,6% το 2021 σε 3,1% το 2022 και 0,7% το 2023.

Οι διεθνείς εμπορικές συναλλαγές της ευρωζώνης υποστηρίχθηκαν από τη σταδιακή αποκατάσταση της λειτουργίας των διεθνών εφοδιαστικών αλυσίδων από το β' τρίμηνο του 2022 και τη συνακόλουθη μείωση των ναύλων και του κόστους των εμπορευματικών μεταφορών, αλλά και την υποτίμηση του ευρώ. Βραχυπρόθεσμα, οι παράγοντες αυτοί εκτιμάται ότι θα αντισταθμίσουν σε κάποιο βαθμό τις επιπτώσεις στις εξαγωγές από τη μείωση της εξωτερικής ζήτησης. Αντίθετα, η ταχεία αύξηση των διεθνών τιμών της ενέργειας επέτεινε την αρνητική διαταραχή στους όρους εμπορίου και στο ισοζύγιο αγαθών. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2022), οι **συνολικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών** της ζώνης του ευρώ προβλέπεται να αυξηθούν κατά 7,5% το 2022 και 2,9% το 2023,

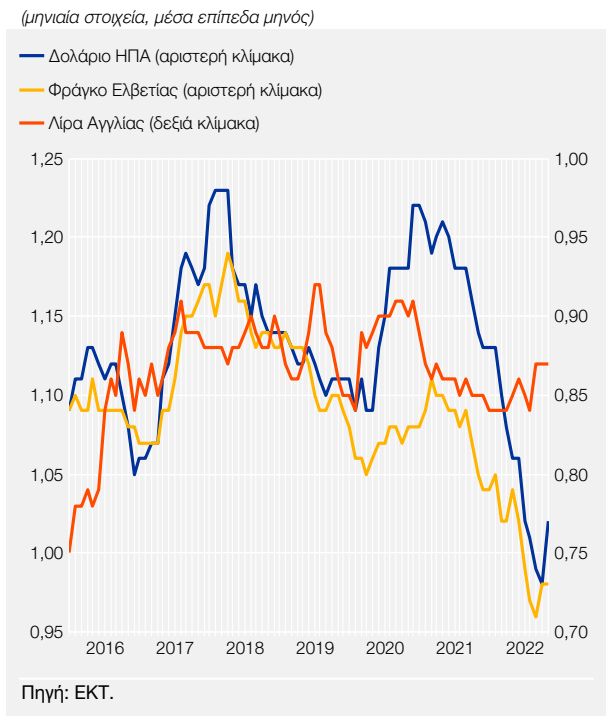
έναντι 10,5% το 2021. Η συνολική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ προβλέπεται ουδέτερη το 2022 και το 2023, λόγω της σημαντικής αύξησης των εισαγωγών.

Η **αγορά εργασίας** στην ευρωζώνη παρέμεινε δυναμική στα μέσα του 2022, κυρίως εξαιτίας της ανάκαμψης των τουριστικών υπηρεσιών. Το β' και το γ' τρίμηνο του 2022 ο αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 0,3% έναντι του προηγούμενου τριμήνου (α' τρίμηνο: 0,5%), με ρυθμό που είναι συμβατός με την ιστορική σχέση ΑΕΠ-απασχόλησης. Παράλληλα, το ποσοστό των κενών θέσεων εργασίας διατηρήθηκε υψηλό περίπου στο 3,1% το β' και το γ' τρίμηνο του 2022, από 2,8% το δ' τρίμηνο του 2021, σηματοδοτώντας τη συνεχιζόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας. Η συνολική απασχόληση εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 2,1% το 2022, έναντι 1,4% το 2021, καθώς η ζήτηση εργασίας θα παραμείνει υψηλή. Το 2023 η αύξηση της απασχόλησης αναμένεται υποτονική, στο 0,4%, ως απόρροια της αναιμικής οικονομικής δραστηριότητας. Η ανεργία ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού διατήρησε την πτωτική της τάση καθ' όλη τη διάρκεια του 2022, φθάνοντας στο 6,5% τον Οκτώβριο, έναντι 7,3% τον Οκτώβριο του 2021. Το ποσοστό ανεργίας στα επιμέρους κράτη-μέλη, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα μηνιαία στοιχεία (Οκτώβριος 2022), κυμάνθηκε από περίπου 3,0% στη Μάλτα και τη Γερμανία έως 11,6% στην Ελλάδα και 12,5% στην Ισπανία. Στο σύνολο του 2022, το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να σημειώσει περαιτέρω πτώση στο 6,7% από 7,7% το 2021, ενώ το 2023 θα ανέλθει στο 6,9% λόγω της επιβράδυνσης του οικονομικού κύκλου. Αυτά τα ποσοστά ανεργίας του 2022 και 2023 αποτελούν τα χαμηλότερα των τελευταίων 30 ετών.

Καθ' όλη τη διάρκεια του 2022 η εκτίναξη των τιμών της ενέργειας και των διεθνών εμπορευμάτων, οι περιορισμοί από την πλευρά της προσφοράς, η διατήρηση της εγχώριας ζήτησης σε υψηλά επίπεδα και η στενότητα στην αγορά εργασίας συνέβαλαν στη διαμόρφωση ιστορικά υψηλού πληθωρισμού. Παρά τις διαδοχικές αυξήσεις του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ, η υποτίμηση του ευρώ ενίσχυσε τις τιμές των εισαγόμενων αγαθών και τις πληθωριστικές πιέσεις. Τον Οκτώβριο ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη ανήλθε στο 10,6%, από 9,9% το Σεπτέμβριο του 2022 και 4,1% τον Οκτώβριο του 2021, ενώ υποχώρησε στο 10,1% το Νοέμβριο του 2022. Οι ρυθμοί πληθωρισμού παρουσιάζουν αξιοσημείωτες διαφορές μεταξύ των κρατών-μελών και κυμαίνονται από 6,7% στην Ισπανία έως 21,4% στην Εσθονία, κυρίως λόγω των διαφορών στις ενεργειακές αγορές και πολιτικές σε εθνικό επίπεδο. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2022), ο **πληθωρισμός** στην ευρωζώνη, μετρούμενος με τον ΕνΔΤΚ, θα ανέλθει στο 8,4% το 2022 από 2,6% το 2021. Αναμένεται να υποχωρήσει σταδιακά στο 6,3% το 2023 και στο 3,4% το 2024, κυρίως εξαιτίας της αρνητικής επίδρασης της βάσης σύγκρισης (base effect), της υποχώρησης των διεθνών τιμών της ενέργειας και της μειωμένης εγχώριας ζήτησης. Θα παραμείνει ωστόσο πάνω από το στόχο της ΕΚΤ (2%), καθώς η μετακύλιση των υψηλών τιμών της ενέργειας στα μη ενεργειακά αγαθά και η αύξηση των ονομαστικών μισθών θα διατηρήσουν τον πληθωρισμό χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, στο 3,9% το 2022 και στο 4,2% το 2023, από 1,5% το 2021.

Ο **ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης της οικονομίας** της ευρωζώνης διατήρησε τη δυναμική του, φθάνοντας στο 6,5% τον Οκτώβριο του 2022, το υψηλότερο επίπεδο από το Δεκέμβριο του 2008. Ο ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιταχύνθηκε επί έκτο συνεχόμενο μήνα στο 8,9% το Σεπτέμβριο και παρέμεινε αμετάβλητος τον Οκτώβριο, υπερβαίνοντας το επίπεδο του Ιανουαρίου του 2009. Αντίθετα, ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά υποχώρησε περαιτέρω στο 4,2% τον Οκτώβριο από 4,7% το Μάιο. Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων της ΕΚΤ για το γ' τρίμηνο του 2022, τα κριτήρια χορήγησης πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις αυστηροποιήθηκαν περαιτέρω, εν μέσω των δυσμενέστερων οικονομικών προοπτικών, της αύξησης του κόστους κεφαλαίου, καθώς και των περιορισμών στους ισολογισμούς των πιστωτικών ιδρυμάτων. Τα κριτήρια χορήγησης στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων κατέγραψαν επίσης σημαντική επιδείνωση, λόγω μείωσης του βαθμού ανάληψης πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες. Ωστόσο, η ζήτηση επιχειρηματικών δανείων σημείωσε νέα άνοδο, ως απόρροια της αυξημένης ζήτησης για βραχυ-

Διάγραμμα II.4 Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ, λίρας Αγγλίας και φράγκου Ελβετίας έναντι του ευρώ (Ιανουάριος 2016 - Νοέμβριος 2022)



πρόθεσμα κεφάλαια κίνησης, ενώ η ζήτηση δανείων για επενδυτικούς σκοπούς μειώθηκε. Η αύξηση των επιτοκίων δανεισμού, η μείωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης και η κάμψη της ζήτησης για διαρκή αγαθά μείωσαν τη ζήτηση στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων.

Ο πόλεμος Ρωσίας-Ουκρανίας και η παρατεταμένη ενεργειακή κρίση συνέβαλαν στην υιοθέτηση έκτακτων δημοσιονομικών παρεμβάσεων αφενός για την προστασία των καταναλωτών από τις άμεσες επιπτώσεις της αύξησης των τιμών της ενέργειας και αφετέρου για την αντιμετώπιση της προσφυγικής κρίσης. Για το σύνολο του 2022 και του 2023 τα δημοσιονομικά μέτρα στήριξης έναντι των οικονομικών επιπτώσεων του πολέμου φθάνουν το 2,0% του ΑΕΠ, μετριάζοντας τις οικονομικές απώλειες και αποδυναμώνοντας τις πληθωριστικές πιέσεις από το κόστος της ενέργειας για επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Παρά την αύξηση των μισθών του δημόσιου τομέα και των συντάξεων εξαιτίας της αυτόματης τιμαριθμικής αναπροσαρμογής σε ορισμένες χώρες (Βέλγιο, Λουξεμβούργο, Κύπρο, Μάλτα, Ιταλία), η αύξηση των δημόσιων εσόδων στήριξε το δημοσιονομικό αποτέλεσμα.

Η δημοσιονομική πολιτική στην ευρωζώνη ως σύνολο εκτιμάται ότι θα παραμείνει περιοριστική το 2022, ενώ το 2023 αναμένεται μερικώς επεκτατική εξαιτίας της υιοθέτησης νέων μέτρων στήριξης. Το **δημοσιονομικό έλλειμμα** αναμένεται στο 3,5% του ΑΕΠ το 2022 και στο 3,7% το 2023 από 5,1% το 2021, αναθεωρημένο προς τα άνω σε σύγκριση με προηγούμενες εκτιμήσεις, λόγω της δυσμενέστερης οικονομικής συγκυρίας. Το δημόσιο χρέος αναμένεται να αποκλιμακωθεί περαιτέρω στο 91,5% του ΑΕΠ το 2022 και στο 90,6% το 2023 από 95,4% το 2021, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης ευνοϊκής διαφοράς επιτοκίου δανεισμού-ρυθμού ανάπτυξης εν μέσω σημαντικής αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ.

Οι δυσμενείς οικονομικές προοπτικές, η ενεργειακή κρίση και η πιο εμπροσθοβαρής αύξηση των βασικών επιτοκίων από τη Fed και άλλες κεντρικές τράπεζες σε σύγκριση με την ΕΚΤ οδήγησαν στην υποτίμηση της **ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας** του ευρώ (έναντι 42 εμπορικών εταίρων), η οποία έφθασε τον Αύγουστο του 2022 στο χαμηλότερο μέσο μηναίο επίπεδο από το Φεβρουάριο του 2020, ενώ στη συνέχεια ανέκαμψε εν μέσω ιστορικής αύξησης του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ. Το Νοέμβριο του 2022 η σταθμισμένη ισοτιμία υποτιμήθηκε κατά 1,6% έναντι του Δεκεμβρίου 2021 σε μέσα μηνιαία επίπεδα. Την ίδια περίοδο το ευρώ υποτιμήθηκε έναντι του δολαρίου ΗΠΑ κατά 9,7%, ανακάμποντας μερικώς σε σύγκριση με τον Οκτώβριο του 2022, οπότε έφθασε στο χαμηλότερο επίπεδο από τον Οκτώβριο του 2002. Το ευρώ υποτιμήθηκε επίσης κατά 5,4% σε σχέση με το ελβετικό φράγκο, ενώ ανατιμήθηκε κατά 2,4% έναντι της λίρας Αγγλίας εν μέσω πολιτικών και χρηματοπιστωτικών αναταράξεων στο Ηνωμένο Βασίλειο (βλ. Διάγραμμα II.4). Οι εξελίξεις αυτές υποδηλώνουν αφενός τη διαφορά στις αποδόσεις εξαιτίας του διαφορετικού ρυθμού ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής και αφετέρου την αυξημένη ζήτηση για νομίσματα που θεωρούνται επενδυτικά καταφύγια.

Οι **κίνδυνοι** για τις οικονομικές προοπτικές της ευρωζώνης παραμένουν καθοδικοί. Η ενίσχυση της γεωπολιτικής αβεβαιότητας, η επιδείνωση της ενεργειακής κρίσης εν μέσω μιας πιθανής ολικής διακοπής των εξαγωγών ρωσικού φυσικού αερίου στην Ευρώπη ή/και εξαιρετικά δυσμενών καιρικών συνθηκών το χειμώνα, αλλά και οι συνεχιζόμενες πανδημικές επιπτώσεις στην Κίνα,

θα δυσχεράνουν αφενός την αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων και αφετέρου την περαιτέρω εξομάλυνση της λειτουργίας των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων. Παράλληλα, μια περαιτέρω επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, σε συνάρτηση με το υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος, θα έχει αρνητικό αντίκτυπο στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Αντίθετα, η εμπροσθοβαρής υλοποίηση επενδύσεων για την πράσινη μετάβαση θα στηρίξει τις μεσοπρόθεσμες οικονομικές προοπτικές.

2.3 ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής **Έκτακτα μέτρα αντιμετώπισης της ενεργειακής κρίσης**

Το δεύτερο εξάμηνο του 2022 το Συμβούλιο της ΕΕ υιοθέτησε μέτρα για την ασφάλεια του ενεργειακού εφοδιασμού (αποθήκευση φυσικού αερίου και από κοινού προμήθεια φυσικού αερίου εθελοντικά) και την εξοικονόμηση ενέργειας (μείωση της κατανάλωσης φυσικού αερίου και ηλεκτρικής ενέργειας). Επίσης, έλαβε έκτακτα και προσωρινά μέτρα για την αντιμετώπιση των υψηλών τιμών ενέργειας, τα οποία περιλαμβάνουν τη συλλογή ή τη φορολόγηση των πλεοναζόντων εσόδων του ενεργειακού τομέα και την αναδιανομή τους στους τελικούς καταναλωτές. Συγκεκριμένα οι υπουργοί ενέργειας της ΕΕ θέσπισαν ένα ανώτατο όριο στα έσοδα των παραγωγών ηλεκτρικής ενέργειας που χρησιμοποιούν τις λεγόμενες “υπο-οριακές” (inframarginal) τεχνολογίες, όπως λιγνίτη, πυρηνική ενέργεια και ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, καθώς και μια εισφορά αλληλεγγύης επί των κερδών των επιχειρήσεων στους τομείς του αργού πετρελαίου, του φυσικού αερίου, του γαιάνθρακα και των διυλιστηρίων. Υπό το πρίσμα της συνεχιζόμενης ενεργειακής κρίσης, οι ηγέτες της ΕΕ τον Οκτώβριο του 2022 κάλεσαν την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να υποβάλει συγκεκριμένες προτάσεις επί πρόσθετων μέτρων για τη βελτίωση της λειτουργίας των αγορών του φυσικού αερίου και της ηλεκτρικής ενέργειας ώστε να περιοριστούν τα περιστατικά υπερβολικών τιμών και η αστάθεια.⁴

Νέες οικονομικές κυρώσεις κατά της Ρωσίας και παροχή στήριξης στην Ουκρανία

Τον Οκτώβριο του 2022 η ΕΕ ενέκρινε την όγδοη δέσμη οικονομικών και ατομικών κυρώσεων κατά της Ρωσίας για την παράνομη προσάρτηση τεσσάρων περιφερειών της Ουκρανίας, ενώ το Δεκέμβριο του 2022 ενίσχυσε τα περιοριστικά μέτρα κατά της Ρωσίας μέσω της ένατης δέσμης κυρώσεων. Επίσης προχώρησε με την εφαρμογή ανώτατου ορίου τιμών 60 ευρώ το βαρέλι και άλλων περιορισμών σχετικά με τις θαλάσσιες μεταφορές ρωσικού αργού πετρελαίου (από το Δεκέμβριο του 2022) ή προϊόντων πετρελαίου (από το Φεβρουάριο του 2023) προς τρίτες χώρες – την επιβολή ορίου είχαν αποφασίσει οι ηγέτες των G7 το Σεπτέμβριο του 2022. Ταυτόχρονα, οι ηγέτες της ΕΕ συμφώνησαν να διαθέσουν επιπλέον 500 εκατ. ευρώ στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού για την Ειρήνη, αυξάνοντας έτσι στα 3,1 δισεκ. ευρώ τη συνολική στρατιωτική βοήθεια της ΕΕ προς την Ουκρανία, ενώ ζήτησαν να χορηγηθεί εγκαίρως το υπολειπόμενο ποσό των 3 δισεκ. ευρώ (από ένα συνολικό πακέτο μακροοικονομικής στήριξης ύψους 5 δισεκ. ευρώ) για την αντιμετώπιση των άμεσων και πλέον επείγουσών χρηματοδοτικών αναγκών της. Το Δεκέμβριο του 2022 το Συμβούλιο της ΕΕ ενέκρινε συνδρομή 18 δισεκ. ευρώ στην Ουκρανία το 2023 για χρηματοδότηση των άμεσων αναγκών της, την αποκατάσταση υποδομών ζωτικής σημασίας και την αρχική στήριξη για βιώσιμη μεταπολεμική ανασυγκρότηση. Τον Ιούνιο του 2022 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο χορήγησε καθεστώς υποψήφιας χώρας στην Ουκρανία και τη Μολδαβία.

Επαρκείς κατώτατοι μισθοί στην ΕΕ

Τον Ιούνιο του 2022 το Συμβούλιο της ΕΕ κατέληξε σε προσωρινή συμφωνία σχετικά με τους νέους κανόνες για τη διασφάλιση καλύτερης και αποτελεσματικότερης προστασίας των εργαζομένων, οι οποίοι διαμορφώνουν τις διαδικασίες για τον καθορισμό και την επικαιροποίηση της επάρκειας των νόμιμων κατώτατων μισθών και για την προώθηση των συλλογικών διαπραγματεύσεων. Η σχετική Οδηγία, η οποία εκδόθηκε τον Οκτώβριο του 2022 και θα πρέπει να μεταφερθεί στο εθνικό δίκαιο κάθε κράτους-μέλους εντός διετίας, δεν προβλέπει συγκεκριμένο επίπεδο κατώτατου μισθού.

4 Για μια πιο λεπτομερή ανάλυση, βλ. Πλαίσιο II.1 του παρόντος κεφαλαίου.

3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ (ΝΑ) ΕΥΡΩΠΗΣ⁵

Το 2022 η οικονομική δραστηριότητα των χωρών της ΝΑ Ευρώπης εκτιμάται ότι επιβραδύνθηκε σε όλες τις χώρες πλην της Ρουμανίας, αντανακλώντας κυρίως τις έντονες οικονομικές επιπτώσεις της ρωσικής εισβολής στην Ουκρανία, λόγω γεωγραφικής εγγύτητας και στενών οικονομικών σχέσεων. Ωστόσο παρέμεινε ανθεκτική, με υψηλό μέσο ρυθμό ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ 4,1% (βλ. Πίνακα ΙΙ.2). Οι προοπτικές για το 2023, τόσο για την Τουρκία όσο και για τις υπόλοιπες χώρες της περιοχής, δείχνουν περαιτέρω επιβράδυνση, καθώς ο υψηλός πληθωρισμός και το αυξημένο κόστος ενέργειας θα πλήξουν ακόμη περισσότερο την εγχώρια και τη διεθνή ζήτηση.⁶

Στη **Βουλγαρία**, ο ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ υπήρξε υψηλός το πρώτο εξάμηνο του 2022 (4%), υποστηριζόμενος από τις ισχυρές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών. Το δεύτερο εξάμηνο όμως αναμένεται επιβράδυνση, καθώς ο υψηλός πληθωρισμός (17,6% τον Οκτώβριο, έναντι 10,6% στην ευρωζώνη) διαβρώνει τα πραγματικά εισοδήματα. Για το 2022 αναμένεται επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ στο 3,1%, με τις επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου να συνεχίζουν να υποχωρούν σημαντικά, αλλά να αντισταθμίζονται από τη σημαντική αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης. Για το 2023 εκτιμάται περαιτέρω επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ, κυρίως ως αποτέλεσμα του ασθενέστερου εξωτερικού περιβάλλοντος και της μείωσης των πραγματικών μισθών.

Στη **Ρουμανία**, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο παρέμεινε στο 1,3% σε τριμηνιαία βάση, παρά την οικονομική επιβράδυνση που παρατηρήθηκε γενικά στην ΕΕ, καθώς η οικονομική δραστηριότητα επωφελήθηκε από την άρση των πανδημικών περιορισμών, την αναβληθείσα ζήτηση και μια ισχυρή αγορά εργασίας. Για το σύνολο του 2022, παρά τη διεθνή ενεργειακή κρίση, αναμένεται επιτάχυνση του ΑΕΠ σε 5,8%, καθώς η εγχώρια ζήτηση θα παραμείνει ισχυρή και οι καθαρές εξαγωγές θα συμβάλουν λιγότερο αρνητικά από ό,τι το προηγούμενο έτος. Οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου αναμένεται να αυξηθούν ταχύτερα, επωφελούμενες από τις εισροές κεφαλαίων από τον ευρωπαϊκό Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF).⁷ Ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ προβλέπεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ότι θα επιβραδυνθεί σημαντικά το 2023 (βλ. Πίνακα ΙΙ.2), καθώς η ιδιωτική κατανάλωση θα σημειώσει απότομη επιβράδυνση η οποία δεν θα αντισταθμιστεί από την επιτάχυνση της δημόσιας κατανάλωσης και των επενδύσεων.

Για τη Βουλγαρία και τη Ρουμανία οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες που αφορούν τις προβλέψεις για την οικονομική δραστηριότητα συνδέονται κυρίως με τη διάρκεια και τις επιπτώσεις του πολέμου στην Ουκρανία. Ο αυξανόμενος πληθωρισμός και η δημοσιονομική ανισορροπία είναι παράγοντες που δημιουργούν σοβαρή ανησυχία, μειώνοντας την εμπιστοσύνη των καταναλωτών και των επενδυτών. Η πιθανή έλλειψη φυσικού αερίου θα μπορούσε να αποτελέσει έναν ακόμη κίνδυνο κατά τη διάρκεια του χειμώνα. Ειδικότερα, η Βουλγαρία αρνήθηκε να συμμορφωθεί με τους νέους όρους πληρωμής που επέβαλε η Gazprom και αυτό είχε ως αποτέλεσμα την απότομη διακοπή των παραδόσεων φυσικού αερίου από τη Ρωσία, τον μεγαλύτερο προμηθευτή της χώρας. Τέλος, η πολιτική αστάθεια και το αδιέξοδο στο οποίο βρίσκεται η χώρα μετά το μη ξεκάθαρο αποτέλεσμα των πρόωρων εκλογών στις 2 Οκτωβρίου δύνανται να απειλήσουν την οικονομία.

Στα **Δυτικά Βαλκάνια**, η ισχυρή οικονομική ανάκαμψη το 2021 έχει αρχίσει να εξασθενεί το 2022, καθώς η απότομη αύξηση των τιμών της ενέργειας επιβαρύνει τις οικονομικές επιδόσεις

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

6 European Commission, *Autumn 2022 Economic Forecast*, November 2022.

7 Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει αξιολογήσει θετικά το πρώτο αίτημα πληρωμής της Ρουμανίας από το RRF ύψους 2,6 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 1,8 δισεκ. ευρώ με τη μορφή επιχορηγήσεων και 0,8 δισεκ. ευρώ με τη μορφή δανείων. Αυτό προστίθεται στην προχρηματοδότηση 3,7 δισεκ. ευρώ που έλαβε η χώρα στα τέλη του περασμένου έτους.

των χωρών της περιοχής. Ωστόσο, σύμφωνα με στοιχεία του πρώτου εξαμήνου, η οικονομική ανάπτυξη των εν λόγω χωρών αποδείχθηκε ανθεκτικότερη των προσδοκιών, με κύριους μοχλούς την ιδιωτική κατανάλωση και τις επενδύσεις, ιδιαίτερα στη Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, τη Σερβία και τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη, το δε ποσοστό φτώχειας των νοικοκυριών μειώθηκε. Η ισχυρή επιτάχυνση των εξαγωγών συνέβαλε επίσης θετικά. Για τις χώρες των Δυτικών Βαλκανίων, ένας από τους κυριότερους κινδύνους συνδέεται με ενδεχόμενη επιβράδυνση της εξωτερικής ζήτησης εκ μέρους των προηγμένων οικονομιών, ιδίως της ζώνης του ευρώ, η οποία αποτελεί βασική πηγή ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες, αλλά και πηγή ξένων άμεσων επενδύσεων. Η Αλβανία και η Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας τον Ιούλιο ξεκίνησαν ενταξιακές διαπραγματεύσεις με την ΕΕ.

Η οικονομία της **Τουρκίας** αναπτύσσεται με υψηλούς ρυθμούς το 2022, παρά τις γεωπολιτικές προκλήσεις που αντιμετωπίζει, την αβεβαιότητα, τη χαμηλή καταναλωτική εμπιστοσύνη και τον παρατεταμένο υψηλό πληθωρισμό. Το ΑΕΠ αυξήθηκε το πρώτο εξάμηνο κατά 7,6% σε ετήσια βάση, ωθούμενο από την ευνοϊκή επίδραση που ασκεί στην εγχώρια δαπάνη η διατήρηση των έντονα αρνητικών πραγματικών επιτοκίων, αλλά και από την ισχυρή ανάκαμψη του τουρισμού (21 εκατομμύρια τουρίστες το επτάμηνο του 2022 σε σύγκριση με 8 εκατομμύρια την αντίστοιχη περίοδο του 2021). Για το σύνολο του 2022 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα επιβραδυνθεί σε 5% από 11,4% το 2021. Η εκτιμώμενη μεγάλη αύξηση των ονομαστικών αποδοχών (75%) θα διατηρήσει το ρυθμό αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης στο 12%, ωστόσο οι εξαγωγές αγαθών θα επιβραδυνθούν με τη σταδιακή εξασθένηση της διεθνούς ζήτησης, ενώ αντιθέτως οι εισαγωγές θα επιταχυνθούν, περιορίζοντας σημαντικά τη θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ. Για το 2023 αναμένεται περαιτέρω οικονομική επιβράδυνση, καθώς η συγκυρία θα πλήξει τόσο την εγχώρια όσο και τη διεθνή ζήτηση, παρά την προβλεπόμενη αύξηση των δημόσιων δαπανών εν όψει των προεδρικών και βουλευτικών εκλογών του Ιουνίου 2023. Το βραχυπρόθεσμο εξωτερικό χρέος της Τουρκίας υπερβαίνει τα 180 δισεκ. δολ. ΗΠΑ και συνεχίζει να προκαλεί σημαντική ανησυχία και να απειλεί τη μακροοικονομική σταθερότητα και την ικανότητα αντιμετώπισης πιθανής κρίσης, δεδομένου ότι τα συναλλαγματικά διαθέσιμα εξαντλούνται ραγδαία και οι ανάγκες για εξωτερική χρηματοδότηση παραμένουν μεγάλες. Επιπλέον, μια ενδεχόμενη κλιμάκωση των γεωπολιτικών εντάσεων και μια πιθανή πολιτική αστάθεια μετά τις εκλογές του 2023 είναι δυνατόν να έχουν αρνητικό αντίκτυπο τόσο στην οικονομία της όσο και στις σχέσεις της με την ΕΕ που παραμένουν πολύπλοκες.⁸

Ισχυρές πληθωριστικές πιέσεις καταγράφονται σε όλες τις χώρες της περιοχής το 2022, λόγω των διαρκώς αυξανόμενων διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, κυρίως του εισαγόμενου πετρελαίου και του φυσικού αερίου, αλλά και των τροφίμων. Ο **πληθωρισμός** εκτιμάται ότι θα φθάσει στη Βουλγαρία το 12,8% και στη Ρουμανία το 11,8% το 2022, ενώ το 2023 θα υποχωρήσει σημαντικά και για τις δύο χώρες. Σε όλες τις χώρες της περιοχής λαμβάνονται μέτρα επιδότησης του κόστους του ηλεκτρικού ρεύματος ή των καυσίμων, με στόχο την άμβλυνση των επιπτώσεων της κρίσης στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Ο πληθωρισμός στην Τουρκία παρουσιάζει αλματώδη άνοδο και το Νοέμβριο του 2022 έφθασε στο 84,4%. Παρά τον κίνδυνο διαμόρφωσης μονιμότερων προσδοκιών υψηλού πληθωρισμού, η κεντρική τράπεζα της Τουρκίας μείωσε το επιτόκιο πολιτικής τέσσερις φορές εντός του 2022 (τον Αύγουστο, το Σεπτέμβριο, τον Οκτώβριο και το Νοέμβριο), από 14% σε 9,0%. Ως συνέπεια του ανορθόδοξου μοντέλου της νομισματικής πολιτικής, η τουρκική λίρα υποχώρησε έντονα κατά 21,2% έναντι του ευρώ και 27,8% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ το ενδεκάμηνο του 2022.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κατέγραψε έλλειμμα το 2022, το οποίο διευρύνθηκε ως ποσοστό του ΑΕΠ σε όλες τις χώρες της περιοχής συγκριτικά με το 2021, αντανakλώντας την κατακόρυφη αύξηση της αξίας των εισαγωγών, λόγω του υψηλότερου κόστους τροφίμων και ενέργειας, παρά την καλή γενικά πορεία των εξαγωγών (βλ. Πίνακα ΙΙ.2). Ειδικότερα η

8 European Commission, Press release 12.10.2022, 2022 Enlargement package.

Πίνακας II.2 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 (%)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2020	2021	2022 ²	2020	2021	2022 ²	2020	2021	2022 ²
Αλβανία	8,5	3,2	2,6	2,0	7,1	4,3	-7,7	-8,3	-9,9	-4,1	-3,4	-3,0	6,1	6,9	12,6	18,3	18,1	17,9	8,1	5,7	5,3
Βοσνία-Ερζεγοβίνη	7,5	4,0	2,8	2,0	11,0	2,0	-2,6	-3,1	-5,3	-0,3	-0,9	0,1	1,1	1,7	3,5	19,2	19,2	19,3	6,1	5,8	5,2
Βουλγαρία ¹	7,1	3,1	1,1	2,8	12,8	7,4	-0,5	-1,2	-3,0	-3,9	-3,4	-2,8	4,9	11,9	12,0	22,7	22,9	21,9	7,5	6,0	3,7
Μαυροβούνιο	13,0	7,0	2,9	2,5	12,2	6,1	-9,2	-10,2	-9,3	-1,9	-5,6	-4,3	5,0	6,6	3,4	19,6	18,5	18,5	5,5	6,2	5,9
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	4,0	2,3	2,5	3,2	12,7	7,9	-3,5	-7,8	-4,8	-5,4	-4,4	-3,3	6,4	5,8	9,7	16,7	17,3	17,3	3,3	3,1	3,1
Ρουμανία ¹	5,1	5,8	1,8	4,1	11,8	10,2	-7,5	-9,1	-8,8	-7,1	-6,5	-5,0	11,1	16,1	12,8	25,1	22,3	21,4	3,8	3,4	3,3
Σερβία	7,5	2,7	2,4	4,1	11,9	10,6	-4,2	-8,6	-7,8	-4,1	-3,9	-3,4	12,3	9,1	11,7	22,4	20,8	19,4	3,7	3,6	3,3
Τουρκία	11,4	5,0	3,5	19,4	71,7	54,1	-1,7	-5,9	-3,3	-1,1	-3,5	-4,0	28,4	22,7	68,9	19,4	17,8	22,4	4,1	3,1	2,4

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Autumn 2022*, Νοέμβριος 2022 και *EU Candidate Countries' & Potential Candidates' Economic Quarterly (CEEQ), 3rd Quarter 2022*, Νοέμβριος 2022, World Bank, *Western Balkans Regular Economic Report, Beyond the crisis, No 22*, Autumn 2022 και εθνικές κεντρικές τράπεζες.

Σημείωση: Για το 2022 εκτιμήσεις και για το 2023 προβλέψεις.

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

2 Τελευταίος διαθέσιμος μήνας.

Τουρκία είναι ιδιαίτερα εκτεθειμένη στην άνοδο του ενεργειακού κόστους, καθώς καλύπτει το 74% των ενεργειακών της αναγκών με εισαγωγές. Μετά τη ρωσική εισβολή, το κόστος ενέργειας έχει πολλαπλασιαστεί, γεγονός που έχει συμβάλει αρνητικά στο ισοζύγιο πληρωμών. Η τουρκική κυβέρνηση επιδίωξε να επιτύχει εκπτώσεις, δεδομένου ότι το ήμισυ του φυσικού αερίου της προέρχεται από τη Ρωσία, και εξασφάλισε να πληρώσει μόνο το 25% των εισαγωγών της σε ρούβλια.

Το δημοσιονομικό αποτέλεσμα των οικονομιών της περιοχής για το 2022 ως ποσοστό του ΑΕΠ παραμένει ελλειμματικό και έχει επιδεινωθεί σε σύγκριση με το 2021. Η ρωσική εισβολή στην Ουκρανία οδήγησε πολλές κυβερνήσεις να υιοθετήσουν ένα σύνολο βραχυπρόθεσμων μέτρων προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις υψηλές τιμές της ενέργειας και να στηρίξουν τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, με συνέπεια να επιβαρυνθούν σημαντικά οι δημόσιες δαπάνες. Ταυτόχρονα, η άνοδος των τιμών ενίσχυσε τα δημόσια έσοδα λόγω των υψηλότερων εσόδων από έμμεσους φόρους όπως ο ΦΠΑ.

Τα τραπεζικά συστήματα των χωρών της ΝΑ Ευρώπης παραμένουν ανθεκτικά το 2022 και το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων στις περισσότερες χώρες υποχώρησε το 2022 σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος.

Πλαίσιο II.1

Η ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΟΥ ΦΥΣΙΚΟΥ ΑΕΡΙΟΥ ΚΑΙ Η ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΕ

Εισαγωγή

Η τιμή αναφοράς του φυσικού αερίου στην Ευρώπη, όπως αποτυπώνεται από τις τιμές του ολλανδικού δείκτη TTF (Title Transfer Facility), μετά από συνεχή ανοδική πορεία από το δεύτερο εξάμηνο του 2021, εκτοξεύθηκε

πάνω από τα 300 ευρώ ανά μεγαβατώρα (MWh) τον Αύγουστο του 2022 και στη συνέχεια σημείωσε ταχεία αποκλιμάκωση, υποχωρώντας περίπου στα 100 ευρώ/MWh στα τέλη Οκτωβρίου του 2022. Έκτοτε, οι διεθνείς τιμές του φυσικού αερίου κυμαίνονται στο μέσο επίπεδο των 125 ευρώ/MWh, παραμένοντας πενταπλάσιες του μέσου όρου της περιόδου 2019-2021 (περίπου 25 ευρώ/MWh). Δεδομένου του τρόπου με τον οποίο είναι σχεδιασμένη η χονδρική αγορά ηλεκτρικής ενέργειας, το φυσικό αέριο, αν και αντιπροσωπεύει περίπου το 15% του μίγματος ενέργειας για την ηλεκτροπαραγωγή στην Ευρώπη,¹ εξακολουθεί να διαμορφώνει την τιμή εκκαθάρισης αγοράς (πρώην οριακή τιμή συστήματος), καθώς η πυρηνική ενέργεια και οι ανανεώσιμες πηγές ενέργειας (ΑΠΕ) έχουν πολύ χαμηλότερο συνολικό σταθμισμένο κόστος.

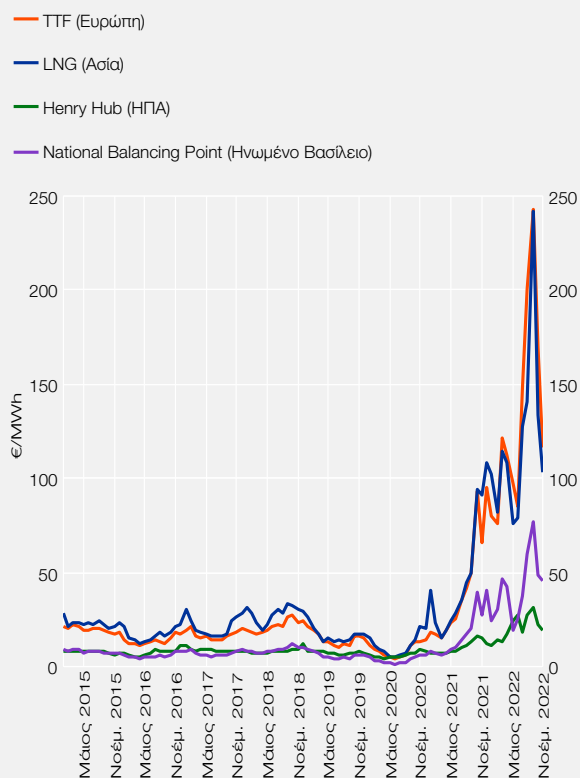
Το παρόν πλαίσιο αναλύει τους παράγοντες διαμόρφωσης της χονδρικής τιμής του φυσικού αερίου στην Ευρώπη, παρουσιάζει συνοπτικά τις παρεμβάσεις στην αγορά ενέργειας της ΕΕ για την άμβλυνση των επιπτώσεων της ενεργειακής κρίσης και περιγράφει τις ενδεχόμενες προκλήσεις που αυτή συνεπάγεται για την πράσινη μετάβαση.

Η αγορά φυσικού αερίου στην ΕΕ και η διαμόρφωση των τιμών στα συμβόλαια TTF

Η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) προμηθεύεται φυσικό αέριο κυρίως από έξι χώρες (πέρα από τη Ρωσία): Αλγερία, Αζερμπαϊτζάν, Δανία, ΗΠΑ, Νορβηγία και Ολλανδία. Ως εκ τούτου, οι τιμές διασυνοριακής παράδοσης φυσικού αερίου παρουσιάζουν διακυμάνσεις και μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ. Ενδεικτικά, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το β' τρίμηνο του 2022 η μέση τιμή του φυσικού αερίου κυμάνθηκε από 86,9 ευρώ/MWh στη Γαλλία έως 106,6 ευρώ/MWh στην Εσθονία, ενώ πιο συγκεκριμένα το αζέρικο φυσικό αέριο αποτιμήθηκε περίπου στα 90 ευρώ/MWh στην Ελλάδα και τη Βουλγαρία, έναντι μόλις περίπου 40 ευρώ/MWh για το αλγερινό φυσικό αέριο στην Ιταλία και την Ισπανία. Οι διαφορές αυτές ενδεχομένως οφείλονται στο γεγονός ότι ένα σημαντικό ποσοστό των συναλλαγών στην ΕΕ καλύπτεται από διμερή μακροχρόνια συμβόλαια προμήθειας φυσικού αερίου μεταξύ των παρόχων στην εκάστοτε εγχώρια αγορά και των προμηθευτών, τα οποία συνάπτονται εκτός χρηματιστηριακής αγοράς και, κατά περίπτωση, συνήθως συνδέονται είτε με το πετρέλαιο (oil-indexed) είτε με το δείκτη κάποιου σημείου αποτίμησης φυσικού αερίου (hub-indexed).² Στην Ευρώπη, το ολλανδικό σημείο αποτίμησης (pricing hub) συγκεντρώνει το μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών σε φυσικό αέριο, με αποτέλεσμα ο αντίστοιχος δείκτης τιμών φυσικού αερίου (TTF) να έχει επικρατήσει ως ο ευρωπαϊκός δείκτης αναφοράς.

Η τιμή του φυσικού αερίου στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) διαμορφώνεται από τη διαχρονική προσφορά και ζήτηση. Ταυτόχρονα, καθώς η αγορά φυ-

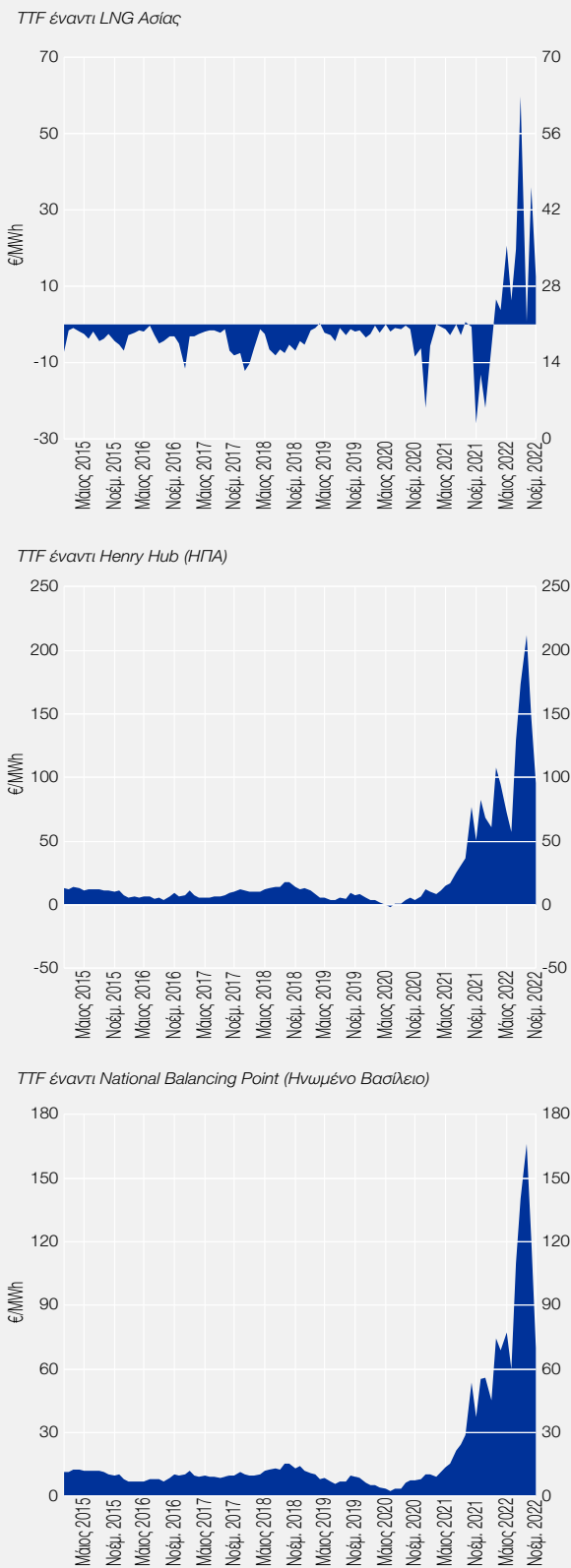
Διάγραμμα Α Τιμές φυσικού αερίου στην Ευρώπη, την Ασία, τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο



Πηγή: Refinitiv (στοιχεία) και Τράπεζα της Ελλάδος (υπολογισμοί). Σημείωση: Οι τιμές του φυσικού αερίου στα διάφορα σημεία αποτίμησης (pricing hubs) έχουν μετατραπεί από το εγχώριο νόμισμα και τις διαφορετικές μονάδες μέτρησης σε ευρώ ανά μεγαβατώρα (€/MWh).

- 1 Με βάση στοιχεία της Eurostat για την περίοδο Ιανουαρίου 2019-Ιουλίου 2022 ("Net electricity generation by type of fuel").
- 2 Ενδεικτικά, το β' τρίμηνο του 2022 οι συναλλαγές σε φυσικό αέριο που πραγματοποιήθηκαν στη χρηματιστηριακή αγορά της ΕΕ αντιπροσώπευαν περίπου το 60% των συνολικών συναλλαγών σε φυσικό αέριο, ενώ το υπόλοιπο 40% αποτελούσαν οι διμερείς συμφωνίες. Αντίθετα, το 2019 οι διμερείς συμφωνίες αντιπροσώπευαν περίπου το 65% και οι χρηματιστηριακές πράξεις το 35% των συνολικών συναλλαγών σε φυσικό αέριο. Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Quarterly report on European gas markets*, Q2 2022.

Διάγραμμα Β Διαφορές στις τιμές του φυσικού αερίου



Πηγή: Refinitiv (στοιχεία) και Τράπεζα της Ελλάδος (υπολογισμοί).
Σημείωση: Όλες οι τιμές έχουν υπολογιστεί σε ευρώ ανά μεγαβατώρα (€/MWh).

σικού αερίου δεν είναι ενιαία διεθνώς, ενδεχόμενες μεταβολές (π.χ. από την πλευρά της προσφοράς) στις συνθήκες που επικρατούν στην ευρωπαϊκή αγορά φυσικού αερίου μπορεί να οδηγήσουν σε διαφοροποίηση των τιμών του εμπορεύματος σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο. Το Διάγραμμα Α απεικονίζει τις τιμές του φυσικού αερίου στα τέσσερα διεθνή σημεία αποτίμησης με τη μεγαλύτερη ρευστότητα σε συναλλαγές.³ Στο Henry Hub (ΗΠΑ) και στο National Balancing Point (Ηνωμένο Βασίλειο) γίνεται διαπραγμάτευση συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για αέριο σε φυσική μορφή, ενώ στην ολλανδική “εικονική αγορά” (virtual hub) TTF αποτιμώνται δικαιώματα επί του φυσικού προϊόντος.⁴ Το ασιατικό σημείο αποτίμησης δίνει τρέχουσες (spot) τιμές για έτοιμα προς παράδοση φορτία υγροποιημένου φυσικού αερίου (LNG). Οι τιμές στα τέσσερα σημεία αποτίμησης ακολούθησαν την ίδια τάση έως και το δεύτερο εξάμηνο του 2021, οπότε και άρχισε η απόκλιση μεταξύ του TTF (ακολουθούμενου από την ασιατική τιμή spot) και των συμβολαίων στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Από τις αρχές του 2022 παρατηρείται σημαντική απόκλιση μεταξύ του TTF και των άλλων διεθνών τιμών στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης φυσικού αερίου.

Συγκεκριμένα, παρά τη σημαντική πτώση από το τέλος Αυγούστου, οι τιμές των συμβολαίων TTF εξακολουθούν να παρέχουν ένα σημαντικό υπερβάλλον περιθώριο (premium) έναντι των λοιπών συμβολαίων προμήθειας (βλ. Διάγραμμα Β). Τον Οκτώβριο του 2022 η τιμή μίας μεγαβατώρας φυσικού αερίου στην Ευρώπη ήταν περίπου 27% υψηλότερη σε σύγκριση με το ασιατικό σημείο αποτίμησης και 2,5 έως 6,5 φορές υψηλότερη από τις τιμές στο βρετανικό και το αμερικανικό σημείο αποτίμησης αντίστοιχα. Οι αποκλίσεις αυτές αποτελούν ένα σημαντικό κίνητρο (pull factor) για αναπροσανατολισμό φορτίων LNG από άλλες περιοχές του κόσμου προς την Ευρώπη, κάτι που φαίνεται ότι εξηγεί τη σύνδεση των τιμών του ασιατικού σημείου αποτίμησης με το TTF. Ειδικότερα, το περιθώριο κέρδους της τιμής του δείκτη TTF ως προς την τιμή του αμερικανικού LNG συνδέεται με την παρατηρούμενη κατά το τρέχον έτος σημαντική αύξηση στις εξαγωγές φυσικού αερίου από τις ΗΠΑ προς την Ευρώπη. Κατά συνέπεια, η αύξηση της τιμής στα ευ-

3 Βλ. Hafner, M. and G. Luciani (2022), Chapter 20: “The trading and price discovery for natural gas”, στο Hafner, M. and G. Luciani (eds.), *The Palgrave Handbook of International Energy Economics*.

4 Βλ. “NYMEX Rulebook” (<https://www.cmegroup.com/content/dam/cmegroup/rulebook/NYMEX/2/220.pdf>) για τις ΗΠΑ και “ICE Endex: Dutch TTF Natural Gas Futures” για την Ευρώπη (<https://www.theice.com/products/27996665/Dutch-TTF-Gas-Futures>).

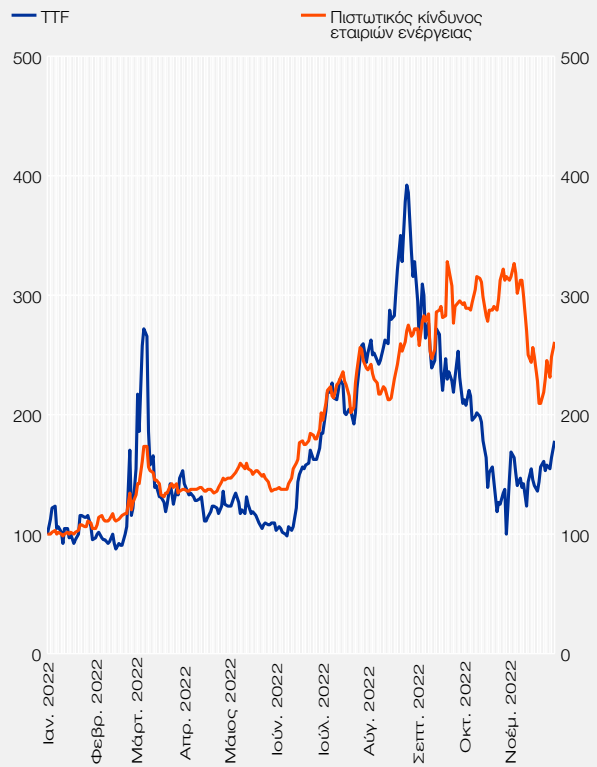
ρωπαϊκά συμβόλαια φυσικού αερίου συνέβαλε στην εισαγωγή αερίου από άλλους εξαγωγείς εκτός της Ρωσίας. Οι συνολικές εισαγωγές φυσικού αερίου από τον Ιούλιο του 2022 στην Ευρώπη, όταν η Gazprom αποφάσισε την πλήρη διακοπή της παροχής φυσικού αερίου μέσω του αγωγού Nordstream για περίπου ένα μήνα, παρέμειναν σχεδόν στα ίδια επίπεδα όπως τους δύο προηγούμενους (μη χειμερινούς) μήνες Μάιο και Ιούνιο,⁵ καθώς κυρίως οι αυξημένες εισαγωγές LNG αναπλήρωσαν τη μείωση της προσφοράς ρωσικού φυσικού αερίου. Εν ολίγοις, η διατάραξη της παροχής φυσικού αερίου μέσω του αγωγού Nordstream δεν φαίνεται να επηρέασε την ισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης. Συνεπώς, παραμένει το ερώτημα σχετικά με τους παράγοντες που οδήγησαν στην πολύ μεγάλη άνοδο των τιμών των συμβολαίων TTF τον Αύγουστο του 2022.

Η απόκλιση στην τιμή του φυσικού αερίου μεταξύ των διαφορετικών συμβολαίων μπορεί να εξηγείται και από τη δραστηριότητα στην αγορά του TTF. Συγκεκριμένα, οι όγκοι συναλλαγών επί του συμβολαίου TTF έχουν αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, παρόλο που η παραγωγή φυσικού αερίου από τα κοιτάσματα της Ολλανδίας έχει μειωθεί αισθητά. Αυτό οφείλεται κυρίως σε δύο παράγοντες: (α) οι πραγματικοί όγκοι εμπορεύματος που εκκαθαρίζονται στο ολλανδικό σημείο αποτίμησης –και κατά συνέπεια αποτιμώνται με βάση το TTF– προέρχονται κυρίως από την προμήθεια ρωσικού φυσικού αερίου μέσω αγωγών και (β) το TTF χρησιμοποιείται σε μεγάλο βαθμό για την αντιστάθμιση του κινδύνου που προκύπτει από άλλες συναλλαγές σε φυσικό αέριο. Επομένως, η μεγάλη αύξηση του όγκου συναλλαγών στο TTF παρά τη μείωση της παραγωγής του εμπορεύματος στην Ολλανδία αποδίδεται κατά ένα μεγάλο μέρος σε πράξεις μεταξύ διαπραγματευτών (interdealer transactions), με αποτέλεσμα το TTF να έχει καταστεί ο βασικός δείκτης αναφοράς για πράξεις arbitrage.⁶

Στις συναλλαγές μεταξύ των διαπραγματευτών η θέση είτε αγοράς είτε πώλησης, μέσω αντίστοιχης συναλλαγής στο συμβόλαιο TTF, συνήθως συνοδεύεται από αντίστροφη θέση σε κάποιο άλλο προϊόν φυσικού αερίου. Έτσι, εάν κάποιος εξαγωγέας ανακοινώσει ότι θα μειώσει τις μελλοντικές προμήθειες, όπως και έγινε στην περίπτωση του ρωσικού φυσικού αερίου από την Gazprom, ο διαπραγματευτής δεν θα αντιμετωπίσει πρόβλημα μόνο εφόσον οι θέσεις πώλησης που έχει πάρει στο TTF καλύπτονται πλήρως από τις προμήθειες φυσικού αερίου που έχουν ολοκληρωθεί ή από εκείνες που έχουν συμπεριληφθεί ήδη σε συμβάσεις (full hedge). Όμως, στην πράξη είναι δυνατόν να λαμβάνονται θέσεις που υπερβαίνουν τη διαθεσιμότητα του φυσικού προϊόντος, εν αναμονή σύναψης συμβολαίων προμήθειας με τους εξαγωγείς φυσικού αερίου. Στην περίπτωση που ο διαπραγματευτής έχει πάρει θέσεις πώλησης που υπερβαίνουν την αντιστάθμιση του φυσικού εμπορεύματος με σκοπό την απόκλιση κέρδους από ενδεχόμενη μελλοντική πτώση των τιμών, θα κληθεί να καλύψει τις θέσεις πώλησης που έχει με αγορά του προϊόντος από άλλες πηγές, π.χ. από τη spot αγορά, ή με ρευστά διαθέσιμα. Έτσι εξηγείται

Διάγραμμα Γ Μεταβολή στις τιμές του TTF και πιστωτικός κίνδυνος ευρωπαϊκών εταιριών ενέργειας

(δείκτες, 3.1.2022=100)



Πηγή: Refinitiv (στοιχεία) και Τράπεζα της Ελλάδος (υπολογισμοί). Σημείωση: Το διάγραμμα δείχνει την εξέλιξη του δείκτη TTF (μπλε γραμμή) για το φυσικό αέριο και ενός δείκτη πιστωτικού κινδύνου για διάφορες μεγάλες ευρωπαϊκές εταιρίες ενέργειας (κόκκινη γραμμή). Οι δύο δείκτες έχουν επανυπολογιστεί ως προς την αρχή του 2022 (3.1.2022=100). Ο δείκτης πιστωτικού κινδύνου έχει υπολογιστεί ως ο μέσος όρος των CDS spreads των εταιριών ενέργειας Equinor (Νορβηγία), Engie (Γαλλία), Eni (Ιταλία), Fortum (Φινλανδία) και Total (Γαλλία) και του αντιστρόφου της τιμής (1/P) της μετοχής της Uniper (Γερμανία).

5 Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Quarterly report on European gas markets*, Q2 2022, σελ. 12.

6 Βλ. "A story of success: the evolution of TTF trading", CME Group, Απρίλιος 2019 (<https://www.cmegroup.com/education/articles-and-reports/a-story-of-success-the-evolution-of-ttf-trading.html>).

τόσο η αύξηση των τιμών spot στα συμβόλαια της Ασίας όσο και η μεγάλη αύξηση των “συμπληρωματικών περιθωρίων” (margin calls).⁷

Υπό αυτές τις συνθήκες, οι εταιρίες που θα βρεθούν με ακάλυπτες θέσεις πώλησης φυσικού αερίου αναμένεται να αντιμετωπίσουν τις αυξημένες ανησυχίες των επενδυτών σχετικά με το ενδεχόμενο αθέτησης των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεών τους στα συμβόλαια TTF. Σε ένα περιβάλλον μείωσης της προσφοράς φυσικού αερίου για την Ευρώπη και δυσκολίας άμεσης εξεύρεσης άλλων φορτίων, αυτό αποτυπώθηκε στην άνοδο των ασφαλιστρών κινδύνου μεγάλων αντισυμβαλλομένων στην αγορά του TTF. Τα ασφαλιστρα κινδύνου στα συμβόλαια CDS για μεγάλες εταιρίες ενέργειας διαφόρων ευρωπαϊκών χωρών ήταν τον Αύγουστο και το Σεπτέμβριο του τρέχοντος έτους έως και 2,5 φορές υψηλότερα σε σχέση με την επόμενη ημέρα της ρωσικής εισβολής στην Ουκρανία (βλ. Διάγραμμα Γ). Η άνοδος αυτή σχετίζεται με τη μεγάλη αύξηση των τιμών του TTF το καλοκαίρι, δηλαδή αφότου είχε, σε μεγάλο βαθμό, εξομαλυνθεί η προσφορά φυσικού αερίου στην Ευρώπη και είχαν αυξηθεί τα αποθέματα σε επίπεδα υψηλότερα από ό,τι τους αντίστοιχους μήνες προηγούμενων ετών.⁸

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η υπερβολική άνοδος της τιμής του φυσικού αερίου στην Ευρώπη, όπως αποτυπώνεται στις τιμές των συμβολαίων TTF, αντανακλά εκτός από τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς και χρηματοοικονομικούς παράγοντες, όπως τα ασφαλιστρα κινδύνων των αντισυμβαλλομένων. Στο ίδιο συμπέρασμα οδηγεί και η παρατήρηση ότι η εξέλιξη της τιμής του TTF παρουσίασε σημαντική απόκλιση προς τα κάτω σε σχέση με τα ασφαλιστρα κινδύνου των μεγάλων ευρωπαϊκών εταιριών ενέργειας, αφότου ορισμένες χώρες της ΕΕ παρείχαν κρατική στήριξη σε εγχώριες εταιρίες ενέργειας είτε με τη μορφή εγγυήσεων και παροχής ρευστότητας είτε με τη διάσωση των εταιριών αυτών.⁹ Προς την ίδια κατεύθυνση αποκλιμάκωσης της τιμής του TTF φαίνεται ότι έχει επίσης συμβάλει, από το Σεπτέμβριο, η συζήτηση για θεσμικές παρεμβάσεις της ΕΕ στην αγορά ενέργειας.

Ενεργειακή πολιτική της ΕΕ, ενεργειακή κρίση και προκλήσεις για την πράσινη μετάβαση

Από το φθινόπωρο του 2021 η ΕΕ, για να αντιμετωπίσει τις ραγδαίες αυξήσεις των τιμών του φυσικού αερίου, έχει προτείνει μια δέσμη παρεμβάσεων οι οποίες στοχεύουν στην ασφάλεια του ενεργειακού εφοδιασμού, στον περιορισμό της ζήτησης και στη συγκράτηση των τιμών. Από την πλευρά της προσφοράς, βασική φιλοδοξία είναι η απεξάρτηση της ΕΕ από τα ρωσικά ορυκτά καύσιμα και η ενίσχυση της ανθεκτικότητας του ενεργειακού συστήματος της Ευρώπης, μέσω της διαφοροποίησης του εφοδιασμού –συνιστώσα της οποίας αποτελούν οι αυξημένες εισαγωγές LNG εκτός Ρωσίας– και της επιτάχυνσης της ανάπτυξης των ΑΠΕ.

Τον Ιούνιο του 2022 η ΕΕ εξέδωσε κανονισμό που ορίζει ότι οι υπόγειες αποθήκες φυσικού αερίου θα πρέπει να πληρωθούν τουλάχιστον στο 80% της δυναμικότητάς τους έως την 1η Νοεμβρίου του τρέχοντος έτους και στο 90% τα επόμενα έτη, θέτοντας ενδιάμεσους στόχους για κάθε κράτος-μέλος.¹⁰ Η απόφαση της ΕΕ τον Οκτώβριο του 2022 για την από κοινού προμήθεια φυσικού αερίου σε εθελοντική βάση, πλην της δεσμευτικής συγκέντρωσης της ζήτησης για όγκο ισοδύναμο του 15% των αναγκών αποθήκευσης, αναμένεται να συμβάλει προς την ίδια κατεύθυνση. Οι εταιρίες θα έχουν τη δυνατότητα να σχηματίσουν μια ευρωπαϊκή κοινοπραξία αγορών φυσικού αερίου σύμφωνα με τους κανόνες ανταγωνισμού της ΕΕ. Οι από κοινού αγορές θα βοηθήσουν τα μικρότερα κράτη-μέλη και ειδικότερα τις εταιρίες που βρίσκονται σε λιγότερο ευνοϊκή θέση ως αγοραστές να έχουν πρόσβαση σε ποσότητες φυσικού αερίου με καλύτερες συνθήκες. Ταυτόχρονα, η ΕΕ ενίσχυσε τις προσπάθειες για εξοικονόμηση ενέργειας θεσπίζοντας την εθελοντική μείωση της ζήτησης φυσικού αερίου κατά 15% από τον Αύγουστο του 2022 έως

7 Βλ. σχετική ανάλυση στο *Financial Stability Report* της Fed, του Μαΐου 2022, με τίτλο “Box 4.2. Commodity Market Stresses following Russia’s Invasion of Ukraine” (<https://www.federalreserve.gov/publications/2022-may-financial-stability-report-funding.htm>).

8 Ενδεικτικά, στο τέλος Ιουνίου και Ιουλίου του τρέχοντος έτους τα επίπεδα πλήρωσης των αποθηκών φυσικού αερίου στην ΕΕ ήταν μεγαλύτερα του 55% και 65% αντίστοιχα, όταν τους ίδιους μήνες του 2021, παρά τον ηπιότερο χειμώνα, ήταν στο 45% και 55% αντίστοιχα.

9 Σύμφωνα με μελέτη του Bruegel με τίτλο “National fiscal policy responses to the energy crisis”, της 21ης Οκτωβρίου 2022 (<https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices>), συνολικά οι κυβερνήσεις της ΕΕ την περίοδο από το Σεπτέμβριο του 2021 έως τον Οκτώβριο του 2022 έχουν παράσχει στήριξη με διάφορες μορφές (ρευστότητα, δάνεια, διασώσεις ή/και κρατικοποιήσεις) ύψους περίπου 180 δισεκ. ευρώ.

10 Ο Κανονισμός προβλέπει για τα κράτη-μέλη που δεν διαθέτουν εγκαταστάσεις αποθήκευσης ότι θα πρέπει να αποθηκεύουν το 15% της ετήσιας εγχώριας κατανάλωσης φυσικού αερίου σε αποθέματα που βρίσκονται σε άλλα κράτη-μέλη.

το Μάρτιο του 2023 και ηλεκτρικής ενέργειας κατά 10% από το Δεκέμβριο του 2022 έως το Μάρτιο του 2023, ενώ υποχρεωτικός κατέστη ο στόχος μείωσης της κατανάλωσης ηλεκτρικής ενέργειας κατά 5% σε ώρες αιχμής.

Τον Οκτώβριο του 2022 οι ηγέτες της ΕΕ ζήτησαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή την επείγουσα υποβολή συγκεκριμένων νομοθετικών προτάσεων σχετικά με πρόσθετες παρεμβάσεις για την άμεση μείωση των τιμών, οι οποίες περιλαμβάνουν έναν προσωρινό δυναμικό διάδρομο τιμών (“dynamic price corridor”) για τις συναλλαγές φυσικού αερίου στο πλαίσιο του TTF για να περιοριστούν άμεσα οι υπερβολικές τιμές. Ταυτόχρονα, ενέκριναν την ανάπτυξη ενός νέου συμπληρωματικού δείκτη αναφοράς, έως τις αρχές του 2023, που θα αποτυπώνει με μεγαλύτερη ακρίβεια τις συνθήκες στην αγορά φυσικού αερίου και τον αυξανόμενο ρόλο του LNG στο ενεργειακό μίγμα. Είναι σημαντικό ότι οι ηγέτες της ΕΕ αναγνώρισαν την ανάγκη για βελτιώσεις στη λειτουργία των αγορών ενέργειας, ώστε να αυξηθεί η διαφάνεια, να αμβλυνηθεί η πίεση ρευστότητας και να εξαλειφθούν οι παράγοντες που οξύνουν την αστάθεια των τιμών του φυσικού αερίου, με ταυτόχρονη μέριμνα για τη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Τέλος, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο κάλεσε την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να επιταχύνει τις εργασίες για τη διαρθρωτική μεταρρύθμιση της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας, με στόχο την αποσύνδεση των τιμών της ηλεκτρικής ενέργειας από αυτές του φυσικού αερίου.

Αναποκρινόμενη στην έκκληση των ηγετών της ΕΕ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε στο Συμβούλιο Υπουργών Ενέργειας συγκεκριμένες νομοθετικές προτάσεις που περιέχουν, μεταξύ άλλων, ένα μηχανισμό διόρθωσης της τιμής των παραγώγων TTF επόμενου μήνα και ένα μηχανισμό διαχείρισης της ενδοημερήσιας αστάθειας των τιμών στις αγορές ενεργειακών παραγώγων. Τα νομοθετήματα αυτά τελούσαν υπό συζήτηση και τελική έγκριση έως τα μέσα Δεκεμβρίου 2022.

Η ενεργειακή στρατηγική της ΕΕ συμπληρώνεται βραχυπρόθεσμα από έκτακτα μέτρα στήριξης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων σε εθνικό επίπεδο, ώστε να μετριαστούν οι επιπτώσεις του πολύ υψηλού ενεργειακού κόστους στην κατανάλωση και την παραγωγή. Συνολικά, τα ενεργειακά μέτρα της ΕΕ, στο βαθμό που θα επιτύχουν την αποκλιμάκωση των τιμών του φυσικού αερίου, τον περιορισμό της υπερβολικής μεταβλητότητάς τους και τη μείωση της αβεβαιότητας, θα βοηθήσουν τα κράτη-μέλη στην άσκηση μιας πιο βιώσιμης και αποτελεσματικής δημοσιονομικής πολιτικής και στη στήριξη της οικονομικής ανάπτυξης. Τα μέτρα έκτακτης ανάγκης της ΕΕ το Σεπτέμβριο του 2022 για τη διοχέτευση των πλεοναζόντων εσόδων των ηλεκτροπαραγωγών που χρησιμοποιούν τις λεγόμενες “υπο-οριακές” (inframarginal) τεχνολογίες για την παραγωγή ρεύματος (όπως ΑΠΕ, πυρηνική ενέργεια και λιγνίτης) προς τη στήριξη και την προστασία των τελικών καταναλωτών ηλεκτρικής ενέργειας (μέχρι τον Ιούνιο του 2023), καθώς και η υποχρεωτική συνεισφορά αλληλεγγύης επί των κερδών των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στους τομείς του αργού πετρελαίου, του φυσικού αερίου, του γαιάνθρακα και των διυλιστηρίων (μέχρι το Δεκέμβριο του 2023), αναμένεται ότι θα ενισχύσουν τα δημόσια έσοδα και θα επιτρέψουν την αμβλυνση των επιπτώσεων της ενεργειακής κρίσης.¹¹

Η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία ανάγκασε την ΕΕ να λάβει έκτακτα μέτρα για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης, τα οποία ωστόσο δεν αντιστρατεύονται την ενεργειακή μετάβαση. Η Ευρώπη είχε ήδη κάνει σημαντικά βήματα προς την κατεύθυνση της καθαρής ενέργειας με την υιοθέτηση της Ευρωπαϊκής Πράσινης Συμφωνίας (Green Deal), η οποία απαιτεί μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου τουλάχιστον κατά 55% έως το 2030, με το φυσικό αέριο να χαρακτηρίζεται ως “μεταβατικό καύσιμο”. Καθώς οι τιμές του φυσικού αερίου συνεχίζουν να ανεβαίνουν και κάποιες χώρες επανέρχονται σε λύσεις που σχετίζονται με καύσιμα υψηλών εκπομπών λόγω των έκτακτων συνθηκών, θα μπορούσαν να υπάρξουν συζητήσεις σχετικά με την επίτευξη των στόχων της πράσινης μετάβασης. Από την άλλη πλευρά όμως, η εγγενής σχέση μεταξύ της εξελισσόμενης κρίσης και της υπερβολικής εξάρτησης από τις εισαγωγές ορυκτών καυσίμων μπορεί να αποτελέσει μοναδική ευκαιρία για αναθεώρηση των ενεργειακών συστημάτων και ώθηση των ευρωπαϊκών χωρών προς μεγαλύτερη χρήση καθαρής ενέργειας όχι μόνο για περιβαλλοντικούς λόγους, αλλά και για την ενεργειακή ασφάλεια.

Το Μάρτιο του 2022 οι ηγέτες της ΕΕ συμφώνησαν τη σταδιακή ενεργειακή απεξάρτηση της Ευρώπης από τη Ρωσία το συντομότερο δυνατόν.¹² Τα μέτρα του σχεδίου δράσης REPowerEU στοχεύουν, εκτός από τη σταδιακή

11 https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/el/ip_22_5489.

12 <https://www.consilium.europa.eu/el/meetings/european-council/2022/03/24-25/>.

απεξάρτηση της ΕΕ από τα ρωσικά ορυκτά καύσιμα έως το 2027, στην επιτάχυνση της μετάβασης της Ευρώπης στις ΑΠΕ, στην εξοικονόμηση ενέργειας, στο συνδυασμό επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων, στη διαφοροποίηση των πηγών εφοδιασμού και, ως εκ τούτου, στη βελτίωση της ενεργειακής ασφάλειας και αυτονομίας της Ευρώπης. Η αποτελεσματική εφαρμογή του σχεδίου μπορεί να οδηγήσει στο διαρθρωτικό μετασχηματισμό του ενεργειακού συστήματος της ΕΕ.¹³ Παράλληλα, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στον απόηχο της ρωσικής εισβολής στην Ουκρανία, η υλοποίηση των μέτρων για την ενεργειακή απόδοση θα πρέπει να επισπευσθεί, ώστε να αυξηθεί ταχύτερα η ενεργειακή ανθεκτικότητα και ανεξαρτησία της ΕΕ.¹⁴ Η εξοικονόμηση ενέργειας αναγνωρίζεται ως “ο ταχύτερος και φθηνότερος τρόπος αντιμετώπισης της τρέχουσας ενεργειακής κρίσης”. Οι προτάσεις “Fit for 55” εκτιμάται ότι θα μειώσουν την κατανάλωση φυσικού αερίου κατά 30% έως το 2030, ενώ πάνω από το 1/3 της μείωσης αυτής θα προέλθει από την επίτευξη του στόχου για την ενεργειακή απόδοση.

Προκειμένου να διασφαλιστεί ο ενεργειακός εφοδιασμός της ΕΕ σε προσιτές τιμές και να εξαιρεθεί σταδιακά η εξάρτηση από το ρωσικό αέριο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημιούργησε με τα κράτη-μέλη την Ενεργειακή Πλατφόρμα της ΕΕ για την εθελοντική από κοινού αγορά φυσικού αερίου, υδρογονάνθρακα και υδρογόνου.¹⁵ Επιπρόσθετα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε την αύξηση του στόχου για τις ΑΠΕ στο 45% έως το 2030 από 40% στο πλαίσιο της δέσμης μέτρων “Fit for 55”, με προϋπόθεση την απλοποίηση και συντόμηση της αδειοδότησής τους.¹⁶ Μέρος του σχεδίου REPowerEU είναι ο διπλασιασμός της ηλιακής φωτοβολταϊκής ισχύος έως το 2025 και η εγκατάσταση 600 γιγαβάτ έως το 2030, αναγνωρίζοντας τα πλεονεκτήματα που προσφέρει η ηλιακή ενέργεια για την αντιμετώπιση των σημερινών ενεργειακών προκλήσεων. Στη στρατηγική της ΕΕ για την ηλιακή ενέργεια περιγράφεται ένα ολοκληρωμένο όραμα για την ταχεία αξιοποίηση των πλεονεκτημάτων της και παρουσιάζονται τέσσερις πρωτοβουλίες για τη βραχυπρόθεσμη αντιμετώπιση των προκλήσεων που απομένουν.¹⁷ Παράλληλα, η ΕΕ έχει παρουσιάσει σχέδιο δράσης για το βιομεθάνιο και για την επιτάχυνση της αγοράς πράσινου υδρογόνου.¹⁸ Καθώς για την επίτευξη των στόχων του REPowerEU θα απαιτηθούν πρόσθετες επενδύσεις 210 δισεκ. ευρώ, ο Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας αναμένεται να συμβάλει παρέχοντας πρόσθετη χρηματοδότηση 225 δισεκ. ευρώ για διασυννοριακές και εθνικές υποδομές, ενεργειακά έργα και μεταρρυθμίσεις.

Είναι θετικό ότι η φιλοδοξία της ΕΕ για το κλίμα –τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα– δεν τίθεται υπό αμφισβήτηση στη δέσμη των προτεινόμενων μέτρων για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης. Ταυτόχρονα, τα μέτρα για την ανακατανομή των πλεοναζόντων εσόδων του ενεργειακού τομέα στους τελικούς καταναλωτές αναμένεται ότι θα επιτρέψουν στους παραγωγούς να καλύψουν τις επενδυτικές και λειτουργικές δαπάνες τους χωρίς να υπονομευθούν οι επενδύσεις σύμφωνα με τους στόχους για το 2030 και το 2050 για την ενέργεια και το κλίμα. Συνολικά, το REPowerEU παρέχει ευκαιρίες για την ενίσχυση των έργων καθαρής ενέργειας και προσφέρει πρόσθετη χρηματοδότηση επιταχύνοντας τη μετάβαση στην πράσινη ενέργεια. Το σχέδιο όμως, για να είναι αποτελεσματικό, προϋποθέτει την υλοποίηση όλων των προτάσεων της δέσμης “Fit for 55”.

Συμπεράσματα

Η διατάραξη της προσφοράς ρωσικού φυσικού αερίου που προκάλεσε ο πόλεμος στην Ουκρανία και ο διεθνής ανταγωνισμός για την εξασφάλιση των αναγκών προμηθειών δικαιολογούν εν μέρει τη σημαντική άνοδο στις τιμές του φυσικού αερίου. Η αύξηση όμως της τιμής του TTF, στο βαθμό που οφείλεται σε παράγοντες ζήτησης και προσφοράς, θα πρέπει να είναι συγκρίσιμη με την αντίστοιχη αύξηση των τιμών των εναλλακτικών συμβολαίων. Η υπερβολική άνοδος της τιμής του TTF το καλοκαίρι του 2022 σε σχέση με τις τιμές σε εναλλακτικές αγορές φαίνεται ότι σχετίζεται με τις επενδυτικές θέσεις των διαπραγματευτών και τους αυξημένους κινδύνους των χαρτοφυλακίων τους μετά από τις προαναφερθείσες εξελίξεις. Κατά συνέπεια, η κρατική στήριξη μέσω της πα-

13 Ο μετασχηματισμός της παραγωγής θα μπορούσε να εξοικονομήσει έως και 35 δισεκ. κυβικά μέτρα φυσικού αερίου έως το 2030, επιπλέον όσων προβλέπονται στο σχέδιο “Fit for 55”, ενώ ακόμη 22 δισεκ. κυβικά μέτρα μπορεί να εξοικονομηθούν από ενεργοβόρες βιομηχανίες.

14 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022DC0240&from=EN>.

15 https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_2387.

16 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52022PC0222&from=EN>.

17 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52022DC0221&from=EN#footnote3>.

18 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=SWD%3A2022%3A230%3AFIN&qid=1653033922121>.

ροχής ρευστότητας ή άλλων μορφών ενίσχυσης καθώς και η απόφαση της ΕΕ για εφαρμογή ενός δυναμικού διαδρόμου τιμών σε συνδυασμό με τη συζήτηση για επιβολή ανώτατης τιμής στο φυσικό αέριο είχαν θετική επίδραση στην αποτίμηση των κινδύνων και των λοιπών χρηματοοικονομικών –αποσυνδεδεμένων από την προσφορά και τη ζήτηση– παραγόντων, με αποτέλεσμα τη μείωση της τιμής του φυσικού αερίου. Η αβεβαιότητα σχετικά με τις τιμές του φυσικού αερίου μεσοπρόθεσμα παραμένει υψηλή, επηρεάζοντας τόσο τις χρηματιστηριακές εξελίξεις όσο και την άσκηση πολιτικής.

Οι γεωπολιτικές εξελίξεις επισημαίνουν χωρίς αμφιβολία την επιτακτική ανάγκη επανασχεδιασμού φιλόδοξων αλλά και ρεαλιστικών στρατηγικών για τη μετάβαση σε μια οικονομία χαμηλών εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου, με μεγαλύτερη ενεργειακή ασφάλεια. Η πράσινη μετάβαση αποδεικνύεται απαραίτητη όχι μόνο για μια κλιματικά βιώσιμη ανάπτυξη, αλλά και για τη στρατηγική αυτονομία της Ευρώπης. Η αντιμετώπιση της διπλής κρίσης, ενεργειακής και κλιματικής, απαιτεί την προώθηση και επιτάχυνση των επενδύσεων σε πράσινες τεχνολογίες, τη βελτίωση των δικτύων και την επέκταση των υποδομών σε ενεργειακές διασυνδέσεις, καθώς και την ανάπτυξη συστημάτων κεντρικής αποθήκευσης ενέργειας.¹⁹

19 Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη, οι ανανεώσιμες πηγές ενέργειας συνδέονται με σημαντική μείωση στις τιμές χονδρικής της ηλεκτρικής ενέργειας στην Ευρώπη, με μέση επίπτωση 0,6% για κάθε 1 ποσοστιαία μονάδα αύξησης του μεριδίου των ΑΠΕ. Βλ. Cevik, S. and K. Ninomiya (2022), “Chasing the Sun and Catching the Wind: Energy Transition and Electricity Prices in Europe”, *IMF Working Papers*, WP/22/220, 4.11.2022.

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2022 το Ευρωσύστημα εξακολούθησε να ομαλοποιεί την κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής με διαδοχικές αυξήσεις των βασικών επιτοκίων κατά 250 μονάδες βάσης συνολικά. Αυτό κρίθηκε αναγκαίο προκειμένου να εκπληρωθεί ο στόχος για πληθωρισμό 2% μεσοπρόθεσμα μέσω περιορισμού της παρεχόμενης –από τη νομισματική πολιτική– στήριξης προς τη συνολική ζήτηση στη ζώνη του ευρώ και διατήρησης των πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδα συνεπή με μεσοπρόθεσμη εδραίωση της σταθερότητας των τιμών. Η μετάδοση των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων σε μεταβολές των συνθηκών χρηματοδότησης ομοιόμορφα μεταξύ των κρατών-μελών θα εξασφαλίζεται, εάν παραστεί ανάγκη, με το Μέσο Προστασίας της Μετάδοσης (TPI) που θεσπίστηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ στη συνεδρίαση του Ιουλίου 2022, ενώ η αυστηροποίηση ειδικότερα των συνθηκών χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα υποβοηθείται με την αναπροσαρμογή των όρων στις πράξεις TLTRO-III από τα τέλη Νοεμβρίου 2022 και εξής. Το Δεκέμβριο το Διοικητικό Συμβούλιο δρομολόγησε για τις αρχές του 2023 τη σταδιακή συρρίκνωση του χαρτοφυλακίου τίτλων το οποίο έχει αποκτήσει το Ευρωσύστημα σε εκτέλεση του προγράμματος αγοράς τίτλων APP.

Πίνακας III.1 Μακροοικονομικές προβολές για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ

(μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

	Δεκέμβριος 2022					Σεπτέμβριος 2022					Ιούνιος 2022				Δεκέμβριος 2021				Δεκέμβριος 2019			
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	
ΕνΔΤΚ	2,6	8,4	6,3	3,4	2,3	2,6	8,1	5,5	2,3	2,6	6,8	3,5	2,1	2,6	3,2	1,8	1,8	1,2	1,1	1,4	1,6	
ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και είδη διατροφής	1,5	3,9	4,2	2,8	2,4	1,5	3,9	3,4	2,3	1,5	3,3	2,8	2,3	1,4	1,9	1,7	1,8	1,0	1,3	1,4	1,6	

Πηγή: Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ/του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Από τον Ιούλιο του 2022 και εξής το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προέβη σε διαδοχικές αυξήσεις των βασικών επιτοκίων καθ' όλες τις συνεδριάσεις που ήταν κατ' εξοχήν αφιερωμένες σε αποφάσεις νομισματικής πολιτικής, ώστε η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος να μεταστραφεί από εξαιρετικά διευκολυντική στην κατεύθυνση που απαιτείται προκειμένου ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ να επανέλθει γρήγορα στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει τονίσει ότι θα χρειαστούν και άλλες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων.

Οι αποφάσεις σχετικά με τα επιτόκια πολιτικής του Ευρωσυστήματος λήφθηκαν με βάση ανάλυση η οποία ξεκίνησε από τη διαπίστωση ότι ο ρυθμός πληθωρισμού προβλέπεται να διατηρηθεί πάνω από τον προαναφερθέντα στόχο επί μακρόν (με δεδομένη την παρούσα κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, βλ. Πίνακα III.1). Σύμφωνα με αυτή την ανάλυση, οι κύριοι παράγοντες που προκάλεσαν την επιτάχυνση του πληθωρισμού είναι η πορεία των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων, οι ελλείψεις προϊόντων και παραγωγικών εισροών οι οποίες, αν και μετριάζονται, εξακολουθούν να επιδρούν στον πληθωρισμό, η ανά-

¹ Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 16 Δεκεμβρίου 2022.

καμψη της ζήτησης στον τομέα των υπηρεσιών και η υποτίμηση του ευρώ, ιδιαίτερα έναντι του δολαρίου.

Επιπλέον, πρόσφατα έχουν παρουσιαστεί ενδείξεις ενίσχυσης των μισθολογικών αυξήσεων σε ένα περιβάλλον αυξανόμενης απασχόλησης και ιστορικά χαμηλών ποσοστών ανεργίας και δεδομένης της τάσης για αντιστάθμιση των απωλειών αγοραστικής δύναμης λόγω του πληθωρισμού με αναπροσαρμογή των μισθών. Πάντως, οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών κινούνται περί το 2%. Ωστόσο πρόσφατα καταγράφηκαν υπερβάσεις αυτού του επιπέδου από μερικούς δείκτες, οι οποίες συνεχίζουν να χρήζουν παρακολούθησης.

Δεν μπορεί μάλιστα να αποκλειστεί το ενδεχόμενο ο πληθωρισμός να διαμορφωθεί σε ακόμη υψηλότερο επίπεδο από ό,τι αναμένει επί του παρόντος το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, εάν υπάρξει περαιτέρω αύξηση των λιανικών τιμών της ενέργειας και των τροφίμων, εάν ενισχυθούν οι πληθωριστικές προσδοκίες ώστε να διατηρηθούν επί μακρόν πάνω από το 2% ή εάν καταγραφεί εντονότερη άνοδος των μισθών από ό,τι ήδη έχει ληφθεί υπόψη.

Τον Ιούλιο του 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε την εγκαθίδρυση μέσου για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας του μηχανισμού μετάδοσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και ειδικότερα όσον αφορά την ομοιόμορφη διάδοση των μεταβολών της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής σε όλες τις οικονομίες της ζώνης του ευρώ.

Το μέσο αυτό θα ενεργοποιείται και το Ευρωσύστημα θα αγοράζει τίτλους, κυρίως με εκδότες από το δημόσιο τομέα και εναπομένουσα διάρκεια από ένα έως δέκα έτη, προκειμένου να αποσοβηθούν οι αδικαιολόγητες εντάσεις οι οποίες οδηγούν σε άτακτες διακυμάνσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι αγορές τίτλων θα συνεχίζονται μέχρι να διαπιστωθεί διαρκούσα βελτίωση στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, ενώ θα διακόπτονται εάν εξακριβωθεί ότι οι εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές συνάδουν με τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη του κράτους-μέλους του οποίου οι τίτλοι αγοράζονται από το Ευρωσύστημα.

Τον Οκτώβριο του 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προσάρμοσε τους όρους και τις προϋποθέσεις χρηματοδότησης μέσω των πράξεων TLTRO-III ώστε να καταστούν συνεπείς με την υπό εξέλιξη ομαλοποίηση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, επιδιώκοντας η λειτουργία των πράξεων αυτών να υποβοηθή τη μετακύλιση των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων σε αυστηροποίηση των συνθηκών τραπεζικής χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση.

Στα τέλη του 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο συζήτησε τις αρχές που θα διέπουν την ομαλοποίηση του ύψους του χαρτοφυλακίου τίτλων τους οποίους κατέχει το Ευρωσύστημα για σκοπούς νομισματικής πολιτικής. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε ότι από το Μάρτιο του 2023 και εξής το χαρτοφυλάκιο το οποίο έχει αποκτηθεί σε εφαρμογή του προγράμματος αγοράς τίτλων APP θα επιτραπεί να αρχίσει να μειώνεται με μετρημένο και προβλέψιμο ρυθμό. Αυτό θα επιτευχθεί μη επανεπενδύοντας ολόκληρο το προϊόν των λήξεων των κατεχόμενων τίτλων.

2 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Στη συνεδρίαση του Ιουλίου 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε τα βασικά επιτόκια κατά 50 μονάδες βάσης (βλ. Πίνακα III.2). Η αύξηση ήταν μεγαλύτερη από ό,τι είχε προαναγγελθεί τον προηγούμενο μήνα, δεδομένης της αναθεώρησης επί τα χείρω των προοπτικών για τον πληθωρισμό, αλλά και της εγκαθίδρυσης του Μέσου Προστασίας της Μετάδοσης (Transmission Protection Instrument – TPI, βλ. παρακάτω). Υπογραμμίστηκε ότι η αναπροσαρμογή των επιτοκίων συντελεί στην αναγκαία μεταστροφή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής από εξαιρετικά διευκολυντική κατεύθυνση στην απαιτούμενη κατεύθυνση ώστε να περιοριστεί η παρεχόμενη στήριξη προς τη συνολική ζήτηση και να αποκλειστεί το ενδεχόμενο επίμονης αναθεώρησης προς τα άνω των πληθωριστικών προσδοκιών.

Πίνακας ΙΙΙ.2 Βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος

(ποσοστά % ετησίως)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων ¹	Πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου)	Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης
2019 18 Σεπτ.	-0,50	0,00	0,25
2022 27 Ιουλ.	0,00	0,50	0,75
14 Σεπ.	0,75	1,25	1,50
2 Νοεμ.	1,50	2,00	2,25
21 Δεκ.	2,00	2,50	2,75

Πηγή: ΕΚΤ.

1 Οι μεταβολές των επιτοκίων στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης ισχύουν όχι από την ημερομηνία της συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ κατά την οποία λαμβάνεται η σχετική απόφαση, αλλά από την ημερομηνία που διενεργείται η πρώτη πράξη κύριας αναχρηματοδότησης μετά την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου (οπότε μεταβάλλεται και το σταθερό επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης).

Εξάλλου, ανακοινώθηκε ότι στο εξής η πιθανή πορεία των βασικών επιτοκίων δεν θα προδιαγράφεται με την παροχή συναφών καθοδηγητικών ενδείξεων από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, αλλά οι σχετικές αποφάσεις θα λαμβάνονται με βάση τις πληροφορίες και τα οικονομικά στοιχεία που θα συγκεντρώνονται με ορίζοντα την επόμενη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου, οπότε θα επαναξιολογείται η κατάσταση της οικονομίας της Νομισματικής Ένωσης και ειδικότερα οι προοπτικές του πληθωρισμού.

Στις συνεδριάσεις του Σεπτεμβρίου, του Οκτωβρίου και του Δεκεμβρίου το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε νέες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων (βλ. Πίνακα ΙΙΙ.2). Το Δεκέμβριο του 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι αναμένει να προβεί και σε περαιτέρω αυξήσεις των βασικών επιτοκίων, δεδομένης μάλιστα της σημαντικής προς τα άνω αναθεώρησης των οικονομικών προβλέψεων για τον πληθωρισμό οι οποίες τέθηκαν υπόψη του. Το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε ειδικότερα ότι τα βασικά επιτόκια θα πρέπει να αυξηθούν σημαντικά ακόμη και με σταθερό ρυθμό ώστε να φθάσουν επαρκώς περιοριστικά επίπεδα προκειμένου να διασφαλιστεί η έγκαιρη επαναφορά του πληθωρισμού στο μεσοπρόθεσμο στόχο του Ευρωσυστήματος (2%).

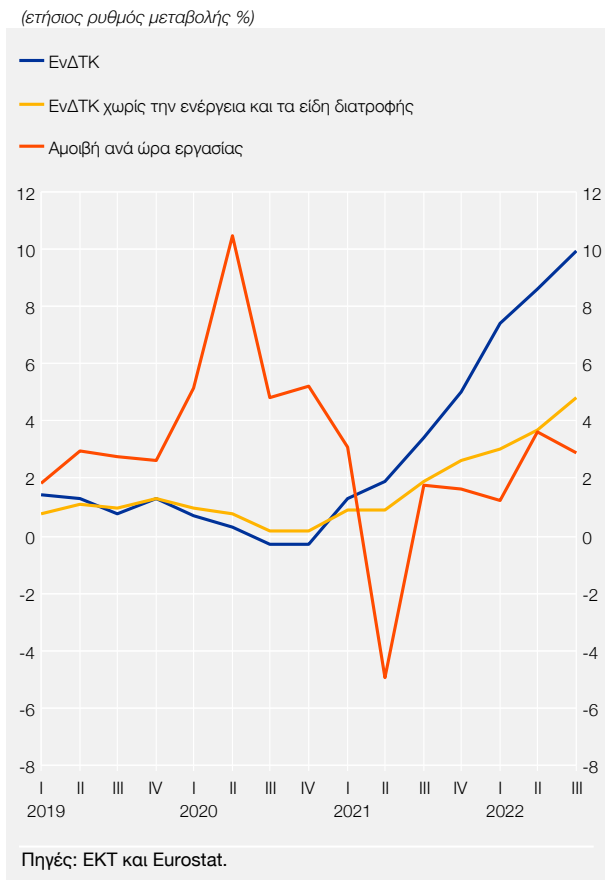
Πίνακας ΙΙΙ.3 Προσαρμογές στις πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος το 2022*

1. Τρίτη σειρά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμη αναχρηματοδότησης (Targeted Longer-Term Refinancing Operations III – TLTRO-III)	Τον Οκτώβριο του 2022 η ΕΚΤ τροποποίησε τους όρους των στοχευμένων πράξεων TLTRO-III ώστε να είναι συμβατοί με τη διαδικασία ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής. Οι τροποποιήσεις θα ισχύουν για τα υφιστάμενα ποσά που έχουν αντληθεί σε όλες τις πράξεις TLTRO-III. Από τις 23 Νοεμβρίου 2022 μέχρι την ημερομηνία λήξης ή πρόωρης αποπληρωμής κάθε TLTRO-III το επιτόκιο θα υπολογίζεται βάσει του μέσου όρου των εφαρμοζόμενων επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος κατά την περίοδο αυτή. Επίσης, δόθηκαν τρεις πρόσθετες ημερομηνίες για εθελοντική πρόωρη αποπληρωμή της ρευστότητας που έχει αντληθεί μέσω TLTRO III. Η πρώτη πρόσθετη ημερομηνία εθελοντικής αποπληρωμής συμπίπτει με την ημερομηνία έναρξης του νέου τρόπου υπολογισμού του επιτοκίου στις 23 Νοεμβρίου 2022. Το υπόλοιπο της συνολικής αντληθείσας χρηματοδότησης μέσω TLTRO-III στα τέλη Νοεμβρίου 2022 ανερχόταν σε 1,8 τρισεκ. ευρώ.
2. Έκτακτο πρόγραμμα αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP)	Συνεχίστηκαν κατά το α' τρίμηνο του 2022 με χαμηλότερο ρυθμό οι καθαρές αγορές τίτλων στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) και μετά το Μάρτιο διακόπηκαν τελείως. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προτίθεται να συνεχίσει την πολιτική πλήρους επανεπένδυσης των αποπληρωμών κεφαλαίου των τίτλων που λήγουν, τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2024. Στα τέλη Μαρτίου 2022 δόθηκε παράταση στη δυνατότητα χρήσης των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου ως εξασφαλίσεων στις πράξεις του Ευρωσυστήματος για την αναχρηματοδότηση των αντιυμβαλλομένων του, τουλάχιστον για όσα χρόνο θα συνεχίζονται οι επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του PEPP. Τον Ιούνιο του 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι οι επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του PEPP θα πραγματοποιούνται με ευελιξία προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος κατάτμησης των αγορών μεταξύ των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Ο ευελικός χαρακτήρας των επανεπενδύσεων σημαίνει ότι αυτές μπορεί να προσαρμοστούν κατάλληλα στο χρόνο, μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών χρεογράφων και των επιμέρους κρατών-μελών σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή. Αυτό δίνει τη δυνατότητα αγοράς από το Ευρωσύστημα ελληνικών κρατικών ομολόγων σε ποσό που να υπερβαίνει τις αποπληρωμές των ομολόγων που λήγουν, ώστε να αποφευχθεί διακοπή των αγορών των τίτλων αυτών, η οποία θα μπορούσε να παρεμποδίσει την ομαλή μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην ελληνική οικονομία.
3. Διευρυμένο Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων (Asset Purchase Programme – APP)	Σε συνέπεια με τη σταδιακή μείωση των αγορών τίτλων στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (Asset Purchase Programme-APP), το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε το Μάρτιο του 2022 οι εν λόγω μηνιαίες καθαρές αγορές να μειωθούν σε 40 δισεκ. ευρώ τον Απρίλιο, 30 δισεκ. ευρώ το Μάιο και 20 δισεκ. ευρώ τον Ιούνιο, ενώ από το γ' τρίμηνο του 2022 σταμάτησαν εντελώς. Το ΔΣ της ΕΚΤ είχε ανακοινώσει ότι η πλήρης επανεπένδυση των αποπληρωμών κεφαλαίου των τίτλων που λήγουν και έχουν αγοραστεί υπό το APP θα συνεχίζονταν για εκτεταμένο χρονικό διάστημα μετά την ημερομηνία έναρξης της αύξησης των επιτοκίων πολιτικής και, σε κάθε περίπτωση, για όσο χρονικό διάστημα χρειαζόταν να διατηρηθούν συνθήκες άφθονης ρευστότητας και κατάλληλης κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Το Δεκέμβριο του 2022 το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε ότι από το Μάρτιο του 2023 και μετά το χαρτοφυλάκιο τίτλων που έχουν αποκτηθεί στο πλαίσιο του APP θα αρχίζει να μειώνεται με μετρημένο και προβλέψιμο ρυθμό, καθώς το Ευρωσύστημα δεν θα επενδύει πλέον όλο το ποσό των αποπληρωμών κεφαλαίου των εν λόγω τίτλων που λήγουν. Η μέση μείωση ανά μήνα θα διαμορφωθεί σε 15 δισεκ. ευρώ έως το τέλος του β' τριμήνου του 2023, ενώ ο ρυθμός μείωσης μετά το χρονικό αυτό σημείο θα καθοριστεί σταδιακά με την πάροδο του χρόνου.

Πηγή: ΕΚΤ.

* Ο πίνακας ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία διαθέσιμα μέχρι τα μέσα Δεκεμβρίου 2022.

Διάγραμμα III.1
Πληθωρισμός και αμοιβή εργασίας
στη ζώνη του ευρώ
(α' τρίμηνο 2019 - γ' τρίμηνο 2022)



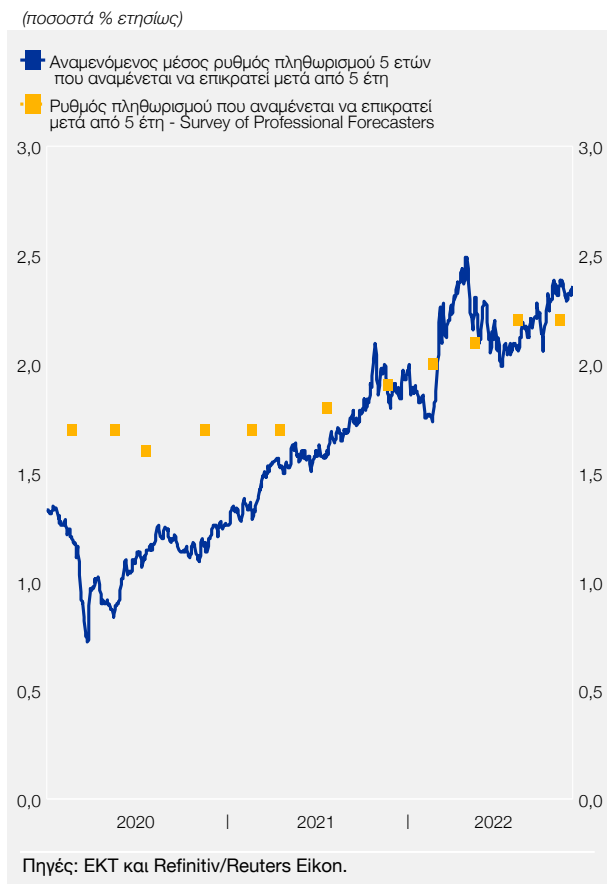
Τα κύρια στοιχεία της οικονομικής ανάλυσης του Διοικητικού Συμβουλίου, όπως εκφράστηκε στο πλαίσιο των συνεδριάσεων από τον Ιούλιο μέχρι τα τέλη του έτους, ήταν τα εξής: Ο ρυθμός πληθωρισμού παραμένει πολύ υψηλός στη ζώνη του ευρώ, επιπλέον αναμένεται ότι θα διατηρηθεί πάνω από το μεσοπρόθεσμο στόχο (2%) επί μακρόν (βλ. Πίνακα III.1).

Οι παράγοντες που τροφοδότησαν την επιτάχυνση του πληθωρισμού είναι (α) η αύξηση των τιμών της ενέργειας, και πρωτίστως του φυσικού αερίου και του ηλεκτρικού ρεύματος, η οποία ήταν κατά βάση επακόλουθο του πολέμου στην Ουκρανία και (β) η άνοδος των τιμών των τροφίμων, η οποία αποδίδεται τόσο στη διόγκωση του ενεργειακού κόστους όσο και στη διατάραξη του διεθνούς εμπορίου (παρομοίως επακόλουθο του πολέμου) και στις δυσμενείς καιρικές συνθήκες. Επιπρόσθετα, ο τιμάρημος εξακολούθησε να επηρεάζεται ανοδικά από (γ) τις ελλείψεις προϊόντων και παραγωγικών εισροών, οι οποίες βεβαίως έχουν αρχίσει πλέον να αμβλύνονται, εντούτοις εξακολουθούν να έχουν επίπτωση με χρονική υστέρηση ιδίως στις τιμές των αγαθών, (δ) την ανάκαμψη της ζήτησης στον τομέα των υπηρεσιών με την άρση των περιορισμών λόγω της πανδημίας, η οποία επίσης εξασθενεί πλέον, και τέλος (ε) την υποχώρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Οι πιέσεις στις τιμές εξαπλώνονται σε ολοένα περισσότερους τομείς, εν μέρει λόγω

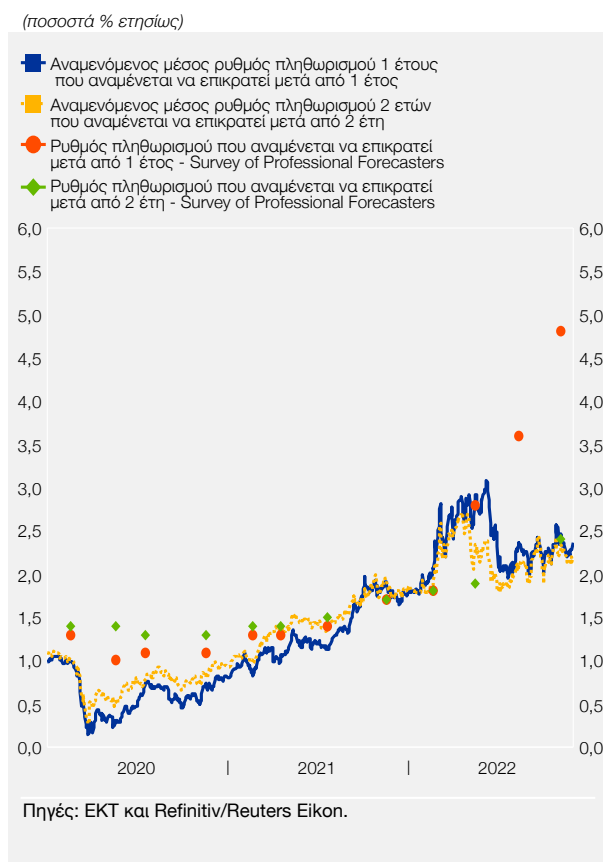
της γενικευμένης επιρροής που ασκούν οι αυξήσεις των τιμών της ενέργειας. Αυτό αντανakλάται στις προβλέψεις σχετικά με τον πυρήνα του πληθωρισμού (που ορίζεται ως ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών εκτός ενέργειας και ειδών διατροφής) οι οποίες υποβλήθηκαν στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ (βλ. Πίνακα III.1). Τα δημοσιονομικά μέτρα με στόχο την άμβλυνση των επιπτώσεων για τα νοικοκυριά των υψηλών τιμών της ενέργειας καθώς επίσης και εν γένει του πληθωρισμού εκτιμάται ότι θα συμβάλουν σε συγκράτηση του πληθωρισμού το 2023, αλλά όταν αποσυρθούν θα επακολουθήσει αντίστοιχη αναζωπύρωση του πληθωρισμού.

Όσον αφορά τους μισθούς, οι αυξήσεις παρέμειναν γενικά συγκρατημένες, τελευταία ωστόσο αυξάνονται οι ενδείξεις ενδυνάμωσής τους (βλ. Διάγραμμα III.1), δεδομένου ότι οι αγορές εργασίας δεν χαρακτηρίζονται από χαλαρότητα, καθώς η απασχόληση αυξάνεται, το ποσοστό ανεργίας έχει διαμορφωθεί σε ιστορικά χαμηλά και οι συνολικές πραγματικές ώρες εργασίας υπερέβησαν τα προ πανδημίας επίπεδα. Εξάλλου, δεν λείπουν και οι συνήθεις πιέσεις για αντιστάθμιση των απωλειών αγοραστικής δύναμης λόγω του πληθωρισμού με αναπροσαρμογή της αμοιβής της εργασίας. Σύμφωνα με τις οικονομετρικές προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος που υποβλήθηκαν στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ το Δεκέμβριο του 2022, οι μισθολογικές αυξήσεις αναμένεται να διαμορφωθούν μελλοντικά πάνω από τη μέση τιμή η οποία έχει καταγραφεί κατά τα προηγούμενα έτη. Πάντως, με την οικονομική επιβράδυνση που παρατηρείται ήδη από τα τέλη του 2022, η ανεργία αναμένεται να σημειώσει κάποια αύξηση, επιφέροντας αντίστοιχη συγκράτηση των μισθών. Οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών κινούνται περὶ το 2%. Πάντως σημειώθηκαν υπερβάσεις αυτού του επιπέδου από ορισμένους δείκτες, οι οποίες συνεχίζουν να χρήζουν παρακολούθησης (βλ. Διαγράμματα III.2 και III.3).

Διάγραμμα ΙΙΙ.2 Μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (2 Ιανουαρίου 2020 - 30 Νοεμβρίου 2022)



Διάγραμμα ΙΙΙ.3 Πιο βραχυπρόθεσμες-μεσοπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (2 Ιανουαρίου 2020 - 30 Νοεμβρίου 2022)



Κατά το β' τρίμηνο του 2022 ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ επιταχύνθηκε, κυρίως λόγω ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης υπηρεσιών, οι οποίες, επειδή συνεπάγονται στενή επαφή με άλλα άτομα, υπόκειντο προηγουμένως σε περιορισμούς λόγω της πανδημίας, όπως κατ' εξοχήν συνέβη στον τομέα του τουρισμού. Το Διοικητικό Συμβούλιο της EKT επισήμανε την επιβράδυνση του ΑΕΠ κατά το γ' τρίμηνο, υπογράμμισε ότι προσδοκάται να συνεχιστεί μέχρι και τις αρχές του 2023 και απέδωσε την εξέλιξη αυτή της οικονομικής δραστηριότητας στους ακόλουθους παράγοντες: Πρώτον, εκτιμήθηκε ότι ο ταχύς ρυθμός πληθωρισμού, οι περιοριστικότερες συνθήκες χρηματοδότησης και το ενδεχόμενο διακοπής της παροχής αερίου σε χώρες της ζώνης του ευρώ προκάλεσαν υποχώρηση τόσο των καταναλωτικών δαπανών, λόγω διάβρωσης των πραγματικών εισοδημάτων και κλονισμού της εμπιστοσύνης, όσο και της παραγωγής κατ' αρχάς λόγω της αύξησης του κόστους. Δεύτερον, η παγκόσμια ζήτηση είχε αρχίσει να εξασθενεί, μεταξύ άλλων λόγω της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής σε πολλές μεγάλες οικονομίες, αλλά και της εντεινόμενης γεωπολιτικής αβεβαιότητας που προκαλεί η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία. Τρίτον, οι όροι εμπορίου που αντιμετωπίζει η ζώνη του ευρώ καθίσταντο επί πολλούς μήνες δυσμενέστεροι, καθώς οι τιμές των εισαγωγών αυξάνονταν ταχύτερα σε σύγκριση με αυτές των εξαγωγών. Το 2023 ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης αναμένεται υποτονικός, ωστόσο τυχόν οικονομική ύφεση θα είναι βραχύβια και περιορισμένης έκτασης.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της EKT σημείωσε επανειλημμένα κατά τους τελευταίους μήνες ότι οι προοπτικές του πληθωρισμού υπόκεινται σε ανοδικούς κινδύνους. Υποστηρίχθηκε ότι οι κίνδυνοι αυτοί θα υλοποιηθούν βραχυπρόθεσμα εάν υπάρξει περαιτέρω περιορισμός της προσφοράς ενέργειας και αύξηση των λιανικών τιμών της. Μεσοπρόθεσμα οι κίνδυνοι όσον αφορά

τις προοπτικές του πληθωρισμού θεωρήθηκαν συνυφασμένοι με τα εξής ενδεχόμενα: (α) συρρίκνωση του παραγωγικού δυναμικού στη ζώνη του ευρώ, (β) αύξησης του προσδοκώμενου πληθωρισμού πάνω από το στόχο του Ευρωσυστήματος, (γ) μισθολογικών αυξήσεων πέραν των αναμενόμενων, (δ) περαιτέρω ανόδου των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων, (ε) ενίσχυσης του βαθμού στον οποίο οι αυξήσεις των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων μετακυλίνουν στους τελικούς καταναλωτές. Από την άλλη πλευρά, εάν η συνολική ζήτηση και το κόστος της ενέργειας υποχωρήσουν, εκτιμήθηκε ότι οι ανοδικές πιέσεις στις τιμές θα αμβλυνθούν μεσοπρόθεσμα.

Ο ρυθμός ανόδου των νομισματικών μεγεθών στη ζώνη του ευρώ συνέχισε να αποκλιμακώνεται. Ο αντίστοιχος ρυθμός των επιχειρηματικών δανείων ενισχύθηκε σε επίπεδα υψηλότερα από ό,τι προ της πανδημίας, ενώ ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά μετριάστηκε τους τελευταίους μήνες, αντανακλώντας την εξέλιξη των στεγαστικών δανείων. Τα τραπεζικά επιτόκια και το κόστος άντλησης ρευστότητας εκ μέρους των τραπεζών αυξήθηκαν αισθητά, σε συμφωνία με τη μεταστροφή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής.

Όσον αφορά το Μέσο Προστασίας της Μετάδοσης (TPI), η θέσπισή του, η οποία, όπως προαναφέρθηκε, αποφασίστηκε στη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου τον Ιούλιο του 2022, θεωρήθηκε αναγκαία για την προαγωγή της αποτελεσματικότητας του μηχανισμού μετάδοσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Η λειτουργία του TPI θα εξασφαλίζει ότι οι μεταβολές της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος κατά την παρούσα φάση ομαλοποίησης θα μεταδίδονται ομοιόμορφα σε όλες τις οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Στην αντίθετη περίπτωση δεν θα καταστεί δυνατόν το Ευρωσύστημα να εκπληρώσει τον πρωταρχικό του σκοπό, δηλαδή την εδραίωση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ.

Το TPI θα ενεργοποιείται προκειμένου να αντιμετωπιστούν αδικαιολόγητες εντάσεις οι οποίες οδηγούν σε ανεξέλεγκτες διακυμάνσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές με δυσμενείς συνέπειες για την ομαλή μετάδοση της νομισματικής πολιτικής. Προς τούτο, το Ευρωσύστημα θα προχωρεί σε αγορές τίτλων κυρίως με εκδότες που ταξινομούνται στο δημόσιο τομέα (δηλαδή κεντρικές κυβερνήσεις, περιφερειακές διοικήσεις και δημόσιους οργανισμούς) και εναπομένουσα διάρκεια από ένα έως δέκα έτη, ενώ παρέχεται κατ' αρχήν και η δυνατότητα αγορών ιδιωτικών τίτλων. Το ύψος των αγορών τίτλων δεν θα προκαθορίζεται, αλλά θα είναι συνάρτηση της έκτασης των κινδύνων για την ομαλή μετάδοση της νομισματικής πολιτικής που θα δημιουργούνται από τις εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι αγορές τίτλων θα αναστέλλονται εφόσον διαπιστωθεί διαρκούσα βελτίωση στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής ή ότι οι εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές προκύπτουν από δυσμενή θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη του κράτους-μέλους του οποίου οι τίτλοι αγοράζονται από το Ευρωσύστημα.

Το Ευρωσύστημα θα αξιολογεί με βάση σειρά κριτηρίων κατά πόσον τα κράτη-μέλη των οποίων οι τίτλοι θα αποκτώνται ακολουθούν συνετές και διατηρήσιμες δημοσιονομικές και άλλες μακροοικονομικές πολιτικές. Καθορίζεται ότι μεταξύ άλλων τα εν λόγω κράτη-μέλη δεν θα πρέπει να έχουν υπαχθεί στη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, διαφορετικά επιβάλλεται να έχουν αναλάβει αποτελεσματική δράση κατόπιν των συστάσεων του Συμβουλίου της ΕΕ. Επίσης, προκειμένου να είναι επιλέξιμα για ενεργοποίηση του TPI, τα κράτη-μέλη δεν θα πρέπει να εμφανίζουν άλλες μακροοικονομικές ανισοροπίες και ειδικότερα απαιτείται να μην έχουν υπαχθεί στη διαδικασία υπερβολικών ανισοροπιών, διαφορετικά επιτάσσεται να έχουν προχωρήσει σε διορθωτικές δράσεις σύμφωνα με τις σχετικές συστάσεις που τους έχει απευθύνει το Συμβούλιο της ΕΕ. Επιπρόσθετα θα αξιολογείται η διατηρησιμότητα της δημοσιονομικής κατάστασης των εν λόγω κρατών-μελών με βάση αναλύσεις όχι μόνο της ΕΚΤ, αλλά και άλλων διεθνών οργανισμών. Θα εξετάζεται επίσης η τήρηση των δεσμεύσεων τις οποίες έχουν αναλάβει τα εν λόγω κράτη-μέλη με την υποβολή των Εθνικών Σχεδίων Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας στο πλαίσιο του ευρωπαϊκού Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF).

Το ΤΠΙ δεν θα πρέπει να αλλοιώνει την κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Προς τούτο, οι σχετικές αγορές τίτλων δεν θα πρέπει να έχουν μόνιμη επίπτωση στο συνολικό μέγεθος του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος. Τον Ιούλιο του 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο υπενθύμισε ότι, ως πρώτη γραμμή άμυνας έναντι των απειλών που αντιμετωπίζει η ομαλή μετάδοση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής λόγω της εξέλιξης της πανδημίας, παραμένει η απόκτηση τίτλων στο πλαίσιο της πολιτικής επανεπένδυσης, με ευελιξία, του προϊόντος της λήξης χρεογράφων τα οποία έχει αγοράσει κατά το παρελθόν το Ευρωσύστημα σε εφαρμογή του προγράμματος PEPP.

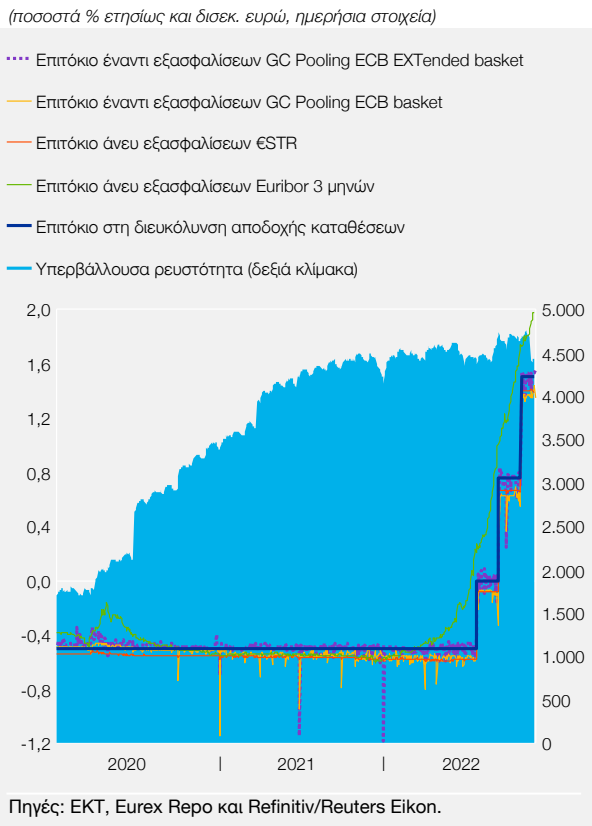
Στη συνεδρίαση του Οκτωβρίου 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τροποποίησε τους όρους και τις προϋποθέσεις που θα ισχύουν όσον αφορά τη χρηματοδότηση που έχει χορηγηθεί προς τις τράπεζες μέσω των πράξεων TLTRO-III (βλ. Πίνακα ΙΙΙ.3). Οι όροι υπό τους οποίους αναχρηματοδοτούνται οι τράπεζες από το Ευρωσύστημα προσαρμόστηκαν κατά τρόπο συνεπή με την ομαλοποίηση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Έτσι, επιδιώκεται οι πράξεις TLTRO-III να προσφέρουν κίνητρα στις τράπεζες ώστε να μετακυλίσουν τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων σε αυστηροποίηση των συνθηκών τραπεζικής χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση.

Στη συνεδρίαση του Δεκεμβρίου 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αφενός επιβεβαίωσε ότι τα βασικά επιτόκια συνιστούν το κατ' εξοχήν μέσο καθορισμού της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και αφετέρου συζήτησε τις αρχές που θα διέπουν την ομαλοποίηση του ύψους του χαρτοφυλακίου τίτλων τους οποίους κατέχει το Ευρωσύστημα για σκοπούς νομισματικής πολιτικής. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε ότι από το Μάρτιο του 2023 και εξής το χαρτοφυλάκιο το οποίο έχει συγκεντρωθεί σε εφαρμογή του προγράμματος αγοράς τίτλων APP θα επιτραπεί να αρχίσει να μειώνεται με μετρημένο και προβλέψιμο ρυθμό (αρχικά μέχρι τα μέσα του 2023 κατά 15 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο κατά μήνα). Αυτό θα επιτευχθεί μη επενδύοντας ολόκληρο το προϊόν των λήξεων των κατεχόμενων τίτλων. Το Φεβρουάριο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο θα ανακοινώσει όλες τις παραμέτρους όσον αφορά τη συρρίκνωση του εν λόγω χαρτοφυλακίου. Το Διοικητικό Συμβούλιο θα επαναξιολογεί σε τακτά χρονικά διαστήματα το ρυθμό μείωσης του μεγέθους του εν λόγω χαρτοφυλακίου με στόχο να διασφαλίσει ότι (α) ο ρυθμός παραμένει συνεπής με τη συνολική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, (β) οι χρηματοπιστωτικές αγορές λειτουργούν χωρίς προβλήματα και (γ) διατηρείται σε υψηλό βαθμό ο έλεγχος των συνθηκών στις βραχυπρόθεσμες αγορές χρήματος. Μέχρι το τέλος του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο θα επαναξιολογήσει επίσης το λειτουργικό πλαίσιο της ενιαίας νομισματικής πολιτικής με τη βοήθεια του οποίου κατευθύνονται από το Ευρωσύστημα τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, διευκρινίζοντας έτσι περαιτέρω το ύψος του χαρτοφυλακίου τίτλων το οποίο είναι σκόπιμο να είναι στην κατοχή του αφού ολοκληρωθεί η ομαλοποίηση του ισολογισμού του.

3 Η ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η υπερβάλλουσα ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα συνέχισε να κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα κατά το τρέχον έτος. Στο πλαίσιο της διαδικασίας ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής, οι καθαρές αγορές τίτλων υπό το PEPP και το APP τερματίστηκαν μετά το Μάρτιο και τον Ιούνιο του 2022 αντιστοίχως και συνεχίζονται μόνο οι επανεπενδύσεις. Την περίοδο Ιουλίου-Νοεμβρίου του 2022 η υπερβάλλουσα ρευστότητα ανήλθε σε 4.560 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο, σε σύγκριση με 4.119 δισεκ. ευρώ το 2021 (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.4). Η αξία των τίτλων που είχαν αποκτηθεί μέσω των προγραμμάτων αγοράς τίτλων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος ανήλθε την περίοδο Ιουλίου-Νοεμβρίου 2022 κατά μέσο όρο σε 4.953 δισεκ. ευρώ, έναντι 4.215 δισεκ. ευρώ το προηγούμενο έτος. Το μερίδιο των προγραμμάτων αγοράς τίτλων (PEPP και APP) στη συνολική ρευστότητα που χορηγήθηκε προς τους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος διαμορφώθηκε σε 70% κατά μέσο όρο την περίοδο Ιουλίου-Νοεμβρίου 2022, συγκριτικά με 67% το 2021. Το εναπομένον μερίδιο στη συνολική ρευστότητα αντλήθηκε μέσω των πράξεων αναχρηματο-

Διάγραμμα III.4 Επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, επιτόκιο στην αγορά χρήματος και υπερβάλλουσα ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ (2 Ιανουαρίου 2020 - 30 Νοεμβρίου 2022)



δότησης (TLTRO, PELTRO, LTRO και MRO) και διαμορφώθηκε σε 30%, έναντι 33% προηγουμένως. Η υποχώρηση αυτή οφείλεται κυρίως στις εθελοντικές αποπληρωμές μέρους της ρευστότητας που είχε αντληθεί μέσω των πράξεων TLTRO-III κατά την οξεία φάση της πανδημίας και η οποία στα τέλη Νοεμβρίου 2022 ανερχόταν σε 1,8 τρισεκ. ευρώ περίπου (Δεκέμβριος 2021: 2,2 τρισεκ. ευρώ).

Μέχρι τον Ιούλιο του 2022 η υψηλή υπερβάλλουσα ρευστότητα επηρέαζε το βαθμό χρήσης του συστήματος δύο βαθμίδων (two-tier system) από τα πιστωτικά ιδρύματα. Οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ αξιοποιούσαν το επιτρεπόμενο όριο μέχρι του οποίου τα διαθέσιμα εξαιρούνταν από το αρνητικό επιτόκιο σε ποσοστό 99% τον Ιούνιο, ωστόσο μετά τη διαμόρφωση του επιτοκίου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων σε θετικό επίπεδο το Σεπτέμβριο του 2022 η χρήση του εν λόγω συστήματος δεν ήταν πλέον αναγκαία και ανεστάλη.² Για το λόγο αυτό, καθώς το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων ήταν από το Σεπτέμβριο θετικό (0,75%), καταγράφηκε σημαντική μετατόπιση των πλεοναζόντων διαθεσίμων των τραπεζών από τους τρεχούμενους λογαριασμούς του Ευρωσυστήματος στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων.

Από τα τέλη Ιουλίου, μετά την έναρξη του κύκλου αυξήσεων των επιτοκίων πολιτικής από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, τα επιτόκια στην αγορά χρήματος άρχισαν να αυξάνονται παράλληλα και γενικά διαμορφώθηκαν κοντά στο επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Ειδικότερα, το επιτόκιο €STR στην αγορά άνευ εξασφαλίσεων διαμορφώθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2022 κατά μέσο όρο σε -0,58%, αλλά στη συνέχεια ακολούθησε το ρυθμό των μεταβολών των επιτοκίων πολιτικής και διαμορφώθηκε στο τέλος Νοεμβρίου σε 1,4%. Το επιτόκιο Euribor 3 μηνών είχε ήδη αρχίσει να αυξάνεται νωρίτερα, από το Μάρτιο, ενσωματώνοντας εντονότερα τις προσδοκίες για επικείμενη άνοδο των επιτοκίων πολιτικής, και μέχρι το τέλος Νοεμβρίου διαμορφώθηκε σε 1,97%. 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, τα επιτόκια επίσης διατηρήθηκαν μέχρι τα τέλη Ιουλίου σε πολύ χαμηλά επίπεδα, κοντά στο επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Το επιτόκιο για τοποθετήσεις έναντι τυποποιημένων ομάδων εξασφαλίσεων GC pooling ECB διαμορφώθηκε το διάστημα αυτό σε -0,58% και το αντίστοιχο επιτόκιο GC pooling ECB EXT, για διευρυμένο καλάθι χρεογράφων χαμηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης, σε -0,50%. Στη συνέχεια τα δύο αυτά επιτόκια ανήλθαν μέχρι το τέλος Νοεμβρίου σε 1,42% και 1,53% αντιστοίχως.

2 Σύμφωνα με το σύστημα δύο βαθμίδων, εξαιρούνταν ένα μέρος από τα υπερβάλλοντα διαθέσιμα που κατέθεταν οι αντισυμβαλλόμενοι στους τρεχούμενους λογαριασμούς τους οποίους τηρούν στο Ευρωσύστημα και δεν τοκίζονταν με το αρνητικό επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, αλλά με μηδενικό επιτόκιο. Το σύστημα αυτό τέθηκε σε εφαρμογή από τις 30 Οκτωβρίου 2019, αλλά η εφαρμογή του ανεστάλη με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ καθώς, μετά τις αυξήσεις των επιτοκίων πολιτικής, το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων διαμορφώθηκε από το Σεπτέμβριο του 2022 σε θετικό επίπεδο.

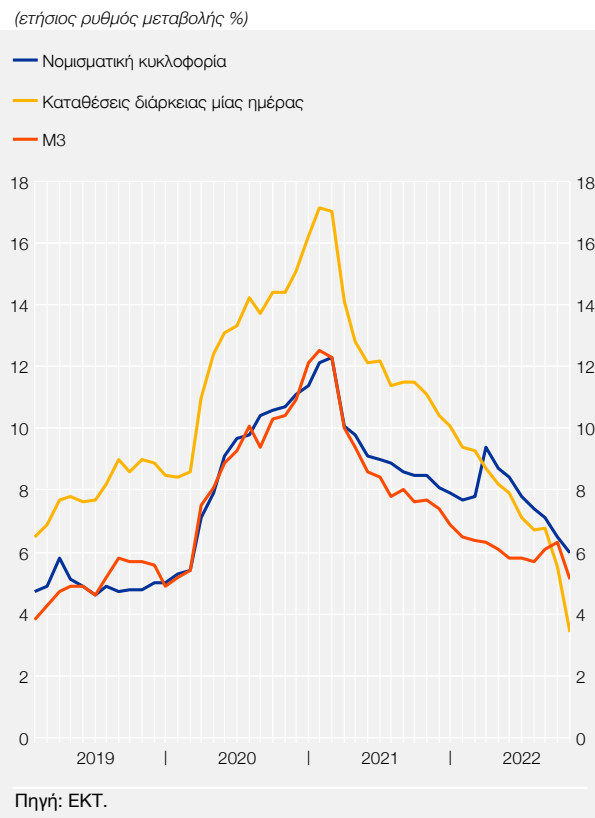
4 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Στη διάρκεια του δεκαμήνου Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022, η άνοδος των νομισματικών μεγεθών στη ζώνη του ευρώ συνέχισε να επιβραδύνεται, μετά τα υψηλά που είχε σημειώσει το α΄ τρίμηνο του 2021 λόγω της ρευστότητας που χορηγήθηκε κατά την οξεία φάση της πανδημίας. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) υποχώρησε συνολικά κατά την εξεταζόμενη περίοδο (Οκτώβριος 2022: 5,1%, Δεκέμβριος 2021: 6,9%, Δεκέμβριος 2020: 12,1%), αντανakλώντας τις εξελίξεις στο ρυθμό αύξησης του χρήματος με τη στενή έννοια (M1), που περιλαμβάνει το νόμισμα σε κυκλοφορία και τις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (Οκτώβριος 2022: 3,8%, Δεκέμβριος 2021: 9,8%, Δεκέμβριος 2020: 15,5%, βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.5). Ταυτόχρονα όμως έγινε θετική η συμβολή στο M3 των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 έτη και των καταθέσεων υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών.

Μεταξύ των επιμέρους στοιχείων του M1, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της νομισματικής κυκλοφορίας επιταχύνθηκε πρόσκαιρα το α΄ τρίμηνο του 2022 (σε 9,4%) λόγω της έντονης αβεβαιότητας που επέφερε η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, γεγονός που ενίσχυσε προσωρινά τη ζήτηση μετρητών, αν και στη συνέχεια ο εν λόγω ρυθμός επανήλθε σε πτωτική πορεία (Οκτώβριος 2022: 6%, Δεκέμβριος 2021: 7,9%, Δεκέμβριος 2020: 11,4%). Μεταξύ των επιμέρους θεσμικών τομέων, ο ρυθμός ανόδου των καταθέσεων μίας ημέρας εξασθένησε συγκριτικά περισσότερο το 2022 για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, καθώς συνδυάστηκε με αύξηση των επιχειρηματικών καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια, το επιτόκιο των οπείων παρουσίασε σημαντική άνοδο από το β΄ τρίμηνο. Όσον αφορά τα νοικοκυριά, η συσσώρευση καταθέσεων μίας ημέρας συνέχισε να εξομαλύνεται στη διάρκεια του 2022, εν όψει των υψηλότερων τιμών της ενέργειας και των τροφίμων που περιόρισαν τα αποθέματα ρευστότητας, όπως και τη δυνατότητα των νοικοκυριών να αποταμιεύουν.

Ο βασικότερος παράγοντας που συνετέλεσε στη μεταβολή της ποσότητας του χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) το δεκάμηνο του 2022 ήταν η άνοδος της τραπεζικής χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ, η συμβολή της οποίας ενισχύεται συνεχώς από τον Αύγουστο του 2021 και μετά. Η απόκτηση χρεογράφων της γενικής κυβέρνησης από τα εγχώρια νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (NXI)³ έπαυσε μετά το Μάρτιο του 2022 να αποτελεί πλέον την κύρια πηγή δημιουργίας χρήματος στη ζώνη του ευρώ, λόγω της διακοπής των καθαρών αγορών κρατικών ομολόγων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος από τον Απρίλιο του 2022 στο πλαίσιο του PEPP και από τον Ιούλιο και στο πλαίσιο του APP (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.6). Τα πι-

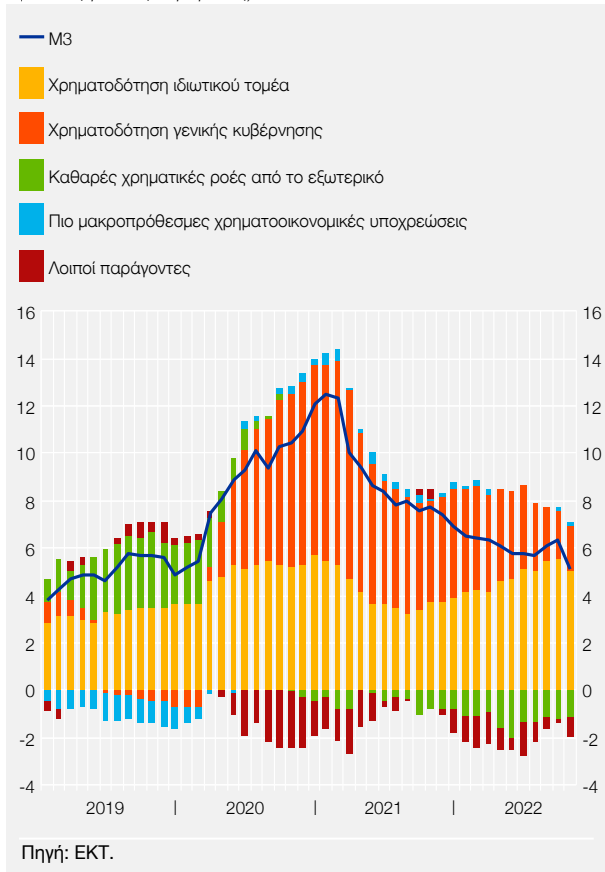
Διάγραμμα ΙΙΙ.5 Νομισματικά μεγέθη στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2019 - Οκτώβριος 2022)



3 Στα NXI της ζώνης του ευρώ περιλαμβάνονται οι εθνικές κεντρικές τράπεζες και η ΕΚΤ, που απαρτίζουν το Ευρωσύστημα, τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ (όπως ορίζονται με βάση το νομικό πλαίσιο της ΕΚΤ), καθώς και όλοι οι λοιποί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί της ζώνης του ευρώ, η δραστηριότητα των οποίων είναι να δέχονται καταθέσεις ή/και στενά υποκατάστατα αυτών από οντότητες πλην NXI και να χορηγούν πιστώσεις ή να επενδύουν σε χρεόγραφα, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων.

Διάγραμμα III.6 Παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή του νομισματικού μεγέθους M3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2019 - Οκτώβριος 2022)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής % για το M3, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες για τους παράγοντες)



στην επιτάχυνση των επιχειρηματικών δανείων συνέβαλε και η υποκατάσταση χρηματοδότησης από έκδοση εταιρικών ομολόγων με τραπεζικό δανεισμό, καθώς το κόστος άντλησης ρευστότητας από τις αγορές αυξήθηκε πιο απότομα στη διάρκεια του 2022 σε σύγκριση με το κόστος των τραπεζικών δανείων.

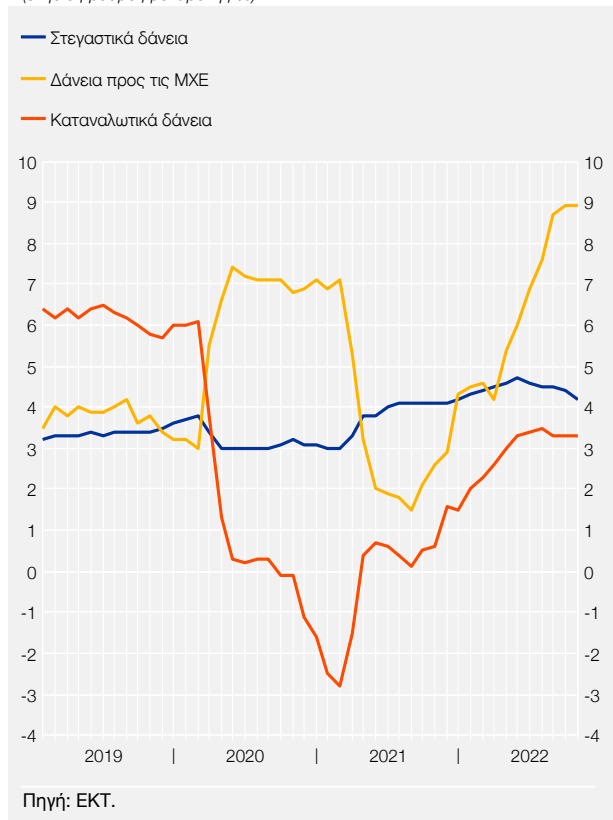
Ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά ενισχύθηκε επίσης μέχρι τα μέσα του έτους και στη συνέχεια επιβραδύνθηκε ελαφρά. Η επιβράδυνση αφορούσε την κατηγορία των στεγαστικών δανείων (Οκτώβριος 2022: 4,8%, Δεκέμβριος 2021: 5,4%, Δεκέμβριος 2020: 4,7%), ενώ ο ρυθμός ανόδου των καταναλωτικών δανείων επιταχύνθηκε στη διάρκεια του 2022, πιθανόν σε συνάρτηση με την οικονομική ανάκαμψη και την πραγματοποίηση δαπανών που είχαν αναβληθεί από τα νοικοκυριά την περίοδο της πανδημίας (Οκτώβριος 2022: 3,3%, Δεκέμβριος 2021: 1,5%, Δεκέμβριος

στωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ (πλην των κεντρικών τραπεζών) μείωσαν τη διακράτηση κρατικών χρεογράφων το γ' τρίμηνο του 2022, ενώ τον Οκτώβριο η σχετική καθαρή ροή ήταν σχεδόν μηδενική.

Αναλυτικότερα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ενισχύθηκε σημαντικά το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 (Οκτώβριος 2022: 8,9%, Δεκέμβριος 2021: 4,3%, Δεκέμβριος 2020: 7,1%, βλ. Διάγραμμα III.7), ανερχόμενος σε επίπεδα υψηλότερα από ό,τι πριν την πανδημία. Αν και αξιόλογη άνοδο σημείωσαν οι καθαρές ροές σε όλες τις επιμέρους διάρκειες δανείων, η δυναμική της ανόδου του ρυθμού των επιχειρηματικών δανείων οφείλεται στα πιο βραχυπρόθεσμα δάνεια (με διάρκεια μικρότερη του έτους), κυρίως λόγω των αυξημένων αναγκών για αποθέματα και κεφάλαια κίνησης οι οποίες επιτάχθηκαν από τις δυσλειτουργίες που εξακολούθησαν να παρατηρούνται στην εφοδιαστική αλυσίδα και από την άνοδο του κόστους της ενέργειας και της παραγωγής. Επιπλέον,

Διάγραμμα III.7 Δάνεια προς τις ΜΧΕ και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2019 - Οκτώβριος 2022)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

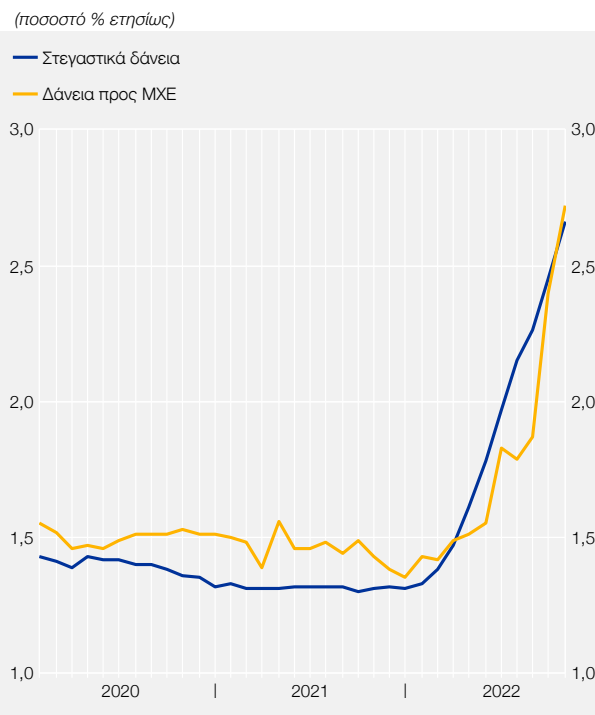


2020: -1,6%). Πάντως, μέχρι το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου ο ρυθμός αύξησης των καταναλωτικών δανείων διαμορφώθηκε σε επίπεδα χαμηλότερα από ό,τι πριν την πανδημία.

Οι καθαρές χρηματικές ροές από το εξωτερικό είχαν αρνητική συμβολή στην εξέλιξη του Μ3 κατά τη διάρκεια του 2022, γεγονός το οποίο οφείλεται κυρίως στην αρνητική επίδραση των υψηλότερων τιμών της ενέργειας στο εμπορικό ισοζύγιο της ζώνης του ευρώ.

Το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε το 2022, λόγω των ανοδικών πιέσεων που ασκήθηκαν από την πλευρά του κόστους άντλησης ρευστότητας εκ μέρους των τραπεζών (απότομη άνοδος των επιτοκίων στις αγορές χρήματος και στις αγορές ομολόγων, ως αποτέλεσμα της αύξησης των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος και της διαδικασίας εξομάλυνσης του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος). Το κόστος τραπεζικού δανεισμού για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διαμορφώθηκε τον Οκτώβριο του 2022 σε 2,72%, κατά 137 μονάδες βάσης υψηλότερα σε σχέση με το τέλος του 2021, ενώ για τα στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά ανήλθε σε 2,66%, αυξημένο κατά 135 μονάδες βάσης αντιστοίχως (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.8).

**Διάγραμμα ΙΙΙ.8 Δείκτης κόστους δανεισμού στη ζώνη του ευρώ
(Ιανουάριος 2020 - Οκτώβριος 2022)**



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Ο δείκτης αυτός καταρτίζεται από την ΕΚΤ για τα στεγαστικά δάνεια των νοικοκυριών και για τα δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ). Υπολογίζεται με βάση το σταθμισμένο μέσο όρο των επιτοκίων στα νέα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια αυτών των κατηγοριών, με ορισμένες προσαρμογές που βελτιώνουν τη συγκρισιμότητα του κόστους δανεισμού μεταξύ των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ.

IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας συνεχίστηκε και το γ' τρίμηνο του 2022, παρά την επιτάχυνση του πληθωρισμού και την επιβράδυνση της παγκόσμιας ζήτησης που επηρέασαν τον αναπτυξιακό ρυθμό. Η ιδιωτική κατανάλωση, οι επενδύσεις και οι επιδόσεις του τουριστικού τομέα στήριξαν την οικονομική δραστηριότητα, αλλά οι προσδοκίες των επιχειρήσεων και κυρίως των καταναλωτών επιδεινώθηκαν.

Ο γενικός πληθωρισμός σημείωσε πολύ μεγάλη άνοδο, κυρίως λόγω των ενεργειακών αγαθών και των τροφίμων, μειώνοντας το πραγματικό εισόδημα των νοικοκυριών. Η επιτάχυνση του πυρήνα του πληθωρισμού καθιστά πλέον ορατό το ενδεχόμενο να διατηρηθεί ο πληθωρισμός σε υψηλά επίπεδα και το 2023. Η αγορά εργασίας βελτιώθηκε περαιτέρω στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου, αλλά τυχόν επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να επηρεάσει και τα συναφή μεγέθη.

Στον εξωτερικό τομέα, η ανταγωνιστικότητα τιμών της οικονομίας βελτιώθηκε σε όρους κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, αλλά επιδεινώθηκε σε όρους σχετικών τιμών λόγω της ταχύτερης ανόδου των τιμών σε σύγκριση με τους βασικούς εμπορικούς εταίρους. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε, λόγω της ταχύτερης αύξησης των εισαγωγών αγαθών σε σύγκριση με τις εξαγωγές αγαθών, ενώ οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες ανέκαμψαν εντυπωσιακά.

Με την επιβράδυνση της διεθνούς οικονομίας και την αβεβαιότητα σχετικά με τον ενεργειακό εφοδιασμό επιχειρήσεων και νοικοκυριών, η διατήρηση ικανοποιητικού ρυθμού ανάπτυξης το επόμενο διάστημα αποτελεί την κυριότερη πρόκληση για την ελληνική οικονομία. Ο ρόλος των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU (NGEU) και των επενδύσεων εκτιμάται ότι θα αποδειχθεί σημαντικός. Επίσης, ιδιαίτερη σημασία αποδίδεται στην προστασία του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των καταναλωτών και της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας από την ενδεχόμενη διατήρηση των πληθωριστικών πιέσεων σε υψηλά επίπεδα το επόμενο διάστημα.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2022, η ελληνική οικονομία θα αναπτυχθεί με ετήσιο ρυθμό 6,2%. Για το 2023 ο ρυθμός προβλέπεται να επιβραδυνθεί στο 1,5%, αντανακλώντας κυρίως την εξασθένηση της ιδιωτικής κατανάλωσης λόγω της μείωσης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, αλλά και την επιβράδυνση της διεθνούς οικονομίας. Μεσοπρόθεσμα, οι κίνδυνοι για την οικονομική δραστηριότητα είναι καθοδικοί και συνδέονται, διεθνώς, με την ένταση των πληθωριστικών πιέσεων και την αβεβαιότητα γύρω από τον πόλεμο στην Ουκρανία και, εγχωρίως, με το ενδεχόμενο χαμηλότερης της αναμενόμενης ταχύτητας απορρόφησης των πόρων του NextGenerationEU (NGEU) ή/και δημιουργίας μιας νέας γενιάς μη εξυπηρετούμενων δανείων λόγω των επιπτώσεων της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης, καθώς και με το ενδεχόμενο ύφεσης στις οικονομίες βασικών εμπορικών εταίρων.

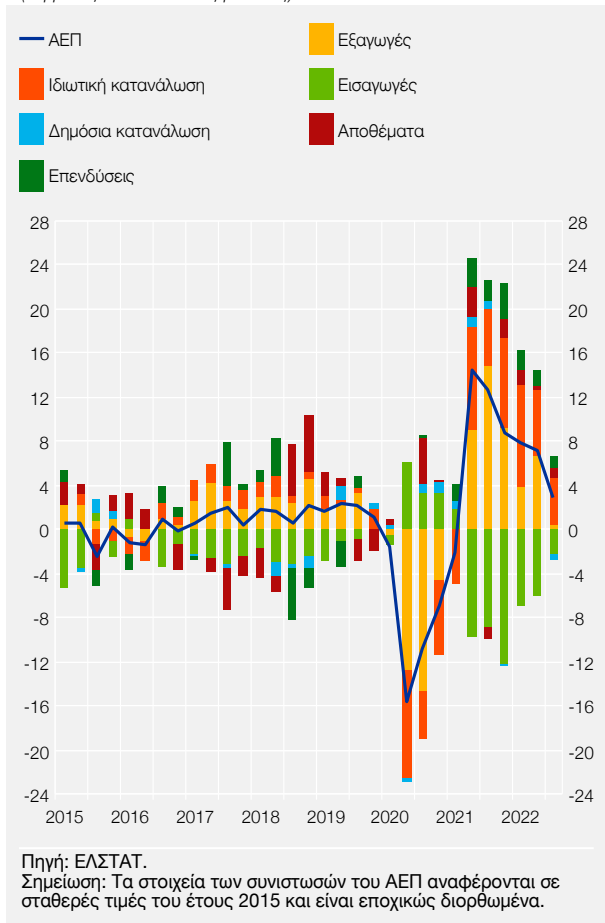
1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η ελληνική οικονομία διατήρησε την αναπτυξιακή της δυναμική το εννεάμηνο του 2022 (5,9% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2021). Η αναβληθείσα ζήτηση εκ μέρους των νοικοκυ-

¹ Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 15.12.2022.

Διάγραμμα IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης (α' τρίμηνο 2015 - γ' τρίμηνο 2022)

(συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



ριών και οι συσσωρευμένες αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα λόγω της πανδημίας, σε συνδυασμό με τις υψηλές επιδόσεις του τουριστικού τομέα και τη συνεχιζόμενη δημοσιονομική υποστήριξη, συνέβαλαν στην άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας. Βασικές συνιστώσες της ανάπτυξης ήταν η ιδιωτική κατανάλωση, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και οι επενδύσεις, οι οποίες υποστηρίχθηκαν και από την ενίσχυση των επιχειρηματικών κερδών. Αντίθετα, η αύξηση των εισαγωγών, σε μεγάλο βαθμό λόγω της σημαντικής ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων, καθώς και της θετικής πορείας της βιομηχανικής παραγωγής, συνέβαλε αρνητικά στη μεταβολή του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα IV.1 και Διάγραμμα IV.1). Οι περισσότεροι δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας, όπως της βιομηχανικής παραγωγής, των λιανικών πωλήσεων και των πωλήσεων επιβατικών αυτοκινήτων, συνέχισαν να καταγράφουν θετικούς –αλλά επιβραδυνόμενους– ρυθμούς αύξησης και στη διάρκεια του γ' τριμήνου. Ωστόσο, οι προσδοκίες των επιχειρήσεων σε όλους τους κλάδους παρουσίασαν διακυμάνσεις και κατέγραψαν, όπως και ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών, σταδιακή επιδείνωση λόγω των έντονων πληθωριστικών πιέσεων και της γενικευμένης ανησυχίας σχετικά με τον ενεργειακό εφοδιασμό σε διεθνές επίπεδο (βλ. Διάγραμμα IV.2). Κάμψη εμφάνισε, ύστερα από μια μακρά ανοδική περίοδο, και ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI).

Η ελληνική αγορά ακινήτων διατηρεί τη δυναμική της, αν και βρίσκεται αντιμέτωπη με σημαντικές αβεβαιότητες που συνδέονται κυρίως με τις εξελίξεις στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον (αύξηση επιτοκίων, αυξημένο κατασκευαστικό και ενεργειακό κόστος κ.ά.). Το ενδιαφέρον για την ελληνική αγορά, ιδιαίτερα για ακίνητα υψηλών προδιαγραφών, αναμένεται να συνεχιστεί και να υποστηριχθεί από αναπλάσεις μεγάλης εμβέλειας και από τη βελτίωση των υποδομών σε εθνικό επίπεδο.

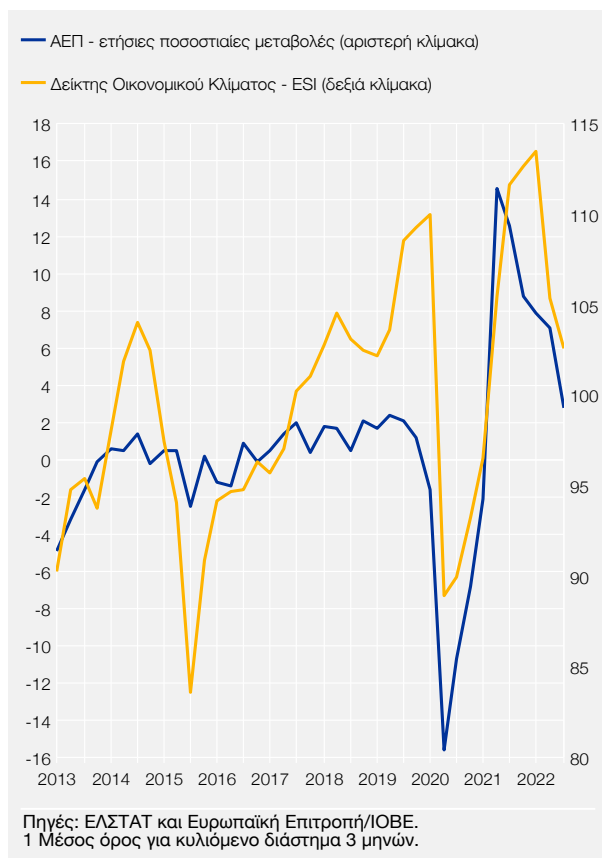
Στην αγορά εργασίας, κατά το πρώτο εξάμηνο καταγράφηκε σημαντική βελτίωση, με επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης και περαιτέρω μείωση του ποσοστού ανεργίας. Ταυτόχρονα παρατηρήθηκαν ενδείξεις αύξησης της στενότητας στην αγορά εργασίας, καθώς η ζήτηση εργασίας σε κλάδους όπως ο τουρισμός, οι κατασκευές, η μεταποίηση και ιδιαίτερα για περισσότερο εξειδικευμένες θέσεις εργασίας φαίνεται να ικανοποιείται πιο δύσκολα σε σχέση με το παρελθόν. Παρά την ενδεχόμενη επιβράδυνση της αύξησης της απασχόλησης το δεύτερο εξάμηνο του έτους, οι προοπτικές παραμένουν, μεσοπρόθεσμα, θετικές και υποστηρίζονται από τη συμβολή του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0” στη διατήρηση και δημιουργία νέων και καλύτερα αμειβόμενων θέσεων εργασίας.

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός εκτιμάται ότι για το σύνολο του 2022 θα καταγράψει πολύ υψηλό μέσο ετήσιο ρυθμό, ο οποίος διαμορφώνεται σε μεγάλο βαθμό από τις πολύ σημαντικές αυξήσεις στην ενέργεια και στα είδη διατροφής. Οι αυξήσεις αυτές διαχέονται πλέον στον πυρήνα του πληθωρισμού, γεγονός που αναμένεται να διατηρήσει τον πληθωρισμό σε υψηλά επίπεδα και την επόμενη χρονιά.

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα τιμών της ελληνικής οικονομίας παρουσίασε μικτή εικόνα. Η ανταγωνιστικότητα σε όρους κόστους ανά μονάδα προϊόντος παρουσίασε βελτίωση, αλλά σε όρους σχετικών τιμών κατέγραψε επιδείνωση, καθώς οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις ήταν εντονότερες σε σύγκριση με τους βασικούς εμπορικούς εταίρους. Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας παραμένει συγκριτικά χαμηλή σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, αλλά οι προσπάθειες για την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων έχουν ενταθεί, όπως φαίνεται και από τη σημαντική αύξησή τους τα τελευταία χρόνια.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 επιδεινώθηκε σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του προηγούμενου έτους, κυρίως λόγω της επιδείνωσης του ισοζυγίου αγαθών, καθώς οι εισαγωγές αγαθών αυξήθηκαν ταχύτερα από ό,τι οι εξαγωγές. Η ανάκαμψη των ταξιδιωτικών εισπράξεων και δευτερευόντως του ισοζυγίου θαλάσσιων μεταφορών οδήγησε σε αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών (βλ. και Πλαίσιο IV.1), το οποίο όμως αντιστάθμισε μόνο μερικώς την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών.

Διάγραμμα IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος - ESI¹
(α' τρίμηνο 2013 - γ' τρίμηνο 2022)



Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2018-γ' τρίμηνο 2022)

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

	2018	2019	2020	2021	2021 (δ' τρίμ.)	2022 (α' τρίμ.)	2022 (β' τρίμ.)	2022 (γ' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	1,7 (1,2)	1,9 (1,2)	-7,7 (-5,4)	5,8 (4,1)	12,1 (8,3)	13,7 (9,2)	8,9 (6,2)	6,2 (4,2)
Δημόσια κατανάλωση	-3,5 (-0,7)	2,1 (0,4)	2,6 (0,5)	2,2 (0,5)	-1,4 (-0,3)	-0,9 (-0,2)	-1,3 (-0,3)	-2,9 (-0,6)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-4,3 (-0,4)	-2,2 (-0,3)	1,1 (0,1)	20,0 (2,4)	29,7 (3,4)	13,2 (1,7)	9,8 (1,3)	7,7 (1,0)
Επενδύσεις σε κατοικίες	22,5 (0,1)	12,6 (0,1)	19,0 (-0,6)	27,3 (-1,1)	7,8 (0,1)	16,9 (-1,3)	15,8 (4,9)	8,2 (2,9)
Εγχώρια τελική ζήτηση ¹	0,0 (0,1)	1,5 (1,4)	-4,7 (-4,7)	6,6 (7,0)	11,2 (11,3)	10,6 (10,7)	7,0 (7,2)	4,6 (4,7)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	1,7%	1,4%	2,9%	3,4%	3,8%	4,0%	3,9%	4,3%
Εγχώρια ζήτηση	1,4 (1,4)	1,2 (1,2)	-3,6 (-3,7)	7,0 (7,6)	11,6 (11,9)	10,8 (10,9)	6,2 (6,6)	4,5 (4,8)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	9,1 (3,1)	4,9 (1,8)	-21,5 (-7,8)	24,1 (7,7)	26,0 (9,0)	10,0 (3,8)	18,8 (6,5)	0,9 (0,3)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	8,1 (-2,9)	2,9 (-1,1)	-7,3 (2,7)	17,7 (-6,9)	32,3 (-12,2)	17,4 (-6,9)	14,5 (-6,1)	5,2 (-2,3)
Εξωτερική ζήτηση	... (0,2)	... (0,7)	... (-5,1)	... (0,8)	... (-3,2)	... (-3,1)	... (0,4)	... (-2,0)
ΑΕΠ σε τιμές αγοράς	1,7	1,9	-9,0	8,4	8,8	7,9	7,1	2,8

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 7 Δεκεμβρίου 2022. Τα ετήσια στοιχεία είναι μη εποχικώς διορθωμένα. Τα τριμηνιαία στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεων, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

Καθώς εντείνονται οι αβεβαιότητες που συνδέονται με το διεθνές οικονομικό περιβάλλον, την επιτάχυνση του πληθωρισμού και τον ενεργειακό εφοδιασμό, οι σύγχρονες προκλήσεις της οικονομικής πολιτικής εστιάζονται στα εξής: (α) στην εξέλιξη των μισθών αλλά και του ενεργειακού κόστους (βλ. και Πλαίσιο IV.2), ώστε να διατηρηθούν τα οφέλη σε όρους ανταγωνιστικότητας που επιτεύχθηκαν την τελευταία δεκαετία, (β) στην ανάσχεση μέρους των επιπτώσεων των πληθωριστικών πιέσεων στο εισόδημα των νοικοκυριών, κυρίως για τις ευάλωτες ομάδες του πληθυσμού, προκειμένου να στηριχθεί η κατανάλωση και να διατηρηθεί η αναπτυξιακή δυναμική και (γ) στη μεγιστοποίηση του οφέλους από την υλοποίηση των επενδυτικών δράσεων που συνδέονται με το NextGenerationEU. Σ' αυτή την κατεύθυνση, είναι αναγκαία η συνέχιση του προγράμματος των μεταρρυθμίσεων, ιδιαίτερα όσων αφορούν θεσμικές παρεμβάσεις που υποβοηθούν την περαιτέρω απελευθέρωση των αγορών αγαθών και υπηρεσιών, τον περιορισμό της γραφειοκρατίας και την υλοποίηση εξωστρεφών επενδύσεων.

Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, στις οποίες δεν έχουν ληφθεί υπόψη τα πρόσφατα εθνικολογιστικά στοιχεία του γ' τριμήνου 2022, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας αναμένεται να διαμορφωθεί σε 6,2% για το 2022 και 1,5% για το 2023. Ο πληθωρισμός προβλέπεται να καταγράψει ρυθμό 9,4% για το 2022 και 5,8% για το 2023. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί. Από αυτούς που σχετίζονται με εξωγενείς παράγοντες ως σημαντικότεροι επισημαίνονται: (α) η περαιτέρω κλιμάκωση του πολέμου στην Ουκρανία, (β) η αβεβαιότητα σχετικά με την επιμονή των πληθωριστικών πιέσεων διεθνώς και (γ) ένα ενδεχόμενο νέο κύμα της πανδημίας. Από εκείνους που συνδέονται με εγχώριες συνθήκες, ως πιο σημαντικοί αναφέρονται: (α) ένα χαμηλότερο του αναμενομένου ποσοστό απορρόφησης κονδυλίων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) και (β) μια νέα γενιά μη εξυπηρετούμενων δανείων λόγω της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης.

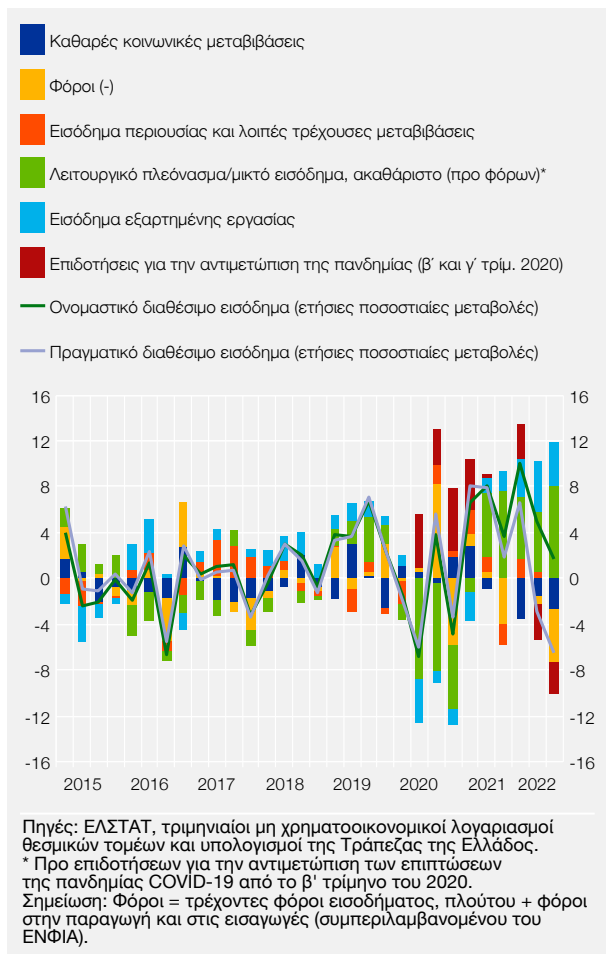
2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

2.1 Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

Κινητήριος μοχλός της ανάπτυξης το εννεάμηνο του 2022 ήταν η ιδιωτική κατανάλωση, η οποία κατέγραψε ισχυρούς ρυθμούς ανόδου (+9,5% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2021, με συμβολή +6,5 ποσ. μον.), παρά τη μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών λόγω των έντονων πληθωριστικών πιέσεων. Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία των τριμηνιαίων μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ, το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ) αυξήθηκε κατά 3,2% κατά μέσο όρο το πρώτο εξάμηνο του 2022, ενώ το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα μειώθηκε κατά 4,7% λόγω του αυξανόμενου πληθωρισμού. Η αύξηση του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών την εν λόγω περίοδο αποδίδεται στη θετική συμβολή του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας και του εισοδήματος των αυτοαπασχολούμενων, λόγω της βελτίωσης των συνθηκών στην αγορά εργασίας και της ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας. Αντίθετα, η αύξηση των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης και των φόρων εισοδήματος και πλούτου και η σταδιακή μείωση των κρατικών επιδοτήσεων και μεταβιβάσεων για την ενίσχυση των εισοδημάτων λόγω της πανδημίας συνέβαλαν αρνητικά στην εξέλιξη του εισοδήματος των νοικοκυριών (βλ. Διάγραμμα IV.3).

Η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης αντανάκλα την αποδέσμευση της αναβληθείσας κατανάλωσης των νοικοκυριών, η οποία υποστηρίχθηκε από τις αποταμιεύσεις που είχαν συσσωρευθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Ο μέσος όρος του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών για κυλιόμενο διάστημα τεσσάρων τριμήνων καταδεικνύει τη σημαντική αποκλιμάκωση των υψηλών ποσοστών αποταμίευσης από το τέλος του 2021 και ιδιαίτερα τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2022, λόγω της άρσης των περιοριστικών μέτρων που είχαν οδηγήσει σε αναγκαστική απο-

Διάγραμμα IV.3 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμηνο 2015 - β' τρίμηνο 2022)



κυβέρνησης για τη στήριξη των ευάλωτων νοικοκυριών έναντι των αυξήσεων των τιμών της ενέργειας (10,7 δισεκ. ευρώ για το 2022, σύμφωνα με τον Κρατικό Προϋπολογισμό για το 2023), καθώς και της αύξησης των εισοδημάτων από εργασία λόγω της ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας.

Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2022 είχε θετική επίδραση στις επενδύσεις, οι οποίες ενισχύθηκαν περαιτέρω, αν και με ηπιότερο ρυθμό. Πιο συγκεκριμένα, ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 10,2% (εποχικά διορθωμένα στοιχεία) το εννεάμηνο του 2022, έναντι 16,7% την αντίστοιχη περίοδο του 2021. Η βελτίωση οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην αύξηση κατά 24,3% της κατηγορίας “Μηχανολογικός εξοπλισμός και οπτικά συστήματα”, ενώ η κατηγορία “Μεταφορικός εξοπλισμός και οπτικά συστήματα” αυξήθηκε κατά 11,9%. Ο “Εξοπλισμός τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνιών” υποχώρησε κατά 26,2%. Οι κατασκευές είχαν θετική συμβολή, καθώς οι “Επενδύσεις σε κατοικίες” αυξήθηκαν κατά 17,6% και οι “Άλλες κατασκευές” κατά 13,5%.

Το β' τρίμηνο του 2022 η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα υποχώρησε στο 12,5% του ΑΕΠ από 13,7% το α' τρίμηνο του 2022, κυρίως λόγω της μείωσης της εσωτερικής χρημα-

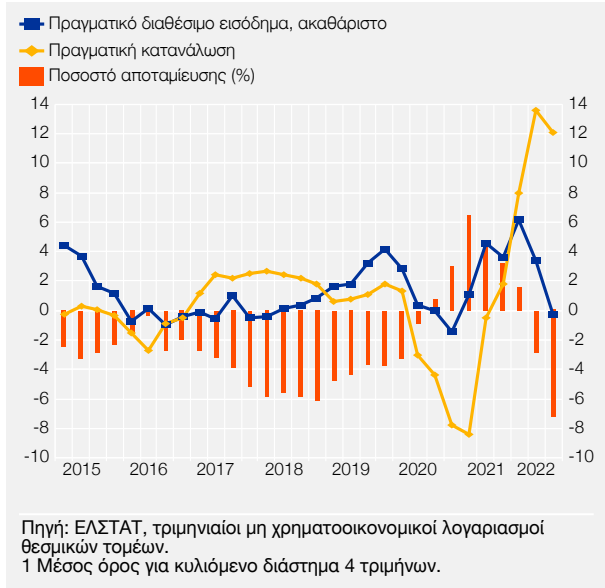
ταμείωση των νοικοκυριών, καθώς και λόγω του υψηλού πληθωρισμού που μείωσε την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών και οδήγησε σε απομείωση των αποταμιεύσεων για τη στήριξη της καταναλωτικής τους δαπάνης (βλ. Διάγραμμα IV.4).

Η αύξηση του δείκτη όγκου λιανικών πωλήσεων και η άνοδος των πωλήσεων οχημάτων ιδιωτικής χρήσης (βλ. Πίνακα IV.2) επιβεβαιώνουν τη θετική πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης. Παράλληλα, η σημαντική άνοδος του προϊόντος των υπηρεσιών υποδηλώνει και την αυξημένη κατανάλωση υπηρεσιών τις οποίες είχαν στερηθεί τα νοικοκυριά κατά τη διάρκεια της πανδημικής κρίσης. Ωστόσο, η εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης το τρέχον έτος περιβάλλεται από αβεβαιότητες, όπως άλλωστε αποτυπώνεται στην πορεία του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης (βλ. Διάγραμμα IV.5). Οι αβεβαιότητες αφορούν κυρίως την αύξηση του πληθωρισμού, που πλήττει το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, καθώς και την απομείωση των αποταμιευτικών πόρων των νοικοκυριών που συσσωρεύθηκαν την περίοδο της πανδημίας. Επιπλέον, οι αυξήσεις των τιμών, ιδίως στα αγαθά με ανελαστική ζήτηση, έχουν διανεμητικές επιδράσεις, πλήττοντας περισσότερο τα νοικοκυριά με χαμηλότερα εισοδήματα, τα οποία δαπανούν σχετικά υψηλότερο ποσοστό του εισοδήματός τους σε είδη διατροφής² και ενέργεια. Εντούτοις, αντισταθμιστική αναμένεται να είναι η επίδραση των στοχευμένων μέτρων της

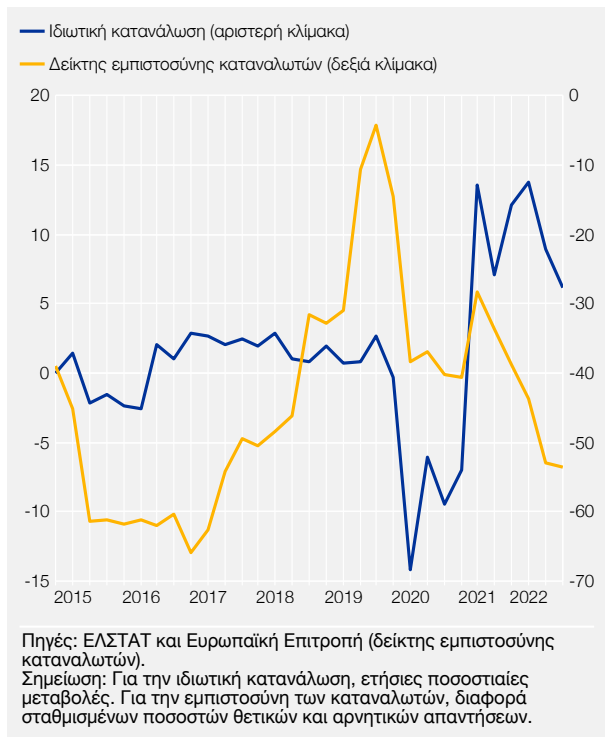
2 Σύμφωνα με την Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών (ΕΟΠ) για το έτος 2021, το μερίδιο της μέσης ισοδύναμης δαπάνης για είδη διατροφής των νοικοκυριών του φτωχότερου 20% του πληθυσμού ανέρχεται στο 34,8% των δαπανών των νοικοκυριών, ενώ το αντίστοιχο μερίδιο του πλουσιότερου 20% του πληθυσμού ανέρχεται στο 13,9%.

Διάγραμμα IV.4 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης³ (α' τρίμηνο 2015 - β' τρίμηνο 2022)

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



Διάγραμμα IV.5 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών (α' τρίμηνο 2015 - γ' τρίμηνο 2022)



τοδότησης.³ Αντίθετα, η εξωτερική χρηματοδότηση σημείωσε βελτίωση, η οποία λειτούργησε αντισταθμιστικά στην υποχώρηση της συνολικής χρηματοδότησης.

Ειδικότερα, η εξωτερική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα στηρίχθηκε στη δυναμική της χρηματοδότησης μέσω της κεφαλαιαγοράς (κυρίως επενδύσεις μη κατοίκων σε μη εισηγμένες εταιρίες και επενδύσεις σε ακίνητα και έκδοση εταιρικών τίτλων), ενώ σημειώθηκε ηπιότερη μείωση των συνολικών δανείων (εσωτερικού και εξωτερικού). Παράλληλα, η υποχώρηση της εσωτερικής χρηματοδότησης το β' τρίμηνο του 2022 είχε ως αποτέλεσμα οι ιδιωτικοί αποταμιευτικοί πόροι που ήταν διαθέσιμοι για επενδύσεις να υπολείπονται του επιπέδου επενδύσεων στην πραγματική οικονομία κατά 4,7% του ΑΕΠ. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα πρωτίστως την εκτόνωση σημαντικού μέρους της συμπιεσμένης ζήτησης που είχε δημιουργηθεί την περίοδο της πανδημίας και μετέπειτα την απόσυρση των περισσότερων μέτρων στήριξης της οικονομίας και τις πληθωριστικές πιέσεις. Σημειώνεται ότι το β' τρίμηνο του 2022 οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου του ιδιωτικού τομέα ανήλθαν σε 13,6% του ΑΕΠ ή 26,8 δισεκ. ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.6).

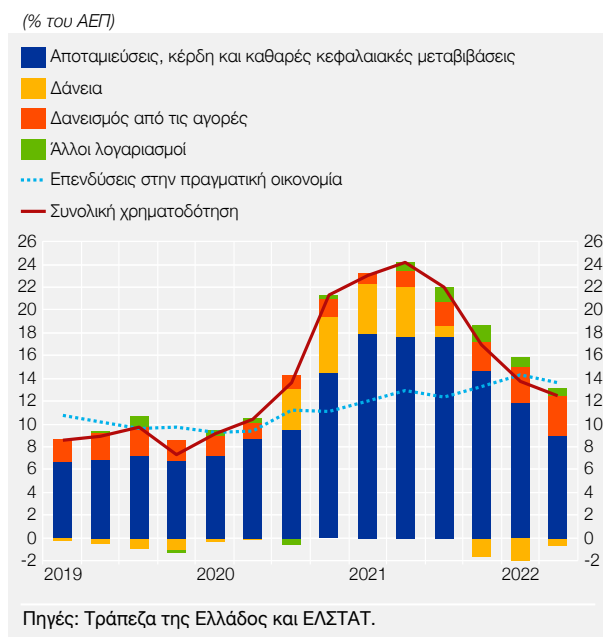
Η αύξηση των επενδύσεων τα τελευταία έτη συνοδεύεται από ποιοτική αναβάθμισή τους, καθώς έχουν ανακοινωθεί σημαντικά επενδυτικά σχέδια στον κλάδο της υψηλής τεχνολογίας, κλάδο στον οποίο η Ελλάδα υστερούσε τα προηγούμενα χρόνια. Ύστερα από τις ανακοινώσεις της Microsoft για τη δημιουργία τριών data centres, της Digital Realty για ένα ακόμη data centre και της Amazon Web Services για τον ψηφιακό μετασχηματισμό της Νάξου στο πρώτο "έξυπνο νησί" του κόσμου, η Google ανακοίνωσε τη δημιουργία στην Ελλάδα της πρώτης Google Cloud Region στη νοτιοανατολική Ευρώπη. Παράλληλα, ανακοινώθηκε το σχέδιο υλοποίησης του "East to Med Data Corridor", ενός υποθαλάσσιου και επίγειου καλωδιακού συστήματος μεταφοράς δεδομένων που θα διασυνδέσει την Ευρώπη με την Ασία μέσω Ελλάδος και Σαουδικής Αραβίας. Οι επενδύσεις αυτές αναμένεται να έχουν σημαντικό θετικό αντίκτυπο στην οικονομική δραστηριότητα και

3 Η εσωτερική χρηματοδότηση ορίζεται ως το άθροισμα της ακαθάριστης αποταμίευσης των νοικοκυριών, των παρακρατηθέντων κερδών των επιχειρήσεων και των καθαρών κεφαλαιακών μεταβιβάσεων. Η ανάλυση γίνεται με βάση το άθροισμα κυλιόμενης περιόδου τεσσάρων τριμήνων.

στην απασχόληση προσωπικού υψηλής κατάρτισης για την επόμενη δεκαετία. Ταυτόχρονα προχωρεί και η υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0”, στο δανειακό σκέλος του οποίου έχουν ενταχθεί μέχρι στιγμής 210 επενδυτικά σχέδια, συνολικού προϋπολογισμού 8,22 δισεκ. ευρώ. Από το ποσό αυτό, 1,73 δισεκ. ευρώ αφορούν επενδύσεις από μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Παράλληλα, υποβλήθηκε από την ελληνική κυβέρνηση προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το δεύτερο αίτημα πληρωμής ύψους 3,56 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 1,72 δισεκ. ευρώ αφορούν το σκέλος των επιχορηγήσεων και 1,84 δισεκ. ευρώ το σκέλος των δανείων.

Επιτάχυνση του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων αναμένεται το 2022 και το 2023. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Προϋπολογισμού 2023, τα έσοδα εκτιμάται να ανέλθουν στα 595,3 εκατ. ευρώ για το 2022 και 1,99 δισεκ. ευρώ για το 2023. Το Μάιο του 2022 το Κυβερνητικό Συμβούλιο Οικονομικής Πολιτικής (ΚΥ-ΣΟΙΠ) ενέκρινε το επικαιροποιημένο Επιχειρησιακό Πρόγραμμα Αξιοποίησης του ΤΑΙΠΕΔ, που περιλαμβάνει 27 έργα, όπως τη μακροχρόνια παραχώρηση της Εγνατίας Οδού και της Αττικής Οδού, την αξιοποίηση της ΕΥΔΑΠ και της ΕΥΑΘ, την πώληση μετοχικού μεριδίου στα ΕΛΠΕ και στη ΔΕΠΑ, καθώς και την αξιοποίηση λιμένων, μαρινών και άλλων ακινήτων.

Διάγραμμα IV.6 Πηγές χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και πραγματικές επενδύσεις (α' τρίμ. 2019 - β' τρίμ. 2022)



Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής και επενδυτικής ζήτησης (2019-2022)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)¹

	2019	2020	2021	2022 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	0,8	-4,0	10,3	4,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	6,0	-20,6	15,2	-4,4 (Ιαν.-Νοέμ.)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-19,6	-32,5	-35,4	-51,9 (Νοέμ.)
Νέες κυκλοφορίες ΙΧ. επιβατικών αυτοκινήτων	13,2	-26,6	22,2	7,0 (Ιαν.-Νοέμ.)
Καταναλωτική πίστη ²	-1,6 (Δεκ.)	-2,2 (Δεκ.)	-0,3 (Δεκ.)	0,5 (Οκτ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	69,8	70,1	74,7	67,8 (Ιαν.-Νοέμ.)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	6,0	0,2	13,8	5,3 (Ιαν.-Οκτ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	-9,5	88,7	-15,5	5,7 (Ιαν.-Οκτ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ²	1,7 (Δεκ.)	9,8 (Δεκ.)	2,8 (Δεκ.)	10,7 (Οκτ.)
Στεγαστική πίστη ²	-3,4 (Δεκ.)	-2,7 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,1 (Οκτ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-6,0	-9,6	6,9	20,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	9,8	5,9	45,9	-4,4 (Ιαν.-Αύγ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	0,0	7,9	103,5	-9,4 (Ιαν.-Νοέμ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (λιανικό εμπόριο, αυτοκίνητα, παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή στις κατασκευές), ΙΟΒΕ (προσδοκίες, βαθμός χρησιμοποίησης), ΙΟΒΕ 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, απομειώσεις αξίας χρεογράφων, συναλλαγματικές διαφορές και ανατινιόμενες.

2.2 Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας ανέκαμψε κατά 5,7% το εννεάμηνο του 2022, σε μεγάλο βαθμό λόγω της ιδιαίτερα σημαντικής συμβολής του τομέα των υπηρεσιών, ιδίως του τουρισμού, καθώς επίσης και του βιομηχανικού τομέα (βλ. Πίνακα IV.3). Η ανάκαμψη του προϊόντος της οικονομίας κατά την ίδια περίοδο αποτυπώνεται και στην ισχυρή άνοδο του κύκλου εργασιών του συνόλου των επιχειρήσεων της ελληνικής οικονομίας κατά 46,1%.

Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της βιομηχανίας συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας αυξήθηκε κατά 4% το εννεάμηνο του 2022, με επιβραδυνόμενο ωστόσο ρυθμό σε σχέση με την ισχυρή επίδοση του προηγούμενου έτους. Η εξέλιξη αυτή συνάδει με την πορεία του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, που κατέγραψε ηπιότερη άνοδο την ίδια περίοδο σε σχέση με τους ισχυρούς ρυθμούς ανόδου του 2021. Επιπλέον, σύμφωνα με το δείκτη PMI (βλ. Διάγραμμα IV.7), η μεταποιητική παραγωγή κάμπτεται λόγω μειωμένης ζήτησης εκ μέρους των πελατών εν μέσω εντεινόμενων πληθωριστικών πιέσεων.

Το προϊόν του κατασκευαστικού τομέα αυξήθηκε κατά 17,3% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2022. Η διατήρηση της θετικής δυναμικής του τομέα αυτού αποτυπώνεται και στη σημαντική άνοδο του δείκτη παραγωγής στις κατασκευές την ίδια περίοδο. Ωστόσο, σύμφωνα με τους πρόδρομους δείκτες δραστηριότητας για τον τομέα των κατασκευών (δείκτης οικοδομικών αδειών και δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές) καταγράφεται κάμψη της κατασκευαστικής δραστηριότητας, ιδίως από το Μάιο του τρέχοντος έτους και εξής (βλ. Πίνακα IV.2).

Κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2022 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 5,7% (κυρίως λόγω της θετικής επίδοσης κατά 15,8%

Πίνακας IV.3 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2019-γ' τρίμηνο 2022)

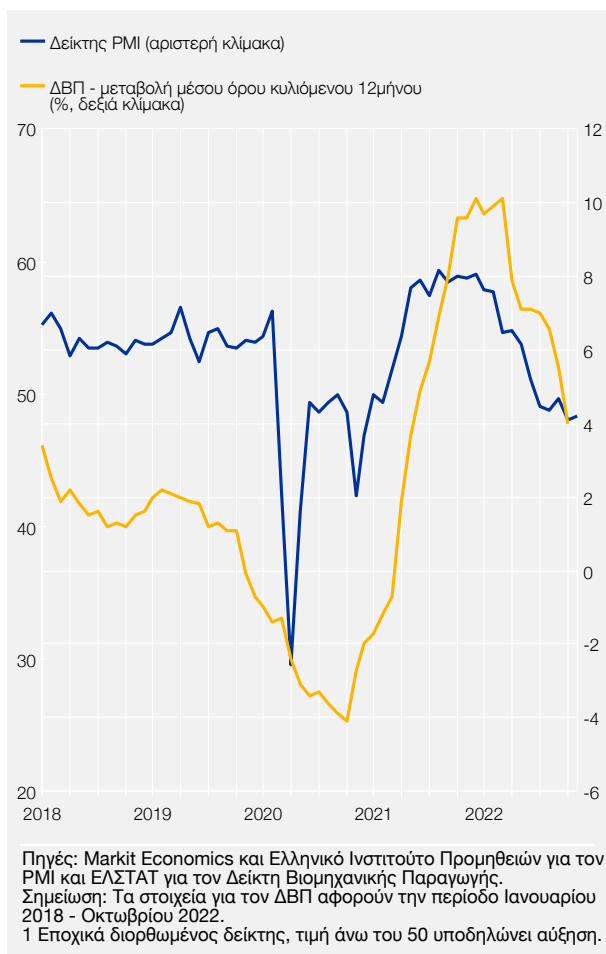
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά κλάδο, σε σταθερές τιμές έτους 2015)

	2019	2020	2021	2021 (δ' τρίμ.)	2021 (α' τρίμ.)	2021 (β' τρίμ.)	2022 (γ' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	5,3 (0,2)	-4,2 (-0,2)	-8,4 (-0,4)	-7,8 (-0,4)	-5,2 (-0,2)	-3,1 (-0,1)	2,3 (0,1)
Δευτερογενής τομέας	1,2 (0,2)	2,0 (0,3)	10,3 (1,9)	9,6 (1,8)	7,8 (1,5)	3,9 (0,8)	4,9 (0,9)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	0,3 (0,0)	2,4 (0,4)	10,3 (1,7)	9,0 (1,5)	6,1 (1,0)	2,5 (0,4)	3,6 (0,6)
Κατασκευές	8,4 (0,2)	-1,2 (-0,0)	10,3 (0,2)	14,6 (0,3)	21,6 (0,4)	15,8 (0,3)	14,8 (0,3)
Τριτογενής τομέας	1,0 (0,8)	-11,3 (-8,8)	7,6 (5,8)	9,5 (7,2)	7,1 (5,3)	5,9 (4,5)	5,0 (3,8)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	2,4 (0,6)	-21,0 (-5,3)	19,4 (4,3)	20,2 (4,4)	16,5 (3,7)	18,5 (4,2)	12,7 (3,0)
Ενημέρωση και επικοινωνία	4,3 (0,1)	0,4 (0,0)	7,3 (0,2)	0,1 (0,0)	-1,4 (-0,0)	1,5 (0,0)	3,7 (0,1)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-7,2 (-0,4)	-5,8 (-0,3)	-7,9 (-0,4)	-6,4 (-0,3)	-9,3 (-0,5)	-9,8 (-0,5)	0,4 (0,0)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	0,5 (0,1)	-10,3 (-1,8)	0,3 (0,0)	9,3 (1,6)	0,3 (0,1)	0,3 (0,1)	0,3 (0,1)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	5,0 (0,2)	-6,8 (-0,3)	11,7 (0,6)	4,7 (0,3)	6,3 (0,3)	9,0 (0,5)	9,7 (0,5)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-0,2 (-0,0)	-1,1 (-0,2)	2,9 (0,6)	1,1 (0,2)	0,5 (0,1)	-2,5 (-0,5)	-1,2 (-0,2)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	4,5 (0,2)	-24,5 (-0,9)	12,5 (0,4)	41,1 (1,1)	66,2 (1,7)	22,2 (0,7)	10,7 (0,4)
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	1,3	-9,0	7,5	7,8	5,9	6,8	4,4

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 7 Δεκεμβρίου 2022. Τα ετήσια στοιχεία είναι μη εποχικώς διορθωμένα. Τα τριμηνιαία στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

Διάγραμμα IV.7 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών¹ (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (Ιανουάριος 2018 - Νοέμβριος 2022)



του κλάδου “Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και επικοινωνίες”) και συνέβαλε κατά 4,5 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 2022 επιβεβαιώνουν τις θετικές επιδόσεις του τριτογενούς τομέα (βλ. Πίνακα IV.4). Ωστόσο, ο Δείκτης Οικονομικής Αβεβαιότητας για τις υπηρεσίες έχει αυξηθεί από το Μάρτιο του 2022 (από -0,8 σε 10,9 μονάδες το Νοέμβριο), εξαιτίας του πολέμου στην Ουκρανία, της ενεργειακής κρίσης και της συνακόλουθης αβεβαιότητας για τη μελλοντική οικονομική κατάσταση επιχειρήσεων και καταναλωτών.

Όσον αφορά τις υπηρεσίες του τουρισμού, οι επιδόσεις τους μπορούν να χαρακτηριστούν ιδιαίτερα ικανοποιητικές από την πλευρά τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς. Από την πλευρά της ζήτησης, η πορεία αναπλήρωσης επιταχύνθηκε κατά την καλοκαιρινή περίοδο, με τις αφίξεις μη κατοίκων στο δεκάμηνο του 2022 να διαμορφώνονται στο 89% του 2019 και τις ταξιδιωτικές εισπράξεις (σε ονομαστικές τιμές) στο 97% του 2019 (αναλυτικότερα βλ. Ενότητα 6). Την ίδια

Πίνακας IV.4 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2019-2022)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2019	2020	2021	2022 (διαθέσιμη περίοδος)
A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες				
1. Εμπόριο				
Χονδρικό εμπόριο	-1,7	-10,9	22,1	24,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
Λιανικό εμπόριο	1,3	-3,9	11,5	13,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσικλετών	8,4	-12,9	29,0	13,6 (Ιαν.-Σεπτ.)
2. Μεταφορές				
Χερσαίες μεταφορές	1,0	-17,8	11,4	19,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	6,3	-25,8	8,1	35,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Αεροπορικές μεταφορές	6,3	-65,9	63,5	102,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	10,2	-14,6	15,6	33,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια				
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	1,3	-62,7	82,1	63,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
4. Ενημέρωση και επικοινωνία				
Τηλεπικοινωνίες	2,4	-2,6	7,3	1,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλ/κών προγραμμάτων-ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-6,6	-17,5	14,9	38,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εκπομπών	6,1	0,4	1,2	8,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες				
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	6,0	-2,9	12,2	17,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	0,4	4,1	21,7	1,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	9,9	-8,6	12,0	5,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	3,1	-75,0	112,2	91,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
B. Επιβατική κίνηση				
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών	6,0	-68,4	52,8	88,1 (Ιαν.-Νοέμ.)
Επιβάτες Aegean Airlines ¹	7,3	-65,5	38,9	89,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	8,7	-59,3	34,7	48,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες				
	0,7	-22,2	37,8	-42,6 (Ιαν.-Νοέμ.)

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

¹ Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

περίοδο, οι αφίξεις επιβατών εξωτερικού σε όλα τα αεροδρόμια της χώρας σχεδόν προσέγγισαν τα επίπεδα του 2019.⁴ Από την πλευρά της προσφοράς, παρατηρείται ενίσχυση του ξενοδοχειακού δυναμικού της χώρας, με τις συνολικές κλίνες να αυξάνονται κατά 4% το 2022 (στοιχεία Σεπτεμβρίου) σε σχέση με το 2019 και τις κλίνες των πολυτελών ξενοδοχείων κατά 12%. Η δε απασχόληση διαμορφώθηκε στις 362 χιλιάδες άτομα κατά μέσο όρο το πρώτο εξάμηνο του 2022, παραμένοντας στα ίδια επίπεδα όπως την αντίστοιχη περίοδο του 2019.

Για το σύνολο του 2022, τα ελληνικά τουριστικά μεγέθη αναμένεται να προσεγγίσουν τα υψηλά επίπεδα του 2019, όπως φαίνεται από τη θετική τους πορεία, που δείχνει ότι η Ελλάδα σημειώνει ταχύτερη ανάκαμψη σε σχέση με βασικούς ανταγωνιστές στη Μεσόγειο και κερδίζει μερίδια αγοράς σε ένα μη ευνοϊκό περιβάλλον. Η επέκταση όμως της τουριστικής περιόδου αποτελεί πρόκληση (κυρίως για τις αρχές του 2023), καθώς ενυπάρχουν σημαντικά στοιχεία αβεβαιότητας, συνδεδεμένα με τον υψηλό πληθωρισμό, το αυξανόμενο κόστος ενέργειας, τα χαμηλότερα διαθέσιμα εισοδήματα, τις υψηλότερες τιμές καυσίμων αεροσκαφών και τις επικείμενες αυξήσεις των αεροπορικών ναύλων.

3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Το ενδεκάμηνο του 2022 η ελληνική αγορά ακινήτων προσέλκυσε έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον και υψηλή ζήτηση για κατοικίες και υψηλών προδιαγραφών επαγγελματικές χρήσεις. Ωστόσο, παρά τη δυναμική την οποία διατηρεί, η αγορά βρίσκεται πάλι αντιμέτωπη με σημαντικές αβεβαιότητες, που σχετίζονται κυρίως με το συνεχιζόμενο πόλεμο στην Ουκρανία. Οι επιπτώσεις από τη σταδιακή αύξηση του κόστους των υλικών και της ενέργειας, την άνοδο των επιτοκίων και τις πληθωριστικές πιέσεις αποτυπώνονται ήδη στη μείωση της οικοδομικής δραστηριότητας και στην υποχώρηση των προσδοκιών για την πορεία της αγοράς ακινήτων και της οικονομίας στη χώρα, αλλά και διεθνώς. Το γεγονός ότι η αύξηση που καταγράφεται στις τιμές και τη ζήτηση για ακίνητα υψηλών προδιαγραφών είναι συνυφασμένη με την άμεση ή έμμεση –μέσω του τουρισμού– εισροή ξένων κεφαλαίων στην αγορά καθιστά τη διατήρηση των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης ευάλωτη στη διεθνή συγκυρία και ειδικά στα ζητήματα επάρκειας και κόστους της ενέργειας.

Στην αγορά κατοικιών, οι τιμές των διαμερισμάτων συνέχισαν να καταγράφουν ισχυρούς ρυθμούς αύξησης μέχρι και το γ' τρίμηνο του 2022. Με βάση τα στοιχεία εκτιμήσεων που συλλέγονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, το εννεάμηνο του 2022 οι τιμές των διαμερισμάτων (σε ονομαστικούς όρους) ήταν αυξημένες κατά 10,4% σε ετήσια βάση, έναντι αύξησης κατά 6,8% το αντίστοιχο διάστημα του 2021. Ειδικότερα, σε ετήσια βάση ο δείκτης τιμών διαμερισμάτων κατέγραψε επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των τιμών για το σύνολο της χώρας στα επιμέρους τρίμηνα του 2022 (βλ. Διάγραμμα IV.8). Σε τοπικό επίπεδο, οι τιμές των κατοικιών εμφανίζουν ετερογένεια ως προς τις μεταβολές τους, με σημαντικές αυξήσεις κυρίως σε περιοχές με έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον και οριακές μεταβολές σε άλλες. Στην αύξηση των τιμών των διαμερισμάτων για το σύνολο της χώρας κατά το εννεάμηνο του 2022 συνέβαλαν σημαντικά οι υψηλοί ρυθμοί αύξησης των τιμών των δύο μεγάλων αστικών κέντρων της χώρας, δηλ. της Αθήνας (12,0%) και της Θεσσαλονίκης (10,5%), καθώς στις άλλες μεγάλες πόλεις και τις λοιπές περιοχές της χώρας οι ρυθμοί που καταγράφηκαν (9,4% και 7,6% αντίστοιχα) ήταν μικρότεροι από τον αντίστοιχο μέσο όρο για το σύνολο της χώρας. Την ίδια περίοδο οι τιμές των νέων διαμερισμάτων (ηλικίας έως 5 ετών) αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 11,4%, αρκετά ενισχυμένες έναντι των παλαιών διαμερισμάτων (9,7%).

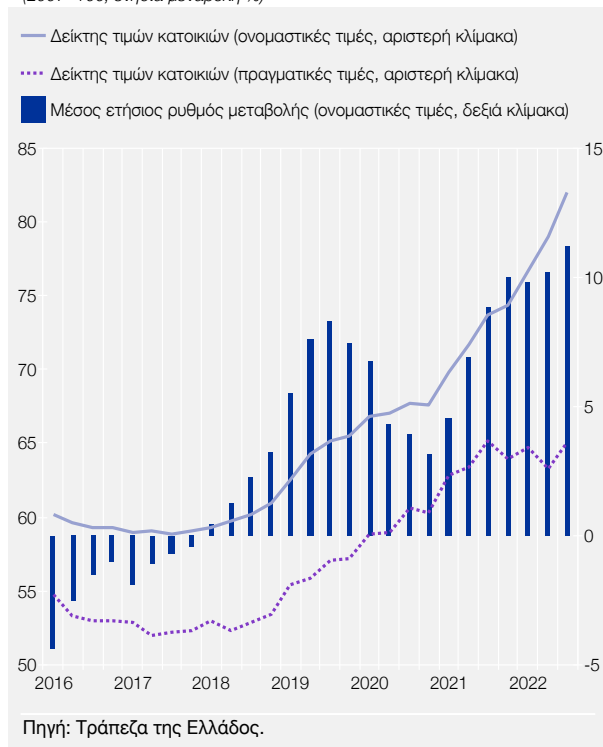
4 Κατά το γ' τρίμηνο του 2022 η επιβατική κίνηση στα αεροδρόμια στην αγορά EE+ (EE, EOX, Ελβετία, Ηνωμένο Βασίλειο) ήταν χαμηλότερη κατά 13% σε σύγκριση με τα προπανδημικά (2019) επίπεδα, εκτός από τα αεροδρόμια στην Ελλάδα (+4,8%), το Λουξεμβούργο (+3,3%) και την Ισλανδία (+1%) (ACI Europe, "Peak summer months passenger volumes recover to 88% of pre-pandemic levels", 27.10.2022).

Αν και οι θετικοί ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής στις αξίες των διαμερισμάτων είναι υψηλοί, μικτές τάσεις καταγράφονται στους συναφείς δείκτες της αγοράς ακινήτων. Η θετική πορεία του τουρισμού, η ανάπτυξη των βραχυχρόνιων μισθώσεων και η αύξηση των επενδύσεων από το εξωτερικό⁵ συνεχίζουν να τροφοδοτούν τη δυναμική της αγοράς. Οι επενδύσεις σε κατοικίες (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, σε σταθερές τιμές) αυξήθηκαν, σε ετήσια βάση, κατά 13,3% το εννεάμηνο του 2022 (έναντι 34,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2021), ενώ εξακολουθούν να βρίσκονται σε χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ (1,4%). Οι θετικές επιχειρηματικές προσδοκίες για την κατασκευή κατοικιών (στοιχεία IOBE) ενισχύονται περαιτέρω το ενδεκάμηνο του 2022 σε ετήσια βάση (6,5%), παρά την υποχώρηση το β' και γ' τρίμηνο του 2022. Παράλληλα, το οκτάμηνο του 2022 καταγράφεται μείωση, σε ετήσια βάση, τόσο στον αριθμό όσο και στον όγκο των νέων οικοδομικών αδειών κατοικιών σε επίπεδο χώρας (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) κατά 0,6% και 3,1% αντίστοιχα, ανακόπτοντας τους υψηλούς ρυθμούς αύξησης της κατασκευαστικής δραστηριότητας κατοικιών που σημειώθηκαν την τελευταία πενταετία. Σημαντική άνοδο, 8,5% σε ετήσια βάση, καταγράφηκε το εννεάμηνο του 2022 στο συνολικό κόστος κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ), ενώ υψηλότερος ήταν ο ρυθμός αύξησης στο κόστος υλικών (10,8%). Τέλος, το συνολικό ύψος των νέων στεγαστικών δανείων, παρότι καταγράφει άνοδο κατά το δεκάμηνο του 2022 (28,2%), παραμένει σε χαμηλά επίπεδα. Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων (γ' τρίμηνο 2022), παρατηρείται μείωση της ζήτησης στεγαστικών δανείων επί δεύτερο κατά σειρά τρίμηνο, μετά από δύο έτη συνεχούς καταγραφής αύξησης της ζήτησης (από το β' τρίμηνο του 2020).⁶

Στον κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων, με βάση τα στοιχεία που συλλέγει η Τράπεζα της Ελλάδος, το πρώτο εξάμηνο του 2022 οι τιμές γραφείων υψηλών προδιαγραφών αυξήθηκαν κατά 0,7% σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο εξάμηνο. Στην Αθήνα ο αντίστοιχος ρυθμός αύξησης των τιμών γραφείων ανήλθε σε 2,0%, αποτυπώνοντας το συγκριτικά μεγαλύτερο επενδυτικό ενδιαφέρον της συγκεκριμένης αγοράς, σε σχέση με τη Θεσσαλονίκη (0,4%) και κυρίως με την υπόλοιπη Ελλάδα (-0,9%). Αναφορικά με τα καταστήματα υψηλών προδιαγραφών, το πρώτο εξάμηνο του 2022 οι τιμές αυξήθηκαν κατά 2,4% στο σύνολο της χώρας, ενώ η Αθήνα, και σ' αυτή την περίπτωση, σημείωσε τον υψηλότερο ρυθμό ανόδου (3,1%) σε σχέση με το προηγούμενο εξάμηνο. Οι αντίστοιχες αυξήσεις στη Θεσσαλονίκη εκτιμήθηκαν στο 1,4% και στην υπόλοιπη Ελλάδα στο 1,5%. Τέλος, τα μισθώματα των γραφείων και των καταστημάτων, για το σύνολο της χώρας, παρουσίασαν αύξηση 0,9% και 2,5% αντίστοιχα, σε σχέση με το τέλος του δεύτερου εξαμήνου του 2021.

Διάγραμμα IV.8 Δείκτης τιμών κατοικιών (α' τρίμηνο 2016 - γ' τρίμηνο 2022)

(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



5 Οι καθαρές ξένες άμεσες επενδύσεις για αγορά ακινήτων, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, κατέγραψαν σημαντική αύξηση 60,2% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2022 και ανήλθαν σε 1.276,9 εκατ. ευρώ, έναντι 797,2 εκατ. ευρώ το εννεάμηνο του 2021, ξεπερνώντας ακόμη και το αντίστοιχο επίπεδο που είχε καταγραφεί το 2019 (1.030,2 εκατ. ευρώ).

6 Οι συμμετέχουσες τράπεζες αναφέρουν ότι η εμπιστοσύνη των καταναλωτών και το γενικό επίπεδο των επιτοκίων επηρεάζουν αρνητικά τη ζήτηση στεγαστικών δανείων, αναμένουν δε ότι η μείωση της ζήτησης θα συνεχιστεί και το επόμενο τρίμηνο.

Η επίδραση της ανόδου του κόστους των υλικών και της ενέργειας έχει ήδη αρχίσει να αποτυπώνεται έντονα στην οικοδομική δραστηριότητα, η οποία μετά το πρώτο δίμηνο του 2022 υποχωρεί σημαντικά, μετά από ένα έτος ισχυρών και επιταχυνόμενων ρυθμών αύξησης. Το οκτάμηνο του 2022 η κατασκευαστική δραστηριότητα για επαγγελματικές χρήσεις (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) κατέγραψε αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής στο σύνολό της, αλλά και στις επιμέρους βασικές επαγγελματικές χρήσεις, με εξαίρεση την κατηγορία των ξενοδοχείων, η οποία διατήρησε θετικό πρόσημο. Πιο συγκεκριμένα, σε ετήσια βάση, καταγράφονται αρνητικοί ρυθμοί στον αριθμό νέων αδειών για την κατασκευή γραφείων (-8,0%) και καταστημάτων (-31,5%), ενώ υψηλοί είναι και οι ρυθμοί μείωσης σε όρους όγκου (-18,8% και -26,6% αντίστοιχα). Η οικοδομική δραστηριότητα στον τομέα των ξενοδοχείων παραμένει σε θετικά επίπεδα ως προς τον αριθμό των νέων αδειών (32,0%), αν και σε όρους όγκου σημειώνει υποχώρηση κατά 8,3%.

Με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνει η Τράπεζα της Ελλάδος και τα αποτελέσματα της Έρευνας Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων,⁷ κατά το πρώτο εξάμηνο του 2022 τα κεφάλαια των Ανωνύμων Εταιριών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ) και άλλων επενδυτικών χαρτοφυλακίων και εταιριών ανάπτυξης ακινήτων, που κατευθύνθηκαν σε νέες αγορές επαγγελματικών ακινήτων, τοποθετήθηκαν στην πλειοψηφία τους σε ξενοδοχεία, γραφεία υψηλών προδιαγραφών και επαγγελματικές αποθήκες,⁸ ενώ αποκτήθηκαν και σημαντικής αξίας εκτάσεις για επενδυτική οικιστική ανάπτυξη. Οι ελάχιστες αποδόσεις των γραφείων υψηλών προδιαγραφών στα εμπορικότερα σημεία του κέντρου της πρωτεύουσας κυμάνθηκαν μεταξύ 5,6% και 6,4% κατά το πρώτο εξάμηνο του 2022, μειωμένες σε σχέση με το προηγούμενο εξάμηνο (6,1%-6,8%), ενώ οι ελάχιστες αποδόσεις καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών στις εμπορικότερες θέσεις του κέντρου της Αθήνας κυμάνθηκαν μεταξύ 5,3% και 6,2%, επίσης ελαφρώς χαμηλότερα σε σχέση με το δεύτερο εξάμηνο του 2021 (5,6%-6,3%).

Οι προσδοκίες για την ελληνική αγορά ακινήτων, αν και παραμένουν θετικές για το υψηλών προδιαγραφών τμήμα της, διαφαίνεται πλέον ότι είναι περισσότερο συγκρατημένες σε σχέση με την αρχή του έτους. Η συμπύεση των καθαρών αποδόσεων των επενδύσεων και των προσδοκώμενων υπεραξιών από τα ακίνητα, σε συνδυασμό με την αύξηση των επιτοκίων και της αβεβαιότητας, εκτιμάται ότι σταδιακά οδηγεί, εκ νέου, μέρος των επενδυτών σε στάση αναμονής. Σε κάθε περίπτωση, η ελληνική αγορά ακινήτων, μετά από την υποτονική οικοδομική δραστηριότητα και την υποβάθμιση του υφιστάμενου κτιριακού αποθέματος επί μία δεκαετία και άνω, αναμένεται να διατηρήσει το αυξημένο ενδιαφέρον για ακίνητα υψηλών προδιαγραφών. Εκτιμάται ότι σημαντικό μέρος των επενδυτικών κεφαλαίων θα κατευθύνεται πλέον προς νέα κτίρια –ή ανακατασκευασμένα παλαιότερα– σύγχρονων περιβαλλοντικών προδιαγραφών, συμβατά με τη διεθνή τάση για βιώσιμες λύσεις. Παράλληλα, οι αναπλάσεις μεγάλης εμβέλειας που πραγματοποιούνται ή προγραμματίζονται, η βελτίωση των υποδομών, η σταδιακή ενεργειακή αναβάθμιση των κτιρίων (με τη συμβολή και του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας) και οι ελκυστικές αποδόσεις των ακινήτων υψηλών προδιαγραφών αναμένεται να λειτουργήσουν αντισταθμιστικά στην τρέχουσα δυσμενή συγκυρία και να συντηρήσουν σε ικανοποιητικό βαθμό τη θετική δυναμική της αγοράς.

4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Η σημαντική αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας το πρώτο εξάμηνο του 2022 συνοδεύθηκε από αξιοσημείωτη βελτίωση της αγοράς εργασίας. Συγκεκριμένα, η απασχόληση αυξήθηκε κατά 8,9% σε σύγκριση με το πρώτο εξάμηνο του 2021, ενώ το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 13,1%. Ανοδο σημείωσε το εργατικό δυναμικό, για πέμπτο συνεχόμενο τρίμηνο ύστερα από 18 τρίμηνα διαρκούς υποχώρησης. Παράλληλα με την αύξηση της απασχόλησης καταγράφηκε με-

7 Βλ. Έρευνα Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων – Α' εξάμηνο 2022 (Δεκέμβριος 2022).

8 Επί του συνόλου των επενδύσεων που καταγράφηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος ως "υψηλής αξίας επενδυτικές πράξεις αγοραπωλησιών".

γαλύτερη στενότητα στην αγορά εργασίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, οι κενές θέσεις εργασίας αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 100,6% το εννεάμηνο του 2022, καθώς η ζήτηση εργασίας σε κλάδους όπως ο τουρισμός, η μεταποίηση, οι κατασκευές και ιδιαίτερα σε περισσότερο εξειδικευμένες θέσεις εργασίας αυξήθηκε σημαντικά και ικανοποιείται πιο δύσκολα σε σχέση με το παρελθόν. Ωστόσο, τα μηνιαία στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού έως τον Οκτώβριο του 2022 και του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ για την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου υποδηλώνουν επιβράδυνση στην αγορά εργασίας για το δεύτερο εξάμηνο του έτους.

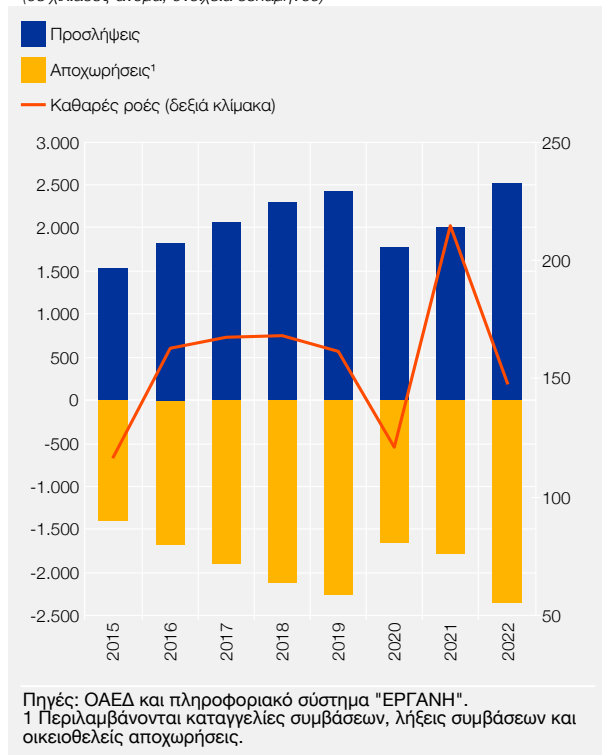
Το ισοζύγιο ροών μισθωτής απασχόλησης το δεκάμηνο του 2022, σύμφωνα με τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, ήταν θετικό λόγω της αύξησης των προσλήψεων κατά 25,3%, ωστόσο κυμάνθηκε σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το δεκάμηνο του 2021. Συγκεκριμένα, δημιουργήθηκαν 147.607 νέες θέσεις εργασίας, 67.202 θέσεις λιγότερες σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2021, προσεγγίζοντας τα προ πανδημίας επίπεδα (βλ. Διάγραμμα IV.9). Οι προσλήψεις πλήρους απασχόλησης ανήλθαν στο 51,5% του συνόλου, ενώ οι προσλήψεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης έφθασαν στο 48,5% (έναντι 54,0% και 46,0% αντίστοιχα το δεκάμηνο του 2021).

Η απασχόληση, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού της ΕΛΣΤΑΤ, ενισχύθηκε σημαντικά το πρώτο εξάμηνο του 2022, με τον αριθμό των απασχολουμένων να καταγράφει ετήσιο ρυθμό μεταβολής 8,9%, έναντι -2,0% το 2021. Η παρατηρούμενη θετική μεταβολή προήλθε κυρίως από τη μισθωτή απασχόληση (11,9%, έναντι -2,8% το 2021), ενώ ο αριθμός των λοιπών απασχολουμένων αυξήθηκε με χαμηλότερο ρυθμό (2,6%, έναντι -0,4% το 2021), αντανakλώντας την αύξηση των αυτοαπασχολουμένων με προσωπικό (9,9%, έναντι 1,5% το 2021) και των βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση (9,9%, έναντι -5,8%). Αντίθετα, οι αυτοαπασχολούμενοι χωρίς προσωπικό μειώθηκαν (-1,0%, έναντι -0,3%). Αξίζει να σημειωθεί ότι η θετική εικόνα που παρουσίασε η απασχόληση το πρώτο εξάμηνο του 2022 οφείλεται στην ιδιαίτερα θετική πορεία του α' τριμήνου (11,6%), καθώς το β' τρίμηνο ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης, αν και παρέμεινε υψηλός, σημείωσε επιβράδυνση (6,4%).

Ανά τομέα οικονομικής δραστηριότητας, ο αριθμός των απασχολουμένων αυξήθηκε στον πρωτογενή τομέα (2,5%), κατέχοντας μερίδιο 11,1% στη συνολική απασχόληση. Ο δευτερογενής και ο τριτογενής τομέας κατέγραψαν υψηλότερες αυξήσεις (10,5% και 9,4%), επεκτείνοντας τα μερίδιά τους στην απασχόληση (15,4% και 73,4% αντίστοιχα). Σε κλαδικό επίπεδο, η αύξηση της απασχόλησης το πρώτο εξάμηνο του 2022 προήλθε κυρίως από την άνοδο του αριθμού των απασχολουμένων στη μεταποίηση (9,2%), στις κατασκευές (8,8%) και στο χονδρικό και λιανικό εμπόριο (8,1%), αντιστρέφοντας την αρνητική εικόνα του πρώτου εξαμήνου του 2021. Την υψηλότερη όμως αύξηση του αριθμού των απασχολουμένων κατέγραψαν οι σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες (42,0%, έναντι -21,6% το πρώτο εξάμηνο του 2021), αποτυπώνοντας τη σημαντική ανάκαμψη του κλάδου με τη σταδιακή επιστροφή στην κανονικότητα. Αντίθετα, μείωση των απασχολουμένων παρατηρήθηκε στη δημόσια διοίκηση και άμυνα (-2,6%, έναντι αύξησης 13,6% το πρώτο εξάμηνο του 2021) και στις χρηματοπιστωτικές

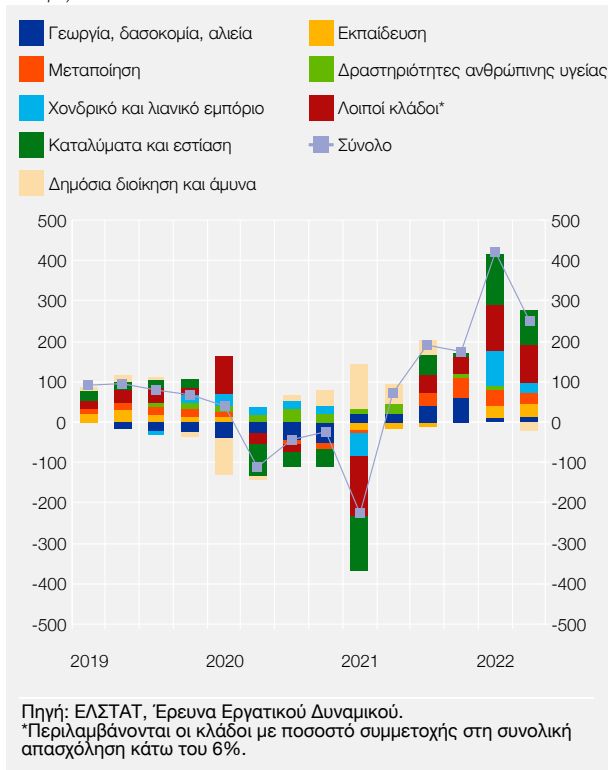
Διάγραμμα IV.9 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2015-2022)

(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία δεκαμήνου)



Διάγραμμα IV.10 Μεταβολές του αριθμού των απασχολούμενων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (α' τρίμηνο 2019 - β' τρίμηνο 2022)

(έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους, σε χιλιάδες άτομα)



και ασφαλιστικές δραστηριότητες (-4,7%, έναντι -7,3% το πρώτο εξάμηνο του 2021) (βλ. Διάγραμμα IV.10).

Το ποσοστό μερικής απασχόλησης, αν και παρουσίασε υποχώρηση το β' τρίμηνο του 2022, σε επίπεδο εξαμήνου κατέγραψε αύξηση (8,8%, έναντι 8,0% το πρώτο εξάμηνο του 2021), γεγονός που οφείλεται εν μέρει και στην απόσυρση των μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας, πολλά εκ των οποίων στόχευσαν στη δημιουργία θέσεων πλήρους απασχόλησης. Η εξέλιξη αυτή αποτυπώνεται και στα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, καθώς το μερίδιο των προσλήψεων μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης αυξήθηκε το δεκάμηνο του 2022.

Με την υποχώρηση της υγειονομικής κρίσης, το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών αυξήθηκε σημαντικά σε 69,3% το πρώτο εξάμηνο του 2022 (από 65,7% το πρώτο εξάμηνο του 2021). Σημαντική αύξηση του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό σημειώθηκε σε όλες τις ηλικιακές ομάδες και ιδιαίτερα στις ομάδες 25-29 ετών και 30-34 ετών, για τις οποίες το ποσοστό συμμετοχής αυξήθηκε κατά 4,8 και 4,4 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα. Η συμμετοχή και πα-

ραμονή στο εργατικό δυναμικό και ιδιαίτερος των νέων έχει μεγάλη σημασία για τη διατήρηση και βελτίωση των δεξιοτήτων τους, τη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος και την ενίσχυση της κοινωνικής συνοχής.

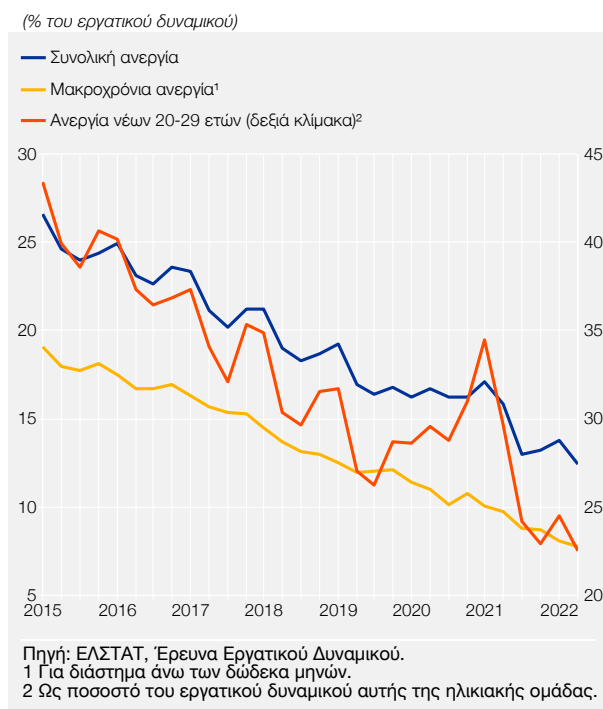
Την ίδια περίοδο το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας αποκλιμακώθηκε σε 7,9% (από 9,8% το πρώτο εξάμηνο του 2021), ενώ το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε σημαντικά σε 13,1% (από 16,5%). Σημαντική υποχώρηση σημειώθηκε και στο ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 20-29 ετών σε 23,5% (από 32,0% την αντίστοιχη περίοδο του 2021) (βλ. Διάγραμμα IV.11).

Η βελτίωση στην αγορά εργασίας απεικονίζεται στις βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής). Συγκεκριμένα, το Νοέμβριο του 2022 οι προοπτικές απασχόλησης κατέγραψαν βελτίωση στις υπηρεσίες, στη μεταποίηση και στο εμπόριο, ενώ επιδείνωση σημειώθηκε στις κατασκευές. Ο σταθμισμένος δείκτης των προσδοκίων απασχόλησης παρουσίασε σημαντική άνοδο σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα και διαμορφώθηκε στις 109,6 μονάδες.

Η αγορά εργασίας έχει ανακάμψει μετά την πανδημία και αναμένεται να συνεχίσει να βελτιώνεται μεσοπρόθεσμα, παρά την αύξηση της αβεβαιότητας που έχει προκαλέσει ο πόλεμος στην Ουκρανία και τον υψηλό πληθωρισμό. Εντούτοις, αρκετές στρεβλώσεις συνεχίζουν να υφίστανται. Το ποσοστό ανεργίας, αν και υποχωρεί σταθερά και σημαντικά τα τελευταία έτη, παραμένει το υψηλότερο στην ευρωζώνη (μαζί με αυτό της Ισπανίας). Επίσης, το ποσοστό ανεργίας στις ευάλωτες ομάδες (νέοι, γυναίκες) διατηρείται υψηλό, όπως και το μερίδιο του εργατικού δυναμικού που είτε υποεργάζεται σε μερική απασχόληση και επιθυμεί να εργαστεί περισσότερες ώρες είτε είναι διαθέσιμο για εργασία, αλλά δεν αναζητεί εργασία λόγω δυσκολιών. Επιπλέον, το πρόβλημα της αναντιστοιχίας μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων θέσεων εργασίας παραμένει

σημαντικό, καθώς οι επιχειρήσεις δυσκολεύονται να βρουν κατάλληλους εργαζόμενους, διότι αυτοί είτε δεν έχουν τα απαιτούμενα προσόντα είτε έχουν στραφεί σε άλλους κλάδους με καλύτερες προοπτικές απασχόλησης. Για να αμβλυνοθούν αυτές οι αδυναμίες, απαιτείται αναβάθμιση της τεχνικής εκπαίδευσης, κατάρτιση και επιμόρφωση των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων, που θα τους εξοπλίσουν με τις κατάλληλες δεξιότητες και θα ενισχύσουν τις προοπτικές απασχόλησής τους. Σημαντική παραμένει η ενίσχυση του πλέγματος εναρμόνισης της οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής για την ένταξη και παραμονή στην αγορά εργασίας του μη οικονομικά ενεργού πληθυσμού, ιδίως των γυναικών. Θεσμικές παρεμβάσεις για τη μείωση των ασφαλιστικών εισφορών ή επιδότησή τους θα μειώσουν το μη μισθολογικό κόστος, θα αυξήσουν το προσδοκώμενο διαθέσιμο εισόδημα και θα συμβάλουν στην αντιμετώπιση της αδήλωτης ή υποδηλωμένης εργασίας και στην τόνωση της προσφοράς εργασίας.⁹ Η διατήρηση της αύξησης της απασχόλησης και της συμμετοχής στην αγορά εργασίας προϋποθέτουν την ενίσχυση της ζήτησης σε κλάδους και επαγγέλματα με υψηλή προστιθέμενη αξία, την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων και την τόνωση της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας. Ωστόσο, αρνητικοί παράγοντες, όπως ο πόλεμος στην Ουκρανία και η περαιτέρω αύξηση του ενεργειακού κόστους, θα επηρεάσουν την εγχώρια οικονομική δραστηριότητα και την απασχόληση. Η υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0” θα συμβάλει στην ανάπτυξη, στην αύξηση των επενδύσεων και στη βελτίωση των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού και θα βοηθήσει στη διατήρηση και δημιουργία νέων και καλύτερα αμειβόμενων θέσεων εργασίας.

Διάγραμμα IV.11 Ποσοστά ανεργίας (α' τρίμηνο 2015 - β' τρίμηνο 2022)



5 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ, ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

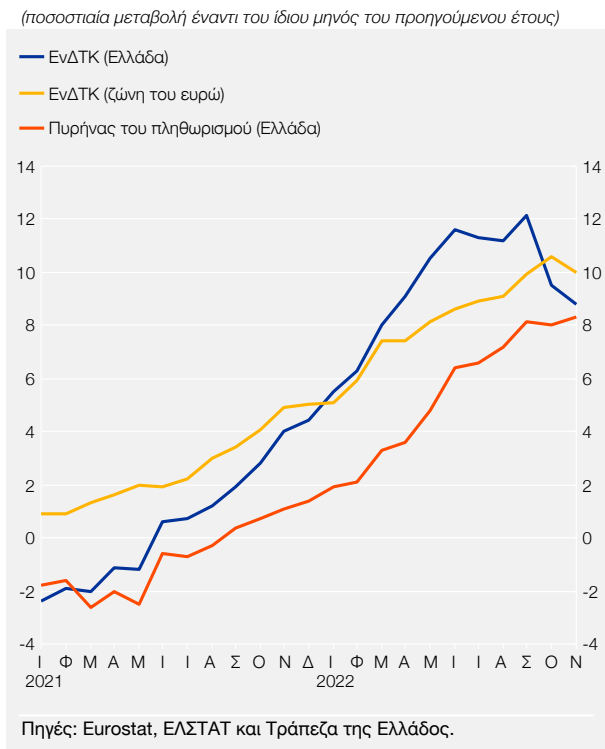
5.1 Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), ανέκαμψε μερικώς το 2021 (0,6%) μετά την πτώση του κατά το 2020 (-1,3%). Πιο υποτονική όμως υπήρξε η πορεία που ακολούθησε ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής), ο οποίος παρέμεινε μεν σε αρνητικό έδαφος (-0,7%), αλλά κατέγραψε μικρή επιβράδυνση σε σύγκριση με το 2020 (-1,0%) (βλ. Διάγραμμα IV.12).

Η ανάκαμψη του γενικού εναρμονισμένου πληθωρισμού εντοπίζεται στα μέσα του 2021 και αποδίδεται πρωτίστως στα ενεργειακά αγαθά και δευτερευόντως στα είδη διατροφής. Έκτοτε, υπό την επίδραση και του πολέμου στην Ουκρανία και των επιπρόσθετων διαταραχών, ο εναρμονισμένος πληθωρισμός συνέχισε την έντονα ανοδική του πορεία και κορυφώθηκε σε 12,1% το Σεπτέμβριο του 2022.

⁹ Σύμφωνα με τον ν. 4997 θεσπίζεται, από το 2023, επιδότηση των επιχειρήσεων ώστε να μετατραπούν οι συμβάσεις μερικής απασχόλησης σε πλήρους απασχόλησης. Το ποσοστό της επιδότησης θα ανέλθει στο 40% και θα αφορά τις ασφαλιστικές εισφορές τόσο του εργοδότη όσο και του εργαζόμενου, ενώ αν η επιχείρηση δεν τηρήσει τους όρους που ενσωματώνονται στη διάταξη, τότε θα καταλογιστούν οι ασφαλιστικές εισφορές στο σύνολό τους και θα προσαυξηθούν κατά 100%.

Διάγραμμα IV.12 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2021 - Νοέμβριος 2022)



Διάγραμμα IV.13 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2021 - Νοέμβριος 2022)



Η έντονα ανοδική πορεία του εναρμονισμένου πληθωρισμού το 2022 οφείλεται κατά κύριο λόγο στην ενεργειακή συνιστώσα. Οι αυξητικοί ετήσιοι ρυθμοί των ενεργειακών αγαθών εντοπίζονται αρχικά στον Απρίλιο του 2021 και σχετίζονται με τις διεθνείς τιμές του πετρελαίου, αλλά και του φυσικού αερίου. Έντονη επιτάχυνση κατέγραψε η ενεργειακή συνιστώσα κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2021 με τις σημαντικές ανατιμήσεις του ηλεκτρικού ρεύματος, με αποτέλεσμα οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των ενεργειακών τιμών της Ελλάδος να υπερκεράσουν τους αντίστοιχους της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.13).

Από τις αρχές του 2022 οι ετήσιοι ρυθμοί της ενεργειακής συνιστώσας επιταχύνθηκαν και μετά το Φεβρουάριο εντάθηκαν ακόμη περισσότερο, φθάνοντας στην κορύφωσή τους το Μάιο (61,0%), διατηρούμενοι και στη συνέχεια σε υψηλά επίπεδα. Ο υπερβάλλον ενεργειακός πληθωρισμός της Ελλάδος το 2022 σε σύγκριση με τον αντίστοιχο της ζώνης του ευρώ αποδίδεται στις επιμέρους συνιστώσες του φυσικού αερίου και του ηλεκτρικού ρεύματος. Κατά το πρώτο ενδεκάμηνο του τρέχοντος έτους ο μέσος ετήσιος ρυθμός του υποδείκτη “φυσικό αέριο” στην Ελλάδα ήταν 137,9% ενώ εκείνος της ζώνης του ευρώ στο 59,7%. Για το ηλεκτρικό ρεύμα τα μεγέθη για την Ελλάδα και την ευρωζώνη είναι 49,6% και 36,5% αντίστοιχα. Οι σημαντικές αποκλίσεις στην τιμή της ηλεκτρικής ενέργειας μεταξύ Ελλάδος και ευρωζώνης αποδίδονται στη δομή της εγχώριας αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας, όπου η διαμόρφωση της τιμής δεν βασίζεται σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) αλλά κυρίως στις τρέχουσες ημερήσιες τιμές (spot). Επιπλέον, το ενεργειακό μίγμα παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα εμπεριέχει σε μεγαλύτερο ποσοστό το φυσικό αέριο σε σύγκριση με τον μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, το οποίο καθορίζει την τιμή εκκαθάρισης της χονδρικής αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας.

Στην άνοδο του εναρμονισμένου πληθωρισμού έχουν επίσης συμβάλει σημαντικά τα διατροφικά αγαθά, τόσο τα μη επεξεργασμένα όσο και τα επεξεργασμένα (βλ. Διάγραμμα IV.14). Ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής έχει ανέλθει στο 9,4% κατά μέσο όρο το ενδεκάμηνο του 2022,

από 1,2% το 2021. Σημαντικές αυξήσεις καταγράφουν οι υποδείκτες “ψωμί και δημητριακά” (13,5% το ενδεκάμηνο του 2022, από 0,7% το 2021), “κρέατα” (12,9% από 1,3%), “γαλακτοκομικά και αυγά” (15,3% από 0,6%), “έλαια και λίπη” (20,6% από 6,5%), “φρούτα” (4,9% από -1,4%), “λαχανικά” (11,9% από 2,1%), “καφές-κακάο-τσάι” (8,9% από 1,6%) κ.ά. Ενδεικτικοί της υψηλής πληθωριστικής επιβάρυνσης των διατροφικών ειδών είναι τόσο ο διατροφικός υποδείκτης του Δείκτη Τιμών Εισαγωγών (μέση αύξηση δεκαμήνου 2022: 12,1%, έναντι μέσου ετήσιου ρυθμού 0,6% το 2021) όσο και ο αντίστοιχος υποδείκτης του Δείκτη Τιμών Παραγωγού για την εγχώρια αγορά (μέση αύξηση δεκαμήνου 2022: 7,9%, έναντι μέσου ετήσιου ρυθμού 1,9% το 2021).

Από το Σεπτέμβριο του 2021 ο πληθωρισμός των βιομηχανικών αγαθών (μη ενεργειακών και μη διατροφικών ειδών) και των υπηρεσιών επανήλθε σε θετικό έδαφος, ενώ από το Μάιο του 2022 και μετά ισχυροποιήθηκε σημαντικά. Για τα βιομηχανικά αγαθά η επιτάχυνση του ρυθμού μεταβολής των τιμών τους σχετίζεται με τα συνεχιζόμενα προβλήματα των εφοδιαστικών αλυσίδων και τα επιπρόσθετα θέματα που ανέκυψαν λόγω του πολέμου στην Ουκρανία, ενώ για τις υπηρεσίες σχετίζεται κυρίως με την υψηλή ζήτηση λόγω και της έντονης ανάκαμψης του τουρισμού. Επιπροσθέτως, το παρατεταμένο υψηλό ενεργειακό και διατροφικό κόστος ενσωματώθηκε σε μεγάλο βαθμό στις δύο συνιστώσες του εναρμονισμένου πληθωρισμού, ωθώντας τον πυρήνα του πληθωρισμού στην καταγραφή υψηλών ετήσιων ρυθμών.

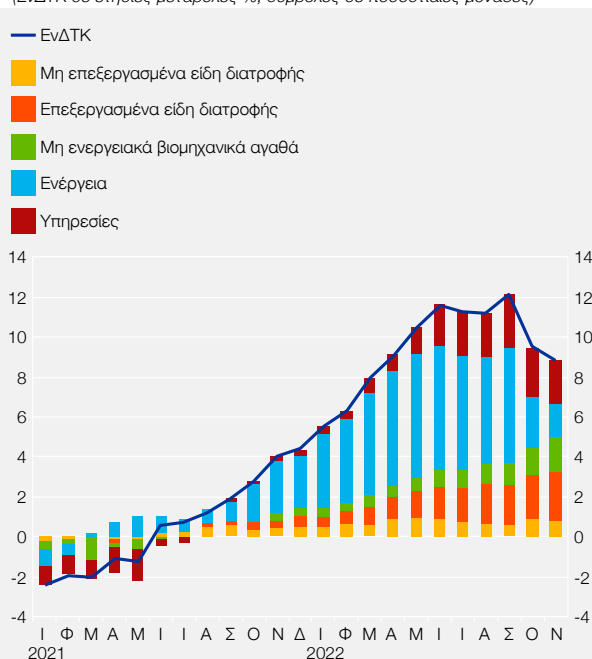
Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός αναμένεται το 2022 να καταγράψει πολύ υψηλό μέσο ετήσιο ρυθμό, που κατά τα 3/4 περίπου θα διαμορφωθεί από τις ιδιαίτερα υψηλές αυξήσεις στην ενέργεια και στα είδη διατροφής. Επιπλέον, ο υψηλός πληθωρισμός διαφαίνεται ότι αποκτά μονιμότερα χαρακτηριστικά, καθώς το αυξημένο ενεργειακό και διατροφικό κόστος διαχέεται πια στις βασικές συνιστώσες του πυρήνα του πληθωρισμού, δηλαδή στις υπηρεσίες και στα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά, κάτι που αναμένεται να διατηρήσει τον πληθωρισμό σε υψηλά επίπεδα και την επόμενη χρονιά.

5.2 Επιχειρηματικά κέρδη

Η αύξηση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων συνεχίστηκε το πρώτο εξάμηνο του 2022, ύστερα από τη σημαντική βελτίωση του 2021. Σε μεγάλο βαθμό, η αύξηση οφείλεται στις επιχειρήσεις εστίασης και καταλυμάτων, οι οποίες τους πρώτους μήνες του 2021 βρισκόνταν σε αναστολή λειτουργίας, αλλά και στην ικανοποιητική επίδοση των κλάδων της μεταποίησης και των κατασκευών. Πιο συγκεκριμένα, το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ενισχύθηκε κατά 40,8% το πρώτο εξάμηνο του 2022 (πρώτο εξάμηνο του 2021: 36,0%). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται πρωτίστως στην αύξηση της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας κατά 28,7% (πρώτο εξάμηνο του 2021: 11,8%), ενώ αξιοσημείωτη ήταν και η αύξηση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας κατά 14,3% (πρώτο εξάμηνο του 2021: -2,9%). Τα δεδομένα της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας είναι σε ονομαστικούς όρους, οπότε ένα μεγάλο μέρος της αύξησης οφείλεται στον υψηλό πληθωρισμό κατά το πρώτο εξάμηνο.

Διάγραμμα IV.14 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (Ιανουάριος 2021 - Νοέμβριος 2022)

(ΕνΔΤΚ σε ετήσιες μεταβολές %, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Το μερίδιο καθαρού κέρδους (που ορίζεται ως ο λόγος του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος προς την καθαρή προστιθέμενη αξία) αυξήθηκε σημαντικά το πρώτο εξάμηνο του 2022 και ανήλθε σε 40,5%, έναντι 32,0% την αντίστοιχη περίοδο του 2021.

5.3 Κόστος εργασίας

Το εννέαμηνο του 2022 παραμένει συγκρατημένη η άνοδος των μέσων αμοιβών εργασίας (με ετήσιο ρυθμό 1,2%, σύμφωνα με τα διαθέσιμα εθνικολογιστικά στοιχεία), παρά τη μεγάλη αύξηση του πληθωρισμού, μειώνοντας έτσι το περιθώριο για μονιμοποίηση των πληθωριστικών πιέσεων. Επίσης, αξιολογη επιτάχυνση εμφανίζει η επέκταση της μισθωτής απασχόλησης (με ετήσιο ρυθμό 6,2% την ίδια περίοδο). Ειδικότερα, το πρώτο εξάμηνο η αύξηση των συνολικών αμοιβών εργασίας αντανάκλωσε κυρίως τις εξελίξεις στον επιχειρηματικό τομέα (ετήσιος ρυθμός ανόδου 12,3%), ενώ πολύ πιο συγκρατημένος ήταν ο ρυθμός στον τομέα της γενικής κυβέρνησης (0,85%), σύμφωνα με τα στοιχεία των μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών.

Στον επιχειρηματικό τομέα, σύμφωνα με τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 υπογράφηκαν 176 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις εργασίας, που αφορούσαν 141.107 μισθωτούς. Από αυτές, 74 συμβάσεις προβλέπουν αυξήσεις μισθών, ενώ με βάση τις υπόλοιπες οι αποδοχές παραμένουν αμετάβλητες. Εξάλλου, οι κατώτατοι μισθοί αυξήθηκαν κατά 2% από 1ης Ιανουαρίου και κατά 7,5% από 1ης Μαΐου.¹⁰

Στον τομέα της γενικής κυβέρνησης, σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία που ανακοινώνει το Υπουργείο Οικονομικών, η δαπάνη για αμοιβές έμεινε ουσιαστικά αμετάβλητη σε ετήσια βάση το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022.

Για ολόκληρο το 2022, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος (βλ. Πίνακα IV.5), η άνοδος της απασχόλησης θα είναι σημαντική και των αμοιβών ανά εργαζόμενο συγκρατημένη, ενώ περιορισμένη αύξηση θα εμφανίσουν τόσο η παραγωγικότητα όσο και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Το 2023 προβλέπεται ότι η άνοδος της απασχόλησης αλλά και του ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί σημαντικά, ενώ αξιολογη θα είναι η επιτάχυνση της αύξησης των αποδοχών, με αποτέλεσμα στασιμότητα της παραγωγικότητας και αισθητή άνοδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Πίνακας IV.5 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2021-2023)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2021	2022 (εκτιμ.)	2023 (προβλ.)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	5,3	8,8	7,0
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	3,85	1,8	5,0
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	7,0	0,95	0,0
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	-2,9	0,8	5,0
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	1,1	0,85 (1)	...
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	7,5	12,3 (1)	...

Πηγές: Για το 2021: ΕΛΣΤΑΤ, στοιχεία ετήσιων εθνικών λογαριασμών και λογαριασμών θεσμικών τομέων 18-26.10.2022. Για το πρώτο εξάμηνο του 2022: ΕΛΣΤΑΤ, στοιχεία τριμηνιαίων λογαριασμών θεσμικών τομέων 26.10.2022. Για τα έτη 2022-2023: προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.
1 Πρώτο εξάμηνο 2022.

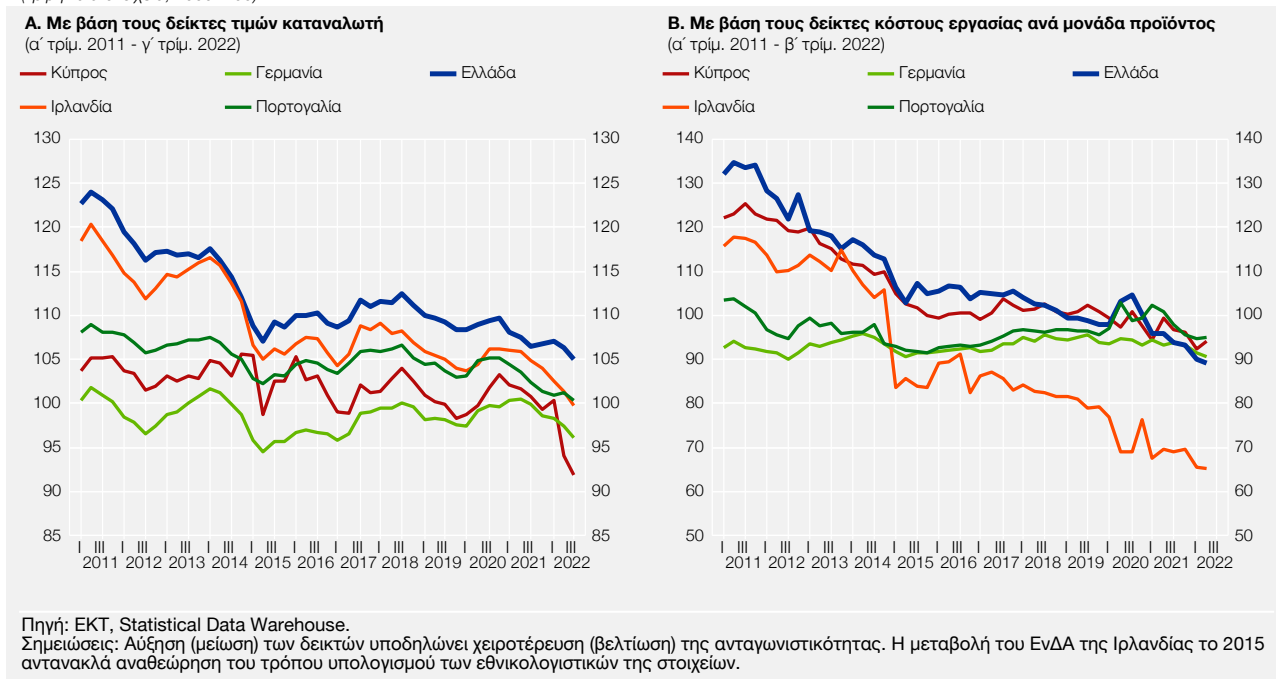
5.4 Διεθνής ανταγωνιστικότητα

Η εξέλιξη της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας εμφανίζει μικτή εικόνα το 2022. Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι συνέχισε να βελτιώνεται ως προς το κόστος εργασίας

¹⁰ Επίσης, σημαντική ήταν η επιχειρησιακή σύμβαση διετούς διάρκειας (έως το 2023) που υπογράφηκε στις 30.9.2021 για τους 27.000 εργαζομένους των Υπεραγορών Σκλαβενίτης και προβλέπει αυξήσεις κατά 3,0-5,5% από 1.11.2021 και πρόσθετες παροχές, που επηρεάζουν κυρίως το 2022. Επιπλέον στις 6.12.2022 η γαλακτοβιομηχανία Δέλτα ανακοίνωσε αυξήσεις από 1.1.2023 κατά 5-12%, που αφορούν το 90% των 1.000 εργαζομένων της και που είναι αντιστρόφως ανάλογες προς το ύψος των αποδοχών τους. Εξάλλου, σε κλαδικό επίπεδο, υπογράφηκε στις 4 Απριλίου 2022 η τριετούς διάρκειας συλλογική σύμβαση των τραπεζών, που προβλέπει αυξήσεις 2% από 1.10.2022, 1% από 1.12.2023 και 2,5% από 1.12.2024. Επίσης, τον Οκτώβριο του 2022 υπογράφηκε στην Alpha Bank συλλογική σύμβαση που προβλέπει τη χορήγηση το Νοέμβριο εφάπαξ οικονομικής ενίσχυσης 300-800 ευρώ, η οποία θα είναι αντιστρόφως ανάλογη προς το ύψος των αποδοχών, ενώ θα φθάνει τα 2.000 ευρώ για υπαλλήλους με αυξημένες ανάγκες.

Διάγραμμα IV.15 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας
(δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας)

(τριμηνιαία στοιχεία, 2000=100)



ανά μονάδα προϊόντος, παρά την αύξηση του κατώτατου μισθού από 1ης Ιανουαρίου και 1ης Μαΐου 2022, αλλά επιδεινώθηκε ως προς τις σχετικές τιμές, καθώς ο εγχώριος πληθωρισμός υπερέβη το σταθμισμένο πληθωρισμό των βασικών εμπορικών εταίρων. Οι προβλέψεις για το 2023 περιβάλλονται από υψηλή αβεβαιότητα ως προς τις εξελίξεις του ενεργειακού κόστους και την επίπτωσή του στο γενικό πληθωρισμό κάθε χώρας, αλλά και ως προς τις εξελίξεις στους ονομαστικούς μισθούς και στην παραγωγικότητα. Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, εντείνονται οι προσπάθειες βελτίωσης του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και προσέλκυσης ξένων άμεσων επενδύσεων τόσο στον τουριστικό τομέα όσο και στον τομέα της τεχνολογίας και της πληροφορικής. Οι άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα το 2021 ήταν οι υψηλότερες της τελευταίας 20ετίας και ξεπέρασαν τα 5,6 δισεκ. ευρώ, έναντι 2,9 δισεκ. το 2020, ενώ για το 2022, με βάση τα στοιχεία δεκαμήνου, εκτιμάται ότι θα αυξηθούν ακόμη περισσότερο.

Αναλυτικότερα, ο δείκτης ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας αναμένεται να καταγράψει περαιτέρω μικρή αύξηση (ανατίμηση) το 2022, σύμφωνα με τους σχετικούς δείκτες που υπολογίζει για την ελληνική οικονομία η Τράπεζα της Ελλάδος. Η τρέχουσα σημαντική ενίσχυση του δολαρίου των ΗΠΑ έναντι του ευρώ (9,8% το ενδεκάμηνο έως το Νοέμβριο του 2022), εξαιτίας κυρίως της διαφορετικής ταχύτητας ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής στην κάθε περιοχή, χαρακτηρίζει τις διμερείς συναλλαγματικές εξελίξεις. Η ανατίμηση του ευρώ έναντι του γιεν Ιαπωνίας, της κορώνας Σουηδίας και της λίρας Τουρκίας υπεραντισταθμίζει την υποτίμησή του έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, του φράγκου Ελβετίας και του δολαρίου Αυστραλίας. Σε επίπεδο εννεαμήνου 2022, μείωση (βελτίωση) καταγράφεται στους εθνικούς εναρμονισμένους δείκτες ανταγωνιστικότητας τους οποίους καταρτίζει η ΕΚΤ, τόσο της Ελλάδος όσο και άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.15).

Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τους σχετικούς δείκτες τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) εκτιμάται ότι θα αυξηθεί (επιδεινωθεί) το 2022, καθώς ο μέσος ετήσιος εγχώριος πληθωρισμός θα υπερβεί τον αντίστοιχο μέσο όρο των κυριότερων εμπορικών εταίρων της Ελλάδος (βλ. Πίνακα IV.6). Ο πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ στην Ελλάδα, σύμ-

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	
2010	112,4	-2,8	118,3	-0,4	126,1	0,6	123,4	0,1	118,7	0,3
2015	110,6	-2,7	106,5	-4,6	106,8	-4,2	111,9	-4,8	103,4	-3,2
2016	112,0	1,3	107,1	0,5	103,2	-3,4	112,3	0,3	102,8	-0,5
2017	113,6	1,4	107,7	0,6	102,1	-1,0	113,4	1,0	102,1	-0,7
2018	116,0	2,1	108,4	0,7	100,1	-2,0	114,5	1,0	98,8	-3,2
2019	115,8	-0,2	106,7	-1,5	97,9	-2,2	113,2	-1,1	96,6	-2,3
2020	117,4	1,5	105,8	-0,8	100,2	2,3	112,7	-0,4	99,1	2,6
2021	118,7	1,1	104,4	-1,4	94,9	-5,3	111,6	-1,0	93,5	-5,6
2022**	119,9	1,0	105,2	0,8	91,5	-3,6	113,1	1,3	91,9	-1,7

Πηγές: Δείκτες υπολογισμένοι από την Τράπεζα της Ελλάδος με βάση στοιχεία της ΕΚΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Αύξηση (μείωση) των δεικτών ΣΣΙ υποδηλώνει χειρότερη (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).

φωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,¹¹ αναμένεται να είναι υψηλότερος από εκείνον στις χώρες της ζώνης του ευρώ το 2022 (10,0% έναντι 8,5%).

Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι συνέχισε να υποχωρεί (καταγράφοντας βελτίωση) και το 2022. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας αναμένεται ότι θα αυξηθεί στην Ελλάδα ηπιότερα από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ (1,3% έναντι 3,0%¹²). Ο σημαντικότερος παράγοντας βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας ως προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος για το 2022 ήταν η εκτιμώμενη συγκριτικά μεγαλύτερη για την Ελλάδα αύξηση της παραγωγικότητας.

Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, παρά την πρόοδο που έχει σημειωθεί στο επιχειρηματικό περιβάλλον τα τελευταία έτη (πολιτική σταθερότητα, βελτίωση δημόσιων οικονομικών, μείωση φορολογικών και ασφαλιστικών εισφορών, αύξηση εξωστρέφειας) παραμένει συγκριτικά χαμηλή σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο. Σύμφωνα με τους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του Ινστιτούτου IMD (World Competitiveness Ranking, 15.6.2022), την τελευταία τριετία η Ελλάδα έχει σημειώσει μεγάλο άλμα σε σχέση με την προηγούμενη δεκαετία. Για το 2022 ωστόσο κατατάχθηκε μία θέση χαμηλότερα, στην 47η θέση μεταξύ 63 οικονομιών. Συγκριτικά με τις άλλες χώρες, βελτίωση καταγράφηκε στον υποδείκτη της οικονομικής επίδοσης, ενώ επιδείνωση καταγράφηκε στους υποδείκτες της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα (55η από 52η), της αποτελεσματικότητας των επι-

11 European Commission, *Autumn 2022 Economic Forecast*, November 2022.

12 Βλ. υποσημείωση 11.

χειρήσεων (46η από 44η), αλλά και στις υποδομές (41η από 39η). Οι κυριότερες προκλήσεις, σύμφωνα με την έκθεση του Ινστιτούτου, αφορούν την εισαγωγή ειδικών προγραμμάτων για τον ψηφιακό μετασχηματισμό των οικοσυστημάτων της βιομηχανίας, την υποστήριξη της επέκτασης σε νέες αγορές, την προσαρμογή της εγχώριας βιομηχανίας σύμφωνα με τις αρχές της ενεργειακής αποδοτικότητας και της κυκλικής οικονομίας, τη διεξαγωγή εκπαιδευτικών προγραμμάτων με σκοπό τη βελτίωση της απασχολησιμότητας του εργατικού δυναμικού και την προσέλκυση σημαντικών ξένων άμεσων επενδύσεων που θα σηματοδοτήσουν την αύξηση της εμπιστοσύνης στην οικονομία και θα συμβάλουν στην επιτάχυνση του μετασχηματισμού.

Σημαντική συγκριτική πρόοδο κατέγραψε η Ελλάδα με βάση τον πρόσφατο διεθνή δείκτη φορολογικής ανταγωνιστικότητας του Tax Foundation (18.10.2022), σύμφωνα με τον οποίο η Ελλάδα το 2022 ανελίχθηκε κατά 4 θέσεις στην 29η θέση μεταξύ 38 κρατών. Ως συγκριτικά πλεονεκτήματα για την Ελλάδα καταγράφονται η χαμηλότερη, σε σχέση με τις χώρες του ΟΟΣΑ, φορολόγηση των μερισμάτων (5%, έναντι 24,2% κατά μέσο όρο στον ΟΟΣΑ) και ο χαμηλότερος εταιρικός φόρος (22% έναντι 23,6%), ενώ ως μειονεκτήματα η πιο περιορισμένη φορολογική βάση και ο συγκριτικά υψηλότερος ΦΠΑ (24% στην Ελλάδα, έναντι 19% κατά μέσο όρο στις χώρες του ΟΟΣΑ). Η Ελλάδα πραγματοποιεί γρήγορα βήματα στον τομέα των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, καθώς σύμφωνα με τον τελευταίο δείκτη χωρών που προσελκύουν ΑΠΕ (RECAI) της Ernst & Young (24.5.2022) βελτίωσε την κατάταξή της κατά τρεις θέσεις και κατάταχθηκε 21η μεταξύ 40 χωρών, καταγράφοντας βελτίωση στους τομείς της βιομάζας και της υδροηλεκτρικής ενέργειας. Ταυτόχρονα, στοχεύει στο διπλασιασμό της εγκατεστημένης δυναμικότητας μέχρι το 2030, ενώ ήδη υλοποίησε τη δημιουργία στην Κοζάνη του μεγαλύτερου (204 MW) αιολικού πάρκου στην Ευρώπη. Παράλληλα, εντός του 2022 ανακοινώθηκαν ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα από μεγάλους τεχνολογικούς ομίλους όπως η Google και η Microsoft, οι οποίες αναμένεται να επιδράσουν θετικά όχι μόνο στην απασχόληση και στη μεταφορά τεχνογνωσίας, αλλά κυρίως στη βελτίωση της διεθνούς εικόνας και της εμπιστοσύνης στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.

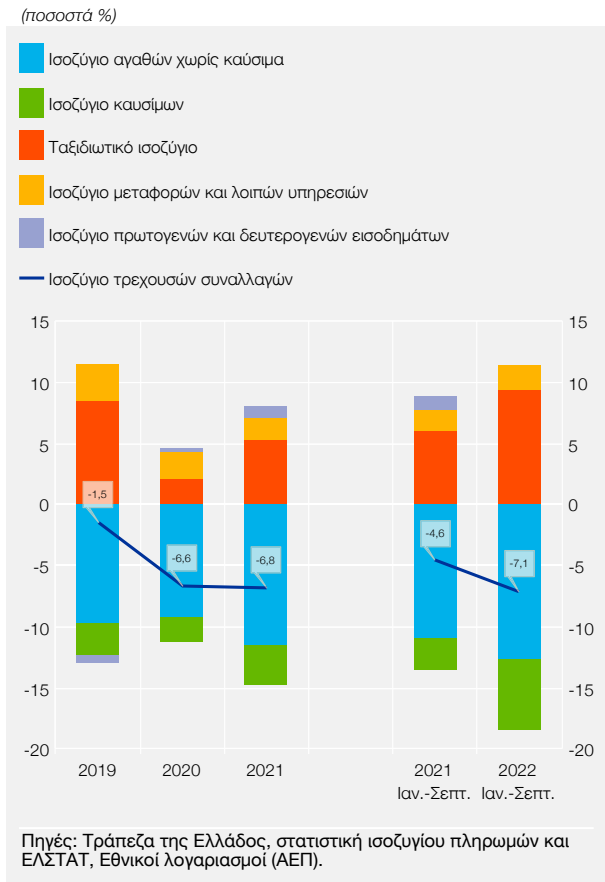
6 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 κατέγραψε έλλειμμα 13,6 δισεκ. ευρώ, αυξημένο κατά 6,3 δισεκ ευρώ σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην επιδείνωση του ισοζυγίου αγαθών, ως αποτέλεσμα της αύξησης των εισαγωγών αγαθών με ρυθμό ταχύτερο από το ρυθμό αύξησης των εξαγωγών. Το ίδιο διάστημα, η σημαντική άνοδος του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών, ως αποτέλεσμα κυρίως της εντυπωσιακής ανάκαμψης των ταξιδιωτικών εισπράξεων και δευτερευόντως του ισοζυγίου θαλάσσιων μεταφορών, αντιστάθμισε μόνο μερικώς την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών. Παράλληλα, επιδεινώθηκαν και τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων (βλ. Πίνακα 2 στο Στατιστικό Παράρτημα και Διάγραμμα IV.16).

Το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών διαμορφώθηκε σε 32,2 δισεκ. ευρώ, κατά 11,7 δισεκ. ευρώ μεγαλύτερο από το αντίστοιχο του 2021. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε η αύξηση του ελλείμματος πρωτίστως του ισοζυγίου καυσίμων και δευτερευόντως του ισοζυγίου λοιπών αγαθών. Οι μεταβολές των εισαγωγών και εξαγωγών καυσίμων οφείλονται όχι μόνο στην αύξηση των τιμών των καυσίμων, αλλά και στις μεταβολές του όγκου. Ειδικότερα, το δεκάμηνο του 2022, σε σταθερές τιμές, οι εισαγωγές καυσίμων αυξήθηκαν κατά 27,6%, χωρίς όμως αντίστοιχη άνοδο των εξαγωγών (οι οποίες μειώθηκαν κατά 5,2%).

Όσον αφορά τα λοιπά αγαθά, οι εξαγωγές και οι εισαγωγές σε σταθερές τιμές αυξήθηκαν κατά 8,5% και 19,2% αντίστοιχα. Τη μεγαλύτερη συμβολή στην άνοδο των εξαγωγών είχαν οι εξαγωγές των κλάδων μηχανολογικού εξοπλισμού και μεταφορικών μέσων, μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων, τροφίμων και ποτών, κλωστοϋφαντουργίας, δέρματος και συναφών

Διάγραμμα IV.16 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ (2019 - γ' τρίμηνο 2022)



προϊόντων. Στην αύξηση των εισαγωγών αγαθών τη μεγαλύτερη συμβολή, σε σταθερές τιμές, είχαν οι εισαγωγές αγαθών εκτός καυσίμων, κυρίως ενδιάμεσων αγαθών και καταναλωτικών αγαθών, ενώ μικρότερη ήταν η συμβολή των κεφαλαιακών αγαθών και του εξοπλισμού μεταφορών (βλ. Διάγραμμα IV.17).

Την ίδια περίοδο το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών αυξήθηκε, λόγω της ανόδου των καθαρών εισπράξεων πρωτίστως από ταξιδιωτικές υπηρεσίες και δευτερευόντως από υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών (βλ. Διάγραμμα IV.18). Οι ταξιδιωτικές εισπράξεις της περιόδου Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 ήταν αυξημένες κατά 70,4% σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2021, ως αποτέλεσμα της σημαντικής ανόδου των αφίξεων (κατά 92,1%). Σημειώνεται ότι το δεκάμηνο του 2022 οι αφίξεις έφθασαν στο 88,9% των μεγεθών του 2019,¹³ οι δε εισπράξεις στο 97,4%, επηρεασμένες σημαντικά και από τη μεγαλύτερη μέση διάρκεια παραμονής. Η εξέλιξη αυτή επηρεάστηκε και από τη μείωση των οδικών αφίξεων. Επίσης, δυναμική επάνοδο καταγράφουν οι εισπράξεις από κρουαζιέρα, οι οποίες ανήλθαν στο 77,9% του αντίστοιχου μεγέθους του 2019, αξιοποιώντας και την ύπαρξη νέων λιμανιών επιβίβασης (home port) στην Ελλάδα. Η μέση δαπάνη ανά ταξίδι συνεχίζει να βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα, αλλά σε σχέση με το δεκάμηνο του 2021 έχει

μειωθεί κατά 11,8%. Οι χώρες-μέλη της ΕΕ παραμένουν η κύρια πηγή ταξιδιωτών.

Η ταξιδιωτική κίνηση προς τη Μεσόγειο αυξήθηκε, με το μερίδιό της στο παγκόσμιο σύνολο να διαμορφώνεται σε 28,8% το εννεάμηνο του 2022, αυξημένο κατά 7 ποσ. μον. έναντι του 2019, γεγονός που αποδίδεται μεταξύ άλλων στις πολιτικές αντιμετώπισης της πανδημίας σε άλλα μέρη του πλανήτη.¹⁴ Η Ελλάδα διατήρησε την τέταρτη θέση μεταξύ των υπόλοιπων χωρών της Μεσογείου όσον αφορά τις αφίξεις, με μερίδιο 11,7% το εννεάμηνο του 2022 έναντι του αντίστοιχου εννεαμήνου του 2021, αυξημένο κατά μία ποσ. μον. σε σχέση με το 2019. Τη μεγαλύτερη αύξηση μεριδίου κατέγραψε η Ισπανία, διατηρώντας την πρώτη θέση, ενώ το μερίδιο της Ιταλίας μειώθηκε κατά 2 ποσ. μον., παρά τη μείωση τιμών τους καλοκαιρινούς μήνες, όπως καταγράφεται από τον ΕνΔΤΚ ξενοδοχείων-εστίασης. Από τα διαθέσιμα περιφερειακά στοιχεία του πρώτου εξαμήνου του 2022, τη μεγαλύτερη αύξηση των εισπράξεων κατέγραψαν οι περιφέρειες Ιονίων Νήσων και Κρήτης, ενώ η περιφέρεια της Κεντρικής Μακεδονίας εμφανίζει πτώση. Η περιφέρεια Αττικής διατήρησε το μερίδιό της στις εισπράξεις περίπου σταθερό, παρά την αύξηση του μεριδίου των επισκέψεων κατά μία ποσ. μον. περίπου.

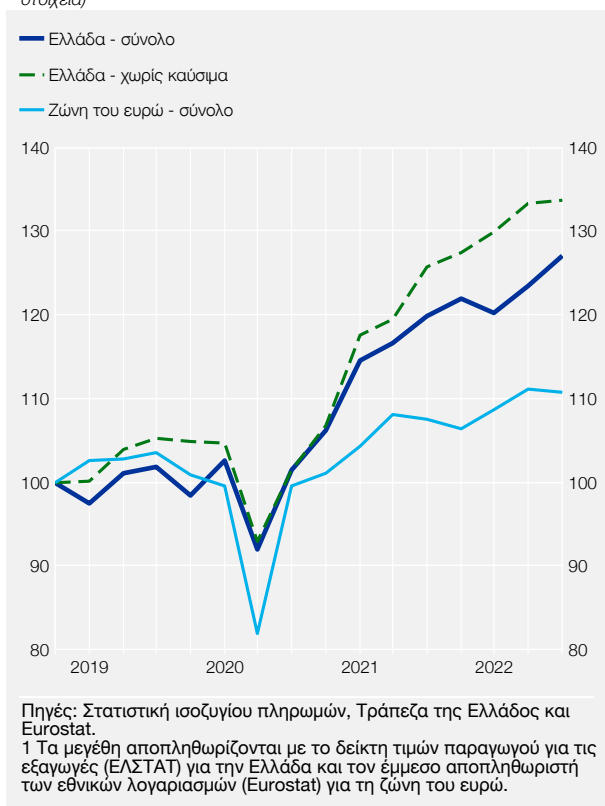
Τους δέκα πρώτους μήνες του 2022 το πλεόνασμα του ισοζυγίου μεταφορών αυξήθηκε κατά 13,7% συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του 2021, λόγω της βελτίωσης του ισοζυγίου θαλάσσιων μεταφορών, η οποία υπεραντιστάθμισε την επιδείνωση του ισοζυγίου των λοιπών με-

13 Σύμφωνα με στοιχεία εννεαμήνου, η ανάκτηση των αφίξεων έναντι του 2019 ανήλθε σε 63% στην παγκόσμια ταξιδιωτική κίνηση και 83% στην περιοχή της Μεσογείου συνολικά.

14 Για παράδειγμα, η πολιτική μηδενικών κρουσμάτων του κορωνοϊού στην Κίνα.

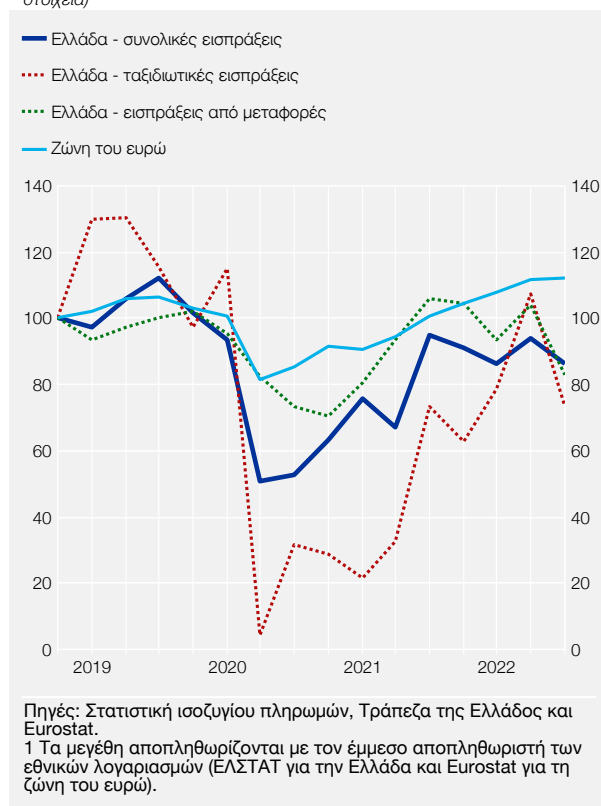
Διάγραμμα IV.17 Εξαγωγές αγαθών
(δ' τρίμηνο 2018 - γ' τρίμηνο 2022)

(δείκτης δ' τρίμ. 2018=100, σε σταθερές τιμές,¹ εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



Διάγραμμα IV.18 Εξαγωγές υπηρεσιών
(δ' τρίμηνο 2018 - γ' τρίμηνο 2022)

(δείκτης δ' τρίμ. 2018=100, σε σταθερές τιμές,¹ εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



ταφορών. Η αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου θαλάσσιων μεταφορών αντανακλά αφενός την άνοδο των ναύλων και αφετέρου την ενίσχυση του δολαρίου ΗΠΑ έναντι του ευρώ.¹⁵ Συγκεκριμένα, το μέσο επίπεδο των ναύλων αυξήθηκε κατά περίπου 39% –σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea– συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του 2021, αντανακλώντας κυρίως δύο αντίθετες τάσεις: αφενός την αξιοσημείωτη άνοδο των ναύλων για τα πετρελαιοφόρα πλοία και αφετέρου τη μείωση των ναύλων για τα πλοία μεταφοράς ξηρού (χύδην) φορτίου.¹⁶

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων μειώθηκε το δεκάμηνο του 2022. Επίσης, το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων παρουσίασε έλλειμμα έναντι πλεονάσματος σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2021, ενώ μειώθηκε και το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαίων. Όσον αφορά τις εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ,¹⁷ τη χρονική περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 οι απολήψεις ανήλθαν σε 1,9 δισεκ. ευρώ και οι αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ σε 1,9 δισεκ. ευρώ.¹⁸ Η Ελλάδα έχει απορροφήσει σωρευτικά το 87% των

15 Σημειώνεται ότι το δολάριο ΗΠΑ είναι το βασικό νόμισμα συναλλαγών στον κλάδο της εμπορικής ναυτιλίας.

16 Οι ναύλοι των πλοίων ξηρού (χύδην) φορτίου από τον Ιούνιο του 2022 σημείωσαν αρνητική ετήσια μεταβολή, αφού είχαν καταγράψει σημαντική άνοδο το 2021 και τους πρώτους μήνες του 2022. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν τόσο η αποσυμφόρηση στους λιμένες όσο και η επιβράδυνση της ζήτησης πρώτων υλών. Από την άλλη πλευρά, οι ναύλοι των πετρελαιοφόρων αυξήθηκαν πάνω από 400%, λόγω τόσο της αυξημένης ζήτησης –εν μέρει ως συνέπεια και του πολέμου Ρωσίας-Ουκρανίας– όσο και του χαμηλού επιπέδου τους το 2021.

17 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 κοινοτικό προϋπολογισμό.

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

πόρων που της αναλογούν από τους διαρθρωτικούς πόρους του κοινοτικού προγράμματος (ΕΣΠΑ) 2014-2020. Για το υπολειπόμενο ποσό έχουν ήδη αποφασιστεί έργα, έτσι ώστε να διασφαλιστεί η πλήρης απορρόφησή του μέχρι το τέλος του 2023. Ταυτόχρονα, ξεκίνησε η ροή πληρωμών από το νέο ΕΣΠΑ 2021-2027 με την εκταμίευση των πρώτων 116,3 εκατ. ευρώ. Τον Απρίλιο του 2022 εκταμιεύθηκε η πρώτη δόση της χρηματοδότησης μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), ενώ το Σεπτέμβριο του 2022 κατατέθηκε το αίτημα εκταμίευσης της δεύτερης δόσης μετά την ολοκλήρωση των σχετικών οροσήμων. Μαζί με την προχρηματοδότηση η εκταμίευση ανήλθε σε 22% για τις επιδοτήσεις και 28% για τα δάνεια.

Για το 2022 αναμένεται μικρή μείωση του ελλείμματος του ΙΤΣ (ως % του ΑΕΠ), το οποίο όμως θα παραμείνει σε σχετικά υψηλό επίπεδο. Περαιτέρω βελτίωση του ΙΤΣ αναμένεται και για το 2023. Οι εξαγωγές και οι εισαγωγές αγαθών θα συνεχίσουν να αυξάνονται, αν και με βραδύτερους ρυθμούς, λόγω του περιορισμού της εξωτερικής και εγχώριας ζήτησης, με αποτέλεσμα τον περιορισμό του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών. Οι καλές επιδόσεις στις ταξιδιωτικές εισπράξεις και αφίξεις του 2022 εκτιμάται ότι θα διατηρηθούν το 2023 και θα υπερκαλύψουν τα αντίστοιχα μεγέθη του 2019, παρά την αρνητική επίδραση της ενεργειακής κρίσης και της αύξησης του πληθωρισμού στο διαθέσιμο εισόδημα των ταξιδιωτών. Η εμφάνιση αυξημένης τουριστικής κίνησης νωρίτερα από την περίοδο αιχμής υποστηρίζει τις προσδοκίες για επέκταση της τουριστικής περιόδου και στην αρχή αλλά και στο τέλος της, με ανάλογη αύξηση των εσόδων και ανάδειξη άλλων πτυχών (διαφοροποίηση) του τουριστικού προϊόντος, καθώς και μείωση της συγκέντρωσης ταξιδιωτών μόνο στους μαζικούς δημοφιλείς προορισμούς σύμφωνα και με την Εθνική Στρατηγική Τουρισμού 2030.¹⁹ Ταυτόχρονα, η κρουαζιέρα αναμένεται να αυξήσει τη δυναμική της αξιοποιώντας και τη δημιουργία λιμανιών αναχώρησης (home port) στην ελληνική επικράτεια. Η θέση της Ελλάδος στη Μεσόγειο σε σχέση με τους ανταγωνιστικούς της προορισμούς αναμένεται να διατηρηθεί, δεδομένου ότι οι επιπτώσεις της ανόδου του πληθωρισμού πλήττουν και τους ανταγωνιστικούς προορισμούς. Επίσης, οι προοπτικές για τις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές είναι σταθερές λόγω του χαμηλού ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου στόλου, ιδίως στους κλάδους των δεξαμενοπλοίων και των πλοίων ξηρού (χύδην) φορτίου, καθώς και της αναμενόμενης αύξησης του μεταφορικού έργου των πλοίων για τη μεταφορά εμπορευμάτων από μακρινότερους προορισμούς λόγω των κυρώσεων που έχουν επιβληθεί στις εξαγωγές της Ρωσίας.

Θετική συμβολή στο ΙΤΣ αναμένεται να έχουν οι εισροές τόσο από το διατηρούμενο πρόγραμμα ΕΣΠΑ 2014-20 και το Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο (ΠΔΠ) 2021-2027 όσο και από τα έκτακτα προγράμματα της ΕΕ λόγω της πανδημίας (π.χ. NextGenerationEU), οι οποίες θα καταγραφούν στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Επιπροσθέτως, οι μεταβιβάσεις κεφαλαιακού χαρακτήρα θα μειώσουν τις συνολικές χρηματοδοτικές ανάγκες της οικονομίας, αφού καταγράφονται στο ισοζύγιο κεφαλαίων. Η εξέλιξη της περαιτέρω εκταμίευσης της χρηματοδότησης από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) σχετίζεται με την εκπλήρωση των συνδεδεμένων οροσήμων εκτέλεσης των έργων.²⁰ Ειδικότερα, στο πλαίσιο του RRF εντός του 2022 αναμένεται να εκταμιευθεί η δεύτερη δόση και να ολοκληρωθεί η εκπλήρωση των προαπαιτούμενων που θα επιτρέψει την αίτηση για την τρίτη δόση, ενώ δύο δόσεις αναμένεται να εκταμιευθούν κατά το 2023. Παράλληλα, αναμένεται να συνεχιστεί με μεγαλύτερη ταχύτητα το νέο ΕΣΠΑ 2021-2027, αν και σε όλα τα παλαιότερα προγράμματα η πορεία υλοποίησης επιταχύνεται προς το τέλος της περιόδου την οποία αφορούν.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022, οι υποχρεώσεις των κατοίκων έναντι του εξωτερικού, οι οποίες αντιπροσωπεύουν την καθαρή εισροή ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ) στην Ελ-

19 Σύμφωνα με την Εθνική Στρατηγική Τουρισμού 2030, η υλοποίηση των σχεδίων δράσης στοχεύει σε αύξηση των εισπράξεων κατά 52,4% έναντι του 2019 (σε 26,9 δισεκ. ευρώ), αύξηση επισκέψεων κατά 27,2% σε σχέση με το 2019 (σε 50 εκατ. το 2030) και αύξηση διανυκτερεύσεων κατά 31,9% (σε 306,6 εκατ.), καθώς επίσης και σε χωρική (δηλαδή περιφέρειες) και χρονική (δηλαδή τουριστική περίοδος) επέκταση και αύξηση της μέσης δαπάνης.

20 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, 17.6.2021).

λάδα, διαμορφώθηκαν στα υψηλότερα επίπεδα από το 2002 (5,7 δισεκ. ευρώ ή 2,8% του ΑΕΠ). Οι εισροές αφορούν πρωτίστως επενδύσεις σε μετοχές από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και σε συγχωνεύσεις και εξαγορές και δευτερευόντως σε ακίνητα. Στην τάση αυτή συνέβαλαν επίσης η επιτάχυνση της υλοποίησης του προγράμματος των αποκρατικοποιήσεων (π.χ. ΔΕΔΔΗΕ Α.Ε.) και η σημαντική πρόοδος σε μια σειρά έργων σε εξέλιξη. Οι συνολικές εισροές κατευθύνονται, όπως και το 2021, κυρίως στον κλάδο της μεταποίησης και παροχής ηλεκτρικού ρεύματος και φυσικού αερίου και στους κλάδους των υπηρεσιών (χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων και διαχείρισης ακινήτων, μεταξύ άλλων). Οι κυριότερες χώρες προέλευσης των ΞΑΕ είναι η Ιταλία, το Λουξεμβούργο, η Ολλανδία και η Ελβετία.

Η ανοδική τάση των εισροών ΞΑΕ στην Ελλάδα εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί και το επόμενο έτος, εφόσον διατηρηθεί στη χώρα ένα σταθερό και αξιόπιστο πλαίσιο άσκησης δημοσιονομικής πολιτικής.²¹ Θετικά επίσης θα συμβάλει η επιτάχυνση της υλοποίησης των έργων σε εξέλιξη του προγράμματος των αποκρατικοποιήσεων (όπως Αττική Οδός, Εγνατία Οδός και Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών). Η τάση αυτή έρχεται σε αντίθεση με αυτή των παγκόσμιων ροών των ΞΑΕ που είναι πτωτική²² και εκτιμάται ότι θα παραμείνει πτωτική και τα επόμενα τρίμηνα λόγω των επιπτώσεων του πολέμου στην Ουκρανία, του υψηλού πληθωρισμού και των υψηλών επιτοκίων που δυσχεραίνουν τους όρους χρηματοδότησης.

Όσον αφορά τη Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ),²³ στο τέλος του β' τριμήνου του 2022 οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας έναντι του εξωτερικού διαμορφώθηκαν σε 307 δισεκ. ευρώ (153% του ΑΕΠ), καταγράφοντας μείωση κατά 5 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος του 2021. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα την αύξηση των καθαρών απαιτήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος, που συνδέεται με τις συναλλαγές της στο πλαίσιο της εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής, και τη βελτίωση στην αποτίμηση των χρηματοοικονομικών παραγώγων, οι οποίες αντισταθμίστηκαν μερικά από την αύξηση των υποχρεώσεων από ξένες άμεσες επενδύσεις.

7 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος (βλ. Πίνακα IV.7), ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2022 αναμένεται να διαμορφωθεί σε 6,2%. Επισημαίνεται ότι για την πρόβλεψη του ρυθμού ανάπτυξης του 2022 δεν έχει ληφθεί υπόψη η πρόσφατη δημοσιοποίηση των προσωρινών εθνολογιστικών τριμηνιαίων στοιχείων για το γ' τρίμηνο, διότι έγινε σε μεταγενέστερο χρόνο από την καταληκτική ημερομηνία των μακροοικονομικών προβολών των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος.

Το 2023 ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να επιβραδυνθεί στο 1,5%, εξαιτίας της αναμενόμενης κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας στην ευρωζώνη και της σημαντικής υποχώρησης του ρυθμού αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης. Εκτιμάται ότι η αποσυμπύεση της καταναλωτικής ζήτησης που εκδηλώθηκε με εμφαντικό τρόπο το 2022 θα εξομαλυνθεί σε σημαντικό βαθμό το 2023 και, σε συνδυασμό με το χαμηλότερο προσδοκώμενο ρυθμό αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, θα οδηγήσει την ιδιωτική κατανάλωση σε αρκετά χαμηλότερο ρυθμό μεγέθυνσης, επηρεάζοντας καθοδικά τη συνολική οικονομική δραστηριότητα. Επιπλέον, τόσο η δημοσιονομική πολιτική όσο και η νομισματική πολιτική αναμένεται να επιδράσουν συστατικά στην οικονομική δραστηριότητα το 2023.

21 ΕΥ Ελλάδα (Ιούλιος 2022), *EY Attractiveness Survey, Ανθεκτικότητα και σταθερότητα: Πώς θα γίνει η Ελλάδα ακόμη πιο ανταγωνιστική ως επενδυτικός προορισμός*, σελ. 57.

22 United Nations (October 2022), *Global Investment Trends Monitor*, No 42.

23 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.

Πίνακας IV.7 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2021	2022	2023	2024	2025
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	8,4	6,2	1,5	3,0	2,8
Ιδιωτική κατανάλωση	5,8	8,0	1,1	1,2	1,5
Δημόσια κατανάλωση	2,2	3,7	-1,0	0,3	0,9
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	20,0	9,9	9,9	10,7	9,3
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	24,1	14,5	3,3	5,1	4,3
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	17,7	14,0	3,7	3,5	3,5
ΕνΔΤΚ	0,6	9,4	5,8	3,6	2,5
ΕνΔΤΚ χωρίς τρόφιμα και ενέργεια	-1,1	4,6	4,9	2,9	1,9
Απασχόληση	1,4	5,2	1,5	1,8	1,8
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	14,7	12,5	11,5	10,4	9,4
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-6,0	-5,9	-6,3	-5,7	-6,0

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημειώσεις: Για την πρόβλεψη του ρυθμού ανάπτυξης το 2022 δεν έχουν ληφθεί υπόψη τα προσωρινά εθνικολογιστικά τριμηνιαία στοιχεία για το γ' τρίμηνο, διότι δημοσιοποιήθηκαν σε μεταγενέστερο χρόνο από την καταληκτική ημερομηνία διεξαγωγής των μακροοικονομικών προβολών του Ευρωσυστήματος.

Το 2024 ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας αναμένεται να ανακάμψει, φθάνοντας το 3,0% και το 2025 το 2,8%. Οι επιδόσεις αυτές μπορούν να επιτευχθούν υπό την προϋπόθεση ότι αφενός η γεωπολιτική κρίση θα έχει αποκλιμακωθεί, θα έχουν μειωθεί οι τιμές της ενέργειας και η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα δεν θα αφήσει μόνιμο αρνητικό αποτύπωμα στην οικονομία της ευρωζώνης, αφετέρου ότι η ελληνική οικονομία θα συνεχίσει να ενισχύεται σημαντικά από το διεθνή τουρισμό, την καλή πορεία υλοποίησης των επενδυτικών σχεδίων και τη σταθερή αναπτυξιακή προοπτική της ευρωζώνης.

Η καταναλωτική δαπάνη αναμένεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται το 2022, με ακόμη ταχύτερο ρυθμό συγκριτικά με το προηγούμενο έτος, αντανακλώντας την αυξημένη απασχόληση που επιδρά θετικά στα εισοδήματα, αλλά και την πραγματοποίηση δαπανών που είχαν αναβληθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας με χρήση και των υψηλών αποταμιεύσεων που είχαν συσσωρευθεί την ίδια περίοδο. Τα επόμενα έτη η καταναλωτική δαπάνη θα καταγράψει χαμηλότερους ρυθμούς ανόδου, αφού θα εξασθενήσουν οι παράγοντες που την ενίσχυσαν τα δύο προηγούμενα έτη. Οι πληθωριστικές πιέσεις εκτιμάται ότι θα συνεχιστούν, αν και σε μικρότερο βαθμό, επηρεάζοντας δυσμενώς το πραγματικό εισόδημα και την ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη, ενώ η αγορά εργασίας αναμένεται να συνεχίσει την θετική της πορεία αλλά με ηπιότερους ρυθμούς.

Οι επενδύσεις αναμένεται να αυξηθούν με πολύ υψηλούς ρυθμούς καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης 2022-2025, υποστηριζόμενες από τη μεγάλη ρευστότητα στον τραπεζικό τομέα 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 περίπου 30 δισεκ. ευρώ από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) έως το 2026 και αυτοί οι πόροι αναμένεται να προσελκύσουν επιπρόσθετα ιδιωτικά κεφάλαια. Ταυτόχρονα, αναμένεται η προσέλκυση αυξημένων ξένων άμεσων και έμμεσων επενδύσεων. Ειδικότερα, οι ξένες άμεσες επενδύσεις (ΞΑΕ) αναμένεται να καταγράψουν νέο ιστορικό υψηλό το 2022, καθώς το πρώτο εξάμηνο του έτους είχαν ήδη υπερβεί το 80% των ΞΑΕ του 2021. Επιπλέον, η σημαντική μείωση του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης, παράλληλα με την επίτευξη πρωτογενών δημοσιονομικών πλεονασμάτων από το 2023, εκτιμάται ότι θα βοηθήσει στη μείωση του κινδύνου χώρας και θα βελτιώσει περαιτέρω το επενδυτικό κλίμα.

Οι εξαγωγές αγαθών επέδειξαν ανθεκτικότητα κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Μετά από αύξηση κατά 13,8% το 2021, εκτιμάται ότι το 2022 και το 2023 θα συνεχίσουν να αυξάνονται, αλλά με αρκετά ηπιότερο ρυθμό, εξαιτίας της αναμενόμενης κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας στην ευρωζώνη και της επιδείνωσης των προοπτικών της παγκόσμιας οικονομίας. Οι εξαγωγές υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα ανακάμψουν σε σημαντικό βαθμό εφέτος και θα κινηθούν ελαφρώς ανοδικά τα επόμενα έτη. Πιο συγκεκριμένα, οι τουριστικές εισπράξεις σε ονομαστικούς όρους το 2022 αναμένεται να φθάσουν το υψηλό επίπεδο εισπράξεων του 2019, υπερβαίνοντας τις προσδοκίες που είχαν διαμορφωθεί πριν από την έναρξη της τουριστικής περιόδου, ενώ θα παραμείνουν σε υψηλό επίπεδο και το διάστημα 2023-2025. Οι εισπράξεις από τις θαλάσσιες μεταφορές επίσης αναμένονται υψηλές, καθώς παρουσιάζουν ανοδική τάση τους τελευταίους μήνες λόγω της ισχυρής ανόδου των ναύλων. Παράλληλα όμως, άνοδο αναμένεται να σημειώσουν και οι εισαγωγές καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης, ως αποτέλεσμα της τόνωσης της εγχώριας ζήτησης, ιδίως των επενδύσεων.

Ο αριθμός των απασχολούμενων εκτιμάται ότι θα αυξηθεί το 2022 κατά 5,2%, με βάση την αξιοσημείωτα καλή επίδοση που καταγράφηκε το πρώτο εξάμηνο του έτους. Τα επόμενα έτη αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται, αλλά με πιο συγκρατημένους ρυθμούς. Η σταδιακή αποκλιμάκωση της ανεργίας την περίοδο 2022-2025 θα υποστηριχθεί από την αναμενόμενη επίτευξη ικανοποιητικών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, τα μέτρα που έχουν τεθεί σε εφαρμογή στο πλαίσιο της ενίσχυσης της απασχόλησης, αλλά και τη συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Ο πληθωρισμός, βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, προβλέπεται να διαμορφωθεί σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο το 2022, στο 9,4%, κυρίως λόγω της ανοδικής πορείας των τιμών των ενεργειακών αγαθών, αλλά και των ανατιμήσεων στα είδη διατροφής. Εκτιμάται ότι σταδιακά θα αποκλιμακωθεί το 2023 και περαιτέρω το 2024, κυρίως λόγω της αναμενόμενης κάμψης των τιμών της ενέργειας και των επιδράσεων βάσης. Ο πληθωρισμός χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας προβλέπεται να διαμορφωθεί στο 4,6% το 2022 και εκτιμάται ότι θα παραμείνει εξίσου υψηλός και το 2023, λόγω της ενσωμάτωσης έντονων πληθωριστικών πιέσεων από τις συνιστώσες των μη ενεργειακών αγαθών και των υπηρεσιών.

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί και συνδέονται ως επί το πλείστον με εξωγενείς παράγοντες. Έτσι, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας μπορεί να επιβραδυνθεί περισσότερο σε περίπτωση (α) περαιτέρω κλιμάκωσης του πολέμου στην Ουκρανία, καθώς αυτό θα οδηγήσει σε εντονότερη επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, (β) εντονότερης αβεβαιότητας σχετικά με τον πληθωρισμό και την επιμονή του, (γ) νέου κύματος της πανδημίας, (δ) χαμηλού ποσοστού απορρόφησης κονδυλίων της ΕΕ στο πλαίσιο του ευρωπαϊκού Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και (ε) εμφάνισης μιας νέας γενιάς μη εξυπηρετούμενων δανείων λόγω της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης μετά τη λήξη των μέτρων κρατικής στήριξης. Τυχόν θετικότερη έκβαση σχετίζεται με την ταχύτερη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και την καλύτερη της αναμενόμενης επίδοση του τουρισμού.

Πλαίσιο IV.1

ΤΑ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΩΓΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΕΝΑΝΤΙ ΤΗΣ ΕΕ-27

Το συγκριτικό πλεονέκτημα μιας χώρας έναντι των υπόλοιπων χωρών περιγράφει την ικανότητά της να παράγει ένα προϊόν ή μια υπηρεσία με μικρότερο κόστος σε σχέση με τους εμπορικούς της εταίρους. Η χαρτογράφηση

των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών με βάση το συγκριτικό πλεονέκτημα επιτρέπει τον προσδιορισμό των κλάδων της οικονομίας που διαθέτουν την καλύτερη ανταγωνιστική θέση, δηλαδή το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς σε σχέση με τις συνολικές εξαγωγές της χώρας. Αν και οι αναλύσεις για το συγκριτικό πλεονέκτημα των αγαθών είναι εκτεταμένες,¹ η σχετική ανάλυση για τις υπηρεσίες είναι περιορισμένη. Όμως μια τέτοια ανάλυση αποκτά ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την Ελλάδα, δεδομένου ότι οι υπηρεσίες αποτελούν πάνω από το 50% των συνολικών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών της χώρας.

Το παρόν πλαίσιο έχει στόχο να αναδείξει τους κλάδους υπηρεσιών στους οποίους η χώρα κατέχει συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με την ΕΕ-27 και κυρίως τους κλάδους που τα τελευταία έτη έχουν βελτιώσει τη συγκριτική τους θέση. Ιδιαίτερη αναφορά γίνεται στην κατηγορία "λοιπές υπηρεσίες επιχειρηματικής δραστηριότητας",² η οποία αναμένεται να βρεθεί στο επίκεντρο του επόμενου σταδίου της παγκοσμιοποίησης (Baldwin 2022³).

Για τον προσδιορισμό των κλάδων στους οποίους μια χώρα διαθέτει συγκριτικό πλεονέκτημα χρησιμοποιείται στη βιβλιογραφία ο δείκτης του "αποκαλυφθέντος συμμετρικού συγκριτικού πλεονεκτήματος" (Revealed Symmetric Comparative Advantage – RSCA), ο οποίος προτάθηκε από τον Laursen (1998),⁴ και αποτελεί μετασχηματισμό του αρχικού δείκτη του "αποκαλυφθέντος συγκριτικού πλεονεκτήματος" (RCA, Balassa index^{5,6}). Ο δείκτης RSCA ορίζεται ως:

$$RSCA_i = \frac{RCA_i - 1}{RCA_i + 1}$$

Ο δείκτης RSCA λαμβάνει τιμές μεταξύ -1 και +1, όπου i αντιστοιχεί σε κατηγορία υπηρεσίας. Όταν είναι θετικός (αρνητικός), τότε η χώρα κατέχει συγκριτικό πλεονέκτημα (μειονέκτημα) σε αυτή την υπηρεσία σε σχέση με την ομάδα χωρών προς την οποία συγκρίνεται ("υπόλοιπος κόσμος"). Η παρούσα ανάλυση επικεντρώνεται στις 12 βασικές κατηγορίες υπηρεσιών της ταξινόμησης EBOPS 2010 (Extended Balance of Payments Services classification). Τα στοιχεία αφορούν τις εξαγωγές υπηρεσιών της Ελλάδος και της ΕΕ-27 προς τον υπόλοιπο κόσμο και καλύπτουν την περίοδο 2010-2021. Επιπροσθέτως, ο δείκτης RSCA υπολογίζεται στο σύνολο των εξαγωγών υπηρεσιών, αφού στόχος είναι να αναδειχθούν οι κατηγορίες υπηρεσιών στις οποίες η χώρα κατέχει συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι της ΕΕ-27.

Αποτελέσματα της ανάλυσης

Η Ελλάδα διαθέτει συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι της ΕΕ-27 στις εξαγωγές υπηρεσιών μεταφορών και ταξιδιωτικών υπηρεσιών, οι οποίες συνολικά αποτελούν πάνω από το 85% των εισπράξεων από υπηρεσίες. Μεταξύ των λοιπών υπηρεσιών, οι κατασκευαστικές υπηρεσίες διέθεταν συγκριτικό πλεονέκτημα την περίοδο 2010-2014, το οποίο έχασαν την περίοδο 2015-2019 και επανέκτησαν τα δύο τελευταία έτη (2020-2021). Στις υπόλοιπες κατηγορίες υπηρεσιών, η χώρα δεν διαθέτει συγκριτικό πλεονέκτημα (βλ. Διαγράμματα Α και Β).

1 Βλ. ενδεικτικά Τράπεζα της Ελλάδος (2019), *Νομισματική Πολιτική 2018-2019*, Πλαίσιο IV.3 "Τα συγκριτικά πλεονεκτήματα των ελληνικών εξαγωγών", σελ. 101-106.

2 Οι λοιπές επιχειρηματικές υπηρεσίες περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, υπηρεσίες έρευνας και ανάπτυξης, νομικές, λογιστικές, συμβουλευτικές και τεχνικές υπηρεσίες (όπως αρχιτεκτόνων, μηχανικών και επιστημονικές).

3 Baldwin, R. (2022), "Global Robotics and Macroeconomics: Globalisation and Automation of the Service Sector", National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 30317, August, <https://www.nber.org/papers/w30317>.

4 Laursen, K. (1998), "Revealed Comparative Advantage and the Alternatives as Measures of International Specialisation", DRUID Working Paper No. 98-30.

5 Balassa, B. (1965), "Trade Liberalisation and 'Revealed' Comparative Advantage", *The Manchester School*, 33(2), 99-123.

6 $RCA_i = \frac{X_{ic}/X_c}{X_{iw}/X_w}$, όπου

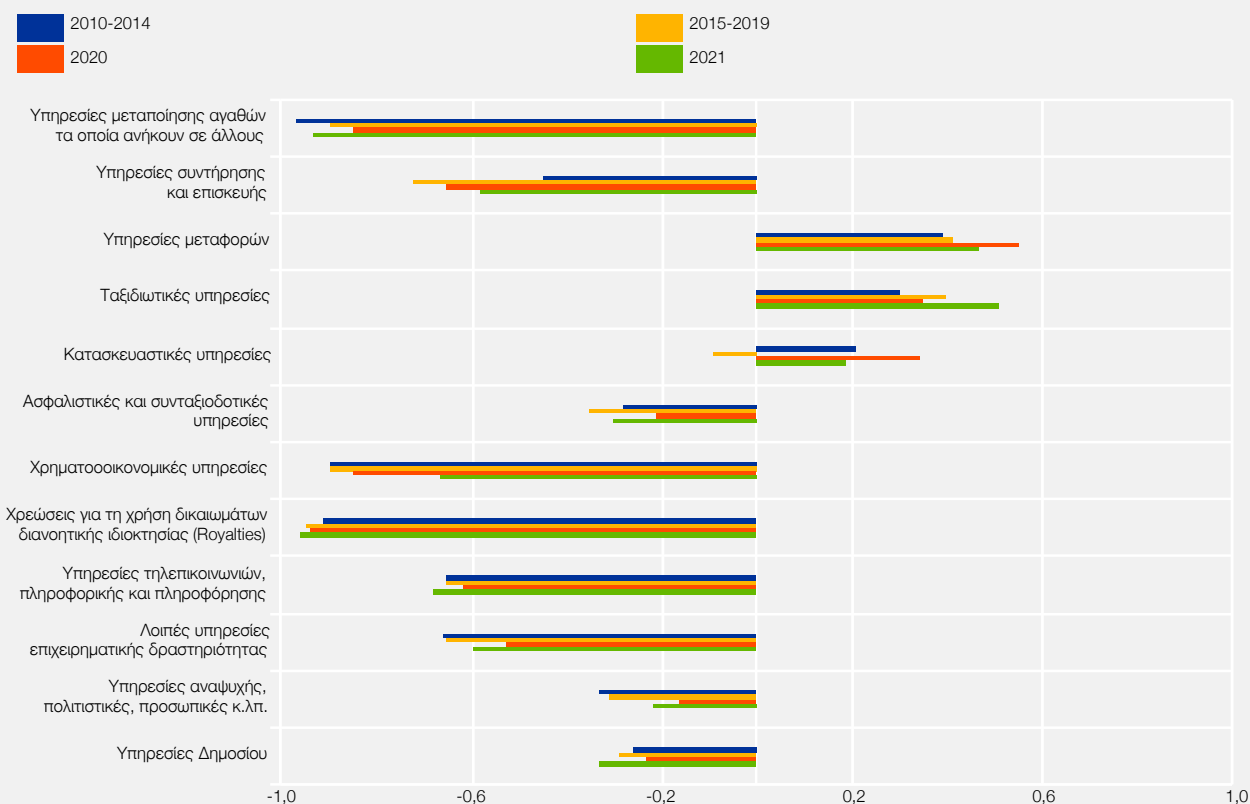
X_{ic} (X_{iw}): οι εξαγωγές της υπηρεσίας i από τη χώρα c (από τον "υπόλοιπο κόσμο" ή την ομάδα χωρών σύγκρισης w)

X_c (X_w): συνολικές εξαγωγές υπηρεσιών της χώρας c (του "υπόλοιπου κόσμου" w). Ο δείκτης μπορεί εναλλακτικά να γραφεί ως:

$RCA_i = \frac{X_{ic}/X_{iw}}{X_c/X_w}$, όπου

X_{ic}/X_{iw} είναι το μερίδιο αγοράς της υπηρεσίας i και X_c/X_w είναι το συνολικό μερίδιο αγοράς της χώρας c . Αυτό σημαίνει ότι, όταν η χώρα έχει συγκριτικό πλεονέκτημα σε μια υπηρεσία, τότε η υπηρεσία αυτή έχει συγκριτικά μεγαλύτερο μερίδιο στη διεθνή αγορά σε σχέση με το σύνολο των εξαγωγών υπηρεσιών της χώρας.

Διάγραμμα Α Δείκτης Αποκαλυφθέντος Συμμετρικού Συγκριτικού Πλεονεκτήματος (RSCA) της Ελλάδος έναντι της ΕΕ-27



Πηγή: Υπολογισμοί με βάση στοιχεία της Eurostat.

Σημείωση: Ο δείκτης RSCA λαμβάνει τιμές μεταξύ -1 και +1. Μια χώρα κατέχει συγκριτικό πλεονέκτημα σε μια υπηρεσία όταν RSCA > 0.

Την περίοδο 2010-2019 ο δείκτης RSCA των ταξιδιωτικών υπηρεσιών κατέγραφε ανοδική πορεία, η οποία όμως ανακόπηκε λόγω της πανδημίας COVID-19. Η εξέλιξη αυτή αντανακλάται και στο αυξανόμενο μερίδιο των ταξιδιωτικών εισπράξεων, το οποίο ξεπέρασε το 45% των συνολικών εισπράξεων από υπηρεσίες το 2019. Την ίδια περίοδο, το μερίδιο των ταξιδιωτικών υπηρεσιών στην ΕΕ-27 κινήθηκε καθοδικά και αντιπροσώπευε περίπου το 18% των συνολικών εισπράξεων από υπηρεσίες το 2019.⁷

Στην κατηγορία των υπηρεσιών μεταφορών, ο δείκτης RSCA παρέμεινε σχετικά σταθερός, αντανακλώντας τις εξελίξεις στις υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών, αφού αυτές αποτελούν περίπου το 85% των συνολικών εισπράξεων από μεταφορές. Ειδικότερα, οι υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών καταγράφουν την υψηλότερη τιμή του δείκτη RSCA συγκριτικά με τις υπόλοιπες υπηρεσίες. Όπως και στην περίπτωση των ταξιδιωτικών εισπράξεων, το μερίδιο των υπηρεσιών μεταφορών στις συνολικές εξαγωγές υπηρεσιών (2015-2019) ανέρχεται σε 43% στην Ελλάδα, έναντι 18% στην ΕΕ-27. Οι δε αεροπορικές μεταφορές, οι οποίες κατέγραφαν μικρό συγκριτικό μειονέκτημα την περίοδο 2010-2014, είχαν οριακά συγκριτικό πλεονέκτημα την περίοδο 2015-2019 έναντι της ΕΕ-27.

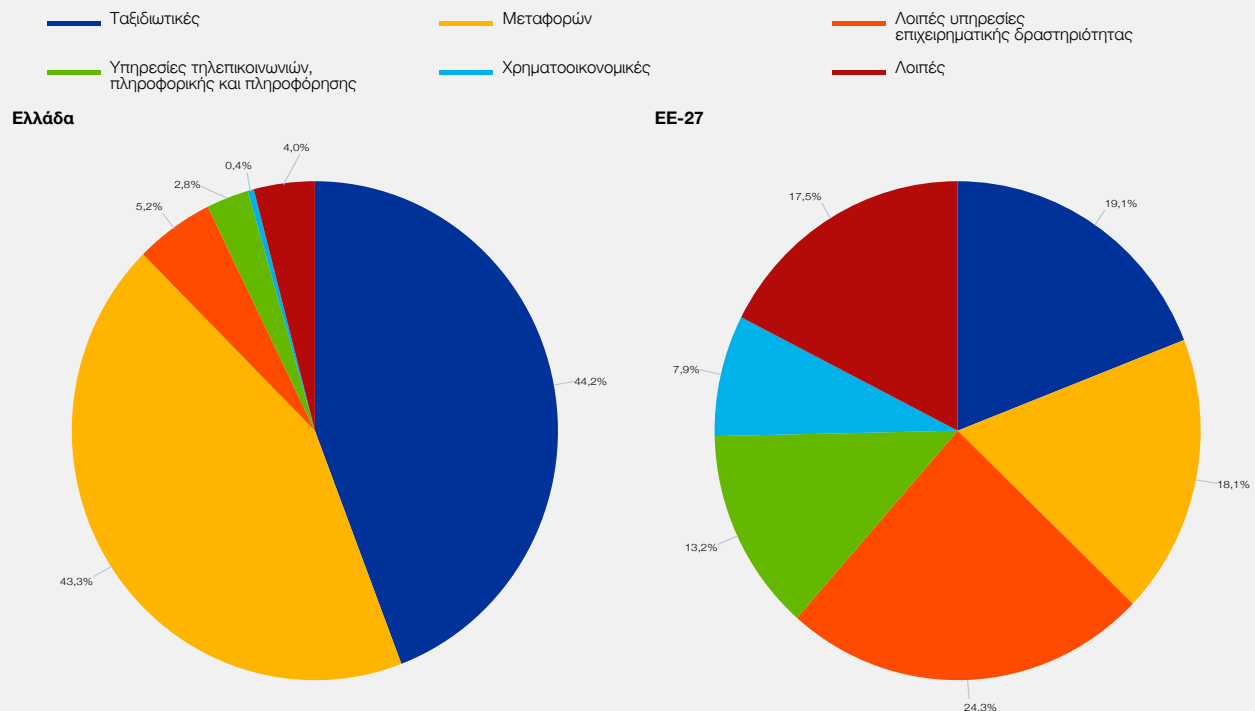
Οι “λοιπές υπηρεσίες επιχειρηματικής δραστηριότητας” εκτιμάται ότι θα πρωταγωνιστήσουν στο επόμενο στάδιο της παγκοσμιοποίησης.⁸ Η Ελλάδα όμως διαθέτει συγκριτικό μειονέκτημα έναντι της ΕΕ-27 στις υπηρεσίες αυτές, γεγονός που αντανακλάται και στο χαμηλό μερίδιό τους στις εξαγωγές υπηρεσιών της Ελλάδος (περίπου 5%) σε

7 Μεταξύ των χωρών της ΕΕ-27 των οποίων οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες αποτελούν πάνω από το 40% των συνολικών τους εισπράξεων και οι οποίες έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα στις υπηρεσίες αυτές, η Ελλάδα κατατάσσεται στην τέταρτη θέση βάσει του δείκτη RSCA μετά την Κροατία, την Ισπανία και την Πορτογαλία, αλλά υψηλότερα από την Ιταλία.

8 Βλ. ενδεικτικά Baldwin, R. (2022), όπ.π.

Διάγραμμα Β Διάρθρωση εξαγωγών υπηρεσιών: Ελλάδα και ΕΕ-27

(%, μέσος όρος 2015-2019)



Πηγή: Υπολογισμοί με βάση στοιχεία της Eurostat.

σχέση με το αντίστοιχο μερίδιο της ΕΕ-27 (περίπου 25%). Ωστόσο, στην κατηγορία των “νομικών υπηρεσιών” και των “επιστημονικών και λοιπών τεχνικών υπηρεσιών”⁹ έχει καταγραφεί βελτίωση του δείκτη (δηλ. μείωση του συγκριτικού τους μειονεκτήματος) την περίοδο 2015-2019 έναντι της περιόδου 2010-2014.

Δεδομένου του μεγάλου μεριδίου των ταξιδιωτικών υπηρεσιών και των υπηρεσιών μεταφορών στο σύνολο των ελληνικών εξαγωγών υπηρεσιών, κρίνεται σκόπιμο να επαναληφθεί η ανωτέρω ανάλυση μόνο για τις “λοιπές υπηρεσίες επιχειρηματικής δραστηριότητας”. Από την ανάλυση προκύπτει ότι, εντός αυτής της κατηγορίας, η Ελλάδα κατέχει συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι της ΕΕ-27 στις “νομικές” και στις “επιστημονικές και λοιπές τεχνικές υπηρεσίες”.

Συμπεράσματα

Η παραπάνω ανάλυση έδειξε ότι οι δύο κύριοι κλάδοι των υπηρεσιών στους οποίους η Ελλάδα έχει συγκριτικό πλεονέκτημα (δηλ. ταξιδιωτικές υπηρεσίες και μεταφορές) αντιπροσωπεύουν πάνω από το 85% των συνολικών εισπράξεων από υπηρεσίες. Αυτό αποτελεί ένδειξη ότι η χώρα εκμεταλλεύεται το συγκριτικό της πλεονέκτημα.

Παράλληλα, η ανάλυση ανέδειξε κλάδους υπηρεσιών που τα τελευταία έτη έχουν αποκτήσει –έστω και οριακά– συγκριτικό πλεονέκτημα ή έχουν μειώσει το συγκριτικό τους μειονέκτημα έναντι της ΕΕ-27, όπως οι αεροπορικές μεταφορές και οι κατασκευές. Επίσης, σε έναν ταχύτατα αναπτυσσόμενο κλάδο υπηρεσιών στον οποίο η Ελλάδα έχει μικρό μερίδιο (“λοιπές υπηρεσίες επιχειρηματικής δραστηριότητας”), η χώρα έχει συγκριτικό μειονέκτημα. Ωστόσο, τα τελευταία έτη το συγκριτικό μειονέκτημα βαίνει μειούμενο τόσο για τις “νομικές” όσο και τις “επιστημονικές και λοιπές τεχνικές υπηρεσίες” στο σύνολο των εξαγωγών υπηρεσιών, αν και το μερίδιο των υπηρεσιών αυτών είναι ακόμη μικρό (μικρότερο από 1%) στο σύνολο των εξαγωγών υπηρεσιών.

9 Η κατηγορία “επιστημονικές και λοιπές τεχνικές υπηρεσίες” περιλαμβάνει υπηρεσίες σχετικές με επιθεωρήσεις, τεχνικό έλεγχο, δοκιμές προϊόντων κ.λπ.

Η αναδιάρθρωση του παραγωγικού προτύπου της χώρας θα πρέπει να λάβει υπόψη –πέραν των κλάδων στους οποίους η χώρα κατέχει ήδη συγκριτικό πλεονέκτημα– και τις δραστηριότητες του τομέα των υπηρεσιών που βελτιώνουν τη θέση τους και χαρακτηρίζονται από υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, έστω και αν το μερίδιό τους είναι προς το παρόν χαμηλό.

Πλαίσιο IV.2

ΤΕΛΙΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ: ΜΙΑ ΚΛΑΔΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία ανέδειξε τις ευπάθειες στον τομέα της ενέργειας σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο, όταν η ροή της προμήθειας ενεργειακών πρώτων υλών έπαψε να είναι ομαλή, αναδεικνύοντας αδυναμίες των ενεργειακών στρατηγικών και των αγορών ενέργειας. Η Ελλάδα βρίσκεται σε φάση μετασχηματισμού τόσο στην παραγωγή όσο και στην κατανάλωση ενέργειας.¹ Η παραγωγή ενέργειας πλέον απαιτείται να λαμβάνει υπόψη και την επίπτωσή της στο περιβάλλον, όπως εκφράζεται από το αποτύπωμά της σε ρύπους, ωστόσο η σύγχρονη μη ρυπογόνος ενέργεια δεν επαρκεί σε ποσότητα² άμεσα διαθέσιμη όποτε και όσο χρειάζεται. Στόχος του παρόντος πλαισίου είναι να αναλύσει την τελική κατανάλωση ενέργειας στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία, καθώς και τις μεταβολές που έχουν συντελεστεί στη διάρθρωσή της για τελική κατανάλωση σε σχέση με τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Επίσης, επιχειρείται η ανάλυση της τελικής κατανάλωσης ενέργειας ανά τομέα της οικονομίας, καθώς και ανά είδος ενέργειας που καταναλώνεται από κάθε τομέα την τελευταία δεκαετία. Δηλαδή εξετάζει από ποιον και τι είδους ενέργεια χρησιμοποιείται και πώς η κατανάλωση ενέργειας μεταβλήθηκε, έτσι ώστε να γίνει φανερό ποιοι κλάδοι ή τομείς της οικονομίας είναι οι πλέον ενεργοβόροι.

Στην επιλογή του βέλτιστου ενεργειακού μίγματος συχνά εξετάζεται μια σχέση εξισορρόπησης οικονομικών και άλλων κριτηρίων, δεδομένου ότι ορισμένες από τις διαθέσιμες επιλογές έχουν αρνητικές περιβαλλοντικές επιδράσεις, αλλά είναι οικονομικά πιο συμφέρουσες και σε αρμονία με την ανάγκη ενεργειακής ασφάλειας. Σύμφωνα και με τους στόχους της ΕΕ,³ σημαντικός είναι ο ρόλος της αύξησης της αποδοτικότητας⁴ της διαθέσιμης ενέργειας. Η επίτευξη υψηλής αποδοτικότητας της εγχώριας παραγωγής ενέργειας αυξάνει την προσφερόμενη ποσότητα ενέργειας από δεδομένους πόρους και συνεπώς μειώνει τις ανάγκες για εισαγωγές, ενώ ταυτόχρονα περιορίζει την εξάντληση των πόρων. Η ενεργειακή εξάρτηση⁵ της Ελλάδος βρίσκεται σταθερά πάνω από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο και ακολουθεί ανοδική τάση. Ταυτόχρονα, η παραγωγικότητα⁶ της χρησιμοποιούμενης ενέργειας επιδεινώθηκε την περίοδο της οικονομικής κρίσης, με μικρή σταδιακή βελτίωση την τελευταία δεκαετία. Επιπλέον, η κλιματική αλλαγή ενίσχυσε την ανάγκη για μετάβαση στη μη ρυπογόνο ενέργεια μέσω των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας (ΑΠΕ), παρά το αυξημένο κόστος, που όμως βαίνει μειούμενο, και την περιορισμένη ακόμη παραγωγή τους. Η ανάπτυξη των ΑΠΕ άλλωστε μπορεί να μειώσει όχι μόνο το περιβαλλοντικό αποτύπωμα, αλλά και τις εισαγωγές ενεργειακών πρώτων υλών.

- 1 Ο τομέας της ενέργειας περιλαμβάνει την παραγωγή, μεταφορά, διανομή και προμήθεια ηλεκτρισμού, την εισαγωγή, διύλιση και εμπορία προϊόντων πετρελαίου, καθώς και την εισαγωγή, αποθήκευση και διανομή φυσικού αερίου. Βλ. Ζιούτου, Π. και Δ. Σιδέρης (2018), “Ο τομέας της ενέργειας: εξελίξεις και προοπτικές”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, τεύχος 47.
- 2 Προσκόμματα στην αύξηση της παραγόμενης μη ρυπογόνου ενέργειας είναι η ύπαρξη διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας, το υψηλό κόστος επενδύσεων και παραγωγής και η μικρή κλίμακας παραγωγή, που αποτρέπουν την πραγματοποίηση οικονομικών κλίμακας και την υλοποίηση βιώσιμων επενδύσεων.
- 3 Ευρωπαϊκό στόχο αποτελεί η βελτίωση της ενεργειακής αποδοτικότητας κατά 20%.
- 4 Η ενεργειακή αποδοτικότητα μετρά την παραγόμενη ενέργεια από μια δεδομένη ποσότητα πρώτης ύλης.
- 5 Ο δείκτης ενεργειακής εξάρτησης δείχνει σε ποιο βαθμό μια οικονομία βασίζεται στις εισαγωγές για να καλύψει τις ενεργειακές της ανάγκες. Υπολογίζεται ως το ποσοστό των εισαγωγών ενέργειας στην ακαθάριστη συνολική τελική εγχώρια κατανάλωση ενέργειας και καυσίμων διεθνούς ναυσιπλοΐας. Το 2020 ο δείκτης αυτός ανήλθε σε 81% για την Ελλάδα, έναντι 62% για τη ζώνη του ευρώ.
- 6 Η ενεργειακή παραγωγικότητα συσχετίζει το παραγόμενο προϊόν με την ποσότητα ενέργειας που απαιτείται για την παραγωγή του και υπολογίζεται ως το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν προς την ακαθάριστη χρήση ενέργειας.

Εξέλιξη της συνολικής τελικής κατανάλωσης ενέργειας

Το μερίδιο των διαφόρων πηγών ενέργειας στην παραγωγή και την τελική κατανάλωση ενέργειας διαφέρει διαχρονικά στην Ελλάδα σε σχέση με τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Η πρωτογενής παραγωγή ενέργειας στην Ελλάδα συνεχίζει να βασίζεται περισσότερο σε ρυπογόνες πηγές, με διακυμάνσεις από έτος σε έτος. Εντούτοις, στα πρόσφατα έτη της πανδημίας παρατηρείται σταδιακή αύξηση της παραγωγής ενέργειας από ΑΠΕ, τόσο στην Ελλάδα όσο και στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Η εξέλιξη αυτή συνάδει με τις πρωτοβουλίες για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και την πράσινη μετάβαση. Μάλιστα, στην Ελλάδα το ποσοστό συμμετοχής των ΑΠΕ στην παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας ξεπέρασε εκείνο του λιγνίτη και ανήλθε σε 21,7% το 2021, υπερβαίνοντας το στόχο του 20% σύμφωνα με τις κοινοτικές οδηγίες. Η αύξηση της παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας από ΑΠΕ καθιστά την Ελλάδα μία από τις χώρες που καλύπτουν ήδη τους στόχους βιώσιμης ανάπτυξης (συγκεκριμένα το Στόχο 7 του ΟΗΕ),⁷ ενώ έχουν ήδη καταγραφεί ώρες με κατανάλωση ενέργειας που έχει παραχθεί αποκλειστικά από ΑΠΕ.

Διάγραμμα Α Συνολική τελική κατανάλωση ενέργειας

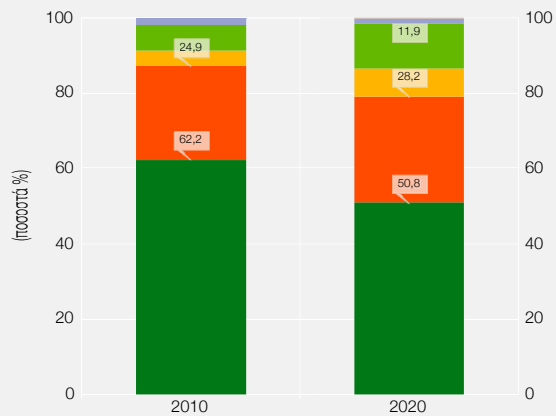
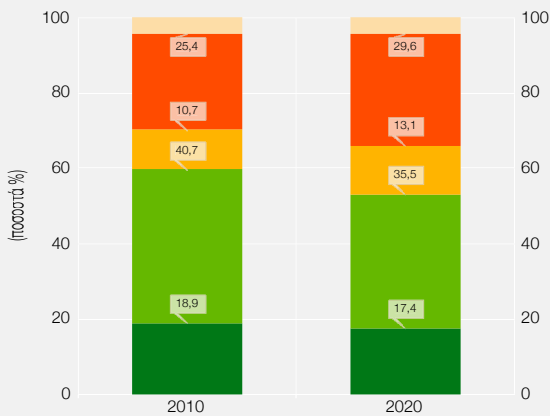
α. Ανά τομέα της οικονομίας

- Βιομηχανία
- Μεταφορές
- Υπηρεσίες
- Νοικοκυριά
- Λοιπά

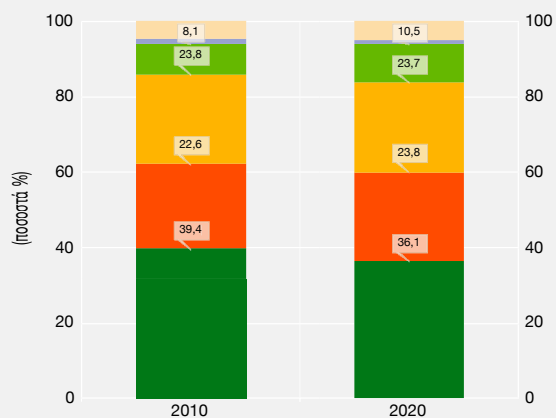
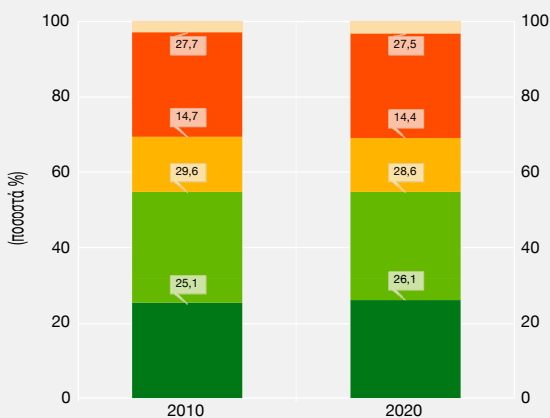
β. Ανά είδος ενέργειας

- Πετρέλαιο και πετρελαιοειδή
- Ηλεκτρισμός
- Φυσικό αέριο
- ΑΠΕ
- Στερεά ορυκτά καύσιμα
- Λοιπά

Ελλάδα



Ζώνη του ευρώ



Πηγή: Eurostat.

⁷ European Commission (2022), 2022 Country Report – Greece, Recommendation for a Council Recommendation on the 2022 National Reform Programme of Greece and delivering a Council opinion on the 2022 Stability Programme of Greece.

Η τελική κατανάλωση ενέργειας αφορά τους τελικούς χρήστες, κυρίως στη βιομηχανία, τις μεταφορές και τα νοικοκυριά.⁸ Για την προσφορά ενέργειας προς τελική κατανάλωση απαιτείται η χρήση ενέργειας ως εισροής που εισέρχεται στο στάδιο του μετασχηματισμού, όπου μια μορφή ενέργειας μετατρέπεται σε άλλη. Ειδικότερα, από την αρχική συνολική προσφερόμενη ποσότητα ενέργειας⁹ μετά το στάδιο του μετασχηματισμού, μόνο το 72% για την Ελλάδα και το 67% για τη ζώνη του ευρώ είναι διαθέσιμο για κατανάλωση στους τελικούς χρήστες (σύμφωνα με τα στοιχεία του 2020 και χωρίς σημαντικές διαφοροποιήσεις σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια), καθώς το υπόλοιπο καταναλώνεται κατά τη διαδικασία μετασχηματισμού και σε απώλειες. Ιδιαίτερα όσον αφορά την παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας, είναι σημαντικό το στάδιο του μετασχηματισμού, καθώς απαιτούνται εισροές από άλλες πηγές ενέργειας για την παραγωγή της. Συγκεκριμένα, από την αρχικώς προσφερόμενη ποσότητα από όλες τις μορφές ενέργειας, το 38% για την Ελλάδα και το 40% για τη ζώνη του ευρώ διοχετεύθηκε στην παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας ως εισροή. Ειδικότερα όσον αφορά το φυσικό αέριο, το ποσοστό προσφερόμενης ποσότητας που χρησιμοποιήθηκε για την παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας από φυσικό αέριο ήταν 64,8% στην Ελλάδα και 32,9% στις χώρες της ζώνης του ευρώ το 2020. Αντίθετα, από τις διαθέσιμες ποσότητες ενέργειας από ΑΠΕ για την ηλεκτροπαραγωγή χρησιμοποιήθηκε το 47,6% για την Ελλάδα και το 58,8% για τις χώρες της ζώνης του ευρώ το ίδιο έτος.

Οι μεταβολές της τελευταίας δεκαετίας σε όλες τις κατηγορίες ήταν μεγαλύτερες για την Ελλάδα σε σχέση με το σύνολο των χωρών της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα Α). Τον πλέον ενεργοβόρο τομέα της οικονομίας αποτελούν για την Ελλάδα και το σύνολο των χωρών της ζώνης του ευρώ οι μεταφορές. Το μερίδιο των μεταφορών στην τελική κατανάλωση ωστόσο είναι μεγαλύτερο για την Ελλάδα. Ειδικότερα, οι μεταφορές αντιπροσωπεύουν το 35,5% της συνολικής εγχώριας κατανάλωσης, έναντι 28,6% στην ευρωζώνη. Ταυτόχρονα όμως μείωσαν το μερίδιό τους στην κατανάλωση κατά 5,2 ποσοστιαίες μονάδες (ποσ. μον.) την τελευταία δεκαετία στην Ελλάδα και κατά 1 ποσ. μον. στη ζώνη του ευρώ. Το μερίδιο της κατανάλωσης ενέργειας από τα νοικοκυριά εμφανίζεται αυξημένο την τελευταία δεκαετία στην Ελλάδα, καταλαμβάνοντας το 29,6% της συνολικής τελικής κατανάλωσης το 2020. Αντίστοιχα, στο σύνολο των χωρών της ζώνης του ευρώ τα νοικοκυριά κατανάλωσαν το 27,5% της ενέργειας το 2020, διατηρώντας περίπου σταθερό μερίδιο. Σύμφωνα με το παραγωγικό υπόδειγμα της ελληνικής οικονομίας, που βασίζεται περισσότερο στον τριτογενή τομέα, η βιομηχανία συμμετέχει στη συνολική κατανάλωση ενέργειας με μερίδιο 17,4% το 2020, έναντι 26,1% στην ευρωζώνη. Η ελληνική βιομηχανία αύξησε την παραγωγικότητα της ενέργειας που χρησιμοποιεί, καθώς το μερίδιό της στην κατανάλωση μειώθηκε την περίοδο 2010-2020 (βλ. Διάγραμμα Α).

Το ποσοστό συμμετοχής των προϊόντων πετρελαίου στη χρησιμοποιούμενη ενέργεια βαίνει μειούμενο στην Ελλάδα, αλλά υπερβαίνει ακόμη το μέσο επίπεδο της ζώνης του ευρώ. Παρά τη σημαντική μείωση της χρήσης πετρελαίου και πετρελαιοειδών την περίοδο 2010-2020, αυτή η πηγή ενέργειας εξακολουθεί να αντιπροσωπεύει το ήμισυ της συνολικής κατανάλωσης για την Ελλάδα, έναντι 35,1% για τις χώρες της ευρωζώνης. Ακολουθεί ο ηλεκτρισμός (έχοντας ενσωματώσει άλλες πηγές ενέργειας ως εισροή) με μερίδιο 28,2% το 2020 στην Ελλάδα και 23,8% στην ευρωζώνη. Το φυσικό αέριο (όσον αφορά μόνο τελική κατανάλωση, όχι μετασχηματισμό για την παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας) χρησιμοποιείται κατά 7,6% στην Ελλάδα, ενώ στις χώρες της ζώνης του ευρώ το μερίδιο που καταλαμβάνει ανήλθε σε 23,7%. Οι ΑΠΕ (ως μέσο για χρήση σε τελική κατανάλωση) αύξησαν το μερίδιό τους την περίοδο 2010-2020, που διαμορφώθηκε σε 11,9% για την Ελλάδα, έναντι 10,5% στις χώρες της ευρωζώνης το 2020. Η προσαρμογή της Ελλάδος ήταν ταχύτερη, καθώς η κατανάλωση ενέργειας από ΑΠΕ αύξησε το μερίδιό της κατά 5,1 ποσ. μον., έναντι 2,4 ποσ. μον. για τις χώρες της ευρωζώνης, ξεπερνώντας το αντίστοιχο επίπεδο της ζώνης του ευρώ, ενώ το μερίδιο των στερεών ορυκτών καυσίμων είναι περιορισμένο.

Εξέλιξη της τελικής κατανάλωσης ενέργειας στη βιομηχανία

Το μέγεθος των ενεργειακών αναγκών ανά μονάδα παραγόμενου προϊόντος¹⁰ διαμορφώνεται από διαρθρωτικά και τεχνολογικά χαρακτηριστικά της οικονομίας και διαφοροποιείται με βάση το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης, καθώς και κλιματικούς, γεωγραφικούς και γεωπολιτικούς παράγοντες του ενεργειακού συστήματος κάθε χώρας.

8 Προκύπτει αφού αφαιρεθούν οι απώλειες και η απαιτούμενη ενέργεια κατά τη διαδικασία παραγωγής της ενέργειας.

9 Η συνολική προσφορά ενέργειας διαμορφώνεται από την εγχωρίως παραγόμενη ενέργεια συν τις εισαγωγές και μείον τις εξαγωγές, τις ενεργειακές ανάγκες της ναυσιπλοΐας και των αερομεταφορών και τις μεταβολές αποθεμάτων (ορισμός του Διεθνούς Οργανισμού Ενέργειας – ΙΕΑ).

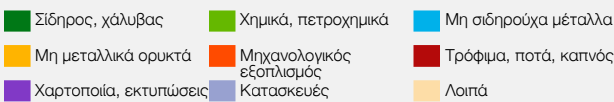
10 Αυτό το μέγεθος αποτυπώνεται στην ενεργειακή ένταση, που υπολογίζεται ως ο λόγος της ακαθάριστης εγχώριας κατανάλωσης ενέργειας προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν.

Η κατανάλωση στην Ελλάδα επηρεάστηκε από την περίοδο της οικονομικής κρίσης και της ύφεσης των ετών 2011-2016, κατά την οποία μειώθηκαν η ζήτηση και η κατανάλωση ενέργειας.

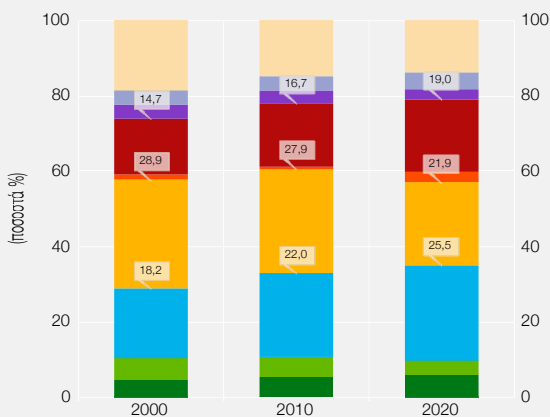
Η κατανάλωση ενέργειας από τη βιομηχανία παρουσιάζει διαφοροποιήσεις μεταξύ της Ελλάδος και των χωρών της ζώνης του ευρώ, καθώς η διάρθρωση των οικονομιών διαφέρει (βλ. Διάγραμμα Β). Η κατανάλωση ενέργειας από την ελληνική βιομηχανία συγκεντρώνεται κατά τα 2/3 σε τρεις κλάδους: τα μη σιδηρούχα μέταλλα, τα μη μεταλλικά ορυκτά και τα τρόφιμα-ποτά-καπνό. Τον πλέον ενεργοβόρο κλάδο για την Ελλάδα αποτελούν τα μη σιδηρούχα μέταλλα, τα οποία αυξάνουν σταθερά το μερίδιό τους στην τελική κατανάλωση από το 2000, εκτοπίζοντας από την πρώτη θέση τον κλάδο των μη μεταλλικών ορυκτών. Σταθερά αυξανόμενη εμφανίζεται και η κατανάλωση ενέργειας για τρόφιμα-ποτά-καπνό, λόγω της αύξησης της τυποποίησης. Ανοδική τάση παρουσιάζει και η κατανάλωση ενέργειας για την παραγωγή μηχανολογικού εξοπλισμού, με αύξηση του μεριδίου της την περίοδο 2010-2020.¹¹ Η κατανομή της κατανάλωσης ενέργειας στη βιομηχανία για το σύνολο των χωρών της

Διάγραμμα Β Τελική κατανάλωση ενέργειας στη βιομηχανία

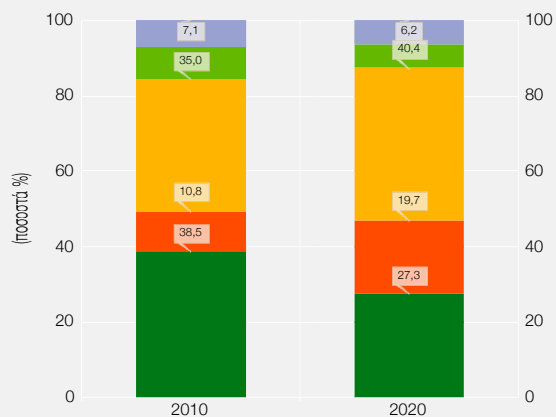
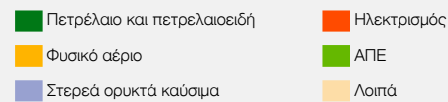
α. Ανά κλάδο



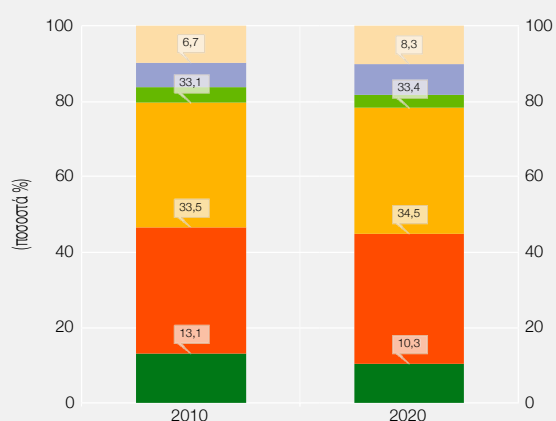
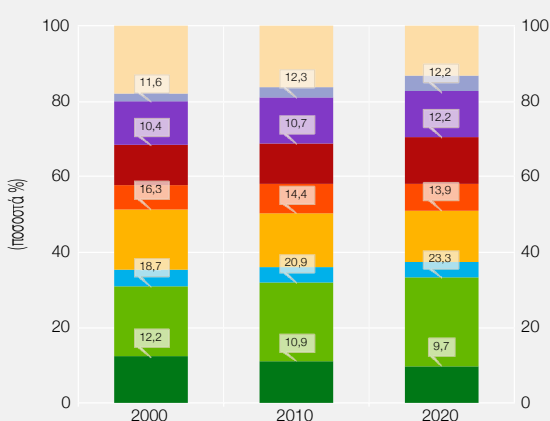
Ελλάδα



β. Ανά είδος ενέργειας



Ζώνη του ευρώ



Πηγή: Eurostat.

11 Σύμφωνα με μελέτη του IOBE που αναλύει το άμεσο και έμμεσο ενεργειακό κόστος, οι κλάδοι με τη μεγαλύτερη ενεργειακή δαπάνη ως ποσοστό της συνολικής δαπάνης για εισροές είναι τα βασικά μέταλλα, τα logistics, τα χημικά και η ναυτιλία: IOBE (2022), Η Ελληνική Οικονομία, Τριμηνιαία Έκθεση 01/22, Πλαίσιο 3.2.

ζώνης του ευρώ εμφανίζεται λιγότερο συγκεντρωμένη, με τη μεγαλύτερη κατανάλωση να πραγματοποιείται από τον κλάδο των χημικών-πετροχημικών με σταδιακή αύξηση. Μειωμένη σε σχέση με το 2000 εμφανίζεται η κατανάλωση ενέργειας από τον κλάδο των μη μεταλλικών ορυκτών. Ακολουθεί ο κλάδος των τροφίμων-ποτών-καπνού με ποσοστό αυξημένο κατά 1,5 ποσ. μον. την περίοδο 2010-2020. Σημαντική θέση για τις χώρες της ευρωζώνης, χωρίς αξιόλογη μεταβολή, κατέχει ο κλάδος χαρτοποίιας και εκτυπώσεων, ο οποίος δεν έχει σημαντική παρουσία στην ελληνική βιομηχανία.

Το μίγμα χρησιμοποιούμενης ενέργειας στη βιομηχανία εμφανίζει μεγαλύτερες μεταβολές για την Ελλάδα από ό,τι για το σύνολο των χωρών της ευρωζώνης. Η ελληνική βιομηχανία χρησιμοποιεί περισσότερο ηλεκτρισμό (40% το 2020), έχοντας αυξήσει την κατανάλωσή του κατά 5,4 ποσ. μον. και έχοντας μειώσει την κατανάλωση του πετρελαίου και των παραγώγων του την περίοδο 2010-2020. Άνοδο παρουσιάζει η χρήση φυσικού αερίου. Αντίθετα, στο σύνολο των χωρών της ζώνης του ευρώ το μεγαλύτερο ποσοστό στην κατανάλωση ενέργειας στη βιομηχανία αφορά το φυσικό αέριο (34,5% το 2020), γεγονός που τις καθιστά περισσότερο ευάλωτες στην τρέχουσα συγκυρία για τη διατήρηση της παραγωγής τελικών και ενδιάμεσων αγαθών. Πιο έντονη στροφή στη χρήση ΑΠΕ πραγματοποιείται από βιομηχανίες των χωρών της ζώνης του ευρώ, καθώς η κατανάλωση αυξήθηκε τη δεκαετία 2010-2020, ενώ στην Ελλάδα καταγράφηκε μικρή μείωση (βλ. Διάγραμμα Β).

Εξέλιξη της τελικής κατανάλωσης ενέργειας στα νοικοκυριά

Η κατανάλωση ενέργειας από τα νοικοκυριά έχει κυρίως σκοπό τη θέρμανση (βλ. Διάγραμμα Γ), που αντιστοιχούσε στο 57,1% της χρήσης ενέργειας των ελληνικών νοικοκυριών το 2020 (63% στην ευρωζώνη). Η κατανάλωση με σκοπό τη θέρμανση αυξήθηκε στην Ελλάδα κατά 10 ποσ. μον. (ενώ μειώθηκε στις χώρες της ευρωζώνης) την περίοδο 2010-2020, ενδεχομένως λόγω της αυξανόμενης παλαιότητας του αποθέματος κτιρίων που αυξάνει τις ενεργειακές ανάγκες λόγω απωλειών. Η χρήση ενέργειας για ψύξη δεν είναι σημαντική για τις περισσότερες χώρες της ευρωζώνης λόγω καιρού, σε αντίθεση με την Ελλάδα όπου αποτελούσε το 4,2% της κατανάλωσης το 2020. Σημαντική θέση στο σύνολο της ενέργειας που καταναλώνουν τα νοικοκυριά κατέχει ο φωτισμός. Σημειώνεται ότι στην κατηγορία του φωτισμού περιλαμβάνεται και η ενέργεια που καταναλώνουν οι συσκευές όταν βρίσκονται σε κατάσταση αναμονής χωρίς να χρησιμοποιούνται.¹² Αυξητική τάση του μεριδίου της στην κατανάλωση εμφανίζει η χρήση ενέργειας για ζεστό νερό σε όλες τις χώρες. Τέλος, η χρήση ενέργειας για μαγειρέμα μειώθηκε σημαντικά στην Ελλάδα, ενδεχομένως λόγω της αυξημένης κατανάλωσης έτοιμου φαγητού.

Τα ελληνικά νοικοκυριά υποκατέστησαν έως ένα βαθμό τη χρήση πετρελαίου με τη χρήση φυσικού αερίου. Αντίθετα, τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ αύξησαν την κατανάλωση ηλεκτρισμού και αντλιών θερμότητας (που εντάσσονται στις ΑΠΕ). Οι κύριες πηγές ενέργειας για τα ελληνικά νοικοκυριά είναι ο ηλεκτρισμός και το πετρέλαιο, ενώ στην ευρωζώνη την πρώτη θέση κατέχει το φυσικό αέριο (βλ. Διάγραμμα Γ). Μόνο για σκοπούς θέρμανσης, τα ελληνικά νοικοκυριά χρησιμοποιούν κυρίως πετρέλαιο (46,7% το 2020, έναντι 19,6% στην ευρωζώνη) και σε μικρότερο βαθμό φυσικό αέριο (16,9% το ίδιο έτος, έναντι 42% στην ευρωζώνη). Σημειώνεται ότι τα νοικοκυριά στις χώρες της ζώνης του ευρώ τα τελευταία χρόνια αύξησαν τη χρήση ΑΠΕ για σκοπούς θέρμανσης.

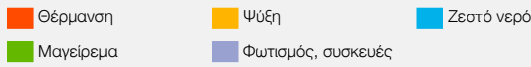
Εξέλιξη της τελικής κατανάλωσης ενέργειας στις μεταφορές και τις υπηρεσίες

Ο κλάδος των οδικών μεταφορών είναι αυτός που καταναλώνει το μεγαλύτερο μέρος της ενέργειας και για την Ελλάδα και για τις χώρες του ευρώ, παρουσιάζοντας μικρή διαχρονική άνοδο (βλ. Διάγραμμα Δ, αριστερό γράφημα). Ωστόσο, η Ελλάδα έχει και σημαντικό ποσοστό κατανάλωσης ενέργειας από την εγχώρια ναυσιπλοΐα (10% το 2020). Στις οδικές μεταφορές, την περίοδο 2010-2020 καταγράφεται στροφή από τη βενζίνη στο πετρέλαιο και ντίζελ, το οποίο για την Ελλάδα αποτελεί την κύρια πηγή ενέργειας (βλ. Διάγραμμα Δ, δεξιό γράφημα). Ακολουθεί η βενζίνη, με μερίδιο για την Ελλάδα σχεδόν διπλάσιο από ό,τι για τις χώρες της ευρωζώνης το 2020, ενώ το υγραέριο αντιπροσωπεύει μικρό μέρος της κατανάλωσης στις οδικές μεταφορές για την Ελλάδα και πολύ μικρότερο για τις χώρες της ζώνης του ευρώ.

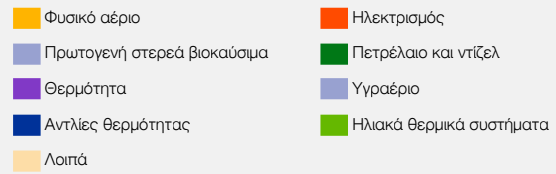
¹² Μάλιστα, από ανάλυση μικροδομημένων, το ποσοστό κατανάλωσης ενέργειας από αναμονές συσκευών εκτιμήθηκε στο 1/4 της συνολικής κατανάλωσης ηλεκτρικής ενέργειας ενός νοικοκυριού και στον τομέα αυτό θα μπορούσε να υπάρξει παρέμβαση από υπεύθυνους πολίτες για αύξηση της εξοικονόμησης. Βλ. Χιόνης, Δ. και Γ. Πραγγίδης (2022), "Διαχείριση της ενέργειας από την πλευρά της ζήτησης με τη χρήση μεγάλων δεδομένων", στο *Η ενεργειακή κρίση και η ελληνική οικονομία*, Οικονομικό Επιμελητήριο της Ελλάδας (2022).

Διάγραμμα Γ Τελική κατανάλωση ενέργειας στα νοικοκυριά

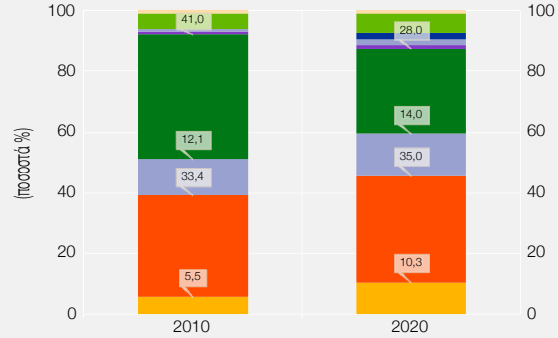
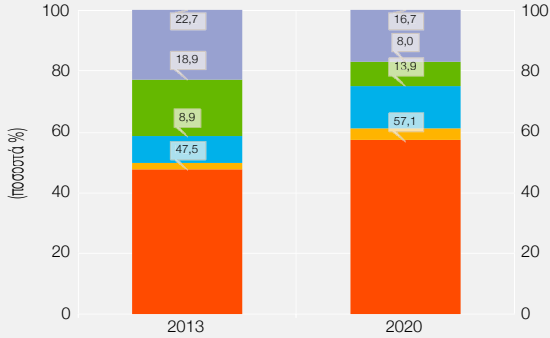
α. Ανά χρήση



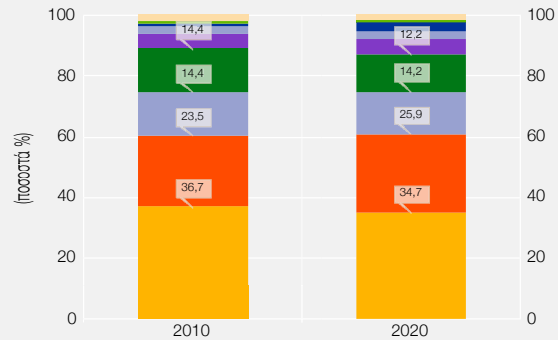
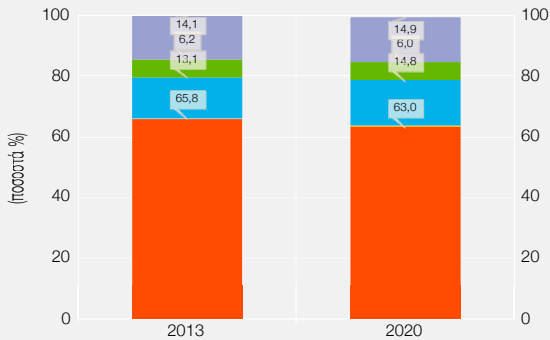
β. Ανά είδος ενέργειας (όλες οι χρήσεις)



Ελλάδα*



Ζώνη του ευρώ



Πηγή: Eurostat.
*Τα διαθέσιμα στοιχεία για την Ελλάδα ανά χρήση ξεκινούν το 2013.

Τέλος, η κύρια μορφή ενέργειας που καταναλώνεται από τον τομέα των υπηρεσιών είναι ο ηλεκτρισμός. Ωστόσο, σημαντική αύξηση στη χρήση ΑΠΕ καταγράφεται την περίοδο 2010-2020, πολύ μεγαλύτερη στην Ελλάδα σε σχέση με τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Η κατανάλωση φυσικού αερίου στις χώρες της ζώνης του ευρώ για υπηρεσίες είναι σχεδόν τριπλάσια από ό,τι στην Ελλάδα. Μείωση της χρήσης πετρελαίου την περίοδο 2010-2020 κατέγραψαν όλες οι χώρες.

Συμπεράσματα – Προτάσεις πολιτικής

Η μελλοντική κατανάλωση ενέργειας είναι συνάρτηση των δημογραφικών μεγεθών, της οικονομικής ανάπτυξης, του κόστους και της διαθέσιμης τεχνολογίας. Ταυτόχρονα, η προστασία του περιβάλλοντος, η αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και η επίτευξη στόχων βιωσιμότητας απαιτούν διαφοροποιήσεις του χρησιμοποιούμενου ενεργειακού μίγματος με την επέκταση της χρήσης μη ρυπογόνων πηγών ενέργειας, οι οποίες πρέπει να πραγματοποιηθούν λαμβάνοντας υπόψη τις κοινωνικοοικονομικές επιπτώσεις (π.χ. ανακατατάξεις στη σύνθεση της απασχόλησης), καθώς και τη βελτίωση της ενεργειακής αποδοτικότητας. Άλλωστε, η πράσινη μετάβαση απαιτείται και από την υποχρέωση αναρμόνισης με τους διεθνείς στόχους και το ρυθμιστικό πλαίσιο της ΕΕ,¹³ ενώ ταυτόχρονα η ενεργειακή κρίση και οι γεωπολιτικές εξελίξεις καταδεικνύουν την ανάγκη για επανασχεδιασμό των ενεργειακών

13 UN – Sustainable Development Goals (SDGs) και Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία (European Green Deal).

Διάγραμμα Δ Τελική κατανάλωση ενέργειας στις μεταφορές

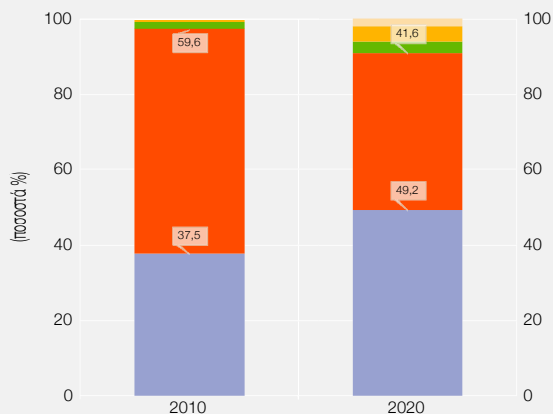
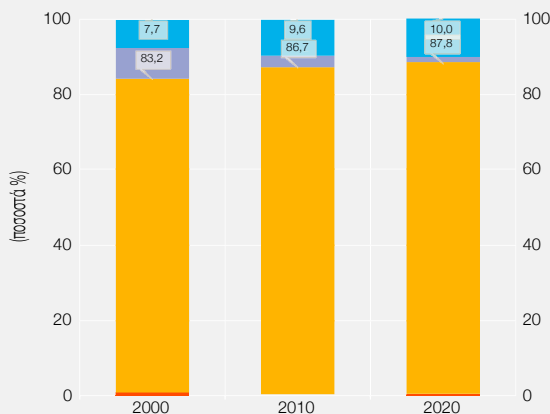
α. Ανά χρήση

- Σιδηροδρομικές
- Θαλάσσιες και ποτάμιες, εγχώριες
- Οδικές
- Μεταφορά με αγωγούς
- Αεροπορικές, εγχώριες
- Λοιπά

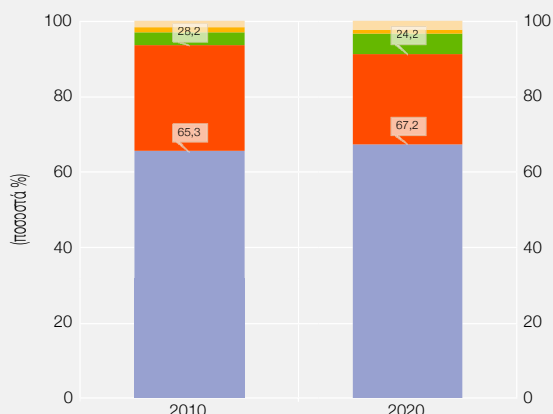
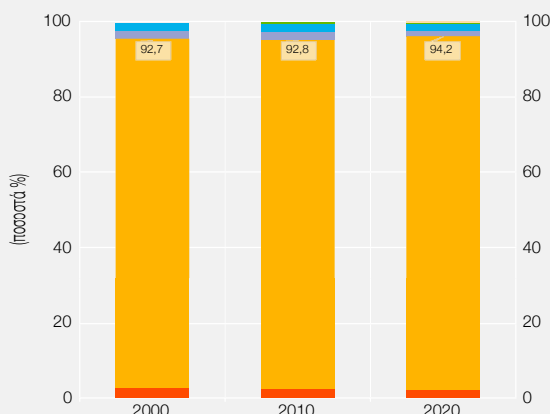
β. Ανά είδος ενέργειας (μόνο για τις οδικές μεταφορές)

- Πετρέλαιο και ντίζελ
- Μικτά βιοντίζελ
- Λοιπά
- Βενζίνη
- Υγραέριο

Ελλάδα



Ζώνη του ευρώ



Πηγή: Eurostat.

στρατηγικών που διασφαλίζουν ενεργειακή επάρκεια και ασφάλεια. Παράλληλα, σύμφωνα και με τους στόχους που προβλέπονται στο Εθνικό Σχέδιο για την Ενέργεια και το Κλίμα αλλά και το ευρωπαϊκό πλαίσιο REPowerEU, η παρουσία των ΑΠΕ στο ενεργειακό μίγμα θα πρέπει να αυξηθεί και ο λιγνίτης να περιοριστεί με ταυτόχρονη αύξηση της ενεργειακής αποδοτικότητας. Καθώς ο ορυκτός πλούτος του πλανήτη είναι πεπερασμένος, εντείνεται η ανάγκη αντικατάστασης με ΑΠΕ και βελτίωσης της αποτελεσματικότητας στη χρήση ενέργειας που οδηγεί σε μείωση της κατανάλωσης και μεγαλύτερη εξοικονόμηση.

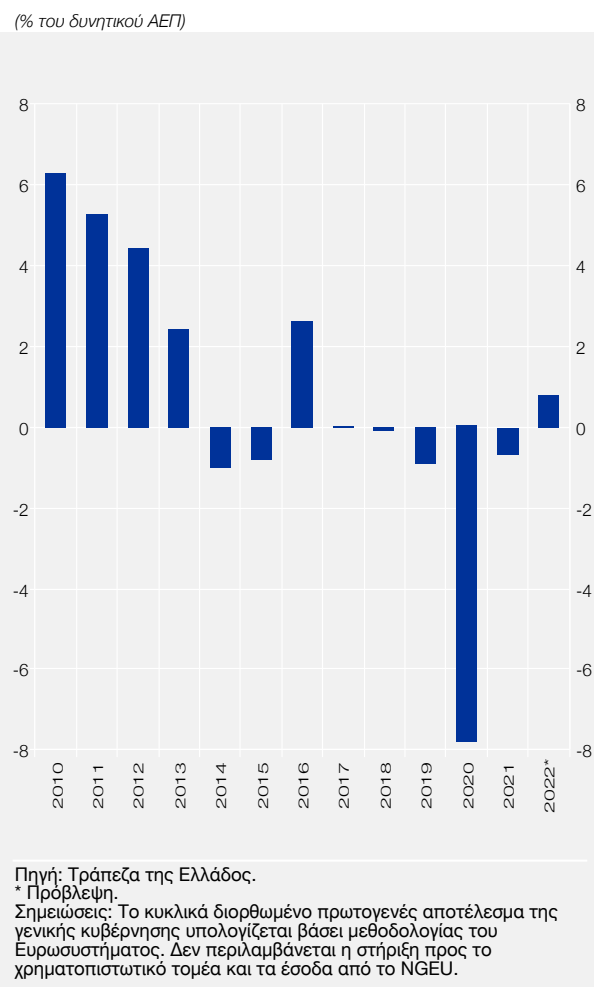
Κατά την τελευταία δεκαετία είναι φανερό ότι η Ελλάδα έχει πραγματοποιήσει σημαντικά βήματα, μεταβάλλοντας το χρησιμοποιούμενο ενεργειακό μίγμα και αναπτύσσοντας τη χρήση ΑΠΕ. Ωστόσο, παραμένει η εξάρτηση από ρυπαρόνες πηγές ενέργειας, όπως το πετρέλαιο. Η εξάρτηση της Ελλάδος από την παροχή φυσικού αερίου για τελική κατανάλωση είναι χαμηλότερη από εκείνη των χωρών της ζώνης του ευρώ. Μάλιστα, ένα σημαντικό μέρος του φυσικού αερίου αποτελεί εισροή για την παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας, γεγονός που παρέχει ευελιξία με δυνατότητες υποκατάστασής του σε περίπτωση ασυνέχειας στην ομαλή του προμήθεια. Η χρήση του για τελική κατανάλωση είναι χαμηλότερη σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ τόσο από τα νοικοκυριά όσο και από τη βιομηχανία, παρά την αύξηση της χρήσης του τα τελευταία χρόνια, γεγονός που περιορίζει σχετικά τον κίνδυνο, λόγω διακοπής παροχής του, για την Ελλάδα.

Οι αυξημένες χρηματοδοτικές ανάγκες που απορρέουν από την πρόσφατη άνοδο των τιμών της ενέργειας εντείνουν την ευπάθεια της ελληνικής οικονομίας και οδηγούν σε αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου πληρωμών. Ταυτόχρονα, η ανάγκη στήριξης νοικοκυριών και επιχειρήσεων για να αντεπεξέλθουν στο αυξημένο ενεργειακό κόστος απαιτεί δημοσιονομικούς πόρους και δύναται να οδηγήσει σε άνοδο του δημόσιου χρέους. Επομένως, η κάλυψη της ζήτησης για ενέργεια θα πρέπει να πραγματοποιηθεί μέσω της αύξησης της χρήσης ΑΠΕ (και με τεχνολογίες μικρότερου εύρους χρήσης σήμερα, όπως υδρογόνο, βιομάζα, κυματική ενέργεια, γεωθερμία κ.λπ.), καθώς και της ανάπτυξης νέων εγκαταστάσεων και έργων παραγωγής, προώθησης, διάθεσης και αποθήκευσης ενέργειας που θα καλύπτει τις ανάγκες των τελικών χρηστών σε κάθε χρονική στιγμή. Μάλιστα, η εξέλιξη της τεχνολογίας καθιστά το κόστος των ΑΠΕ όλο και πιο ανταγωνιστικό, δημιουργώντας οικονομίες κλίμακας και μειώνοντας περαιτέρω το κόστος τους σε σχέση με τα ορυκτά καύσιμα και ενδεχομένως αντιστρέφοντας τη διαφορά κόστους παραγωγής έναντι των ορυκτών καυσίμων. Για την ενεργειακή μετάβαση, απαιτείται να προχωρήσουν άμεσα δράσεις για την ανάπτυξη των ΑΠΕ, χρησιμοποιώντας πόρους από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (π.χ. για την αναβάθμιση της ενεργειακής απόδοσης των κτιρίων) και πόρους από άλλες ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες. Τέλος, αναδεικνύεται η ανάγκη για ενίσχυση του υπάρχοντος ρυθμιστικού πλαισίου με την ενθάρρυνση της ενεργειακής μετάβασης μέσω κινήτρων, καθώς και της έρευνας και ανάπτυξης ΑΠΕ.

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Το δεύτερο εξάμηνο του 2022 παρατηρήθηκε περαιτέρω άνοδος στις τιμές της ενέργειας, που κατέστησε αναγκαία τη διεύρυνση των δημοσιονομικών παρεμβάσεων για τη στήριξη των εισοδημάτων. Ωστόσο, η επιβάρυνση που προκάλεσαν αυτές οι παρεμβάσεις στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν περιορισμένη, λόγω της χρηματοδότησης του μεγαλύτερου μέρους τους με δημοσιονομικά ουδέτερο τρόπο, καθώς και λόγω της μεγαλύτερης του αναμενόμενου βελτίωσης της οικονομικής δραστηριότητας το πρώτο εξάμηνο του 2022. Παράλληλα, η ΕΚΤ προέβη σε σταδιακή ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής, αυξάνοντας τα βασικά επιτόκια, στην προσπάθειά της να καταπολεμήσει τις πληθωριστικές πιέσεις και να συγκρατήσει τις πληθωριστικές προσδοκίες. Η παρατηρούμενη αύξηση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων δεν υπονομεύει τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους μεσοπρόθεσμα, χάρη στα ευνοϊκά του χαρακτηριστικά, όπως η σύνθεσή του και η διάρθρωση των αποπληρωμών, που το καθιστούν ανθεκτικό στον επιτοκιακό κίνδυνο. Το γεγονός αυτό αποτελεί ευκαιρία για ένταση της προσπάθειας αποκατάστασης της δημοσιονομικής ισορροπίας και για διαφύλαξη της αξιοπιστίας της δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας και τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους μακροπρόθεσμα.

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



1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Μετά την επεκτατική δημοσιονομική πολιτική που εφαρμόστηκε το 2020 και το 2021 με σκοπό τον περιορισμό των αρνητικών επιδράσεων της πανδημίας στην πραγματική οικονομία, η δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ότι θα μεταστραφεί το 2022 σε περιοριστική (βλ. Διάγραμμα V.1). Αυτό αντανακλά αφενός την απόσυρση των παρεμβάσεων για την αντιμετώπιση της πανδημίας και αφετέρου το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος των παρεμβάσεων για τη συγκράτηση του ενεργειακού κόστους χρηματοδοτείται με δημοσιονομικά ουδέτερο τρόπο.

¹ Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 6.12.2022.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)

	2018	2019	2020	2021
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης¹ (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	0,9	1,1	-9,9	-7,5
– Κεντρική κυβέρνηση	-1,3	0,4	-10,3	-8,2
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	2,2	0,7	0,4	0,8
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης	4,3	4,1	-6,9	-5,0

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.

Στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2023 το πρωτογενές έλλειμμα προβλέπεται να μειωθεί το 2022 κατά 3,4 ποσ. μον. του ΑΕΠ έναντι του 2021, στο 1,6% του ΑΕΠ,² λόγω κυρίως της απόσυρσης του μεγαλύτερου όγκου των έκτακτων παρεμβάσεων για την αντιμετώπιση της πανδημίας, καθώς και λόγω της εκτιμώμενης οικονομικής μεγέθυνσης. Η συμβολή αυτών των παραγόντων στη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος μετριάστηκε από τη λήψη επιπλέον δημοσιονομικών μέτρων το 2022, για τη συγκράτηση του υψηλού ενεργειακού κόστους, μέρος μόνο των οποίων όμως επιβάρυνε τον κρατικό προϋπολογισμό. Οι παρεμβάσεις αυτές κρίθηκαν σκόπιμες λόγω της ανόδου του πληθωρισμού που ξεκίνησε το δεύτερο εξάμηνο του 2021 και εντάχθηκε το 2022, προκειμένου να στηριχθεί το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και η λειτουργία των επιχειρήσεων και κατά συνέπεια να περιοριστεί η επίπτωση της ενεργειακής κρίσης στην κατανάλωση. Η δημοσιονομική πολιτική κινήθηκε προς τη σωστή κατεύθυνση, διαφυλάσσοντας την ανάπτυξη της οικονομίας.

Σε ένα διεθνές περιβάλλον επιταχυνόμενου πληθωρισμού και αυξημένης οικονομικής αβεβαιότητας, τόσο οι νομισματικές όσο και οι δημοσιονομικές αρχές βρίσκονται αντιμέτωπες με σημαντικές προκλήσεις. Στο πλαίσιο της συντελούμενης ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής, η περιοριστική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής κρίνεται ως ενδεδειγμένη προκειμένου να μην τροφοδοτηθούν οι πληθωριστικές πιέσεις και να συγκρατηθεί η αύξηση του κόστους δανεισμού. Οι εισοδηματικές ενισχύσεις για το μετριασμό των υφεσιακών επιπτώσεων θα πρέπει να είναι στοχευμένες και προσωρινού χαρακτήρα και να χρηματοδοτούνται από την αξιοποίηση του διαθέσιμου δημοσιονομικού χώρου, χωρίς να μεταβάλλεται η περιοριστική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής.

Σύμφωνα με τις αναλύσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η πτωτική πορεία του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ αναμένεται να συνεχιστεί, ενώ οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες δεν προβλέπεται να υπερβούν το όριο βιωσιμότητας 15% του ΑΕΠ. Λόγω των ευνοϊκών του χαρακτηριστικών, το χρέος δεν υπόκειται σε επιτοκιακό κίνδυνο μεσοπρόθεσμα και κατά συνέπεια η παρατηρούμενη αύξηση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων δεν υπονομεύει τη βιωσιμότητά του. Ωστόσο, μακροπρόθεσμα εκτιμάται αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς η σταδιακή αναχρηματοδότηση του συσσωρευμένου χρέους προς τον επίσημο τομέα με όρους αγοράς θα αυξήσει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο και στον κίνδυνο αγοράς, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια χαλάρωσης των υποθέσεων για πρωτογενή πλεονάσματα (βλ. Πλαίσιο V.1).

Γι' αυτό το λόγο, η Ελλάδα πρέπει να εκμεταλλευθεί την αυξημένη ανθεκτικότητα του δημόσιου χρέους στο μεσοπρόθεσμο διάστημα και να διασφαλίσει την πτωτική του πορεία μακροπρόθεσμα μέσω της επίτευξης διατηρήσιμων πρωτογενών πλεονασμάτων που, σε συνδυασμό με ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης, ενισχύει τη δυνατότητα ανάκτησης της επενδυτικής βαθμίδας. Η επιτυχής και έγκαιρη υλοποίηση των έργων του σχεδίου "Ελλάδα 2.0", αξιοποιώντας

² Η εκτίμηση δεν περιλαμβάνει την είσπραξη της τελευταίας δόσης των μέτρων ελάφρυνσης του χρέους, ύψους περίπου 0,3% του ΑΕΠ.

στο έπακρο τους πόρους του ευρωπαϊκού Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), μπορεί να συμβάλει στην κάλυψη του επενδυτικού κενού, στην ολοκλήρωση του μετασχηματισμού της ελληνικής οικονομίας και στην ενίσχυση της ανθεκτικότητάς της σε τυχόν μελλοντικές διαταραχές, με θετικές επιδράσεις στη δημοσιονομική βιωσιμότητα.

2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2022

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων της περιόδου 2018-2021 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος τον Οκτώβριο του 2022, το πρωτογενές έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης για το 2021 επιβεβαιώθηκε στο 5,0% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα V.1). Το δημόσιο χρέος το 2021 σε ονομαστικούς όρους αυξήθηκε οριακά σε σχέση με την πρώτη κοινοποίηση, κατά 45 εκατ. ευρώ. Ως ποσοστό του ΑΕΠ ωστόσο επιδεινώθηκε περισσότερο, εξαιτίας της προς τα κάτω αναθεώρησης του ΑΕΠ, και ανήλθε σε 194,5% (έναντι 193,3% του ΑΕΠ στην κοινοποίηση του Απριλίου).

Την περίοδο Ιουλίου-Οκτωβρίου 2022 καταγράφηκε περαιτέρω άνοδος στις τιμές της ενέργειας, που κατέστησε αναγκαία τη διεύρυνση των δημοσιονομικών παρεμβάσεων για τη στήριξη των εισοδημάτων. Οι δημοσιονομικές παρεμβάσεις συνεχίστηκαν με διάφορες μορφές, όπως επιδοτήσεις της κατανάλωσης ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις, αύξηση του επιδόματος θέρμανσης και διεύρυνση των δικαιούχων του, επιδότηση του πετρελαίου κίνησης και θέρμανσης που διατίθεται στην εσωτερική αγορά από τα διυλιστήρια και τους εισαγωγείς καυσίμων (“στην αντλία”), διάθεση κάρτας καυσίμων, στήριξη των χαμηλοσυνταξιούχων και των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων μέσω επιδοματικών ενισχύσεων και στήριξη των αγροτών μέσω φοροαπαλλαγών και επιδοτήσεων.

Η χρηματοδότηση αυτών των παρεμβάσεων διευκολύνθηκε αφενός από τα αυξημένα έσοδα του Ταμείου Ενεργειακής Μετάβασης, μέσω της φορολόγησης των πλεοναζόντων εσόδων των παραγωγών ενέργειας και των αυξημένων εσόδων από τις δημοπρασίες δικαιωμάτων ρύπων, και αφετέρου από τα αυξημένα φορολογικά έσοδα που υπερέβησαν τον αρχικό τους στόχο στον Προϋπολογισμό κατά περίπου 4,5 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 (βλ. και Ενότητα 5.3 παρακάτω). Η υπέρβαση αυτή προέκυψε από σειρά παραγόντων, με κυριότερους το μεγαλύτερο του προβλεπόμενου ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, τον υψηλότερο πληθωρισμό³ και την αύξηση των ηλεκτρονικών συναλλαγών που οδήγησε στη βελτίωση της εισπραξιμότητας των φόρων.

Ως εκ τούτου, το 2022 τόσο το πρωτογενές έλλειμμα όσο και το δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης αναμένεται να βελτιωθούν έναντι του 2021 ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η βελτίωση αναμένεται να προέλθει από την άρση των περισσότερων έκτακτων μέτρων λόγω πανδημίας –επίδραση η οποία μερικώς μόνο αντισταθμίστηκε από τη δημοσιονομική επιβάρυνση εξαιτίας των ενεργειακών παρεμβάσεων– την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας και τη μεγάλη άνοδο του ονομαστικού ΑΕΠ ως αποτέλεσμα της αύξησης του πληθωρισμού.

Ειδικότερα, στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2023, που κατατέθηκε το Νοέμβριο, με βάση την εκτιμώμενη αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 5,6%, το πρωτογενές έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2022 εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 1,6% του ΑΕΠ (έναντι πρόβλεψης για 2% του ΑΕΠ στο Πρόγραμμα Σταθερότητας 2022⁴), από 5,0% του ΑΕΠ το 2021. Το σύνολο

3 Σύμφωνα με σχετική εμπειρική διερεύνηση εκτιμάται (διάμεση εκτίμηση) ότι ο υψηλότερος του προβλεπόμενου πληθωρισμός συνεισέφερε κατά 0,6%-0,8% του ΑΕΠ στα φορολογικά έσοδα. Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2021-2022*, Ιούνιος 2022, Πλαίσιο V.1.

4 Ωστόσο, αν ληφθεί υπόψη ότι στην εκτίμηση του Προϋπολογισμού έχει συμπεριληφθεί η είσπραξη της δόσης ANFA/SMP ύψους 748 εκατ. ευρώ (ή 0,4 ποσ. μον. του ΑΕΠ) τον Ιούλιο του 2022, που δεν προβλεπόταν στο Πρόγραμμα Σταθερότητας, το πρωτογενές αποτέλεσμα του 2022 προβλέπεται να παραμείνει στο ίδιο ύψος.

των παρεμβάσεων για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης εκτιμάται σε περίπου 10,7 δισεκ. ευρώ το 2022, εκ των οποίων μόνο 4,8 δισεκ. ευρώ (ή 2,3% του ΑΕΠ) επηρεάζουν το δημοσιονομικό αποτέλεσμα, καθώς το μεγαλύτερο μέρος τους χρηματοδοτείται από τα επιπλέον έσοδα του Ταμείου Ενεργειακής Μετάβασης χωρίς να επιβαρύνει τον Κρατικό Προϋπολογισμό. Η εκτίμηση, εκτός από την επιβάρυνση από τα μέτρα μετριασμού του ενεργειακού κόστους, ενσωματώνει και τη μεγαλύτερη του αναμενόμενου ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας το 2022 (εκτιμώμενη αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 5,6%, έναντι πρόβλεψης για αύξηση κατά 3,1% στο Πρόγραμμα Σταθερότητας 2022). Το δημόσιο χρέος αναμένεται να αποκλιμακωθεί κατά 25,6 ποσ. μον. του ΑΕΠ σε 168,9%, από 194,5% το 2021, λόγω κυρίως της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 15,7%.

Σύμφωνα με την πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2022 αναμένεται να διαμορφωθεί σε έλλειμμα 1,4% του ΑΕΠ (συμπεριλαμβανομένης της είσπραξης της τελευταίας δόσης ANFA/SMP το Δεκέμβριο, ύψους 644 εκατ. ή 0,3% του ΑΕΠ) και το δημόσιο χρέος σε 169,6% του ΑΕΠ. Στο βαθμό που ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ το 2022 διαμορφωθεί υψηλότερα της πρόβλεψης, το πρωτογενές έλλειμμα θα μπορούσε να είναι μικρότερο. Μια τέτοια θετική έκπληξη θα συνέβαλλε στην ταχύτερη ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας.

Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2022 συνεχίστηκε η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης που είχε παρατηρηθεί διεθνώς, εξαιτίας της συνεχούς αύξησης των επιτοκίων από τις μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες. Από τον Ιούλιο του 2022 η ΕΚΤ ξεκίνησε τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της στο πλαίσιο της ταχύτερης ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής, όπως και οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες παγκοσμίως, στην προσπάθειά τους να αναχαιτίσουν τις έντονες πληθωριστικές πιέσεις και να συγκρατήσουν τις πληθωριστικές προσδοκίες. Δεδομένης της γενικής αυτής τάσης καθώς και της μεγάλης οικονομικής αβεβαιότητας διεθνώς, οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων διαμορφώθηκαν σε υψηλό επίπεδο, αυξημένες σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, εμφανίζοντας μεγαλύτερη ευαισθησία στη διεθνή μεταβλητότητα σε σύγκριση με τους αντίστοιχους τίτλους άλλων ευρωπαϊκών χωρών, λόγω της χαμηλότερης πιστοληπτικής τους διαβάθμισης, αλλά και του περιορισμένου βάθους της αγοράς των ελληνικών τίτλων.

Παρ' όλα αυτά, το Ελληνικό Δημόσιο διατήρησε την εκδοτική του δραστηριότητα το δεύτερο εξάμηνο του 2022 και άντλησε 0,7 δισεκ. ευρώ τον Ιούλιο και το Νοέμβριο μέσω επανεκδόσεων του 10ετούς ομολόγου του Ιανουαρίου του 2022, 1 δισεκ. ευρώ μέσω έκδοσης νέου 5ετούς με κυμαινόμενο επιτόκιο (3μηνο Euribor συν 123 μ.β.) και επιπλέον 1,1 δισεκ. ευρώ από την επανέκδοση του τελευταίου το Νοέμβριο. Επιπλέον, το δεύτερο εξάμηνο του 2022 τα ταμειακά διαθέσιμα διατηρήθηκαν σε υψηλό επίπεδο, καθώς ενισχύθηκαν και από την έβδομη δόση των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους ύψους 748 εκατ. ευρώ τον Ιούλιο και από έσοδα αποκρτικοποιήσεων ύψους 517 εκατ. ευρώ, που αφορούν κυρίως τη ΔΕΠΑ υποδομών. Ειδικότερα, στο τέλος του γ' τριμήνου του 2022 τα ταμειακά διαθέσιμα του Ελληνικού Δημοσίου διαμορφώθηκαν σε 18,8 δισεκ. ευρώ (από 17,3 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2021). Παράλληλα, η εμπιστοσύνη στις προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας επιβεβαιώθηκε και από τους τέσσερις οργανισμούς αξιολόγησης (DBRS, Moody's, Fitch και S&P), οι οποίοι διατήρησαν αμετάβλητες τις αξιολογήσεις τους για την πιστοληπτική ικανότητα του Ελληνικού Δημοσίου, υπογραμμίζοντας την ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας παρά την επιδείνωση του διεθνούς περιβάλλοντος και την αυξημένη αβεβαιότητα.

Όσον αφορά την απορρόφηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), η Ελλάδα έχει ήδη σημειώσει πρόοδο όσον αφορά την επίτευξη οροσήμων και στόχων και συγκαταλέγεται στις έξι χώρες που έχουν ήδη προχωρήσει σε αίτημα δεύτερης δόσης. Μάλιστα, προέβη νωρίτερα από το αρχικό χρονοδιάγραμμα σε αίτηση δόσης δανείου, καθώς κατόρθωσε να εκπληρώσει νωρίτερα (έως το Σεπτέμβριο του 2022) τρία ορόσημα του δανειακού σκέλους που προγραμματίζονταν για το επόμενο αίτημα πληρωμής το 2023. Επίσης, η Ελλάδα προχωρεί στην έγκριση επιλέξιμων έργων και στις αντίστοιχες εκταμιεύσεις επιχορηγήσεων,

ενώ πρόσφατα ξεκίνησαν και οι εκταμιεύσεις δανείων. Όσον αφορά τις επιχορηγήσεις, οι συνολικές εισπράξεις από την ΕΕ ανέρχονται σε 4,0 δισεκ. ευρώ (από το συνολικό κονδύλιο ύψους 17,8 δισεκ. ευρώ, ή 22,5% του συνόλου) και μέχρι το τέλος Οκτωβρίου 2022 ο συνολικός προϋπολογισμός των εγκεκριμένων έργων ανήλθε σε 13,5 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων τα 1,9 δισεκ. ευρώ είχαν εκταμιευθεί. Όσον αφορά τα δάνεια, οι συνολικές εισπράξεις από την ΕΕ ανήλθαν σε 3,5 δισεκ. ευρώ (από το συνολικό κονδύλιο ύψους 12,7 δισεκ. ευρώ, ή 27,6% του συνόλου). Έως το τέλος Οκτωβρίου 2022 είχαν γίνει αιτήσεις για δάνεια RRF ύψους 3,5 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων τα 146 εκατ. ευρώ είχαν εκταμιευθεί. Εντούτοις, οι εκταμιεύσεις πραγματοποιούνται με πιο αργό ρυθμό έναντι του αρχικού σχεδιασμού. Στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2023 ο ετήσιος στόχος για τις επιχορηγήσεις το 2022 αναθεωρήθηκε σε 2,8 δισεκ. ευρώ από 3,2 δισεκ. ευρώ στο Προσχέδιο και ο αντίστοιχος στόχος για τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις μειώθηκε σε 1,4 δισεκ. ευρώ από 2,4 δισεκ. ευρώ στο Προσχέδιο.

3 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Το Eurogroup με την απόφαση του Ιουνίου του 2022 αποφάσισε την έξοδο της Ελλάδος από την ενισχυμένη εποπτεία, αρχής γενομένης από τις 20 Αυγούστου 2022. Έκτοτε, η παρακολούθηση της οικονομικής, δημοσιονομικής και χρηματοπιστωτικής κατάστασης της Ελλάδος συνεχίζεται τόσο στο πλαίσιο της καθιερωμένης μεταπρογραμματικής εποπτείας όσο και στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου (σύμφωνα με τα άρθρα 2 και 3 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 472/2013). Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) συνεχίζει να παρακολουθεί την ικανότητα αποπληρωμής του χρέους της Ελλάδος στο πλαίσιο του συστήματος έγκαιρης προειδοποίησης, σύμφωνα με τις υπάρχουσες ρυθμίσεις. Επιπλέον, σημαντικές μεταρρυθμίσεις και επενδύσεις θα συνεχίσουν επίσης να παρακολουθούνται στο πλαίσιο της υλοποίησης του εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0”.

Με στόχο τον περιορισμό των δυσμενών συνεπειών της γεωπολιτικής και ενεργειακής κρίσης, ο μηχανισμός στοχευμένων επιδοτήσεων συνέχισε να εφαρμόζεται κατά τη διάρκεια του 2022, αναπροσαρμοζόμενος σε μηνιαία βάση σύμφωνα με την πορεία των διεθνών τιμών της ενέργειας, καθώς και την υπεραπόδοση φορολογικών και μη εσόδων.

Ειδικότερα για την αγορά ηλεκτρικού ρεύματος, κατά την περίοδο Απριλίου-Νοεμβρίου 2022 τα πρόσθετα δημοσιονομικά μέτρα περιλάμβαναν συνοπτικά: (α) τη διεύρυνση των επιδοτήσεων ρεύματος, (β) την επιστροφή του 60% της αύξησης για όλους τους λογαριασμούς ρεύματος για το διάστημα Δεκεμβρίου 2021-Μαΐου 2022 μέχρι του ποσού των 600 ευρώ, για νοικοκυριά με δηλωθέν εισόδημα έως 45 χιλιάδες ευρώ, (γ) την εισαγωγή έκτακτου τέλους 90% στα υπερέσοδα των παραγωγών ενέργειας, (δ) την ενίσχυση του οριζόντιου μηχανισμού εκπτώσεων των τιμολογίων ρεύματος, ώστε να σταθεροποιηθεί η τιμή λιανικής σε χαμηλότερα επίπεδα συγκριτικά με εκείνα των προηγούμενων μηνών του 2022, (ε) την αναστολή της ρήτρας αναπροσαρμογής στους λογαριασμούς ηλεκτρικού ρεύματος για ένα έτος, αρχής γενομένης από την 1η Αυγούστου 2022 και (στ) την παροχή πρόσθετων επιδοτήσεων σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις για την εξοικονόμηση ρεύματος. Αναφορικά με την κατανάλωση φυσικού αερίου, οι επιδοτήσεις στην κατανάλωση συνεχίστηκαν αυξητικά κατά το ίδιο διάστημα.

Παράλληλα νομοθετήθηκαν φορολογικές παρεμβάσεις. Συγκεκριμένα, το Σεπτέμβριο, με τον ν. 4972/2022 προβλέφθηκαν μεταξύ άλλων: (α) η επιβολή κυρώσεων στις επιχειρήσεις για τη μη διαβίβαση δεδομένων στοιχείων λιανικής πώλησης που εκδίδονται μέσω Φορολογικού Ηλεκτρονικού Μηχανισμού (ΦΗΜ), οι οποίες εκτείνονται από την επιβολή προστίμων κατά περίπτωση έως και την αναστολή λειτουργίας της επαγγελματικής εγκατάστασης της επιχείρησης, (β) η επιβολή χαρτοσήμου στα έντοκα δάνεια και λοιπές χρηματοδοτήσεις και στους απορρέοντες συμβατικούς τόκους, (γ) η κατάργηση από την 1η Ιανουαρίου 2023 και εφεξής της εισφοράς αλληλεγγύης για όλα τα φυσικά πρόσωπα, συμπεριλαμβανομένων των μισθωτών του δημόσιου τομέα και των συνταξιούχων, (δ) η εξαίρεση και για το 2022 από την υποχρέωση κα-

ταβολής του τέλους επιτηδεύματος των αγροτών και των αλιέων παράκτιας αλιείας (ίσχυε για τα φορολογικά έτη 2019-2021), καθώς και των φυσικών προσώπων που ασκούν επιχειρηματική δραστηριότητα και των νομικών προσώπων και οντοτήτων που αυξάνουν σε σχέση με το προηγούμενο φορολογικό έτος το συνολικό χρόνο απασχόλησης των εργαζομένων τους, (ε) η αύξηση του ετήσιου στεγαστικού επιδόματος φοιτητών από 1.000 σε 1.500 ευρώ, και σε 2.000 ευρώ όταν ο δικαιούχος συγκατοικεί με άλλο φοιτητή στην ίδια μισθωμένη κατοικία και (στ) η επιδότηση 0,20 ευρώ ανά λίτρο από τον κρατικό προϋπολογισμό του κόστους του πετρελαίου εσωτερικής καύσης-θέρμανσης που διατίθεται στην εγχώρια αγορά από τις 15 Οκτωβρίου έως τις 31 Δεκεμβρίου 2022.

Τον Οκτώβριο, με τον ν. 4978/2022, κυρώθηκε από τη Βουλή ο Κώδικας Είσπραξης Δημοσίων Εσόδων, με τον οποίο κωδικοποιήθηκαν οι ισχύουσες διατάξεις για την είσπραξη δημοσίων εσόδων χωρίς μεταβολή του ουσιαστικού περιεχομένου τους και συγχρόνως καταργήθηκε ο προηγούμενος αντίστοιχος κώδικας. Επίσης τον Οκτώβριο επεκτάθηκαν προηγούμενες επιδοτήσεις του πετρελαίου θέρμανσης, με την παροχή κινήτρων για τη χρήση του αντί του ηλεκτρικού ρεύματος και με τη διεύρυνση των κριτηρίων και των ποσών της επιδότησης, και συνοδεύθηκαν από νέες παρεμβάσεις που μειώνουν το κόστος στο στάδιο της διύλισης.

Το Νοέμβριο ψηφίστηκε ο ν. 4997/2022 με ρυθμίσεις που εστιάζουν σε τέσσερις άξονες: (α) την οικονομική στήριξη των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων μέσω έκτακτης εφάπαξ ενίσχυσης, ύψους 250 ευρώ, προς τους χαμηλοσυνταξιούχους, μακροχρόνια ανέργους, άτομα με αναπηρία και ανασφάλιστους υπερέλικες και της χορήγησης αυξημένων ποσών για τους δικαιούχους του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος και του επιδόματος παιδιού, (β) τον εξορθολογισμό ασφαλιστικών και συνταξιοδοτικών διατάξεων όπως, μεταξύ άλλων, η θέσπιση πλαφόν για τις επικουρικές συντάξεις, η μείωση του χρόνου παραγραφής μη βεβαιωμένων οφειλών στον ΕΦΚΑ σε 10 χρόνια (από 20), ο διπλασιασμός των δόσεων για πάγια ρύθμιση ασφαλιστικών οφειλών σε 24 δόσεις (από 12), η κατάργηση της ειδικής εισφοράς 1% για τους ασφαλισμένους του τέως Ταμείου Προνοίας Δημοσίων Υπαλλήλων (ΤΠΔΥ), η αλλαγή στα όρια ηλικίας για χορήγηση μειωμένης σύνταξης σε δημοσίους υπαλλήλους που έχουν θεμελιώσει συνταξιοδοτικό δικαίωμα έως το 2012 και η επέκταση της “μάχιμης πενταετίας” σε όλους τους ενστόλους, (γ) τη ρύθμιση ζητημάτων αγοράς εργασίας και ισότητας, όπως π.χ. η επέκταση της ειδικής άδειας μητρότητας από έξι σε εννέα μήνες για τις μισθωτές του ιδιωτικού τομέα και η απαγόρευση διακρίσεων στην εργασία εις βάρος οροθετικών, και (δ) προνοιακά ζητήματα, όπως η δημιουργία ενιαίου πλαισίου για όλα τα άτομα με αναπηρία. Τέλος, παγιώνεται η μείωση των ασφαλιστικών εισφορών των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες.

Άλλες παρεμβάσεις αφορούσαν την παροχή επιδότησης προς τον πρωτογενή τομέα λόγω του αυξημένου κόστους παραγωγής. Συνολικά, το κόστος των ανωτέρω παρεμβάσεων καλύφθηκε κατά το μεγαλύτερο μέρος από τους πόρους του Ταμείου Ενεργειακής Μετάβασης σε συνδυασμό με το μηχανισμό απορρόφησης των επιπλέον εσόδων των παραγωγών στη χονδρική αγορά ρεύματος.

Στις 9.11.2022 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε Ανακοίνωση⁵ στην οποία προτείνει κατευθύνσεις για την αναθεώρηση του πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ, με σκοπό την ενίσχυση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους των χωρών και τη στήριξη της διατηρήσιμης και χωρίς αποκλεισμούς οικονομικής ανάπτυξης μέσω επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων. Προς το σκοπό αυτό, προβλέπονται μεσοπρόθεσμα (4ετή) εθνικά δημοσιονομικά-διαρθρωτικά σχέδια, τα οποία θα ενσωματώνουν δημοσιονομικούς, μεταρρυθμιστικούς και επενδυτικούς στόχους, περιλαμβανομένων και στόχων για την αντιμετώπιση μακροοικονομικών ανισορροπιών όπου χρειάζεται, διασφαλίζοντας τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους σε 10ετή ορίζοντα υπό την υπόθεση αμετάβλητων δημοσιονομικών πολιτικών μετά την περίοδο προσαρμογής. Θα περιγράφουν μια πο-

5 European Commission, “Communication on orientations for a reform of the EU economic governance framework”, COM (2022) 583 final, Brussels, 9.11.2022.

ρεία 4ετούς προσαρμογής με δυνατότητα παράτασης έως 3 έτη με αντάλλαγμα την υλοποίηση συγκεκριμένων μεταρρυθμίσεων-επενδύσεων, η οποία ποσοτικά θα καθορίζεται και θα αξιολογείται στο πλαίσιο της ετήσιας εποπτείας με βάση έναν ενιαίο επιχειρησιακό δείκτη, τις καθαρές πρωτογενείς δαπάνες.⁶ Το πλαίσιο έτσι γίνεται απλούστερο και πιο διαφανές, αποφεύγοντας τη συχνή χρήση μη παρατηρήσιμων μεγεθών (όπως το παραγωγικό κενό), ενώ προωθείται η αντικυκλικότητα στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής. Ταυτόχρονα είναι πιο αποτελεσματικό και ευέλικτο, με μεγαλύτερη εθνική ιδιοκτησία (προβλέπεται ενισχυμένος ρόλος των εθνικών ανεξάρτητων δημοσιονομικών θεσμών/συμβουλίου) και καλύτερη επιβολή συμμόρφωσης (προβλέπονται χρηματικές κυρώσεις, αναστολή ευρωπαϊκών κονδυλίων κ.λπ.), επιτρέποντας παράλληλα την πραγματοποίηση στρατηγικών επενδύσεων και τη ρεαλιστική, σταδιακή και διαρκή μείωση των υψηλών λόγων δημόσιου χρέους. Οι δείκτες αναφοράς που προβλέπονται στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (έλλειμμα 3% του ΑΕΠ, χρέος 60% του ΑΕΠ) παραμένουν αμετάβλητοι, ενώ ενισχύεται η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος ώστε να περιλαμβάνει αποκλίσεις όχι μόνο από το στόχο του ελλείμματος 3%, αλλά και από τον συμφωνημένο μεσοπρόθεσμο στόχο των καθαρών πρωτογενών δαπανών, ειδικότερα για τις χώρες που αντιμετωπίζουν σημαντικές προκλήσεις βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Ως προς το κριτήριο βιωσιμότητας του χρέους, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προτείνει μια προσέγγιση με βάση διάφορα σενάρια κινδύνου, με δυνατότητα διαφορετικού ρυθμού μείωσης κάθε χώρας, λαμβάνοντας υπόψη τις οικονομικές συνθήκες και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους. Οι προτάσεις αυτές είναι σύμφωνες με τις προτάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την αναθεώρηση των δημοσιονομικών κανόνων⁷ και δεν προβλέπουν σημαντικά περιθώρια απόκλισης από το συμφωνημένο στόχο για πρωτογενή πλεονάσματα περίπου 2% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο ετησίως.

Στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2023, το πρωτογενές αποτέλεσμα της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ) κατά ESA προβλέπεται να βελτιωθεί το 2023 κατά 2,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ έναντι του 2022 και να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα ύψους 0,7% του ΑΕΠ. Η προβλεπόμενη βελτίωση οφείλεται στην προσδοκώμενη αύξηση των φορολογικών εσόδων λόγω της αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας –κυρίως από έμμεσους φόρους και από το φόρο εισοδήματος νομικών προσώπων– και στη μείωση των πρωτογενών δαπανών του Κρατικού Προϋπολογισμού (κατά 3 δισεκ. ευρώ), η οποία θα προέλθει από την άρση του μεγαλύτερου μέρους των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης, καθώς και τη μείωση των φυσικών παραλαβών των εξοπλιστικών προγραμμάτων. Επιπλέον, η πρόβλεψη περιλαμβάνει τη μονιμοποίηση φοροαπαλλαγών, καθώς και στοχευμένες δημοσιονομικές παρεμβάσεις ύψους 4,2 δισεκ. ευρώ (ή 1,87% του ΑΕΠ) για την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας και τη στήριξη των οικογενειακών προϋπολογισμών που πλήττονται από τις έντονες πληθωριστικές πιέσεις. Ενδεικτικά αναφέρονται η μόνιμη κατάργηση της καταβολής της ειδικής εισφοράς αλληλεγγύης για τους υπαλλήλους του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα και τους συνταξιούχους, η συνέχιση και κατά το 2023 της μείωσης του συντελεστή ΦΠΑ σε συγκεκριμένες υπηρεσίες και το τουριστικό πακέτο και η μόνιμη μείωση κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες των ασφαλιστικών εισφορών των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα. Τέλος, η πρόβλεψη ενσωματώνει αυξημένη συνταξιοδοτική δαπάνη (κατά 1.416 εκατ. ευρώ) εξαιτίας κυρίως: (α) της αναπροσαρμογής των συντάξεων με βάση το συντελεστή που προκύπτει από το άθροισμα του ετήσιου ποσοστού μεταβολής του ΑΕΠ και του ποσοστού μεταβολής του μέσου ετήσιου γενικού δείκτη τιμών καταναλωτή του προηγούμενου έτους διαιρούμενου διά του δύο (κόστος 909 εκατ. ευρώ) και (β) της προβλεπόμενης επιτάχυνσης του ρυθμού απονομής νέων συντάξεων. Το χρέος της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται να αποκλιμακωθεί από 168,9% του ΑΕΠ το 2022 σε 159,3% του ΑΕΠ το 2023, πρωτίστως λόγω της εκτιμώμενης αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 6,6%.

6 Πρόκειται για δαπάνες που βρίσκονται υπό τον έλεγχο της κυβέρνησης και χρηματοδοτούνται με εθνικούς πόρους, από τις οποίες εξαιρούνται τα διακριτικά δημοσιονομικά μέτρα στην πλευρά των εσόδων, οι δαπάνες για τόκους, καθώς και οι δαπάνες που έχουν κυκλικό χαρακτήρα (επιδόματα ανεργίας).

7 Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2021*, Απρίλιος 2022, Ειδικό θέμα Κεφαλαίου V “Προτάσεις για την αναθεώρηση των δημοσιονομικών κανόνων της ΕΕ”, σελ. 195-208, και Ventouris, N. and G. Palaiodimos (2022), “Proposals for the reform of EU fiscal rules”, Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 55, σελ. 67-81.

Το Νοέμβριο επίσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε την πρώτη έκθεση μεταπρογραμματικής εποπτείας,⁸ σύμφωνα με την οποία η Ελλάδα προέβη στις απαραίτητες ενέργειες για την τήρηση των μεταρρυθμιστικών της δεσμεύσεων παρά τις αντίξοες συνθήκες που δημιουργήθηκαν λόγω της στρατιωτικής επίθεσης της Ρωσίας κατά της Ουκρανίας. Όσον αφορά τη βιωσιμότητα του χρέους, αναγνωρίζει ότι το χρέος παραμένει σε καθοδική τροχιά υπό την προϋπόθεση της διατήρησης πρωτογενών πλεονασμάτων. Στη συνεδρίαση του Eurogroup στις 5 Δεκεμβρίου 2022 με βάση την έκθεση εγκρίθηκαν η όγδοη και τελευταία δόση των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους (644 εκατ. ευρώ), η κατάργηση του περιθωρίου επιτοκίου 2% στο τμήμα του δανείου του EFSF για επαναγορά χρέους, για το δεύτερο εξάμηνο του 2022 (123 εκατ. ευρώ), καθώς και η μόνιμη κατάργηση του εν λόγω περιθωρίου επιτοκίου για την περίοδο 2023-2049.

4 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Στο σημερινό διεθνές περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού, συνεχούς ανόδου των επιτοκίων και διάχυτης αβεβαιότητας, τόσο οι νομισματικές όσο και οι δημοσιονομικές αρχές βρίσκονται αντιμέτωπες με σημαντικές προκλήσεις.

Η αλληλεπίδραση της νομισματικής και της δημοσιονομικής πολιτικής είναι σημαντική προκειμένου να τεθεί υπό έλεγχο ο πληθωρισμός. Η εμπειρία της πανδημίας δείχνει ότι η συμπληρωματικότητα των δύο πολιτικών είναι αναγκαία τόσο για την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα όσο και για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Επομένως, η περιοριστική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής κρίνεται ως η πλέον ενδεδειγμένη στην τρέχουσα συγκυρία σταδιακής ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής. Από την άλλη πλευρά, είναι αλήθεια ότι η διατήρηση των πληθωριστικών πιέσεων εντείνει την ανάγκη για τη λήψη πρόσθετων δημοσιονομικών μέτρων με στόχο την περαιτέρω ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών ώστε να μετριαστούν οι επιπτώσεις της ανόδου των τιμών (ειδικότερα της ενέργειας).

Στην περίπτωση της Ελλάδος, είναι σημαντικό να διαφυλαχθεί η δημοσιονομική αξιοπιστία η οποία επιτεύχθηκε την περίοδο πριν από την πανδημία. Οι δημοσιονομικές επιδόσεις της Ελλάδος και η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών της αποτελούν κρίσιμους παράγοντες πιστοληπτικής αξιολόγησης, πολύ περισσότερο από ό,τι για άλλες ευρωπαϊκές χώρες, καθώς η Ελλάδα εξακολουθεί να έχει έναν από τους υψηλότερους λόγους χρέους προς ΑΕΠ και υπολείπεται ακόμη της επενδυτικής βαθμίδας, συνεπώς παρουσιάζει συγκριτικά μεγαλύτερη ευαισθησία στη μεταβλητότητα των διεθνών αγορών χρήματος και κεφαλαίων.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, η οικονομική πολιτική αντιμετωπίζει το δίλημμα μεταξύ μακροοικονομικής σταθεροποίησης και δημοσιονομικής βιωσιμότητας. Οι δημοσιονομικές αρχές καλούνται αφενός να συμβάλουν στη συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων και να εξυγιάνουν τα δημόσια οικονομικά και αφετέρου να στηρίξουν τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις απέναντι στην ενεργειακή κρίση. Δεδομένου ότι ο πληθωρισμός έχει σημαντικές αναδιανεμητικές επιδράσεις, πλήττοντας περισσότερο τα χαμηλά εισοδήματα που έχουν υψηλότερη ροπή προς κατανάλωση, τα μέτρα δημοσιονομικής στήριξης θα πρέπει να είναι προσωρινά και να στοχεύουν στους πλέον ευάλωτους, ώστε να περιορίζουν τις αρνητικές επιπτώσεις του πληθωρισμού στην κατανάλωση από αυτές τις εισοδηματικές ομάδες. Αντίθετα, η λήψη μόνιμων οριζόντιων μέτρων στήριξης ενέχει τον κίνδυνο τροφοδότησης του πληθωρισμού από την πλευρά της ζήτησης. Επιπλέον, τα μέτρα στήριξης θα πρέπει να χρηματοδοτούνται από την αξιοποίηση του διαθέσιμου δημοσιονομικού χώρου, έτσι ώστε να μη μεταβάλλεται η περιοριστική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής και να μην υπονομεύεται η βιωσιμότητα του χρέους. Παράλληλα, η επιδοματική πολιτική για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης θα πρέπει να συνοδεύεται από δράσεις εξοικονόμησης ενέργειας και παροχή κινήτρων για μείωση της κατανάλωσης ενέργειας.

8 European Commission, *Post-Programme Surveillance Report – Greece, Autumn 2022*.

Συνολικά, η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας, μέσω της εξάλειψης των πρωτογενών ελλειμμάτων, σηματοδοτεί ότι οι ιθύνοντες χάραξης πολιτικής είναι συντονισμένοι στην προσπάθειά τους να περιορίσουν τον πληθωρισμό. Με αυτόν τον τρόπο διατηρείται η βιωσιμότητα της δυναμικής του δημόσιου χρέους, καθώς το αυξημένο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους που προκύπτει από την αύξηση του κόστους χρηματοδότησης (λόγω της ανόδου των επιτοκίων διεθνώς) αντισταθμίζεται από τη δημοσιονομική προσαρμογή, έως ότου σταθεροποιηθούν οι πληθωριστικές προσδοκίες και ολοκληρωθεί η ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής.

Αναμφισβήτητα, ο πιο αποτελεσματικός και βιώσιμος τρόπος για την ενίσχυση των εισοδημάτων μεσομακροπρόθεσμα και τη μείωση του δημόσιου χρέους είναι η επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης μέσω αύξησης των παραγωγικών επενδύσεων και ολοκλήρωσης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Επομένως, θα πρέπει να δοθεί έμφαση στην υλοποίηση των δράσεων που προβλέπονται στο σχέδιο “Ελλάδα 2.0” μέσω της αξιοποίησης των πόρων του ευρωπαϊκού Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Η υλοποίηση των έργων του σχεδίου θα ενισχύσει την ανθεκτικότητα και θα βελτιώσει τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά της ελληνικής οικονομίας, με θετικές επιδράσεις στο διαθέσιμο εισόδημα και τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών.

Ο σχεδιασμός ενός συνεκτικού μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού πλαισίου κρίνεται απαραίτητος σε μια εποχή με αυξημένες αβεβαιότητες. Η μειωτική επίδραση του υψηλού πληθωρισμού στο λόγο του χρέους είναι βραχυπρόθεσμη, καθώς ο υψηλός πληθωρισμός παράλληλα οδηγεί σε πιέσεις για αυξήσεις δαπανών και επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης. Η εξάλειψη των ελλειμμάτων αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για την ενίσχυση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Υπό αυτό το πρίσμα, η εισαγωγή νέων αναθεωρημένων δημοσιονομικών κανόνων στην ευρωζώνη θα δώσει ένα ξεκάθαρο μήνυμα ευθυγράμμισης των οικονομικών πολιτικών με σαφείς στόχους δημοσιονομικής βιωσιμότητας.

5 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟ 2022

5.1 Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)

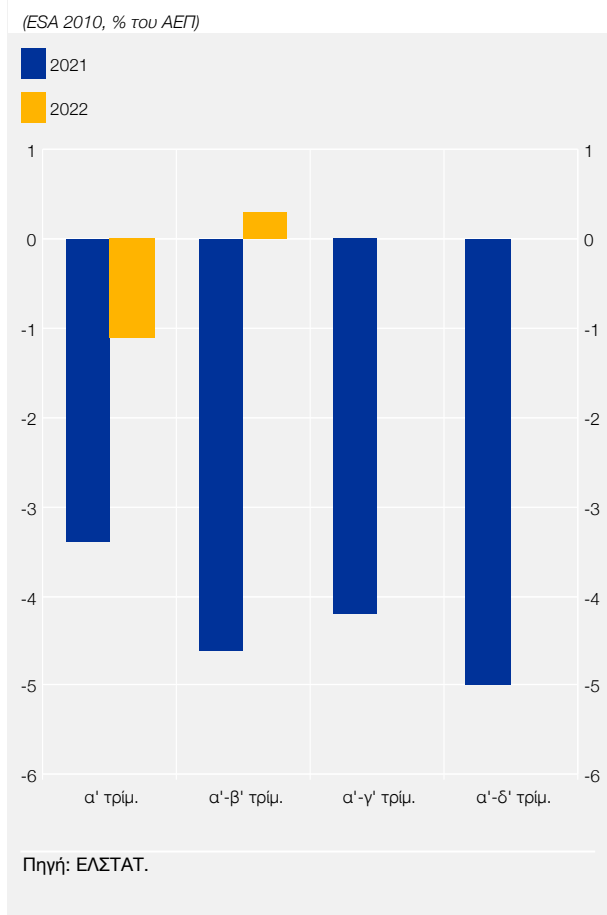
Σύμφωνα με τα εθνικολογιστικά στοιχεία της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ) για το πρώτο εξάμηνο του 2022, το πρωτογενές αποτέλεσμα διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,3% του ΑΕΠ, παρουσιάζοντας βελτίωση κατά 4,9 ποσοστιαίες μονάδες έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2021 (βλ. Διάγραμμα V.2). Η βελτίωση οφείλεται στη μείωση των πρωτογενών δαπανών κατά 3,7 ποσ. μον. του ΑΕΠ και στην αύξηση των εσόδων κατά 1,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ.

Σε απόλυτα μεγέθη, τα έσοδα αυξήθηκαν και οι πρωτογενείς δαπάνες μειώθηκαν (κατά 22,5% και 1,1% αντίστοιχα) έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2021. Η αύξηση των εσόδων οφείλεται κυρίως στη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας και στην παύση των αναστολών πληρωμών φορολογικών και ασφαλιστικών υποχρεώσεων, καθώς και στην είσπραξη εσόδων από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, ενώ η μείωση των πρωτογενών δαπανών είναι κυρίως αποτέλεσμα της άρσης των μέτρων της πανδημίας. Πιο συγκεκριμένα, τη μεγαλύτερη μείωση παρουσίασαν οι δαπάνες για επιδοτήσεις (μειωμένη αποζημίωση ειδικού σκοπού και στήριξη εκμισθωτών), καθώς και οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις, λόγω κυρίως της μη καταβολής της επιστρεπτέας προκαταβολής. Αντίθετα, ιδιαίτερα αυξημένες είναι οι δαπάνες για επενδύσεις, λόγω και των δαπανών στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, για κοινωνικές παροχές, στο πλαίσιο των ενεργειακών μέτρων στήριξης προς τα ευάλωτα νοικοκυριά τον Απρίλιο του 2022, και για ενδιάμεση κατανάλωση.

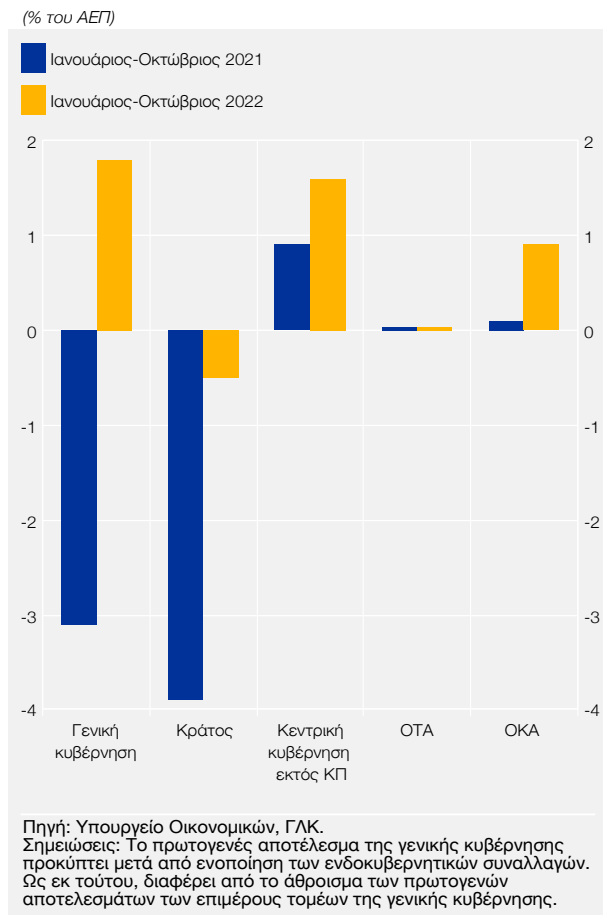
5.2 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της ΓΚ που συλλέγει το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (ΓΛΚ), την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 το ταμειακό αποτέλεσμα ήταν οριακά ελλειμματικό (-0,2% του ΑΕΠ), έναντι σημαντικά μεγαλύτερου ελλείμματος 5,3% του ΑΕΠ την αντί-

Διάγραμμα V.2 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση



Διάγραμμα V.3 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση



στοιχη περυσινή περίοδο. Το πρωτογενές αποτέλεσμα διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,8% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 3,1% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο. Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος προέκυψε από: (α) τη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ) κατά 3,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ, λόγω κυρίως της αύξησης των φορολογικών εσόδων και της μείωσης των δαπανών για μεταβιβάσεις και επιδοτήσεις, (β) τη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των νομικών προσώπων της κεντρικής κυβέρνησης κατά 0,7 ποσ. μον. του ΑΕΠ, λόγω κυρίως αυξημένων εσόδων του Ταμείου Ενεργειακής Μετάβασης (ΤΕΜ) που υπεραντισταθμίζουν τις αυξημένες του δαπάνες για επιδοτήσεις. Ειδικότερα, στο ΤΕΜ έχουν καταγραφεί το 2022 έσοδα από φόρους που σχετίζονται με την επιστροφή της διαφοράς μεταξύ του πλαφόν και της χρηματιστηριακής τιμής από τους παραγωγούς ενέργειας, καθώς και από μεταβιβάσεις τόσο από τον κρατικό προϋπολογισμό για τη χρηματοδότηση των επιδοτήσεων όσο και από παραγωγούς ΑΠΕ λόγω επιστροφής υπερβαλλουσών αποζημιώσεων στο ΤΕΜ, (γ) τη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης (ΟΚΑ) κατά 0,8 ποσ. μον. του ΑΕΠ, που οφείλεται πρωτίστως σε αυξημένες ασφαλιστικές εισφορές λόγω της ανάπτυξης της οικονομίας, της αύξησης της απασχόλησης το 2022, της ανόδου του κατώτατου μισθού και των αυξημένων εσόδων από ρυθμίσεις οφειλών, αλλά και σε αυξημένες μεταβιβάσεις από τον ΚΠ και (δ) τη σχετική σταθεροποίηση του πρωτογενούς αποτελέσματος των οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ, βλ. Διάγραμμα V.3).

Οι συνολικές ληξιπρόθεσμες οφειλές της ΓΚ στο τέλος Αυγούστου 2022 (συμπεριλαμβάνονται οι επιστροφές φόρων, αλλά όχι οι εκκρεμείς αιτήσεις συνταξιοδότησης) διαμορφώθηκαν σε 2,9 δισεκ. ευρώ, έναντι 1,9 δισεκ. ευρώ στο τέλος Δεκεμβρίου του 2021.

5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 ο ΚΠ παρουσίασε έλλειμμα 2,3% του ΑΕΠ, μειωμένο έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου (6,3% του ΑΕΠ). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε επίσης βελτίωση και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,2% του ΑΕΠ, από έλλειμμα 4,0% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2021 (βλ. Πίνακα V.2).

Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου οφείλεται πρωτίστως στην αύξηση των φορολογικών εσόδων του ΚΠ (18,3%), λόγω κυρίως: (α) της εισπραξης των έξι εκ των δέκα δόσεων του ΕΝΦΙΑ (έναντι δύο εκ των έξι δόσεων πέρυσι), (β) των δύο τελευταίων δόσεων (5η και 6η) του φόρου εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων του προηγούμενου έτους που εισπράττονται εφέτος και είναι υψηλότερες από τις αντίστοιχες περυσινές, (γ) της αυξημένης παρακράτησης φόρου εισοδήματος του 2022, λόγω της άρσης του μεγαλύτερου όγκου των αναστολών συμβάσεων εργασίας και της βελτιωμένης απασχόλησης και την έναρξη αποπληρωμής της επιστρεπτέας προκαταβολής, (δ) των πρώτων πληρωμών των ανεξόφλητων μη ρυθμισμένων υποχρεώσεων που συσσωρεύθηκαν στην πανδημία, και (ε) των ενισχυμένων εισπράξεων από τον ΦΠΑ, λόγω των ανατιμήσεων και των αυξημένων ηλεκτρονικών συναλλαγών, αλλά και από τους ειδικούς φόρους κατανάλωσης (ΕΦΚ).

Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού
(ΓΛΚ – τροποποιημένη ταμειακή βάση)

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Οκτώβριος		Ποσοστιαία μεταβολή 2022/2021	Απόκλιση από τις εκτιμήσεις του Προϋπολογισμού 2022 ¹
	2021	2022		
1. Καθαρά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (α-β)	44.156	48.866	10,7	5.257
α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV)	47.968	53.775	12,1	6.316
I. Φόροι	38.581	45.626	18,3	5.108
II. Μεταβιβάσεις	6.970	5.026	-27,9	285
III. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	486	699	43,8	211
IV. Λοιπά έσοδα	1.930	2.423	25,5	712
β. Επιστροφές φόρων	3.812	4.909	28,8	1.058
Πληροφοριακά στοιχεία: Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) και από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας ²	5.891	4.309	-26,9	-499
2. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII+VIII)	55.653	53.635	-3,6	-1.001
Πρωτογενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (2-VI)	51.108	49.184	-3,8	-1.152
I. Παροχές σε εργαζομένους	11.124	11.256	1,2	-19
II. Μεταβιβάσεις	29.174	26.455	-9,3	1.649
III. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	1.262	1.402	11,1	546
IV. Αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	2.091	2.033	-2,8	-841
V. Λοιπές πρωτογενείς δαπάνες	244	412	68,9	-2.052
VI. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	4.545	4.451	-2,1	151
VII. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων	7.060	6.055	-14,2	255
VIII. Δαπάνες Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας	153	1.571	926,8	-690
3. Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (1-2)	-11.497	-4.769		6.258
% του ΑΕΠ	-6,3	-2,3		
4. Πρωτογενές αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (3+2.VI)	-7.179	-349		6.403
% του ΑΕΠ	-4,0	-0,2		

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Οκτώβριος 2022 (προσωρινό).

1 Απόκλιση από τους ετήσιους στόχους του 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 Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας περιέχονται στις κατηγορίες “Μεταβιβάσεις” και “Λοιπά έσοδα”.

Ευνοϊκά διαμορφώθηκαν και οι πρωτογενείς δαπάνες, εμφανίζοντας μείωση κατά 3,8% έναντι του 2021, λόγω κυρίως της άρσης μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας που αντανακλάται στη μείωση που εμφανίζουν οι κατηγορίες των μεταβιβάσεων και του ΠΔΕ. Αντιθέτως, έχουν αυξηθεί κατά 25,9% οι δαπάνες του ΠΔΕ που δεν σχετίζονται με τα μέτρα της πανδημίας (επενδυτικές δαπάνες), ενώ έχουν καταγραφεί υψηλότερες δαπάνες που χρηματοδοτούνται από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (ύψους 1,6 δισεκ. ευρώ, έναντι 0,2 δισεκ. ευρώ πέρυσι), καθώς και μεταβιβάσεις για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης ύψους 2,2 δισεκ. ευρώ.

Έναντι του στόχου περιόδου του Προϋπολογισμού 2022, το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε μεγάλη υπέρβαση, κατά περίπου 6,4 δισεκ. ευρώ. Ο κυριότερος παράγοντας ήταν η καλύτερη απόδοση των φορολογικών εσόδων, κατά 5,1 δισεκ. ευρώ, η οποία περιορίζεται σε 4,5 δισεκ. ευρώ αν συνυπολογιστούν φορολογικά έσοδα που δεν είχαν προβλεφθεί και που δεν θα επηρεάσουν το πρωτογενές αποτέλεσμα σε εθνολογιστική βάση. Η βελτιωμένη απόδοση των φορολογικών εσόδων αποδίδεται κυρίως στη μεγαλύτερη του προβλεπόμενου ανάπτυξη της οικονομικής δραστηριότητας, στις ανατιμήσεις στα ενεργειακά αγαθά και τα τρόφιμα, καθώς και στις αυξημένες ηλεκτρονικές συναλλαγές που οδήγησαν σε μεγαλύτερη εισπραξιμότητα των φόρων.

5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση

Το καθαρό ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2021 και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 3,0% του ΑΕΠ, έναντι ελλείματος 6,9% του ΑΕΠ το 2021 (βλ. Πίνακα V.3). Επίσης, το καθαρό πρωτογενές ταμειακό έλλειμμα του ΚΠ μειώθηκε σε 0,4% του ΑΕΠ (από 3,8% του ΑΕΠ το 2020).

Ο Τακτικός Προϋπολογισμός (ΤΠ) παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος, λόγω αυξημένων εσόδων και μειωμένων πρωτογενών δαπανών. Η αύξηση των εσόδων οφείλεται στη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας, στις ανατιμήσεις ενεργειακών και άλλων προϊόντων, στην υψηλότερη παρακράτηση φόρου εισοδήματος λόγω της άρσης του μεγαλύτερου όγκου των αναστολών συμβάσεων εργασίας, στις πληρωμές των ανεξόφλητων μη ρυθμισμένων υποχρεώσεων που συσσωρεύθηκαν κατά τη διάρκεια της πανδημίας, στην εμπροσθοβαρή είσπραξη του ΕΝΦΙΑ εφέτος σε σχέση με πέρυσι και στις αυξημένες εισπράξεις ΦΠΑ λόγω αυξημένων επενδύσεων που σχετίζονται με έργα χρηματοδοτούμενα μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Από την άλλη πλευρά, οι μειωμένες δαπάνες είναι συνδυαστικό αποτέλεσμα της απόσυρσης των μέτρων COVID-19 και των έκτακτων οικονομικών ενισχύσεων που δόθηκαν λόγω των ανατιμήσεων.

Πίνακας V.3 Καθαρό αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Οκτώβριος	
	2020	2021	2021	2022
Κρατικός προϋπολογισμός ¹	-24.138	-15.880	-12.528	-6.399
% του ΑΕΠ	-14,6	-8,7	-6,9	-3,0
- Τακτικός προϋπολογισμός	-19.044	-13.780	-11.224	-3.093
- Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων	-5.095	-2.100	-1.304	-3.306

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 Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) επιδεινώθηκε, αποκλειστικά λόγω των περυσινών εσόδων από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (2,3 δισεκ. ευρώ), τα οποία δεν διοχετεύθηκαν στην οικονομία.

5.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την ΕΛΣΤΑΤ στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος τον Οκτώβριο του 2022, το χρέος της ΓΚ το 2021 αυξήθηκε ως απόλυτο μέγεθος κατά 12,3 δισεκ. ευρώ (από 341.153 εκατ. ευρώ το 2020 σε 353.434 εκατ. ευρώ το 2021) λόγω νέου δανεισμού από τις αγορές και την Ευρωπαϊκή Ένωση (δάνεια SURE, NGEU). Εντούτοις, ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε κατά 11,7 ποσ. μον.

(από 206,3% σε 194,5% του ΑΕΠ). Ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ αυξήθηκε έναντι της πρώτης κοινοποίησης του Απριλίου του 2022 (193,3% του ΑΕΠ), πρωτίστως εξαιτίας της μικρής καθοδικής αναθεώρησης του ΑΕΠ του 2021 τον Οκτώβριο του 2022 και δευτερευόντως εξαιτίας της οριακής επιβάρυνσης του ονομαστικού χρέους κατά 45 εκατ. ευρώ λόγω αναθεώρησης των στοιχείων.

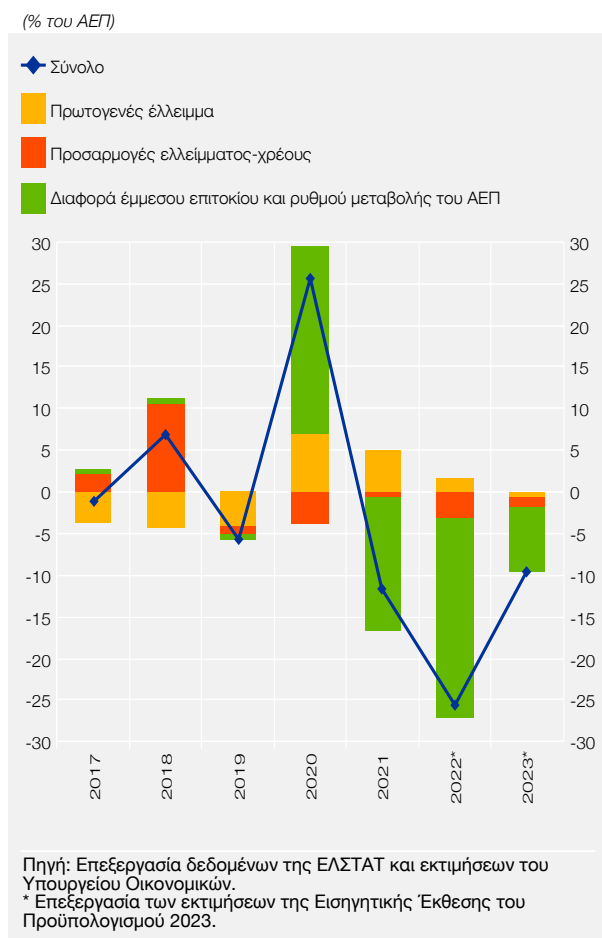
Τη σημαντικότερη συμβολή, κατά περίπου 16 ποσοστιαίες μονάδες, στη μείωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ έναντι του 2020 είχε η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect), αντανακλώντας κυρίως την αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ. Αντίθετα, το πρωτογενές έλλειμμα, ύψους 5,0% του ΑΕΠ το 2021, είχε αυξητική επίδραση στο λόγο χρέους/ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα V.4).

Στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2023, προβλέπεται αύξηση του δημόσιου χρέους για το 2022 σε ονομαστικούς όρους (κατά περίπου 1,6 δισεκ. ευρώ στα 355 δισεκ. ευρώ), ως αποτέλεσμα νέου δανεισμού από τις κεφαλαιαγορές και την Ευρωπαϊκή Ένωση. Ωστόσο, ο λόγος του δημόσιου χρέους προβλέπεται να αποκλιμακωθεί περαιτέρω σε 168,9% του ΑΕΠ το 2022, πρωτίστως χάρη στη μειωτική συμβολή του “snowball effect” και δευτερευόντως εξαιτίας λοιπών προσαρμογών (συμπεριλαμβανομένων των αυξημένων εσόδων από αποκρατικοποιήσεις), που υπεραντισταθμίζουν την επιβαρυντική επίδραση του πρωτογενούς ελλείματος.⁹ Για το 2023 εκτιμάται περαιτέρω αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς το ΑΕΠ σε 159,3%.

Όσον αφορά την παρατηρούμενη αύξηση του κόστους δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου, με βάση την ευνοϊκή σύνθεση του δημόσιου χρέους, που αποτελείται κατά περίπου 76% από μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις προς τον επίσημο τομέα, αλλά και την εξαιρετικά ευνοϊκή διάρθρωση των αποπληρωμών, όπως αυτή έχει διαμορφωθεί στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους, μεσοπρόθεσμα δεν υφίστανται σημαντικοί κίνδυνοι από την αύξηση του κόστους χρηματοδότησης (επιτοκιακός κίνδυνος).

Ειδικότερα, η στρατηγική του ΟΔΔΗΧ έχει διατηρήσει τα ευνοϊκά χαρακτηριστικά της σύνθεσης του δημόσιου χρέους, παρά τις αντιξοότητες της οικονομικής συγκυρίας. Συγκεκριμένα: (α) Το μερίδιο των υποχρεώσεων σταθερού επιτοκίου αυξήθηκε στο τέλος Ιουνίου 2022 σε 100% του χρέους της κεντρικής διοίκησης, με αποτέλεσμα να μειωθεί αντίστοιχα και ο επιτοκιακός κίνδυνος. (β) Το έμμεσο επιτόκιο του χρέους της γενικής κυβέρνησης αποκλιμακώθηκε σε 1,3% στο τέλος του 2021 από 1,5% στο τέλος του 2020.¹⁰ (γ) Η μεσοσταθμική υπολειπόμενη διάρκεια

Διάγραμμα V.4 Μεταβολή του δημόσιου χρέους



9 Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία σε εθνικολογιστική βάση για το β' τρίμηνο του 2022, το χρέος της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε 171,1% του ΑΕΠ στο τέλος Ιουνίου του 2022.

10 Το μέγεθος αφορά το έμμεσο επιτόκιο δανεισμού της γενικής κυβέρνησης, το οποίο υπολογίζεται ως ο λόγος των πληρωμών για τόκους κατά το έτος αναφοράς (σε εθνικολογιστική βάση) προς το χρέος του προηγούμενου έτους.

του χρέους της γενικής κυβέρνησης παραμένει εξαιρετικά μακρά, 19,8 έτη στο τέλος Σεπτεμβρίου 2022.

Ως εκ τούτου, σύμφωνα με τις επικαιροποιημένες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, παρά την παρατηρούμενη αύξηση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων, οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παραμένουν οριοθετημένοι μεσοπρόθεσμα, υπό την προϋπόθεση ότι τα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν ληφθεί στο πλαίσιο της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης έχουν προσωρινό χαρακτήρα και ότι αξιοποιούνται αποτελεσματικά οι ευρωπαϊκοί πόροι (RRF). Ωστόσο, μακροπρόθεσμα εκτιμάται αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς η σταδιακή αναχρηματοδότηση του συσσωρευμένου χρέους προς τον επίσημο τομέα με όρους αγοράς θα αυξήσει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο και τον κίνδυνο αγοράς, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια χαλάρωσης των υποθέσεων για πρωτογενή πλεονάσματα (βλ. Πλαίσιο V.1).

Πλαίσιο V.1

ΑΝΑΛΥΣΗ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Το παρόν πλαίσιο παραθέτει μια επικαιροποιημένη¹ ανάλυση βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους στην τρέχουσα συγκυρία, η οποία χαρακτηρίζεται από την έντονη αντιστροφή της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής. Η ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής συντελείται εν μέσω των πρωτοφανών διεθνών πληθωριστικών πιέσεων που εκδηλώθηκαν κατά την επανεκκίνηση της οικονομικής δραστηριότητας μετά την κορύφωση της πανδημικής κρίσης και στη συνέχεια εντάθηκαν με την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία.

Τα σενάρια που εξειδικεύονται κατωτέρω για την περίοδο 2022-2060 καταδεικνύουν ότι, παρά την παρατηρούμενη αύξηση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων, οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παραμένουν περιορισμένοι μεσοπρόθεσμα, υπό την προϋπόθεση ότι τα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν ληφθεί στο πλαίσιο της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης έχουν προσωρινό χαρακτήρα και ότι αξιοποιούνται αποτελεσματικά οι ευρωπαϊκοί πόροι του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Ωστόσο, μακροπρόθεσμα εκτιμάται αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς η σταδιακή αναχρηματοδότηση του συσσωρευμένου χρέους προς τον επίσημο τομέα με όρους αγοράς θα αυξήσει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια χαλάρωσης των υποθέσεων για πρωτογενή πλεονάσματα.

Περιγραφή σεναρίων

Λαμβάνοντας υπόψη τις επικαιροποιημένες μακροοικονομικές και δημοσιονομικές παραδοχές της Τράπεζας της Ελλάδος, εξετάστηκαν τα παρακάτω σενάρια:

Το **σενάριο 1 (βασικό)** υποθέτει επιστροφή σε πρωτογενές πλεόνασμα από το 2023, το οποίο διευρύνεται σε 2,0% του ΑΕΠ το 2025 και διατηρείται μόνιμα σε αυτό το επίπεδο. Γίνεται η υπόθεση ότι ο δημοσιονομικός χώρος από την εκτιμώμενη εξοικονόμηση δαπανών γήρανσης θα αξιοποιηθεί προκειμένου να καταστεί το μίγμα της δημοσιονομικής πολιτικής πιο φιλικό στην ανάπτυξη.² Οι προσαρμογές ελλείμματος-χρέους ανέρχονται κατά μέσο όρο σε 0,0% του ΑΕΠ την περίοδο 2022-2060.³ Ο δυνητικός ρυθμός ανάπτυξης ακολουθεί τις πιο πρόσφατες

- 1 Η παρούσα ανάλυση έχει εμπλουτιστεί, προκειμένου να παρέχει ένα αναλυτικό αφήγημα σχετικά με τη διαμόρφωση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων. Λαμβάνονται υπόψη οι προσδοκίες των αγορών σε ορίζοντα δεκαετίας, καθώς και μακροχρόνιες υποθέσεις για ένα εύρος εγχώριων και διεθνών προσδιοριστικών παραγόντων, συμπεριλαμβανομένων της πιστοληπτικής διαβάθμισης του Ελληνικού Δημοσίου και του όγκου του χαρτοφυλακίου του Ευρωσυστήματος.
- 2 Το βασικό σενάριο της έκθεσης *Ageing Report 2021* της Ευρωπαϊκής Επιτροπής εκτιμά για την Ελλάδα εξοικονόμηση δαπανών γήρανσης ύψους 1,9% του ΑΕΠ την περίοδο 2019-2045, η οποία διευρύνεται σε 3,7% του ΑΕΠ μέχρι το 2070.
- 3 Περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων τα εξής: (α) έσοδα αποκρτικοποιήσεων ύψους περίπου 11 δισεκ. ευρώ μέχρι το 2040 και (β) ταμειακές προσαρμογές που προκύπτουν από την αναβολή πληρωμών τόκων στο μεγαλύτερο μέρος των δανείων του EFSF μέχρι το 2032, τις εκταμιεύσεις επιχορηγήσεων και δανείων από τους πόρους του RRF και εκτιμήσεις για την επίδραση των συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίων (interest rate swaps).

εκτιμήσεις του Ευρωσυστήματος για τα δέκα πρώτα έτη της προσομοίωσης, ενώ στη συνέχεια συγκλίνει σε 1,3% μέχρι το 2070, σύμφωνα με την έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την πληθυσμιακή γήρανση. Αυτό οδηγεί σε υψηλότερο δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης σε σχέση με αυτόν της εν λόγω έκθεσης κατά 0,1 ποσ. μον. το 2040 και ίσο με αυτόν της έκθεσης από το 2050, το οποίο αποδίδεται σε μια προοδευτικά μειούμενη θετική επίδραση αφενός από την αξιοποίηση των πόρων του RRF και αφετέρου από την προαναφερθείσα βελτίωση του μίγματος της δημοσιονομικής πολιτικής.⁴ Κατά μέσο όρο ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ ανέρχεται σε 1,8% την περίοδο 2022-2060. Σε συνδυασμό με την υπόθεση για μακροπρόθεσμο ρυθμό μεταβολής του αποπληθωριστή του ΑΕΠ ύψους 2%, το ονομαστικό ΑΕΠ μεγεθύνεται κατά μέσο όρο με ρυθμό 4,2% την περίοδο 2022-2060, υποθέτοντας ότι το παραγωγικό κενό εισέρχεται σε θετικό έδαφος το 2022, διευρύνεται μέχρι τα μέσα της δεκαετίας και εξαλείφεται μέχρι το 2030.

Τα επιτόκια στο υφιστάμενο απόθεμα χρέους ακολουθούν τις υποθέσεις του ΟΔΔΗΧ Ιουλίου 2022, με εξαίρεση τα επιτόκια στα δάνεια του EFSF⁵ και του ESM, τα οποία συγκλίνουν σε 4,0% το 2050.⁶ Επιπλέον, λαμβάνεται υπόψη η μόνιμη άρση του περιθωρίου επιτοκίου 2% στο δάνειο του EFSF ύψους 11,3 δισεκ. ευρώ για την επαναγορά χρέους. Το επιτόκιο στα δάνεια GLF υπολογίζεται ως το Euribor τριών μηνών συν 50 μ.β., ενώ swaps καλύπτουν το σύνολο του αποθέματος των δανείων GLF.⁷ Οι νέες εκδόσεις πραγματοποιούνται σε όλα τα έτη με τίτλους διάρκειας 3, 5, 7 και 10 ετών, οι οποίοι εκδίδονται σε σταθερές αναλογίες 10%, 40%, 25% και 25% αντίστοιχα. Αυτό ισοδυναμεί με μεσοσταθμική διάρκεια ύψους 6,6 ετών, η οποία είναι σύμφωνη με τα ιστορικά δεδομένα πριν από την εκδήλωση της κρίσης χρέους. Οι αποδόσεις των νέων εκδόσεων 10ετούς διάρκειας προσδιορίζονται ενδογενώς με βάση το υπόδειγμα χρονομεταβλητών συντελεστών των Hondroyianis and Papoikononou (2022).⁸ Το υπόδειγμα επιτρέπει στην ευαισθησία των αγορών ως προς τα διάφορα θεμελιώδη μεγέθη να μεταβάλλεται χρονικά, κατά τρόπο που λαμβάνει υπόψη και την πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας. Οι αποδόσεις των 10ετών τίτλων υπολογίζονται βάσει των εμπειρικά εκτιμημένων παραμέτρων του υποδείγματος και σύμφωνα με υποθέσεις για τους προσδιοριστικούς παράγοντες.⁹ Η απόδοση των 10ετών

4 Η έκθεση *Ageing Report 2021* δεν συνυπολογίζει τυχόν θετική επίδραση από την αξιοποίηση των πόρων του RRF.

5 Οι ταμειακές πληρωμές τόκων στο μεγαλύτερο μέρος των δανείων του EFSF αναβάλλονται μέχρι το 2032, σύμφωνα με τα μέτρα ελάφρυνσης χρέους που συμφωνήθηκαν στο πλαίσιο των προγραμμάτων χρηματοοικονομικής διευκόλυνσης. Οι αναβαλλόμενες δαπάνες τόκων αντιμετωπίζονται ως δάνεια του EFSF, τα οποία αποπληρώνονται εντόκως σε 20 ετήσιες δόσεις μετά το 2032. Η κεφαλαιοποίηση των αναβαλλόμενων τόκων μετά το 2032 αποτυπώνεται ως αύξηση του αποθέματος χρέους χωρίς επίδραση στις χρηματοδοτικές ανάγκες.

6 Η υπόθεση αυτή είναι σύμφωνη με το μακροπρόθεσμο ονομαστικό επιτόκιο του ευρώ στην έκθεση *Ageing Report 2021*.

7 Γίνεται υπόθεση για μέσο επιτόκιο swap 2%. Το Euribor τριών μηνών διαμορφώνεται βραχυπρόθεσμα σύμφωνα με τις προσδοκίες της αγοράς (forward curve) και μακροπρόθεσμα ακολουθεί την πορεία του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου βάσει εκτιμημένης ιστορικής σχέσης. Συγκεκριμένα, εκτιμάται παλινδρόμηση OLS με μορφή $Y = a + b \cdot X$ χρησιμοποιώντας μηνιαίες παρατηρήσεις για την περίοδο Ιανουαρίου 1999-Σεπτεμβρίου 2022 μεταξύ του τριμηνιαίου Euribor (Y) και του €STR (X). Οι τιμές του €STR για τα έτη προ του 2019 υπολογίστηκαν αφαιρώντας το περιθώριο 8,5 μ.β. από το επιτόκιο EONIA, σύμφωνα με την EKT (δελτίο τύπου 31.5.2019).

8 Hondroyianis, G. and D. Papoikononou (2022), "The effect of Eurosystem asset purchase programmes on euro area sovereign bond yields during the COVID-19 pandemic", *Empirical Economics*, 63:6, σελ. 2997-3026.

9 Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk-free rate) συγκλίνει σε 3,2% το 2050, σύμφωνα με την ιστορική μέση τιμή του ημερήσιου επιτοκίου EONIA πριν από την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, το οποίο πλέον έχει αντικατασταθεί από το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο €STR. Λαμβάνεται υπόψη η αύξηση των επιτοκίων της EKT κατά 75 μ.β. εντός του Οκτωβρίου. Η κλίση της καμπύλης αποδόσεων υπολογίζεται ως η διαφορά αποδόσεων μεταξύ τίτλων διάρκειας ενός έτους και 10 ετών των χωρών με πιστοληπτική διαβάθμιση AAA και συγκλίνει στον ιστορικό μέσο όρο 1,2 μ.β. το 2050. Ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ προσδιορίζεται ενδογενώς. Το ποσοστό ανεργίας συγκλίνει προς την πιο πρόσφατη εκτίμηση της Τράπεζας της Ελλάδος για το NAIURU το έτος 2030, η οποία είναι 11,3%. Η ρευστότητα υπολογίζεται ως ο λόγος του ελληνικού δημόσιου χρέους προς το συνολικό χρέος της ευρωζώνης και συγκλίνει στην ιστορική μέση τιμή 3,4% το 2050. Ο δείκτης μεταβλητότητας VIX συγκλίνει στην ιστορική μέση τιμή 20,2 το 2026. Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός στην ευρωζώνη συγκλίνει σε 2% το 2026. Η πιστοληπτική διαβάθμιση της Γερμανίας παραμένει σταθερή στο AAA. Η πιστοληπτική διαβάθμιση της Ελλάδος ανέρχεται στην επενδυτική βαθμίδα εντός του 2023 και για όσο διάστημα το χρέος υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ δεν μπορεί να ξεπεράσει το "A+". Το μέγεθος του χαρτοφυλακίου τίτλων του Ευρωσυστήματος που διακρατείται για λόγους άσκησης νομισματικής πολιτικής ανέρχεται σε περίπου 5 τρισεκ. ευρώ και συγκλίνει μακροπρόθεσμα σε 1,5 τρισεκ. ευρώ το 2050. Ο ρυθμός συρρίκνωσης του χαρτοφυλακίου έχει επιλεγεί έτσι ώστε η απόδοση των 10ετών τίτλων να ισούται με την απόδοση σε ορίζοντα T+10 σύμφωνα με τη θεωρία των προσδοκίων και τις αποδόσεις της αγοράς στις 2.12.2022 και δεδομένων όλων των παραπάνω παραδοχών.

τίτλων διαμορφώνεται σε 3,9% το 2032, σύμφωνα με τη θεωρία των προσδοκιών σε ορίζοντα T+10 και τις τρέχουσες αποδόσεις της αγοράς, και ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 4,3% την περίοδο 2022-2060. Οι αποδόσεις των τίτλων με διάρκεια 3, 5 και 7 έτη υπολογίζονται με βάση την απόδοση των 10ετών τίτλων, όπως αυτή προκύπτει από το υπόδειγμα, και σύμφωνα με τις υποθέσεις για την εξέλιξη της κλίσης της καμπύλης των αποδόσεων. Το επιτόκιο αναχρηματοδότησης, δηλαδή ο σταθμισμένος μέσος όρος των αποδόσεων όλων των τίτλων (διάρκειας 3, 5, 7 και 10 ετών) ανέρχεται σε 3,6% το 2032 και διαμορφώνεται κατά μέσο όρο σε 3,9% την περίοδο 2022-2060.

Στο Διάγραμμα Α παρατίθεται η εξέλιξη του επιτοκίου αναχρηματοδότησης, όπως προκύπτει από τη συμβολή των ακόλουθων επιμέρους συνιστωσών: (α) του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, (β) του χαρτοφυλακίου τίτλων του Ευρωσυστήματος που διακρατούνται για λόγους άσκησης νομισματικής πολιτικής, (γ) του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου (risk-free rate), (δ) της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων, (ε) της διεθνούς μεταβλητότητας, (στ) της πιστοληπτικής διαβάθμισης του Ελληνικού Δημοσίου,¹⁰ (ζ) της ρευστότητας της αγοράς κρατικών ομολόγων, (η) του ποσοστού ανεργίας και (θ) του ανεξάρτητου όρου. Η συμβολή κάθε προσδιοριστικού παράγοντα αντανακλά την εξέλιξη τόσο του ίδιου του παράγοντα όσο και της βαρύτητας που αποδίδουν σε αυτόν οι αγορές, η οποία προσδιορίζεται ενδογενώς σε κάθε χρονική περίοδο και επηρεάζεται από την πιστοληπτική διαβάθμιση.¹¹ Η μεγαλύτερη σωρευτική επίδραση προκύπτει από το λόγο χρέους/ΑΕΠ και από το χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος και –σε μικρότερο βαθμό– από το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου. Παρά τη συνεχή αποκλιμάκωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ, η επίδρασή του στη διαμόρφωση των αποδόσεων αυξάνεται κατά τα πρώτα έτη της προσομοίωσης, καθώς η βαρύτητα που του αποδίδουν οι αγορές αυξάνεται σημαντικά σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού. Καθώς υποχωρεί ο πληθωρισμός της ευρωζώνης και βελτιώνεται η πιστοληπτική διαβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου, η βαρύτητα που αποδίδουν οι αγορές στο δημόσιο χρέος μειώνεται. Σε συνδυασμό με την αποκλιμάκωση του ίδιου του λόγου χρέους/ΑΕΠ, η αυξητική επίδρασή του στις αποδόσεις των ελληνικών τίτλων βαίνει μειούμενη. Αντίθετα, στην περίπτωση του χαρτοφυλακίου του Ευρωσυστήματος και του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου, η συμβολή τους στη διαμόρφωση των αποδόσεων δεν αντανακλά σημαντικές μεταβολές στη βαρύτητα που τους αποδίδουν οι αγορές, αλλά την εξέλιξη καθαυτή των συγκεκριμένων παραγόντων.

Σύμφωνα με τις παραπάνω υποθέσεις του βασικού σεναρίου, ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ αναμένεται να διαγράψει διατηρήσιμη τροχιά αποκλιμάκωσης, παραμένοντας ωστόσο μεσοπρόθεσμα άνω του 100% του ΑΕΠ και φθάνοντας το 2060 σε 61% του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα Β). Οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου διατηρούνται μεσοπρόθεσμα πλησίον αλλά εντός του ορίου 15% του ΑΕΠ και σε κάθε περίπτωση εντός του μακροπρόθεσμου ορίου βιωσιμότητας 20% του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα Γ).

Η ευαισθησία των παραπάνω αποτελεσμάτων διερευνάται περαιτέρω με μια σειρά εναλλακτικών σεναρίων. Τα σενάρια 2-6 περιλαμβάνουν μια σειρά δυσμενέστερων υποθέσεων σε σχέση με το βασικό σενάριο, το σενάριο 7 περιλαμβάνει ευνοϊκότερες υποθέσεις, ενώ το σενάριο 8 αποτελεί συνδυασμό των δυσμενών υποθέσεων των σεναρίων 2-5.

Στο **σενάριο 2**, ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού και του δυνητικού ΑΕΠ είναι χαμηλότερος κατά 0,5% σε σχέση με το βασικό σενάριο, θεωρώντας ότι οι ευρωπαϊκοί πόροι του RRF δεν αξιοποιούνται αποτελεσματικά ή/και η εξοικονόμηση δαπανών γήρανσης δεν αξιοποιείται για τη βελτίωση του δημοσιονομικού μίγματος. Δεδομένων των υπόλοιπων υποθέσεων και της ενδογενούς διαμόρφωσης του επιτοκίου αναχρηματοδότησης, αυτό οδηγεί το 2060 σε υψηλότερο χρέος προς ΑΕΠ κατά 28 ποσ. μον. (βλ. Διάγραμμα Β) και σε υψηλότερες ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες (ΑΧΑ) προς ΑΕΠ κατά 5 ποσ. μον. (βλ. Διάγραμμα Γ), ενώ το επιτόκιο αναχρηματοδότησης κυμαίνεται υψηλότερα κατά 20 μ.β. κατά μέσο όρο την περίοδο 2022-2060.

10 Η πιστοληπτική διαβάθμιση επιδρά στις αποδόσεις τόσο ως ανεξάρτητη μεταβλητή όσο και μέσω της επίδρασής της στη βαρύτητα που αποδίδουν οι αγορές και σε άλλους προσδιοριστικούς παράγοντες. Το διάγραμμα παραθέτει την επίδραση που ασκεί ως ανεξάρτητη μεταβλητή.

11 Η πιστοληπτική διαβάθμιση δεν επηρεάζει τη βαρύτητα που αποδίδουν οι αγορές στο επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, στην κλίση της καμπύλης των αποδόσεων και στην ίδια την πιστοληπτική διαβάθμιση.

Στο **σενάριο 3**, το πρωτογενές αποτέλεσμα σε όλα τα έτη είναι μικρότερο κατά 1% του ΑΕΠ σε σχέση με το βασικό σενάριο, ως αποτέλεσμα δημοσιονομικής κόπωσης και μονιμοποίησης μέρους των προσωρινών μέτρων στήριξης που λαμβάνονται στο πλαίσιο της ενεργειακής κρίσης. Αυτό οδηγεί το 2060 σε υψηλότερο χρέος προς ΑΕΠ κατά 52 ποσ. μον. (βλ. Διάγραμμα Β) και σε υψηλότερες ΑΧΑ προς ΑΕΠ κατά 10 ποσ. μον. (βλ. Διάγραμμα Γ), ενώ το επιτόκιο αναχρηματοδότησης κυμαίνεται υψηλότερα κατά 40 μ.β. κατά μέσο όρο την περίοδο 2022-2060. Το σενάριο αυτό οδηγεί μακροπρόθεσμα σε υπέρβαση του ορίου 20% του ΑΕΠ για τις ΑΧΑ και ανακόπτει την πτωτική πορεία του λόγου χρέους/ΑΕΠ. Είναι πρόδηλο ότι, σε συνδυασμό με οποιαδήποτε από τις λοιπές επισφάλειες που εξετάζονται, η μείωση του δημοσιονομικού στόχου κατά 1% του ΑΕΠ θα εξέθετε τη μακροχρόνια βιωσιμότητα του χρέους σε μη διαχειρίσιμο κίνδυνο.

Στο **σενάριο 4** εξετάζεται η επίδραση από μια μόνιμη αύξηση της διεθνούς αβεβαιότητας, η οποία διατηρείται υψηλότερα από τον ιστορικό μέσο όρο κατά μια τυπική διακύμανση και συνδυάζεται με μια επίσης μόνιμη αύξηση στην κλίση της καμπύλης των αποδόσεων κατά μια τυπική διακύμανση και με αύξηση του περιθωρίου επιτοκίου των δεκαετών τίτλων κατά 100 μ.β. το έτος 2023. Αυτό οδηγεί το 2060 σε υψηλότερο χρέος προς ΑΕΠ κατά 13 ποσ. μον. (βλ. Διάγραμμα Β) και σε υψηλότερες ΑΧΑ προς ΑΕΠ κατά 2 ποσ. μον. (βλ. Διάγραμμα Γ), ενώ το επιτόκιο αναχρηματοδότησης κυμαίνεται υψηλότερα κατά 80 μ.β. κατά μέσο όρο την περίοδο 2022-2060.

Στο **σενάριο 5** εξετάζεται η επίδραση από μια μεγαλύτερη ένταση και διάρκεια των πληθωριστικών πιέσεων στην ευρωζώνη, η οποία οδηγεί σε περαιτέρω συσταλτική μεταβολή της νομισματικής πολιτικής. Συγκεκριμένα, ο εναρμονισμένος πληθωρισμός στην ευρωζώνη διαμορφώνεται κατά 1,7 ποσ. μον. υψηλότερος σε σχέση με το βασικό σενάριο κατά τα τρία πρώτα έτη της προσομοίωσης και αποκαθίσταται στο 2% ένα έτος αργότερα από ό,τι στο βασικό σενάριο. Παράλληλα, το 2023 το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου και το τριμηνιαίο Euribor αυξάνονται κατά 50 μ.β. Αυτό οδηγεί το 2060 σε υψηλότερο χρέος προς ΑΕΠ κατά 7 ποσ. μον. (βλ. Διάγραμμα Β) και σε υψηλότερες ΑΧΑ προς ΑΕΠ κατά 1 ποσ. μον. (βλ. Διάγραμμα Γ), ενώ το επιτόκιο αναχρηματοδότησης κυμαίνεται υψηλότερα κατά 50 μ.β. κατά μέσο όρο την περίοδο 2022-2060.

Στο **σενάριο 6** εξετάζεται η επίδραση από μια ταχύτερη συρρίκνωση του χαρτοφυλακίου του Ευρωσυστήματος, το οποίο περιορίζεται σε 1 τρισεκ. ευρώ το 2032 και μηδενίζεται σταδιακά μέχρι το 2050. Αυτό οδηγεί το 2060 σε υψηλότερο χρέος προς ΑΕΠ κατά 35 ποσ. μον. (βλ. Διάγραμμα Β) και σε υψηλότερες ΑΧΑ προς ΑΕΠ κατά 7 ποσ. μον. (βλ. Διάγραμμα Γ), ενώ το επιτόκιο αναχρηματοδότησης κυμαίνεται υψηλότερα κατά 150 μ.β. κατά μέσο όρο την περίοδο 2022-2060.

Στο **σενάριο 7** εξετάζεται η επίδραση από ταχύτερη βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης. Συγκεκριμένα, αίρεται η υπόθεση του βασικού σεναρίου για ανώτατο όριο A+ στην πιστοληπτική διαβάθμιση για όσο διάστημα το χρέος υπερβαίνει το 60% και επιτυγχάνεται η ανώτατη πιστοληπτική διαβάθμιση εντός της δεκαετίας του 2040. Αυτό οδηγεί το 2060 σε χαμηλότερο χρέος προς ΑΕΠ κατά 6 ποσ. μον. (βλ. Διάγραμμα Β) και σε χαμηλότερες ΑΧΑ προς ΑΕΠ κατά 1 ποσ. μον. (βλ. Διάγραμμα Γ), ενώ το επιτόκιο αναχρηματοδότησης κυμαίνεται χαμηλότερα κατά 20 μ.β. κατά μέσο όρο την περίοδο 2022-2060.

Το **σενάριο 8** συνδυάζει τις υποθέσεις των σεναρίων 2, 3, 4 και 5, υπό την επίδραση των οποίων το δημόσιο χρέος καθίσταται μη βιώσιμο, καθώς οι λόγοι χρέους και ΑΧΑ προς ΑΕΠ βαίνουν αυξανόμενοι μακροπρόθεσμα. Αποτελεί ένα ακραία δυσμενές σενάριο, καθώς, εκτός από την ταυτόχρονη πραγματοποίηση αρνητικών εξωγενών συγκυριών, υποθέτει επίσης μια πεισματικά μυωπική στάση από την πλευρά της δημοσιονομικής πολιτικής, με πλήρη απουσία διορθωτικών μέτρων. Εντούτοις, αξίζει να επισημανθεί το γεγονός ότι, ακόμη και σε αυτό το σενάριο, μέχρι τις αρχές της επόμενης δεκαετίας ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ βαίνει μειούμενος και οι ΑΧΑ παραμένουν εντός του ορίου 15% του ΑΕΠ. Αυτό αναδεικνύει τη σημασία των εξαιρετικά ευνοϊκών χαρακτηριστικών του υφιστάμενου αποθέματος χρέους, τα οποία παρέχουν σημαντικά περιθώρια διορθωτικών κινήσεων. Ταυτόχρονα όμως, το σενάριο αυτό επισημαίνει ότι η αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ και η διατήρηση των ΑΧΑ σε διαχειρίσιμα επίπεδα μεσοπρόθεσμα δεν θα πρέπει να λειτουργούν εφησυχαστικά, καθώς η αδυναμία έγκαιρης λήψης διορθωτικών μέτρων μπορεί να έχει υψηλό τίμημα μακροπρόθεσμα.

Συμπεράσματα

Οι περιορισμένες διαφοροποιήσεις στην εκτιμώμενη εξέλιξη των λόγων χρέους και ΑΧΑ προς ΑΕΠ μεταξύ των υπό εξέταση σεναρίων μέχρι τις αρχές του 2030 καταδεικνύουν την ανθεκτικότητα του δημόσιου χρέους σε μια σειρά από αρνητικές επισφάλειες μεσοπρόθεσμα. Αυτό αποτελεί εν πολλοίς απόρροια των ευνοϊκών όρων αποπληρωμής των υποχρεώσεων προς τον επίσημο τομέα (χάρη στα διαδοχικά μέτρα ελάφρυνσης του χρέους το 2012, το 2017 και το 2018), σε συνδυασμό με την εκδοτική στρατηγική του ΟΔΔΗΧ και την έγκαιρη σύναψη συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίων (swap), οι οποίες έχουν αντισταθμίσει τον επιτοκιακό κίνδυνο σε ένα σχετικά μεγάλο μερίδιο του ελληνικού χρέους (δάνειο GLF, 14% του συνόλου), “κλειδώνοντας” τα σχετικά χαμηλά επιτόκια των προηγούμενων ετών.

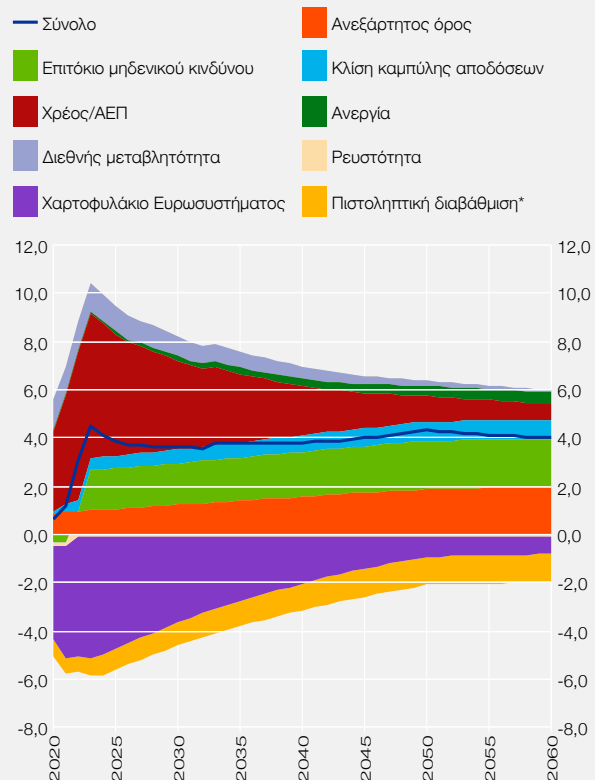
Εντούτοις, τα υφιστάμενα ευνοϊκά χαρακτηριστικά του συσσωρευμένου χρέους δεν αποτελούν “κτήμα ες αεί”, αλλά παρέχουν ένα ικανό παράθυρο ευκαιρίας προκειμένου το δημόσιο χρέος να παραμείνει βιώσιμο κατά την επερχόμενη σταδιακή αναχρηματοδότηση των ευνοϊκών δανείων προς τον επίσημο τομέα με όρους αγοράς. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της προσομοίωσης, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ αποτελεί καθοριστικό παράγοντα του επιτοκίου αναχρηματοδότησης. Η ταχεία αποκλιμάκωσή του πρέπει να αποτελεί προτεραιότητα της οικονομικής πολιτικής τα επόμενα χρόνια, λαμβάνοντας υπόψη ότι τα βασικά επιτόκια δεν πρόκειται να επιστρέψουν στα προ κρίσης επίπεδα, ακόμη και με την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Ως εκ τούτου, οι κίνδυνοι βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους εμφανίζονται σημαντικά αυξημένοι μετά το τέλος της μεσοπρόθεσμης περιόδου (2032) και, καθώς η δομή του δημόσιου χρέους θα έχει μεταβληθεί, το καθιστούν πιο ευάλωτο σε αρνητικές διαταραχές.

Η επόμενη δεκαετία αποτελεί ένα μοναδικό παράθυρο ευκαιρίας για την ταχεία αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους αφού, παρά τις αυξημένες αποδόσεις των νέων εκδόσεων, μόνο ένα μικρό μερίδιο του χρέους αναμένεται να αναχρηματοδοτείται ετησίως με όρους αγοράς, ενώ ένα σημαντικό μερίδιο των δανείων προς τον επίσημο τομέα έχει αντισταθμιστεί έναντι του επιτοκιακού κινδύνου. Επιπλέον, ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας αναμένεται να ενισχυθεί σημαντικά από την αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του RRF και την υλοποίηση μεγάλου εύρους επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων. Ως εκ τούτου, η διαφορά έμμεσου επιτοκίου και ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης εκτιμάται ότι θα παραμείνει ευνοϊκή, παρά την αναμενόμενη επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών.

Σε αυτό το περιβάλλον, βασικές επιδιώξεις της οικονομικής πολιτικής την επόμενη περίοδο θα πρέπει να είναι: (α) η εξασφάλιση της επενδυτικής βαθμίδας αξιολόγησης, η οποία αναμένεται να περιορίσει τη μεταβλητότητα στην αγορά κρατικών ομολόγων και να διευρύνει την επενδυτική βάση των κρατικών τίτλων, συγκρατώντας την αύξηση του κόστους δανεισμού, (β) η διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας μέσω της επιστροφής σε ρεαλιστικά πρωτογενή πλεονάσματα και (γ) η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του RRF, η οποία θα διευρύνει τις αναπτυξιακές δυνατότητες της οικονομίας και θα διευκολύνει την επίτευξη όλων των προτεραιοτήτων πολιτικής.

Διάγραμμα Α Προσδιοριστικοί παράγοντες επιτοκίου αναχρηματοδότησης στο βασικό σενάριο

(ποσοστιαίες μονάδες)

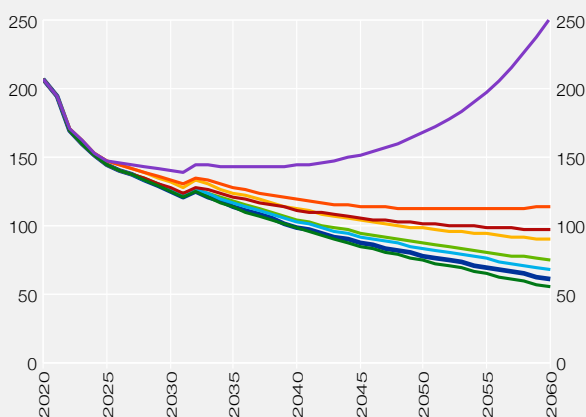


Σημείωση: Οι εκτιμήσεις βασίζονται στο εμπειρικό υπόδειγμα των Hondroyiannis and Papaioikonomou (2022).
 * Η πιστοληπτική διαβάθμιση επιδρά στις αποδόσεις τόσο ως ανεξάρτητη μεταβλητή όσο και μέσω της επίδρασής της στη βαρύτητα που αποδίδουν οι αγορές και σε άλλους προσδιοριστικούς παράγοντες. Το διάγραμμα παραθέτει την επίδραση που ασκεί ως ανεξάρτητη μεταβλητή.

Διάγραμμα Β Δημόσιο χρέος

(% του ΑΕΠ)

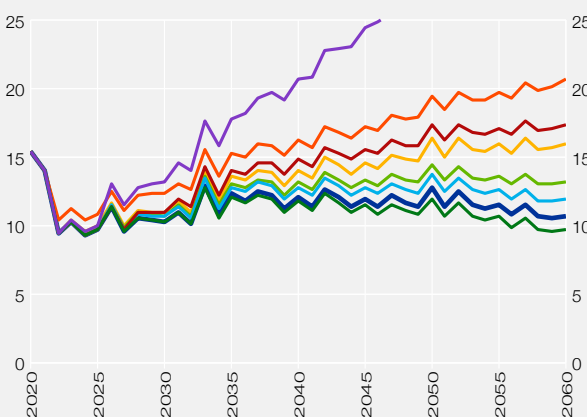
- 1 = Βασικό σενάριο
- 2 = 1 με χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης κατά 0,5 ποσ. μον.
- 3 = 1 με χαμηλότερο πρωτογενές πλεόνασμα κατά 1% του ΑΕΠ
- 4 = 1 με αυξημένη διεθνή αβεβαιότητα και κίνδυνο χώρας
- 5 = 1 με υψηλότερο πληθωρισμό στην ευρωζώνη και αυξήσεις επιτοκίων
- 6 = 1 με ταχύτερη συρρίκνωση του χαρτοφυλακίου του Ευρωσυστήματος
- 7 = 1 με υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση
- 8 = 1 + 2 + 3 + 4 + 5



Διάγραμμα Γ Ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες

(% του ΑΕΠ)

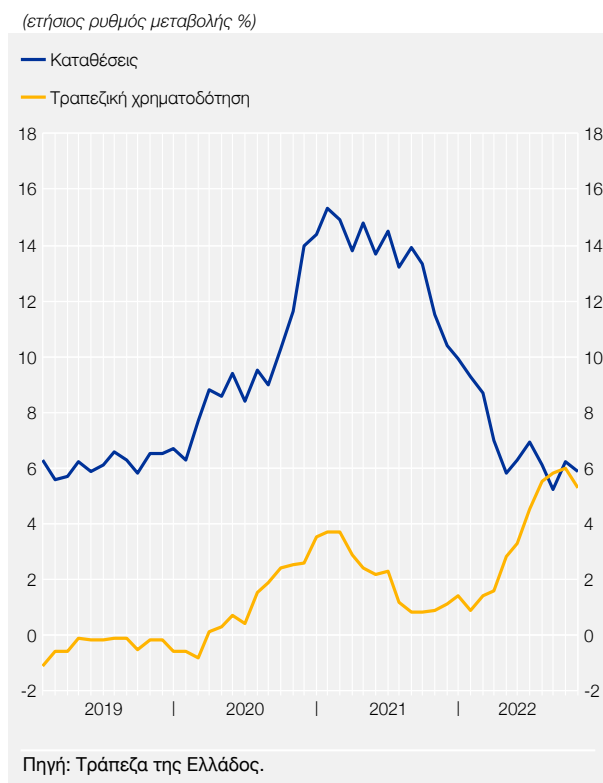
- 1 = Βασικό σενάριο
- 2 = 1 με χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης κατά 0,5 ποσ. μον.
- 3 = 1 με χαμηλότερο πρωτογενές πλεόνασμα κατά 1% του ΑΕΠ
- 4 = 1 με αυξημένη διεθνή αβεβαιότητα και κίνδυνο χώρας
- 5 = 1 με υψηλότερο πληθωρισμό στην ευρωζώνη και αυξήσεις επιτοκίων
- 6 = 1 με ταχύτερη συρρίκνωση του χαρτοφυλακίου του Ευρωσυστήματος
- 7 = 1 με υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση
- 8 = 1 + 2 + 3 + 4 + 5



VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Κατά το 2022 τα επιτόκια σε πολλές κατηγορίες δανείων τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά ακολούθησαν ανοδική πορεία σε ονομαστικούς όρους, σε συνέπεια με την ομαλοποίηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Εντούτοις, η πιστωτική επέκταση από το τραπεζικό σύστημα προς την ελληνική οικονομία έφθασε ρυθμούς ανώτερους από αυτούς προ της πανδημίας (βλ. Διάγραμμα VI.1). Σε συνέπεια με αυτή την εξέλιξη, το απόθεμα των καταθέσεων συνέχισε να αυξάνεται, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό. Η επιστροφή των τραπεζών σε κερδοφορία κατά το τρέχον έτος κρίνεται σημαντική, όμως οι τράπεζες καλούνται να αντεπεξέλθουν σε ποικίλες προκλήσεις, όπως η περαιτέρω μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η ενίσχυση της οργανικής κερδοφορίας και η πρόοδος προς την κάλυψη των ελάχιστων απαιτήσεων ιδίων κεφαλαίων και επιλέξιμων υποχρεώσεων (MREL). Από την άλλη πλευρά, οι πληθωριστικές πιέσεις επιφέρουν αύξηση των επιτοκίων, με αποτέλεσμα αφενός την αναμενόμενη βελτίωση των καθαρών εσόδων από τόκους, αφετέρου όμως την επιδείνωση των συνθηκών χρηματοδότησης των τραπεζών και την ενδεχόμενη αύξηση του κόστους του πιστωτικού κινδύνου.

Διάγραμμα VI.1 Τραπεζική χρηματοδότηση και καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα (Ιανουάριος 2019 - Οκτώβριος 2022)



1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Το 2022 υπήρξε χρονιά ισχυρής και επιταχυνόμενης πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (οι οποίες απορρόφησαν σχεδόν το 90% της χορηγηθείσας εντός του δεκαμήνου τραπεζικής χρηματοδότησης) και μάλιστα προς επιχειρήσεις σχετικά μεγαλύτερου μεγέθους. Η μηνιαία καθαρή και ακαθάριστη ροή τραπεζικής χρηματοδότησης διατηρήθηκε σε επίπεδα υψηλότερα όχι μόνο από αυτά που καταγράφονταν προ της πανδημίας, αλλά και από αυτά που σημειώθηκαν κατά το πρώτο έτος της πανδημίας (οπότε επιδιώχθηκε η με ειδικά μέτρα ενθάρρυνση της χορήγησης τραπεζικών πιστώσεων). Ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιταχύνθηκε και έφθασε (κατά το γ' τρίμηνο) στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων 13 ετών.

Τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού σε ορισμένες σημαντικές κατηγορίες επιχειρηματικής πίστης ακολούθησαν ήπια ανοδική πορεία από τα τέλη του 2021, η οποία πρόσφατα φαίνεται να επιταχύνεται, ακολουθώντας την προοδευτική ομαλοποίηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Οι καταθέσεις τόσο των νοικοκυριών (67% του συνόλου) όσο και των επιχειρήσεων (22% του

¹ Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 9.12.2022.

συνόλου) συνέχισαν κατά το τρέχον έτος να αυξάνονται, αν και με βραδύτερο ρυθμό και με κάποιες διακυμάνσεις σε σύγκριση με τα πρώτα έτη της πανδημίας.

Κατά τα επόμενα έτη, ο ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις θα επηρεαστεί αρνητικά από την αναμενόμενη υποχώρηση του ρυθμού ανόδου του ονομαστικού ΑΕΠ, καθώς και από την προς τα άνω μετατόπιση του γενικού επιπέδου των επιτοκίων. Οι επιδράσεις αυτές θα συμβάλουν συνδυαστικά και στον περιορισμό του ρυθμού ανόδου των ιδιωτικών καταθέσεων. Υποστηρικτικά προς την τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων θα επιδράσει η διοχέτευση πόρων στην εγχώρια οικονομία από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF).

Το εννεάμηνο του 2022 οι ελληνικοί τραπεζικοί όμιλοι κατέγραψαν κέρδη, κυρίως χάρη στη μείωση των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο και την καταγραφή μη επαναλαμβανόμενων εσόδων. Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας παρέμειναν σχετικά σταθεροί, χαμηλότερα από το μέσο όρο των τραπεζών στην τραπεζική ένωση. Βέβαια εφόσον ενσωματωθεί η πλήρης επίδραση του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9), οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας (fully-loaded) αυξήθηκαν σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2021. Το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) των εγχώριων τραπεζών συνέχισε να μειώνεται, με τις τέσσερις σημαντικές τράπεζες να έχουν ήδη επιτύχει τον επιχειρησιακό στόχο μονοψήφιου ποσοστού ΜΕΔ. Ωστόσο, το ποσοστό των ΜΕΔ στο σύνολο των δανείων παραμένει υψηλό σε σύγκριση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο και ως εκ τούτου απαιτείται συνέχιση της προσπάθειας περαιτέρω μείωσής του.

Η αύξηση των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες αναμένεται να ενισχύσει τα καθαρά έσοδα από τόκους στον τραπεζικό κλάδο. Από την άλλη πλευρά όμως, αναμένεται να μεταβάλει προς το αυστηρότερο τις συνθήκες χρηματοδότησης που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες, αλλά και να οδηγήσει σε επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, με δευτερογενείς δυσμενείς επιπτώσεις στην ποιότητα του χαρτοφυλακίου των τραπεζών και στη δυνατότητά τους για άντληση κεφαλαίων από τις αγορές. Βέβαια, οι ελληνικές τράπεζες μπορούν να προσβλέπουν σε παράγοντες που θα μετριάσουν τις επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία από την αύξηση του κόστους δανεισμού, καθώς αφενός τα μέτρα στήριξης των επιχειρήσεων και νοικοκυριών απορροφούν σε ένα βαθμό το αυξημένο ενεργειακό κόστος, αφετέρου σημαντική στήριξη παρέχεται από την εκταμίευση πόρων στο πλαίσιο του NextGenerationEU.

2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

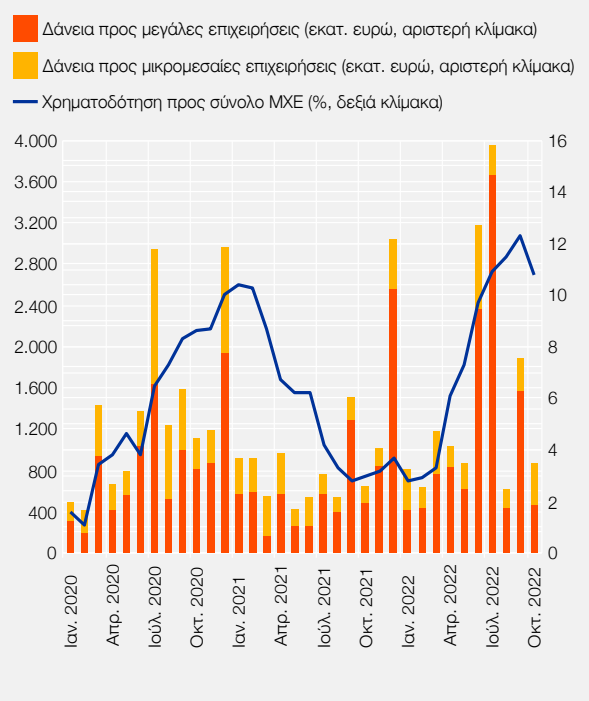
Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) κατέγραψε αξιοσημείωτη άνοδο τους δέκα πρώτους μήνες του 2022 (βλ. Διάγραμμα VI.2). Οι τραπεζικές πιστώσεις προς τα νοικοκυριά συνέχισαν να συρρικνώνονται με λιγότερο έντονο ετήσιο ρυθμό το δεκάμηνο του 2022. Ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τη γενική κυβέρνηση, αν και επιβραδύνθηκε, παρέμεινε σε σχετικά υψηλό επίπεδο, ως αποτέλεσμα των θετικών καθαρών τοποθετήσεων από τα νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (NXI, δηλ. τα πιστωτικά ιδρύματα συν την Τράπεζα της Ελλάδος) σε κρατικά ομόλογα (σημειώνεται ότι η καθαρή τοποθέτηση, δηλ. η καθαρή ροή της αξίας τίτλων γενικής κυβέρνησης στο ενεργητικό των NXI υπολογίζεται ως το άθροισμα της μεταβολής στο ύψος του χαρτοφυλακίου ομολόγων –μέσω της κτήσης νέων τίτλων μείον τις αποπληρωμές αρχικού κεφαλαίου και τις πωλήσεις τίτλων– και της αναπροσαρμογής για τη διαφορά αποτίμησης της αξίας των τίτλων λόγω των μεταβολών στην τιμή τους). Ειδικότερα, ορισμένες από τις εν λόγω τοποθετήσεις αφορούσαν το χαρτοφυλάκιο τίτλων των εμπορικών τραπεζών και άλλες το χαρτοφυλάκιο της Τράπεζας της Ελλάδος, οι οποίες αφορούσαν πράξεις που έγιναν στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων του Ευρωσυστήματος λόγω της πανδημίας (και μετά το Μάρτιο του 2022 περιλαμβάνουν επανεπενδύσεις του αρχικού κεφαλαίου των τίτλων που λήγουν).

Κατά το δεκάμηνο του 2022 η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ ήταν 450 εκατ. ευρώ, έναντι μόλις 35 εκατ. ευρώ το 2021 (Ιαν.-Δεκ.). Η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων καθορισμένης διάρκειας (δηλαδή τακτής λήξης) προς τις ΜΧΕ το διάστημα αυτό ανήλθε σε 1,5 δισεκ. ευρώ, 52% υψηλότερη από ό,τι το 2021 (βλ. Διάγραμμα VI.2). Επίσης, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια (δηλ. των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων) προς τις ΜΧΕ αυξήθηκε το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 έναντι του 2021 (Ιαν.-Δεκ.) κατά 24%.

Η επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ συνάδει με την ισχυρή ανάκαμψη του ΑΕΠ η οποία καταγράφηκε το 2022, καθώς και με την αύξηση των αναγκών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων λόγω της έξαρσης του πληθωρισμού. Η άνοδος του κόστους των πρώτων υλών και των τιμών της ενέργειας οδήγησε σε πιέσεις στη ρευστότητα των επιχειρήσεων. Παρομοίως, η αβεβαιότητα λόγω του πολέμου στην Ουκρανία δημιούργησε κίνητρο πρόνοιας εκ μέρους των ΜΧΕ για τη διατήρηση αποθεμάτων πλεονάζουσας ρευστότητας. Εξάλλου η απόσυρση των μέτρων προς αντιμετώπιση των αρχικών φάσεων της πανδημίας, ιδιαίτερα της επιστρεπτέας προκαταβολής και της αναστολής αποπληρωμών τραπεζικών δανείων, είναι εύλογο ότι οδήγησε σε πρόσθετη ζήτηση τραπεζικής χρηματοδότησης εκ μέρους των επιχειρήσεων. Επίσης, τα επιτόκια παρέμειναν χαμηλά κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου και το πραγματικό επιτόκιο ήταν αρνητικό. Από την πλευρά της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων, η μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων είχε σημαντική αυξητική επίδραση. Θετική συμβολή είχε και η ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών μέσω των εισροών καταθέσεων πελατών οι οποίες καταγράφηκαν το δεκάμηνο του 2022, ενώ διατηρήθηκαν σε επαρκή επίπεδα οι πόροι που αντλούν οι τράπεζες από το Ευρωσύστημα. Σημαντικό μέρος της ανάκαμψης της πιστωτικής επέκτασης υποστηρίχθηκε από τα χρηματοδοτικά εργαλεία του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και ιδιαίτερα το πρόγραμμα εγγυήσεων με πόρους του Πανευρωπαϊκού Ταμείου Εγγυήσεων. Οι αντίστοιχες εκταμιεύσεις νέων τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις με τη χρήση του εν λόγω χρηματοδοτικού μέσου ανήλθαν σε 2,5 δισεκ. ευρώ το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022, δηλαδή 3,9% του μέσου υπολοίπου της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις (και τους ελεύθερους επαγγελματίες) το ίδιο διάστημα. Η θετική αυτή τάση εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί μέχρι και το τέλος του 2022. Αντίθετα, οι εκταμιεύσεις τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις στο πλαίσιο του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας "Ελλάδα 2.0" ήταν το διάστημα αυτό περιορισμένες (το ποσό των συμβασιολογημένων τραπεζικών δανείων συγχρηματοδότησης, δηλ. εκείνων μέσω αμιγώς τραπεζικών πόρων χωρίς να περιλαμβάνονται τα δάνεια του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (δάνεια ΤΑΑ),² ήταν μέχρι τον Οκτώβριο του 2022 549 εκατ. ευρώ, εκ των οποίων σχεδόν 7,5% είχαν εκταμιευθεί).

Διάγραμμα VI.2 Τραπεζική χρηματοδότηση προς ΜΧΕ και δάνεια με καθορισμένη διάρκεια προς ΜΧΕ, ανά μέγεθος επιχείρησης (Ιανουάριος 2020 - Οκτώβριος 2022)

(ακαθάριστη ροή δανείων τακτής λήξης¹, ετήσιος ρυθμός μεταβολής της χρηματοδότησης)



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 Τα δάνεια ΤΑΑ αφορούν χρηματοδοτήσεις με πόρους του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (Recovery and Resilience Facility-RRF).

Η επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ προήλθε κυρίως από τα δάνεια προς τις μεγάλες επιχειρήσεις. Ειδικότερα, η μηνιαία ακαθάριστη ροή δανείων τακτής λήξης προς τις μεγάλες επιχειρήσεις ήταν κατά μέσο όρο το διάστημα Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 1,1 δισεκ. ευρώ, αυξημένη κατά 63% έναντι του 2021, ενώ η αντίστοιχη ροή δανείων προς τις ΜΜΕ ήταν 352 εκατ. ευρώ (2021: 280 εκατ. ευρώ).

Όσον αφορά την εξέλιξη των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά, ο ετήσιος ρυθμός συρρίκνωσης περιορίστηκε τον Οκτώβριο του 2022 σε -2,3% από -2,4% το Δεκέμβριο του 2021 και αντικατοπτρίζει τη μεταστροφή (το Μάρτιο) και διατήρηση του ρυθμού μεταβολής των καταναλωτικών δανείων σε θετικές τιμές (για πρώτη φορά μετά το 2010), καθώς ο αντίστοιχος ρυθμός των στεγαστικών παρέμεινε κατ' ουσίαν αμετάβλητος. Το δεκάμηνο του 2022 η ακαθάριστη ροή στεγαστικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια, σε μέση μηνιαία βάση, αυξήθηκε κατά 15,4% έναντι του 2021 και εκείνη των καταναλωτικών δανείων επίσης κατέγραψε άνοδο κατά 16,5%. Αντίθετα, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο των τραπεζικών πιστώσεων χωρίς καθορισμένη διάρκεια προς τα νοικοκυριά κατέγραψε ρυθμό μεταβολής -6,8% έναντι του 2021 κατά μέσο όρο.

Ως προς τις προοπτικές της χορήγησης νέων τραπεζικών δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, η μεταβολή της νομισματικής πολιτικής σε πιο περιοριστική κατεύθυνση θα επιβαρύνει το κόστος χρηματοδότησης την οποία αντλούν οι τράπεζες και επομένως την ικανότητά τους να πιστοδοτούν με ευνοϊκούς όρους. Η ανάγκη παρακολούθησης του κινδύνου της δημιουργίας νέων επισφαλών δανείων ως αποτέλεσμα του αντίκτυπου που θα έχει η άνοδος των επιτοκίων και ο υψηλός πληθωρισμός επίσης συντελεί σε συγκράτηση ή επιφυλακτικότητα εκ μέρους των τραπεζών. Η αναμενόμενη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας θα επιδεινώσει τη χρηματοοικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, αυξάνοντας τον πιστωτικό κίνδυνο. Η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις αναμένεται να επιβραδυνθεί, αλλά να διατηρήσει υψηλούς ετήσιους ρυθμούς σε σχέση με το μακροχρόνιο μέσο όρο 20ετίας χάρη στη συγχρηματοδότηση εκ μέρους των τραπεζών των επενδυτικών σχεδίων που υπάγονται στο Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF).

3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Η αύξηση των καταθέσεων λιανικής κατά τα προηγούμενα έτη διασφάλισε βελτιωμένες συνθήκες ρευστότητας στα πιστωτικά ιδρύματα, ώστε αυτά να διατηρήσουν τα επιτόκια καταθέσεων σε πολύ χαμηλά επίπεδα παρά τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος. Σε πραγματικούς όρους,³ το επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά κατέστη εντονότερα αρνητικό (Ιαν.-Οκτ. 2022: -9,4%, 2021: -0,5%, 2011-2020: 1,7%).

Στο μέλλον, οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων είναι πιθανόν να μετακυλιστούν στα επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων μερικώς και ασύμμετρα μεταξύ των κατηγοριών. Μεγαλύτερος βαθμός μετακύλισης αναμένεται στα επιτόκια των καταθέσεων προθεσμίας, οι οποίες συνδέονται με σκοπούς αποταμιευτικούς ή επενδυτικούς και δύνανται να υποκατασταθούν ευκολότερα από άλλα καταθετικά ή επενδυτικά προϊόντα εσωτερικού και εξωτερικού.

Το συνολικό κόστος τραπεζικού δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων διατηρήθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 κατά μέσο όρο περίπου στο ίδιο επίπεδο όπως το 2021 (βλ. Διάγραμμα VI.3), καθώς οι τράπεζες δεν προέβησαν σε γενικευμένες αναπροσαρμογές των επιτοκίων χορηγήσεων παρά μόλις το Σεπτέμβριο. Έτσι, το μεσοσταθμικό

3 Το πραγματικό επιτόκιο για ένα δεδομένο μήνα εκτιμάται ως η διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου που καταγράφεται το μήνα αυτό και του ετήσιου ρυθμού πληθωρισμού βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή κατά τον ίδιο μήνα.

επιτόκιο επιχειρηματικών δανείων διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2022 σε 3,2%, έναντι μέσης τιμής 3,0% το 2021.⁴

Αναλυτικότερα, στα δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια, το μεσοσταθμικό επιτόκιο διατήρησε την πτωτική τάση που ακολουθεί από τα τέλη του 2011 και διαμορφώθηκε σε 4,0% κατά μέσο όρο το 2022, κατά 24 μ.β. χαμηλότερα έναντι του μέσου επιτοκίου του 2021. Μειώσεις παρατηρήθηκαν και στις δύο επιμέρους κατηγορίες (αλληλόχρεοι λογαριασμοί: -22 μ.β., υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως: -65 μ.β.).

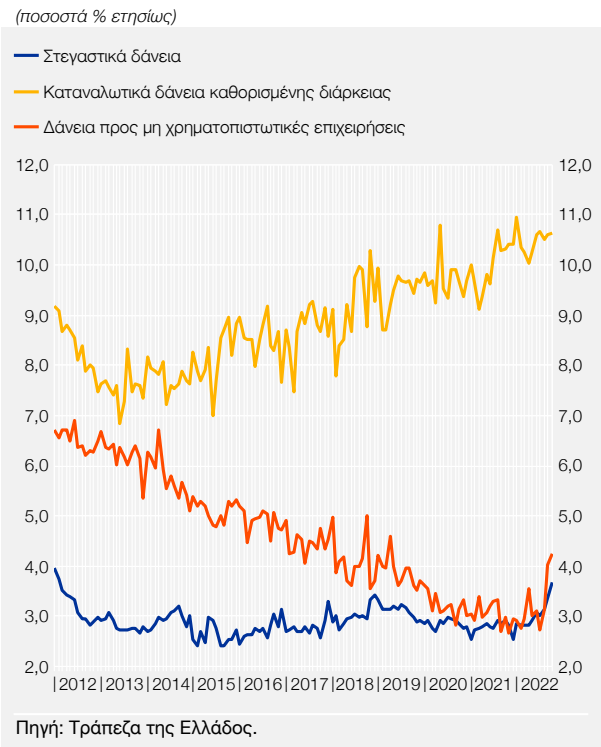
Αντίθετα, στα δάνεια με καθορισμένη διάρκεια (τακτή λήξη) το μεσοσταθμικό επιτόκιο αυξήθηκε ελαφρά στο 3,1% (2021: 2,9%). Το αντίστοιχο επιτόκιο προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις αυξήθηκε οριακά σε 3,5% (τα δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις αντιπροσώπευαν περίπου 23% της ακαθάριστης ροής επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη τη διαθεσίμη περίοδο του 2022).

Όσον αφορά την ανά μέγεθος ταξινόμηση των δανείων με καθορισμένη διάρκεια, αυξήσεις επιτοκίου καταγράφηκαν στις περισσότερες επιμέρους κατηγορίες. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού διαμορφώθηκε σε: (α) 4,9% στα δάνεια έως 250.000 ευρώ (2021: 4,6%), (β) 3,7% στα δάνεια μεταξύ 250.000 ευρώ και 1 εκατ. ευρώ (2021: 3,3%) και (γ) 3,0% στα άνω του 1 εκατ. ευρώ (2021: 2,7%). Το μερίδιο των νέων δανείων μεγαλύτερου ύψους, δηλ. άνω του 1 εκατ. ευρώ, ενισχύθηκε ελαφρά σε σύγκριση με το 2021 (σε 90% της ετήσιας ακαθάριστης ροής των επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη κατά την επισκοπούμενη περίοδο, έναντι 85% το 2021).

Ευνοϊκή επίδραση στο κόστος τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων, ιδίως των μικρομεσαίων, συνέχισαν να ασκούν τα προγράμματα του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας. Οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων που συνδέονται με τα χρηματοδοτικά εργαλεία των ανωτέρω αναπτυξιακών φορέων υπερέβησαν κατά το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2022 τα 3,2 δισεκ. ευρώ, ποσό που ισοδυναμεί με το 21% των νέων δανείων τακτής λήξης προς το σύνολο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων για την εν λόγω περίοδο. Οι αντίστοιχες εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις ανήλθαν σε 2,2 δισεκ. ευρώ και αντιπροσώπευαν το 56% των νέων δανείων τακτής λήξης προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των νοικοκυριών επιδεινώθηκε το τρέχον έτος, καθώς, σε συνέχεια των αυξήσεων που είχαν σημειωθεί στα επιτόκια καταναλωτικής πίστης, τα πιστωτικά

Διάγραμμα VI.3 Επιτόκιο νέων επιχειρηματικών, στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων (Ιανουάριος 2012 - Οκτώβριος 2022)



4 Σημειώνεται ότι το μεσοσταθμικό επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού υπερεκτιμά – μέχρι στιγμής σε μικρό βαθμό – το πραγματικό κόστος τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων, καθώς στη στατιστική σειρά των επιτοκίων δεν περιλαμβάνονται τα χαμηλότοκα επιχειρηματικά δάνεια που χορηγούνται από δημόσιους πόρους μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας ή άλλων εργαλείων συγχρηματοδότησης. Το ελάχιστο επιτόκιο χορήγησης δανείων του ΤΑΑ, που ανερχόταν σε 0,35%, από 24 Οκτωβρίου παραμένει σε 0,35% στα δάνεια προς τις μικρές και πολύ μικρές επιχειρήσεις, ενώ για τις υπόλοιπες επιχειρήσεις διαμορφώνεται σε 1% (Κοινή Υπουργική Απόφαση, ΦΕΚ Β' 5473/24.10.2022).

ιδρύματα προέβησαν σε αυξήσεις επιτοκίου στα στεγαστικά δάνεια. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των στεγαστικών δανείων διαμορφώθηκε το τρέχον έτος σε 3,1%, επίπεδο κατά 28 μ.β. υψηλότερο έναντι της μέσης τιμής του 2021. Το αντίστοιχο επιτόκιο καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας σταθεροποιήθηκε το τρέχον έτος σε 10,5%, επίπεδο κατά 50 μ.β. υψηλότερο έναντι της μέσης τιμής του 2021. Η εν λόγω αύξηση είναι μεγαλύτερη σε σύγκριση με αυξήσεις που είχαν σημειωθεί τα προηγούμενα έτη και εν μέρει οφείλεται στη μείωση του μεριδίου των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας με παροχή εξασφαλίσεων.⁵ Όσον αφορά τη σχετική σπουδαιότητα των δύο κατηγοριών πιστώσεων καθορισμένης διάρκειας (στεγαστικών-καταναλωτικών), τα καταναλωτικά δάνεια συνιστούσαν το 50% της ακαθάριστης ροής νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας προς τα νοικοκυριά την περίοδο υπό επισκόπηση, όπως και το 2021. Τέλος, 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, μειώθηκε κατά 13 μ.β. σε 14,4%.

Σε πραγματικούς όρους, το μέσο επιτόκιο τραπεζικών δανείων για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ήταν αρνητικό και διαμορφώθηκε σε -6,3% τη διαθέσιμη περίοδο του 2022, έναντι 2,5% το 2021 (μέσος όρος 2011-2020: 4,9%). Ομοίως, το μέσο επιτόκιο τραπεζικών δανείων για νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε -4,4%, από 4,2% το 2021 (2011-2020: 4,9%).

Η απόκλιση μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ στο μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις⁶ περιορίστηκε σε 151 μ.β. κατά μέσο όρο τη διαθέσιμη περίοδο του 2022 (2021: 166 μ.β.), έναντι 290 μ.β. κατά μέσο όρο την περίοδο 2011-2019. Η αντίστοιχη απόκλιση στο μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού των νοικοκυριών για τη λήψη στεγαστικού δανείου περιορίστηκε σε 111 μ.β. (2021: 138 μ.β.). Στη σύγκλιση που παρατηρείται τα τελευταία έτη στο μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στην Ελλάδα με το αντίστοιχο στη ζώνη του ευρώ έχουν συμβάλει, μεταξύ άλλων, η εξυγίανση των τραπεζικών ισολογισμών από τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα⁷ και η βελτίωση του θεσμικού πλαισίου που διέπει την προστασία των δικαιωμάτων των πιστωτών. Πιο πρόσφατα και ειδικά όσον αφορά τις επιχειρήσεις, την εν λόγω σύγκλιση έχουν υποστηρίξει η εκτενής χρήση των εργαλείων συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας στην Ελλάδα και η ανάπτυξη εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης όπως η αγορά ομολόγων.

Η εμπειρία παρέχει κάποιες ενδείξεις ότι οι αυξήσεις των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος δεν αποκλείεται να μεταकुλιστούν στα τραπεζικά επιτόκια δανείων ασύμμετρα μεταξύ των δύο τομέων (επιχειρήσεων και νοικοκυριών). Υπάρχουν ευρήματα μελετών ότι ο βαθμός ενσωμάτωσης των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής και των επιτοκίων της αγοράς χρήματος είναι μεγαλύτερος στα επιτόκια χορηγήσεων προς τα νοικοκυριά,⁸ και αυτό παρά το γεγονός ότι σχεδόν όλα τα νέα επιχειρηματικά δάνεια καθορισμένης διάρκειας χορηγούνται με κυμαινόμενο επιτόκιο. Οι όροι και η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις αναμένεται να συνεχίσουν να υποστηρίζονται από δημόσιους πόρους μέσω προγραμμάτων συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας και από τα χαμηλότοκα δάνεια που προσδοκούνται στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Το γεγονός αυτό μετριάζει το

5 Τα εν λόγω δάνεια κατά κανόνα προσφέρονται με επιτόκιο πάνω από 1,0 ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερο έναντι των καταναλωτικών δανείων χωρίς εξασφαλίσεις.

6 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.

7 Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του πιστωτικού κινδύνου (μέτρο για την ποσοτική εκτίμηση του οποίου είναι το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στο δανειακό χαρτοφυλάκιο) και του ύψους των επιτοκίων χορηγήσεων, αν μη τι άλλο διότι οι τράπεζες, προκειμένου να αναλάβουν υψηλότερο κίνδυνο αθέτησης των πληρωμών, απαιτούν μεγαλύτερο ασφάλιστρο, το οποίο ενσωματώνουν στα επιτόκια χορηγήσεων.

8 Βλ. Lazaris, P. et al. (2021), "Interest rate pass through in the deposit and loan products provided by Greek banks", Bank of Greece, Working Paper no. 287.

βαθμό μετακύλισης των αυξήσεων του κόστους άντλησης χρηματοδοτικών πόρων προς αναδανεισμό εκ μέρους των τραπεζών, το οποίο είναι συνάρτηση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια, τα τελευταία έτη έχει καταγραφεί σημαντική υποχώρηση στο μερίδιο των νέων δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο (από 86% κατά μέσο όρο την περίοδο 2011-2017 σε 57% το 2021 και 46% τη διαθέσιμη περίοδο του τρέχοντος έτους). Η εν λόγω εξέλιξη περιορίζει την επιδείνωση του επιτοκιακού κίνδυνου που προκύπτει από την ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής και υποβοηθεί την ομαλή εξυπηρέτηση του χρέους στεγαστικής πίστης.

4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

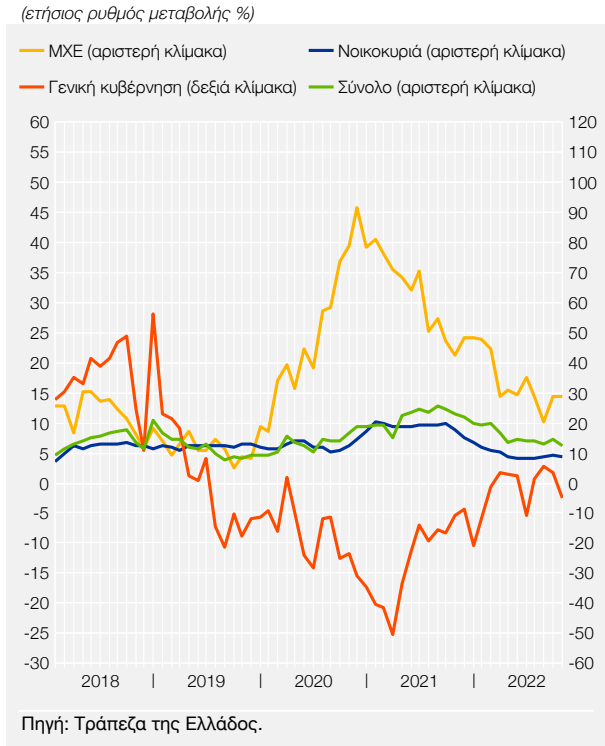
Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2022 οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα αυξήθηκαν σωρευτικά κατά 4,2 δισεκ. ευρώ, καθώς, παρά την αξιοσημείωτη μείωση που παρατηρήθηκε το α' τρίμηνο (-3,5 δισεκ. ευρώ, έναντι +1,2 δισεκ. ευρώ το α' τρίμηνο του 2021), το επόμενο επτάμηνο καταγράφηκε συνολικά σημαντική άνοδος (+7,7 δισεκ. ευρώ), ελαφρώς χαμηλότερη από εκείνη που είχε παρατηρηθεί το αντίστοιχο επτάμηνο του 2021 (+8,9 δισεκ. ευρώ). Κατά συνέπεια, το υπόλοιπο των τραπεζικών καταθέσεων του εγχώριου ιδιωτικού τομέα ανήλθε στο τέλος Οκτωβρίου του 2022 σε 184,8 δισεκ. ευρώ, επίπεδο ανάλογο με εκείνο του Σεπτεμβρίου του 2011.

Ειδικότερα, οι καταθέσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 κατά 3,2 δισεκ. ευρώ, καθώς μετά τη μικρή πτώση (κατά 300 εκατ. ευρώ) που καταγράφηκε το α' τρίμηνο ακολούθησε σημαντική σωρευτική αύξηση (κατά 3,5 δισεκ. ευρώ) μεταξύ Απριλίου και Οκτωβρίου, η οποία αντανάκλασε την αξιοσημείωτη άνοδο των ροών εξαρτημένης απασχόλησης (κυρίως στους τομείς του λιανεμπορίου και του τουρισμού). Ταυτόχρονα, οι ροές καταθέσεων των νοικοκυριών στηρίχθηκαν από την ενίσχυση εισοδήματος που καταβλήθηκε προς τα φυσικά πρόσωπα λόγω των ανατιμήσεων στην ενέργεια και η οποία αντιστάθμισε εν μέρει την αρνητική επίδραση από τη δραστική μείωση των δημοσιονομικών δαπανών για καταβολή αποζημίωσης ειδικού σκοπού σε μισθωτούς και αυτοαπασχολούμενους που περιλαμβάνονται στον τομέα των νοικοκυριών σε σχέση με πέρυσι. Την επισκοπούμενη περίοδο ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των καταθέσεων των νοικοκυριών επιβραδύνθηκε (Οκτώβριος 2022: 4,3%, Δεκέμβριος 2021: 6,8%, βλ. Διάγραμμα VI.4) και καθ' όλη τη διάρκεια του 2022 παρέμεινε σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το μέσο όρο της τελευταίας πενταετίας (6,4% την περίοδο Νοεμβρίου 2017-Οκτωβρίου 2022).

Μεταξύ Ιανουαρίου και Οκτωβρίου 2022 οι καταθέσεις των ΜΧΕ παρουσίασαν σωρευτικά μικρή αύξηση κατά 0,8 δισεκ. ευρώ, η οποία είναι χαμηλότερη του 1/4 της ανόδου που είχε παρατηρηθεί την αντίστοιχη περίοδο το 2021 (3,5 δισεκ. ευρώ), καθώς επηρεάστηκε από τη σημαντική μείωση το α' τρίμηνο του 2022 (κατά 3,2 δισεκ. ευρώ, έναντι ουδέτερης μεταβολής το α' τρίμηνο του 2021). Ακολούθως, το επόμενο επτάμηνο του 2022 οι επιχειρηματικές καταθέσεις αυξήθηκαν συνολικά κατά 4 δισεκ. ευρώ (έναντι 3,5 δισεκ. ευρώ συνολικά το αντίστοιχο επτάμηνο του 2021), καθώς από το β' τρίμηνο του 2022 ενισχύθηκε η πιστωτική επέκταση προς τις ΜΧΕ και ταυτόχρονα η σημαντική ανάκαμψη των λιανικών πωλήσεων και των τουριστικών εισπράξεων τόνωσε τα έσοδα των επιχειρήσεων. Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2022, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών καταθέσεων συνολικά επιβραδύνθηκε (Οκτώβριος 2022: 14,4%, Δεκέμβριος 2021: 24,2%, βλ. Διάγραμμα VI.4) και ειδικότερα μετά το α' τρίμηνο του έτους παρέμεινε σε επίπεδα χαμηλότερα από το μέσο όρο της τελευταίας πενταετίας (18% την περίοδο Νοεμβρίου 2017-Οκτωβρίου 2022).

Διακρίνοντας τις καταθέσεις με βάση το βαθμό ρευστότητας, οι καταθέσεις νοικοκυριών και ΜΧΕ με διάρκεια μίας ημέρας (απλού ταμειυτηρίου, όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί) συνέχισαν να εμφανίζουν θετικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής, όπως άλλωστε παρατηρείται εδώ και αρκετά έτη, λόγω της αυξανόμενης ζήτησης καταθέσεων, σε αντιδιαστολή με τα μετρητά, ως μέσου συ-

Διάγραμμα VI.4 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Ιανουάριος 2018 - Οκτώβριος 2022)



ναλλαγών. Σημειώνεται ότι, από τα μέσα του 2021 και μετά, η ζήτηση τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα ακολουθεί και πάλι πτωτική τάση, μετά την παροδική άνοδο που σημείωσε λόγω της υψηλής αβεβαιότητας κατά την οξεία φάση της πανδημίας.

Ειδικότερα όμως την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2022, ο ρυθμός ανόδου των καταθέσεων με διάρκεια μίας ημέρας φαίνεται να ακολουθεί τάση σταδιακής αποκλιμάκωσης, παραμένοντας πάντως σε επίπεδα υψηλότερα από το μέσο όρο του 2019. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων προθεσμίας παραμένει αρνητικός για τα νοικοκυριά, ενώ οι ΜΧΕ σημείωσαν θετικό ρυθμό κατά το α΄ τρίμηνο και το δίμηνο Σεπτεμβρίου-Οκτωβρίου του 2022, διακόπτοντας μία ακολουθία αρνητικών μεταβολών από το 2021. Οι πιθανόν επικείμενες αυξήσεις στα προθεσμιακά επιτόκια αναμένεται να οδηγήσουν σε αύξηση της ζήτησης καταθετικών προϊόντων προκαθορισμένης διάρκειας. Επιπρόσθετα, το 2022 καταγράφεται σημαντική αύξηση της μεταβλητότητας στις αγορές τίτλων, που απομακρύνει πολλούς επενδυτές από τοποθετήσεις υψηλού κινδύνου και είναι εύλογο

να οδηγήσει σε αύξηση των προθεσμιακών καταθέσεων, αν και βεβαίως η επιτάχυνση του πληθωρισμού αποθαρρύνει τη διακράτηση χρήματος με την ευρεία έννοια, εκτός πλέον αν υπάρξει ικανή αναπροσαρμογή του επιτοκίου καταθέσεων.

Η άνοδος του ονομαστικού ΑΕΠ αναμένεται να οδηγήσει σε περαιτέρω αυξήσεις της ζήτησης χρήματος. Από την άλλη πλευρά, η αύξηση των επιτοκίων προκειμένου να συγκρατηθεί η επιτάχυνση του πληθωρισμού θα μετριάσει αντίστοιχα και την άνοδο του ονομαστικού ΑΕΠ, τόσο περισσότερο όσο σημαντικότερη έκταση λάβει η άνοδος του επιτοκίου σε πραγματικούς όρους. Εντούτοις, η άνοδος των επιτοκίων τονώνει τη ζήτηση τοκοφόρων καταθέσεων – με δεδομένο το ΑΕΠ – χωρίς ωστόσο να παραβλέπεται ότι αποθαρρύνει καθαυτή τη ζήτηση τραπεζικών δανείων και στο μέτρο τούτο δημιουργεί δυνάμεις που οδηγούν απώτερα σε μετριασμό των κινήτρων που έχουν οι τράπεζες για συγκέντρωση επιπλέον καταθέσεων.

Την επισκοπούμενη περίοδο καταγράφηκε αύξηση των καταθέσεων της κεντρικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες κατά 740 εκατ. ευρώ (ή 14% σε σχέση με το τέλος του 2021), μετά τη σημαντική μείωση που είχαν καταγράψει το 2020 και το 2021 (συνολικά κατά 5,4 δισεκ. ευρώ) κυρίως ως αποτέλεσμα των εκτεταμένων δημοσιονομικών μέτρων στήριξης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Επίσης σημειώθηκε αύξηση των καταθέσεων της κεντρικής κυβέρνησης στην Τράπεζα της Ελλάδος κατά 658 εκατ. ευρώ. Οι εξελίξεις αυτές συνδέονται μεταξύ άλλων με άντληση κεφαλαίων από τις αγορές, με εισπράξεις στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους και με τις εισροές πόρων από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Το πρώτο εξάμηνο του 2022 οι τραπεζικοί όμιλοι της ευρωζώνης παρουσίασαν αύξηση της αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων σε σχέση με το πρώτο εξάμηνο του 2021, καθώς η αύξηση των λειτουργικών εσόδων και η μείωση των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο αντιστάθμισαν

την αύξηση των λειτουργικών εξόδων. Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας σε επίπεδο ευρωζώνης υποχώρησαν ελαφρώς τον Ιούνιο του 2022 σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2021, ενώ ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) συνέχισε την πτωτική του πορεία.⁹ Οι διεθνείς οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης αναμένουν αποδυνάμωση των προοπτικών του κλάδου, αναφέροντας ότι η αύξηση των επιτοκίων θα υποβοηθήσει εν μέρει τη λειτουργική κερδοφορία των τραπεζών, η οποία όμως θα επηρεαστεί αρνητικά από το αυξημένο κόστος χρήματος καθώς και από την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης και τη δημιουργία νέων ΜΕΔ σε συνάφεια με τους υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού και την αναμενόμενη επιδείνωση της οικονομικής δραστηριότητας.¹⁰ Ταυτόχρονα, οι πληθωριστικές πιέσεις αναμένεται να βελτιώνουν το ονομαστικό εισόδημα των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, με αποτέλεσμα την άσκηση μειωτικής επίδρασης επί της πραγματικής αξίας του χρέους.¹¹ Από την άλλη πλευρά, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις επηρεάζονται αρκετά δυσμενέστερα, σε σχέση με τις επιχειρήσεις με μεγαλύτερη ισχύ στην αγορά (market power), από το αυξημένο κόστος της ενέργειας, γεγονός που συνεπάγεται ετερογενείς επιδράσεις των πληθωριστικών πιέσεων ανά οικονομία, αναλόγως με τα χαρακτηριστικά της εγχώριας επιχειρηματικής αγοράς.

Στο περιβάλλον αυτό, το εννεάμηνο του 2022 οι ελληνικές τράπεζες κατέγραψαν κέρδη, ως αποτέλεσμα της εμφάνισης μη επαναλαμβανόμενων εσόδων, της μείωσης των λειτουργικών εξόδων και κυρίως της μείωσης των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, οι οποίες τις είχαν οδηγήσει στην καταγραφή σημαντικών ζημιών το εννεάμηνο του 2021 (βλ. Πίνακα VI.1). Αναλυτικότερα, τα λειτουργικά έσοδα αυξήθηκαν, καθώς η μείωση των καθαρών εσόδων από τόκους αντισταθμίστηκε από τη σημαντική αύξηση των καθαρών εσόδων από μη τοκοφόρες εργασίες (προμήθειες, έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις και λοιπά έσοδα).

Αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια, ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών της Κατηγορίας 1 (Common Equity Tier 1 ratio – CET1 ratio) σε ενοποιημένη βάση μειώθηκε οριακά στο 13,5% το Σεπτέμβριο του 2022 (από 13,6% το Δεκέμβριο του 2021), ενώ ο Συνολικός Δείκτης Κεφαλαίου (Total Capital Ratio – TCR) παρέμεινε αμετάβλητος στο 16,2%, παραμένοντας αμφότεροι χαμηλότερα από το επίπεδο της ευρωζώνης. Ενσωματώνοντας την πλήρη επίδραση του ΔΠΧΑ 9 (fully loaded capital ratios), ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών της Κατηγορίας 1 (CET1) αυξήθηκε σε 12,3% το Σεπτέμβριο του 2022 από 11,6% το Δεκέμβριο του 2021 και ο Συνολικός Δείκτης Κεφαλαίου (TCR) σε 15,0% από 14,2%.

Στο τέλος Σεπτεμβρίου 2022 η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων σε ατομική βάση βελτιώθηκε, καθώς τα ΜΕΔ ανήλθαν σε 14,6 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά 3,8 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου 2021 και κατά περίπου 94,1 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου του 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ.¹² Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων για το σύνολο του τραπεζικού τομέα αποκλιμακώθηκε περαιτέρω (Σεπτέμβριος 2022: 9,7%, Δεκέμβριος 2021: 12,8% – βλ. Πίνακα VI.2), αλλά παρέμεινε υψηλότερος από το επίπεδο της ευρωζώνης. Στο πλαίσιο αυτό, άξιο λόγου είναι ότι όλες οι σημαντικές τράπεζες έχουν ήδη επιτύχει τον επιχειρησιακό στόχο τους για μονοψήφιο ποσοστό ΜΕΔ.¹³

9 Στοιχεία ΕΚΤ, Supervisory Banking Statistics: (α) Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) 15,0% το Μάρτιο και τον Ιούνιο 2022 από 15,6% το Δεκέμβριο 2021 και τον Ιούνιο 2021, (β) Συνολικός Δείκτης Κεφαλαίου (Total Capital Ratio) 18,9% το Μάρτιο και τον Ιούνιο 2022 από 19,6% το Δεκέμβριο 2021 και 19,4% τον Ιούνιο 2021, (γ) Δείκτης ΜΕΔ 2,4% τον Ιούνιο 2022 από 2,5% το Μάρτιο 2022, 2,6% το Δεκέμβριο 2021 και 3,0% τον Ιούνιο 2021.

10 Ενδεικτικά, βλ. Moody's (2.11.2022), "Banking System Outlook – Germany: Weakening asset quality and earnings drive our negative outlook for German banks" και Moody's (2.11.2022), "Banking System Outlook – Italy: Outlook turns negative from stable as stagflation risk rises".

11 Βλ. "Financial stability implications of higher than expected inflation", Box 3 στο *Financial Stability Review*, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Μάιος 2022.

12 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.

13 Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων για τις τέσσερις σημαντικές τράπεζες ήταν 7,4% το Σεπτέμβριο του 2022.

Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζών

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Εννεά- μηνο 2021	Εννεά- μηνο 2022	Μετα- βολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	6.616	7.965	20,4
Καθαρά έσοδα από τόκους	4.209	4.053	-3,7
– Έσοδα από τόκους	5.400	5.387	-0,2
– Έξοδα τόκων	-1.191	-1.334	12,0
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	2.407	3.912	62,5
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	1.088	1.272	17,0
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	1.238	1.902	53,7
– Λοιπά έσοδα	82	738	>100
Λειτουργικά έξοδα	-3.075	-2.934	-4,6
Δαπάνες προσωπικού	-1.543	-1.363	-11,7
Διοικητικά έξοδα	-1.107	-1.127	1,8
Αποσβέσεις	-425	-444	4,4
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)	3.541	5.032	42,1
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-7.690	-1.338	-82,6
Λοιπές ζημιές απομείωσης ¹	-166	-165	-0,3
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	-81	-128	57,8
Κέρδη/ζημιές προ φόρων	-4.396	3.400	-
Φόροι	-260	-795	206,1
Κέρδη/ζημιές από διακοπόμενες δραστηριότητες	39	299	>100
Κέρδη/ζημιές μετά από φόρους	-4.617	2.905	-

Πηγές: Οικονομικές καταστάσεις των τεσσάρων σημαντικών τραπεζικών ομίλων (SIs) και εποπτικά στοιχεία για τις λιγότερο σημαντικές τράπεζες (LSIs).

1 Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

Πίνακας VI.2 Βασικοί δείκτες ποιότητας χαρτοφυλακίων δανείων

(ποσοστό %, στοιχεία εντός ισολογισμού, ατομική βάση)

	Σεπτ. 2021	Δεκ. 2021	Σεπτ. 2022
Δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ)	15,0	12,8	9,7
Δείκτης ΜΕΔ ανά χαρτοφυλάκιο			
<i>Επιχειρηματικά</i>	15,2	13,0	8,9
Μεγάλες επιχειρήσεις	8,5	7,1	4,6
Μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις	24,1	21,0	14,0
Ελεύθεροι επαγγελματίες και πολύ μικρές επιχειρήσεις	32,5	30,7	28,9
Ναυτιλιακά	10,9	6,2	2,6
<i>Στεγαστικά</i>	11,8	10,4	10,4
<i>Καταναλωτικά</i>	24,8	19,5	18,5
Δείκτης διάρθρωσης ΜΕΔ ανά περίοδο ή κατηγορία αθέτησης			
Σε καθυστέρηση > 90 ημέρες	32,5	31,0	33,8
91-180 ημέρες	6,4	4,6	4,7
181-360 ημέρες	4,9	4,7	4,4
>1 έτος	21,2	21,6	24,7
Αβέβαιης είσπραξης	33,2	35,5	31,4
Καταγγελμένες απαιτήσεις	34,3	33,5	34,8
Λοιποί δείκτες			
Σε καθεστώς ρύθμισης (ως προς το σύνολο των δανείων)	12,7	10,6	8,3
Εξυπηρετούμενα δάνεια ¹	8,0	6,4	5,2
Μη εξυπηρετούμενα δάνεια ²	39,3	39,1	37,6
Υπό καθεστώς νομικής προστασίας	0,6	0,5	0,3
Δείκτης κάλυψης ΜΕΔ από προβλέψεις	43,6	42,1	43,3
Δείκτης αθέτησης (default rate)	0,6	0,6	0,5
Δείκτης αποκατάστασης της τακτικής εξυπηρέτησης δανείων (cure rate)	3,3	3,3	4,5

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Τα μεγέθη αφορούν το σύνολο του τραπεζικού συστήματος.

1 Εξυπηρετούμενα δάνεια σε καθεστώς ρύθμισης ως προς σύνολο εξυπηρετούμενων δανείων.

2 Μη εξυπηρετούμενα δάνεια σε καθεστώς ρύθμισης ως προς σύνολο μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Σχετικά με τη διάρθρωση των ΜΕΔ, το 68% περίπου αφορά επιχειρηματικά δάνεια, το 22% περίπου στεγαστικά και το υπόλοιπο καταναλωτικά. Επίσης, περίπου ισόποση είναι η κατανομή μεταξύ δανειακών συμβάσεων που έχουν ήδη καταγγεληθεί από τις τράπεζες, δανείων αβέβαιης είσπραξης (“unlikely to pay”) και δανείων σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών τα οποία δεν έχουν ακόμη καταγγεληθεί. Μείωση του δείκτη ΜΕΔ παρατηρήθηκε σε όλες τις κατηγορίες χαρτοφυλακίων, με τη μεγαλύτερη μείωση να καταγράφεται στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2022 περίπου το 38% του συνόλου των ΜΕΔ συνδεόταν με ρυθμίσεις,¹⁴ ενώ επισημαίνεται ότι υψηλό ποσοστό των δανείων που τίθενται σε καθεστώς ρύθμισης εμφανίζει πάλι καθυστέρηση σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα μετά τη συνομολόγηση της ρύθμισης. Επίσης, σημαντική μείωση εμφανίζει το ποσοστό των δανείων που έχουν υπαχθεί σε καθεστώς νομικής προστασίας το Σεπτέμβριο 2022 σε σχέση με το Δεκέμβριο 2021.¹⁵

14 Σημειώνεται ότι το σύνολο των δανείων στα οποία έχουν εφαρμοστεί ρυθμίσεις (δηλ. συμπεριλαμβανομένων εκείνων που εξυπηρετούνται κανονικά) ανέρχεται σε 12,5 δισεκ. ευρώ.

15 Δάνεια που έχουν υπαχθεί σε καθεστώς νομικής προστασίας ως προς το σύνολο των εντός ισολογισμού δανείων και πιστωτικών διευκολύνσεων σε ατομική βάση.

Το 2022 οι σημαντικές ελληνικές τράπεζες εξέδωσαν ομόλογα με σκοπό την κάλυψη της Ελάχιστης Απαιτήσης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL).¹⁶ Μάλιστα, οι εκδόσεις αυτές διενεργήθηκαν με αυξημένο κόστος, σε συνάφεια με τη σημαντική επιδείνωση των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών (βλ. Κεφάλαιο VII) και το αυξημένο κόστος αντίστοιχων εκδόσεων ευρωπαϊκών τραπεζών.¹⁷ Σημειώνεται ότι επιβαρυντικά στο χρηματοδοτικό προφίλ των ελληνικών τραπεζών θα δράσει η αποπληρωμή της φθηνής χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα (TLTRO-III), ενώ ευνοϊκά επιδρά η μεγάλη καταθετική τους βάση.¹⁸

Επίσης, όπως προαναφέρθηκε, το επόμενο διάστημα παρουσιάζονται σημαντικές προκλήσεις για τον τραπεζικό κλάδο, όπως οι έντονες πληθωριστικές πιέσεις και η αναμενόμενη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς, γεγονότα που μπορούν να οδηγήσουν στη δημιουργία νέων ΜΕΔ, ενώ μεσοπρόθεσμα θα πρέπει να συνυπολογιστούν και οι επιπτώσεις από την κλιματική αλλαγή.¹⁹ Σημειώνεται ότι υποστηρικτικά προς τις προοπτικές του κλάδου δρουν τα μέτρα στήριξης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών για την απορρόφηση έως ένα βαθμό του αυξημένου ενεργειακού κόστους, καθώς και η υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων στο πλαίσιο του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU.

Συνολικά, οι τράπεζες οφείλουν να επιδεικνύουν συνεχή επαγρύπνηση για την αντιμετώπιση των παραπάνω προκλήσεων. Η περαιτέρω μείωση των ΜΕΔ και η διατήρηση της κερδοφορίας τους θα συμβάλουν στην κατεύθυνση της ενίσχυσης της ανθεκτικότητάς τους.

- 16 Σύμφωνα με τα στοιχεία του Ενιαίου Συμβουλίου Εξυγίανσης, στο τέλος Ιουνίου 2022 (SRB MREL Dashboard 2022:Q2) απομένουν περίπου 10,9 δισεκ. ευρώ που πρέπει να καλυφθούν από αντίστοιχες ομολογιακές εκδόσεις ή άλλους τύπους επιλέξιμων στοιχείων παθητικού έως το τέλος του 2025.
- 17 Η Eurobank προέβη τον Ιούνιο του 2022 σε έκδοση ομολόγου υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας ύψους 500 εκατ. ευρώ με τοκομερίδιο 4,375%, αυξημένο έναντι της αντίστοιχης έκδοσης του Σεπτεμβρίου 2021 (τοκομερίδιο 2,25%). Επίσης, η Alpha Bank προέβη στα τέλη Οκτωβρίου 2022 σε έκδοση ομολόγου υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας ύψους 400 εκατ. ευρώ με τοκομερίδιο 7,0%, αυξημένο έναντι της αντίστοιχης έκδοσης του Δεκεμβρίου 2021 (τοκομερίδιο 3,0%). Στη συνέχεια, η Εθνική Τράπεζα και η Τράπεζα Πειραιώς εξέδωσαν στα μέσα Νοεμβρίου ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας, ύψους 500 εκατ. ευρώ με τοκομερίδιο 7,25% και 350 εκατ. ευρώ με τοκομερίδιο 8,25% αντίστοιχα. Επιπρόσθετα, η Εθνική Τράπεζα προέβη στα τέλη Νοεμβρίου σε έκδοση ομολόγου υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας, ύψους 200 εκατ. λιρών Αγγλίας με τοκομερίδιο 8,75% (τελικό κόστος για την τράπεζα 6,97% μετά από συναλλαγές ανταλλαγής νομισμάτων). Επίσης, η Eurobank εξέδωσε στα τέλη Νοεμβρίου 2022 ομόλογο μειωμένης εξασφάλισης (subordinated Tier 2), ύψους 300 εκατ. ευρώ με τοκομερίδιο 10%. Τέλος, η Alpha Bank εξέδωσε στις αρχές Δεκεμβρίου ομόλογο υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας, ύψους 450 εκατ. ευρώ με τοκομερίδιο 7,5%.
- 18 Ο λόγος των δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) και νοικοκυριά προς τις καταθέσεις από ΜΧΕ και νοικοκυριά το Σεπτέμβριο του 2022 παραμένει στις ελληνικές τράπεζες (66%) σημαντικά χαμηλότερος από αυτόν της ευρωζώνης (105,3% τον Ιούνιο 2022 βάσει στοιχείων της ΕΚΤ, Supervisory Banking Statistics).
- 19 Η ΕΚΤ και ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός διενήργησαν το πρώτο εξάμηνο του 2022 άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για τους κλιματικούς κινδύνους ανά πιστωτικό ίδρυμα, συμπεριλαμβανομένων των τεσσάρων ελληνικών σημαντικών τραπεζών. Τα αποτελέσματα της άσκησης έδειξαν ότι οι κλιματικοί κίνδυνοι αφορούν μία μεγάλη πλειοψηφία των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Πλαίσιο VI.1

Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΚΑΙ Η ΑΝΟΔΟΣ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τις εγχώριες ΜΧΕ επιταχύνθηκε σημαντικά το 2022, ιδίως από το β' τρίμηνο και μετά. Ο λόγος της ετήσιας σωρευτικής καθαρής ροής επιχειρηματικών δανείων προς το ΑΕΠ, αφού έφθασε στα τέλη του 2020 το 4%, το υψηλότερο επίπεδο από το 2010 και μετά,¹ στη συνέχεια περιορίστηκε σε 1% –όσο ήταν και το 2019– και το γ' τρίμηνο του 2022 ενισχύθηκε και πάλι σημαντικά σε 3,6% περί-

1 Σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, συνεχής σειρά με δεδομένα για το ΑΕΠ αναθεωρημένα με έτος βάσης το 2015 είναι προς το παρόν διαθέσιμη από το 2010 και μετά.

που.² Η πρόσφατη εξέλιξη του προαναφερθέντος ρυθμού συνάδει με την ισχυρή ανάκαμψη της οικονομίας, συμπίπτει ωστόσο χρονικά και με τη σημαντική επιτάχυνση του πληθωρισμού.

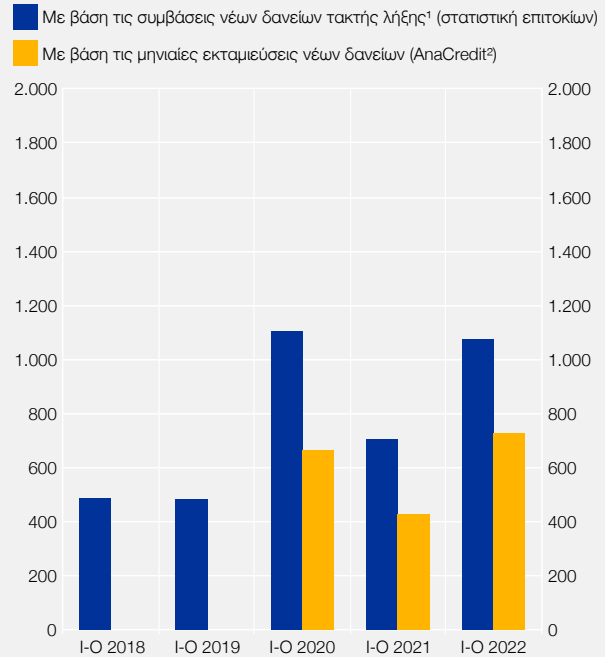
Ποσά νέων επιχειρηματικών δανείων (ακαθάριστη ροή)

Η ακαθάριστη ροή νέων τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις αφορά: (α) τα ποσά που συνολογούνται κάθε μήνα στις νέες συμβάσεις τραπεζικών δανείων τακτής λήξης, όπως καταγράφονται στο πλαίσιο της στατιστικής των επιτοκίων^{3,4} και (β) τα ποσά των μηνιαίων εκταμιεύσεων νέων δανείων με βάση τα πιστωτικά δεδομένα AnaCredit.⁵ Τα υπό το (α) και (β) ποσά αποπληθωρίστηκαν με βάση τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ).⁶ Με βάση τον αποπληθωρισμό αυτό, διαπιστώνεται ότι η άνοδος του επιπέδου των τιμών αρχίζει να επηρεάζει πτωτικά τα ποσά νέων δανείων σε πραγματικούς όρους σταδιακά από τα τέλη του 2021, ενώ τα αμέσως προηγούμενα έτη η επίπτωση αυτή ήταν αμελητέα. Η πραγματική ακαθάριστη ροή επιχειρηματικών δανείων το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 διατηρείται υψηλότερη κατά άνω του 50% από την πραγματική ακαθάριστη ροή του 2021, σχεδόν διπλάσια έναντι των ετών 2018 και 2019 και περίπου ανάλογη με το υψηλό του 2020 (βλ. Διάγραμμα Α). Δηλαδή, σε ευρώ του έτους βάσης 2015,⁷ τα ποσά των νέων δανείων διατηρούνται κατά το τρέχον έτος σε επίπεδα συγκρίσιμα με εκείνα που σημειώθηκαν κατά την οξύτερη φάση της πανδημίας και αισθητά υψηλότερα από ό,τι τα έτη πριν από αυτή.

Εκτός από την αρχική ενίσχυση των αναγκών για κεφάλαια κίνησης ή ακόμη και για επενδύσεις, ο επιταχυνόμενος –λόγω αλληπάλληλων διαταράξεων και άρα μη πλήρως αναμενόμενος– πληθωρισμός μπορεί να οδηγήσει σε διαδοχικές προς τα άνω αναθεωρήσεις του προϋπολογισμού των επιχειρήσεων. Κατά συνέπεια, τυχόν αρχική υποχώρηση της πραγματικής αξίας της ακαθάριστης ροής τραπεζικών δανείων είναι δυνατόν να αντισταθμιστεί με επιπρόσθετα αιτήματα δανεισμού κατά τους επόμενους μήνες εκ μέρους των επιχειρήσεων, που συνειδητοποιούν ότι η τελική αύξηση των τιμών των παραγωγικών εισροών συμπεριλαμβανομένων των κεφαλαιακών αγαθών αποβαίνει υψηλότερη από την αρχικώς προϋπολογισθείσα. Βεβαίως, παράλληλα συντελείται και αύξηση του κύκλου εργασιών των επιχειρήσεων (άρα δυνητικός περιορισμός των δανειακών τους αναγκών), αν και στις περισσότερες περιπτώσεις με χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση λ.χ. με το κόστος ενέργειας, το κόστος εισροών για τις οποίες καταγράφονται ελλείψεις κ.λπ.

Διάγραμμα Α Ποσά νέων δανείων προς ΜΧΕ σε πραγματικούς όρους (2018-2022)

(μέση μηνιαία ροή σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

¹ Χωρίς τις αναδιαρθρώσεις δανείων.

² Τα πιστωτικά δεδομένα AnaCredit είναι διαθέσιμα από το Δεκέμβριο του 2019 και μετά.

2 Τα αντίστοιχα ποσοστά για τη ζώνη του ευρώ συνολικά διαμορφώνονται σε 2,8% στο τέλος του 2020, 1,7% στο τέλος του 2021 και 3,3% το γ' τρίμηνο του 2022.

3 Αναφορά γίνεται στην ακαθάριστη ροή δανείων προς ΜΧΕ με καθορισμένη λήξη, τα οποία αντιπροσωπεύουν το 85% περίπου του υπολοίπου των επιχειρηματικών δανείων.

4 Εξαιρουμένων των αναδιαρθρώσεων υφιστάμενων δανείων.

5 Ως νέα δάνεια στο πλαίσιο του AnaCredit ορίζονται τα εκταμιευθέντα κάθε μήνα δάνεια σε όλα τα νομίσματα των οποίων η ημερομηνία σύμβασης ανήκει στον εκάστοτε μήνα αναφοράς, με αποτέλεσμα τα ποσά νέων δανείων να διαφέρουν από τη σχετική πληροφόρηση που έχει δημοσιευθεί σε άλλες στατιστικές εκδόσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, όπως η στατιστική των επιτοκίων νέων τραπεζικών δανείων.

6 Όλα τα πραγματικά μεγέθη στο παρόν πλαίσιο υπολογίστηκαν εναλλακτικά και με βάση τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ, εκτός από τον ΕνΔΤΚ. Ωστόσο, τα συμπεράσματα που προκύπτουν με βάση τους δύο εναλλακτικούς αποπληθωριστές δεν διαφέρουν ποιοτικά μεταξύ τους.

7 Επειδή ο αποπληθωρισμός έγινε με τον ΕνΔΤΚ που καταρτίζει η ΕΛΣΤΑΤ, όλα τα μεγέθη σε πραγματικούς όρους είναι εκφρασμένα σε ευρώ του έτους 2015, που είναι το έτος βάσης του εν λόγω δείκτη.

Ετήσιος ρυθμός μεταβολής και καθαρή ροή επιχειρηματικών δανείων

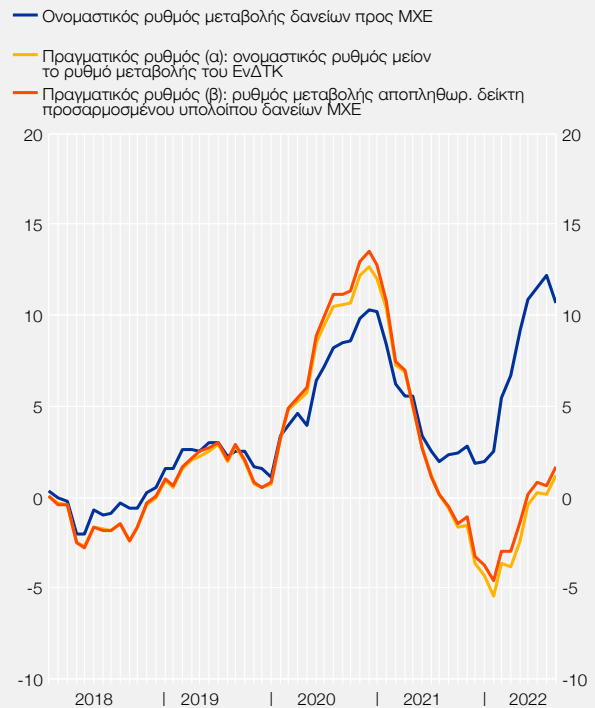
Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών δανείων προς τις εγχώριες ΜΧΕ (που υπολογίζεται βάσει των μηνιαίων καθαρών ροών δανείων) εκφράστηκε σε πραγματικούς όρους με δύο εναλλακτικούς τρόπους: (α) αφαιρώντας από τον ονομαστικό ρυθμό μεταβολής των τραπεζικών δανείων το ρυθμό πληθωρισμού (με βάση τον ΕνΔΤΚ) και (β) αποπληθωρίζοντας τον αλυσιδωτό δείκτη προσαρμοσμένου υπολοίπου επιχειρηματικών δανείων (index of notional stock) που καταρτίζεται βάσει των μηνιαίων συναλλαγών στο πλαίσιο της στατιστικής του Ευρωσυστήματος⁸ και λαμβάνοντας στη συνέχεια την ετήσια μεταβολή του εν λόγω δείκτη. Όπως διαπιστώνεται στο Διάγραμμα Β, ο πραγματικός ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών δανείων, αφού κατά την περίοδο της πανδημίας υπερέβη προσωρινά τον ονομαστικό ρυθμό, στη συνέχεια εξασθένησε σημαντικά και τους τελευταίους μήνες του 2021 και τους πρώτους μήνες του 2022 διαμορφώθηκε (πρόσκαιρα) σε αρνητικά επίπεδα. Ωστόσο, από το β' τρίμηνο του 2022 αυτή η πτωτική τάση άρχισε να αναστρέφεται και από τον Ιούλιο του 2022 ο εν λόγω ρυθμός έλαβε και πάλι ελαφρά θετικές τιμές, κυμαινόμενος συνολικά κατά το τρέχον έτος σε επίπεδα ανάλογα με εκείνα της περιόδου 2014-2018.

Εάν αποπληθωριστεί η δωδεκάμηνη σωρευτική καθαρή ροή επιχειρηματικών δανείων, διαπιστώνεται ότι δεν υπήρχαν αξιοσημείωτες αποκλίσεις μεταξύ αυτού του μεγέθους σε ονομαστικούς και σε πραγματικούς όρους αντίστοιχα μέχρι σχεδόν τα τέλη του 2021. Στη συνέχεια όμως, η πραγματική ετήσια σωρευτική καθαρή ροή δανείων προς ΜΧΕ αρχίζει να αποκλίνει σταδιακά και τον Οκτώβριο του 2022 διαμορφώνεται κατά περίπου 12% χαμηλότερα της ονομαστικής.

Ειδικότερα, η μέση αποπληθωρισμένη μηνιαία (θετική) καθαρή ροή επιχειρηματικών δανείων για το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022 είναι μεν χαμηλότερη από την αντίστοιχη ονομαστική, αλλά εξακολουθεί να υπερβαίνει σημαντικά την αντίστοιχη ροή δεκαμήνου του 2021 και του 2019. Είναι επίσης χαμηλότερη (κατά 20% περίπου) από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2020, έτος κατά το οποίο είχε καταγραφεί έντονη επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις λόγω των έκτακτων συνθηκών που δημιούργησε η πανδημία.⁹ Όσον αφορά τις επιμέρους συνιστώσες της καθαρής ροής των δανείων, σημειώνεται ότι, λόγω της επιτάχυνσης του πληθωρισμού, η αξία των εκταμιεύσεων νέων δανείων μειώνεται σε πραγματικούς όρους, επηρεάζοντας πτωτικά την πραγματική καθαρή ροή. Ταυτόχρονα όμως μειώνεται σε πραγματικούς όρους και η αξία των αποπληρωμών υφιστάμενων δανείων (χρεολυσίων) –που είναι συμβατικά προκαθορισμένη και συνήθως δεν αναπροσαρμόζεται σύμφωνα με τον τρέχοντα πληθωρισμό– δημιουργώντας έτσι μια αντίρροπη αυξητική επίδραση στην καθαρή ροή τραπεζικών δανείων σε πραγματικούς όρους.

Διάγραμμα Β Ετήσιος ρυθμός μεταβολής δανείων προς ΜΧΕ σε ονομαστικούς και σε πραγματικούς όρους (%)

(Ιανουάριος 2018 - Οκτώβριος 2022)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΛΣΤΑΤ.

8 Σύμφωνα με το στατιστικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των πιστωτικών μεγεθών υπολογίζεται βάσει των μηνιαίων καθαρών ροών δανείων ή ενός δείκτη θεωρητικού υπολοίπου δανείων (index of notional stock), το οποίο, λαμβάνοντας υπόψη τις μηνιαίες καθαρές ροές, έχει διορθωθεί για στατιστικά γεγονότα που επηρεάζουν τα υπόλοιπα των δανείων (διαγραφές, αναταξινόμησεις, συναλλαγματικές διαφορές, πωλήσεις δανείων που παύουν να περιλαμβάνονται στους ισολογισμούς των τραπεζών κ.λπ.), αλλά δεν εμπίπτουν στην έννοια των συναλλαγών από οικονομική σκοπιά. Σχετικά βλ. και *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2021*, Πλαίσιο VI.1 “Καθαρή και ακαθάριστη ροή τραπεζικής χρηματοδότησης”, Δεκέμβριος 2021.

9 Σχετικά βλ. και το Πλαίσιο VI.2 του παρόντος κεφαλαίου, “Η επίδραση των προγραμμάτων στήριξης της τραπεζικής χρηματοδότησης κατά την πανδημία και η δυνατότητα των τραπεζών να χορηγούν δάνεια και μετά τη λήξη τους”.

Πλαίσιο VI.2

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΣΤΗΡΙΞΗΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΑΝΔΗΜΙΑ ΚΑΙ Η ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΝΑ ΧΟΡΗΓΟΥΝ ΔΑΝΕΙΑ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗ ΛΗΞΗ ΤΟΥΣ**Εισαγωγή**

Το παρόν πλαίσιο πραγματεύεται το ρόλο που διαδραμάτισαν τα προγράμματα εγγυήσεων του Ταμείου Εγγυοδοσίας Επιχειρήσεων COVID-19 και συγχρηματοδότησης δανείων με πρόσθετη επιδότηση επιτοκίου (ΤΕΠΙΧ II), καθώς και το μέτρο της αναστολής αποπληρωμών των δανείων, στην ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις εγχώριες επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Επίσης, διερευνά κατά πόσον μετά τη λήξη της ισχύος αυτών των μέτρων η χορήγηση νέων δανείων εκ μέρους των τραπεζών παρέμεινε το 2022 σε επίπεδο υψηλότερο ή χαμηλότερο από ό,τι θα μπορούσε να προβλεφθεί.

Αναλυτικότερα, τα δύο πρώτα χρηματοδοτικά προγράμματα, τα οποία διαχειρίζεται η Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα (ΕΑΤ), εφαρμόστηκαν προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι επιπτώσεις της πανδημικής κρίσης στην οικονομική κατάσταση και τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, ιδιαίτερα εκείνων που ανήκουν σε κλάδους που δέχθηκαν σοβαρό πλήγμα από την πανδημία. Τα προγράμματα συνετέλεσαν σε ραγδαία αύξηση των τραπεζικών πιστώσεων κατά το 2020. Συνολικά, οι τράπεζες διοχέτευσαν προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) δανειακούς πόρους μέσω αυτών των προγραμμάτων της ΕΑΤ ύψους 8,4 δισεκ. ευρώ το 2020-2022 (Σεπτέμβριος 2022), εκ των οποίων 6,4 δισεκ. ευρώ απορροφήθηκαν μόνο το 2020 (σύμφωνα με στοιχεία της ΕΑΤ που αφορούν εκταμιεύσεις δανείων). Το μεγαλύτερο μέρος των τραπεζικών χρηματοδοτήσεων που διατέθηκαν μέσω των προγραμμάτων της ΕΑΤ το 2020-2022 (6,2 δισεκ. ευρώ) προήλθε από τη συμβολή των εγγυήσεων του Ταμείου Εγγυοδοσίας Επιχειρήσεων COVID-19. Οι κλάδοι οι οποίοι ωφελήθηκαν περισσότερο από τα προγράμματα ήταν το εμπόριο, η βιομηχανία και ο τουρισμός.

Ο τελευταίος κύκλος του προγράμματος του Ταμείου Εγγυοδοσίας Επιχειρήσεων COVID-19 έληξε τον Ιούνιο του 2022, ενώ το πρόγραμμα ΤΕΠΙΧ II συνεχίζεται ακόμη παρέχοντας συγχρηματοδοτούμενα δάνεια επενδυτικού σκοπού (με χαμηλότερες πλέον μηνιαίες ροές νέων δανείων).¹ Ωστόσο, παρότι δεν υπάρχει πλέον η δυνατότητα υποβολής αιτήσεων από τις επιχειρήσεις και έγκρισης εκ μέρους των τραπεζών για νέα δάνεια στο πλαίσιο του Ταμείου Εγγυοδοσίας Επιχειρήσεων COVID-19 παρά μόνο για το ΤΕΠΙΧ II, η στήριξη που παρέχουν συνεχίζεται, καθώς το υφιστάμενο υπόλοιπο των συναφών δανείων, το οποίο ενσωματώνεται στη συνολική τραπεζική χρηματοδότηση, παραμένει σημαντικό, αφού έχει αποπληρωθεί περίπου το 1/3 των οφειλών των επιχειρήσεων που συμμετείχαν. Μεγάλο μέρος των δανείων που χορηγήθηκαν αφορούσαν κεφάλαια κίνησης και η μέγιστη διάρκεια αποπληρωμής τους ήταν 5 έτη. Επομένως, δεδομένου ότι έχουν παρέλθει σχεδόν 2,5 έτη από τις πρώτες εγκρίσεις δανείων τον Ιούνιο του 2020 καθώς και ότι στα δάνεια αυτά υπήρχε η δυνατότητα περιόδου χάριτος, οι επιχειρήσεις συνεχίζουν να ωφελούνται από τα δύο προγράμματα χρησιμοποιώντας δανειακούς πόρους τους οποίους αποπληρώνουν σύμφωνα με τους όρους που έχουν συμφωνηθεί. Η διαπίστωση αυτή είναι σημαντική, όπως θα εξηγηθεί στη συνέχεια και στην παρακάτω ανάλυση της άσκησης προσομοίωσης, καθώς η ποσοτικοποίηση των επιδράσεων των εν λόγω μέσων στήριξης στη δυναμική εξέλιξη των τραπεζικών δανείων ανά μήνα (ή π.χ. ανά τρίμηνο) είναι δυνατόν να αποτυπώσει μόνο τον πρώτο γύρο επενεργειών των προγραμμάτων, έως ότου ολοκληρωθεί και η καταγραφή των μελλοντικών μηνιαίων αποπληρωμών. Σημειώνεται ότι στις συνολικές αποπληρωμές που εκκρεμούν πρέπει να ληφθεί υπόψη και η λήξη του μέτρου της αναστολής πληρωμών των επιχειρηματικών δανείων, όπως είχε συμφωνηθεί με τις τράπεζες, όμως αυτές που απομένουν είναι ελάχιστες και εκτείνονται μέχρι το τέλος του δ' τριμήνου του 2022, κατά το οποίο λήγει η προθεσμία της πλήρους αποπληρωμής.

Ανάλυση αποτελεσμάτων της άσκησης προσομοίωσης

Η αρχική επίδραση των μέτρων στήριξης πιστώσεων μέσω των συνολικών αντίστοιχων εκταμιεύσεων νέων δανείων και οι επιπτώσεις της πανδημίας επιχειρείται να καταγραφούν, με τη χρήση ενός οικονομετρικού υποδείγ-

¹ Διευκρινίζεται ότι το πρόγραμμα συγχρηματοδότησης δανείων επενδυτικού σκοπού και κεφαλαίων κίνησης στο πλαίσιο του ΤΕΠΙΧ II προϋπήρχε της πανδημίας και εμπλουτίστηκε κατά τη διάρκειά της με τους ίδιους όρους συγχρηματοδότησης δανείων με επιπρόσθετη επιδότηση επιτοκίου και με την παροχή περισσότερων πόρων εκ μέρους της ΕΑΤ.

ματος, σε μια άσκηση προσομοίωσης για την υποθετική εξέλιξη των πιστώσεων κατά την περίοδο της πανδημίας χωρίς την υιοθέτηση των προγραμμάτων. Το υπόδειγμα ECM (“αυτοπαλίνδρομο με διόρθωση σφάλματος”) εξηγεί τη μεταβολή του υπολοίπου των τραπεζικών πιστώσεων προς τις ΜΧΕ σε πραγματικούς όρους και έχει εκτιμηθεί βάσει τριμηνιαίων στοιχείων. Οι βασικές ερμηνευτικές μεταβλητές περιλαμβάνουν το πραγματικό ΑΕΠ και το πραγματικό μεσοσταθμικό επιτόκιο.² Ειδικότερα, προκειμένου να εξεταστεί η περίοδος κατά την οποία ξεκίνησαν τα προγράμματα (μετά το α΄ τρίμηνο του 2020) χωρίς οι συντελεστές των μεταβλητών να επηρεαστούν μεροληπτικά από τη μεμονωμένη, χωρίς επανάληψη, ενίσχυση των πιστώσεων, οι εκτιμήσεις του υποδείγματος εσκεμμένα περιορίστηκαν στην περίοδο δ΄ τρίμηνο 1996-δ΄ τρίμηνο 2019. Στη συνέχεια, στην άσκηση προσομοίωσης διεξήχθη προβολή των πιστώσεων εκτός του δείγματος παρατηρήσεων για το διάστημα α΄ τρίμηνο 2020-γ΄ τρίμηνο 2022 χρησιμοποιώντας τις ιστορικές τιμές των επεξηγηματικών μεταβλητών όπως πράγματι καταγράφηκαν την ίδια περίοδο.

Στο Διάγραμμα Α παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της άσκησης πρόβλεψης του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ σε πραγματικούς όρους, τα οποία συγκρίνονται με την ιστορική εξέλιξή της. Από τη σύγκριση προκύπτει ότι την υποπερίοδο κατά την οποία απορροφήθηκαν οι περισσότεροι πόροι των προγραμμάτων, δηλαδή α΄ τρίμηνο 2020-β΄ τρίμηνο 2021, χωρίς τα κονδύλια αυτά και υπό την επίδραση της ύφεσης το 2020, το μέσο υπόλοιπο των δανείων θα ήταν σημαντικά χαμηλότερο σε σύγκριση με την ιστορική εξέλιξή τους. Επίσης, ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των δανείων (σε πραγματικούς όρους) θα ήταν αρνητικός και θα διαμορφωνόταν σε -0,7% (από το β΄ τρίμηνο του 2020 μέχρι το α΄ τρίμηνο του 2021 θα κατέγραφε αρνητικούς ρυθμούς και σε ονομαστικούς όρους). Σύμφωνα με τα ιστορικά στοιχεία, ο αντίστοιχος μέσος ετήσιος ρυθμός που εμφάνισε η χρηματοδότηση ήταν σημαντικά υψηλότερος, 7,8%, σε πραγματικούς όρους, χάρη στη συμβολή των προγραμμάτων. Η απόκλιση μεταξύ των δύο εμφανίζει σημαντικές διακυμάνσεις κατά την υπό εξέταση περίοδο και μεγιστοποιείται σε 13,5 ποσοστιαίες μονάδες το δ΄ τρίμηνο του 2020, ενώ η μέση απόκλιση για το διάστημα α΄ τρίμηνο 2020-β΄ τρίμηνο 2021 ήταν 8,6 ποσ. μον. και αντανάκλα την επίδραση στα τραπεζικά δάνεια λόγω της πανδημίας και του συνακόλουθου αρχικού περιορισμού της οικονομικής δραστηριότητας. Σε όρους υπολοίπων των δανείων, η σωρευτική ετήσια καθαρή ροή χρηματοδότησης μέχρι το δ΄ τρίμηνο του 2020 θα ήταν κατά 9,5 δισεκ. ευρώ χαμηλότερη χωρίς την εφαρμογή των προγραμμάτων, έναντι της μεταβολής υπολοίπου η οποία καταγράφηκε ιστορικά. Καταγράφονται δηλαδή οι επιπλέον ανάγκες ρευστότητας των επιχειρήσεων λόγω της πανδημίας οι οποίες χρειάστηκε να χρηματοδοτηθούν από τις τράπεζες: η επίδραση στην τραπεζική πιστωτική επέκταση προς τις ΜΧΕ από τα προγράμματα στήριξης, καθώς και, ανεξάρτητα, από την παροχή ρευστότητας εκ μέρους των τραπεζών με δικούς τους πόρους.³ Οι συνολικές αυξημένες ανάγκες ρευστότητας των επιχειρήσεων, πλέον του τραπεζικού δανεισμού, καλύφθηκαν και με την ενίσχυση μέσω των δημοσιονομικών μέτρων, κυρίως του μέτρου της επιστρεπτέας προκαταβολής. Είναι απαραίτητο να διευκρινιστεί ότι κατά τη σύγκριση που γίνεται για τους σκοπούς της άσκησης αυτής δεν ενσωματώνονται οι αλληλεπιδράσεις μεταβλητών εξαιτίας των οποίων, αν δεν υπήρχε η πιστωτική στήριξη των προγραμμάτων προς τις ΜΧΕ, αρκετές επιχειρήσεις θα είχαν χρεοκοπήσει και επομένως η υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας θα ήταν εντονότερη από εκείνη που συντελέστηκε. Επίσης, το τραπεζικό επιτόκιο των επιχειρηματικών πιστώσεων θα ήταν υψηλότερο χωρίς την ευνοϊκή επίδραση που είχαν τα προγράμματα αυτά στο κόστος δανεισμού και θα είχε αρνητικές επιδράσεις στη δυνατότητά τους να δανειοδοτηθούν. Οι δυσμενέστερες αυτές εξελίξεις, σε μια υποθετική απουσία μέτρων, θα επηρέαζαν και την ευρωστία των τραπεζών (και συνεπώς την ικανότητά τους να πιστοδοτούν την οικονομία κατά την περίοδο μετά την πανδημία) μέσω της ανόδου των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

2 Αναλυτικότερα, η βραχυχρόνια δυναμική των δανείων προσδιορίζεται από την προσαρμογή τους προς μια μακροχρόνια σχέση ισορροπίας ανάμεσα στα επίπεδα των μεταβλητών αυτών, τη μεταβολή των δανείων με χρονική υστέρηση και τις μεταβολές των βασικών επεξηγηματικών μεταβλητών με ή χωρίς χρονική υστέρηση. Οι υπόλοιπες μεταβλητές περιλαμβάνουν ψευδομεταβλητές και τη γραμμική τάση. Η εκτίμηση της εξίσωσης γίνεται σε δύο στάδια, σύμφωνα με τη μέθοδο Engle-Granger.

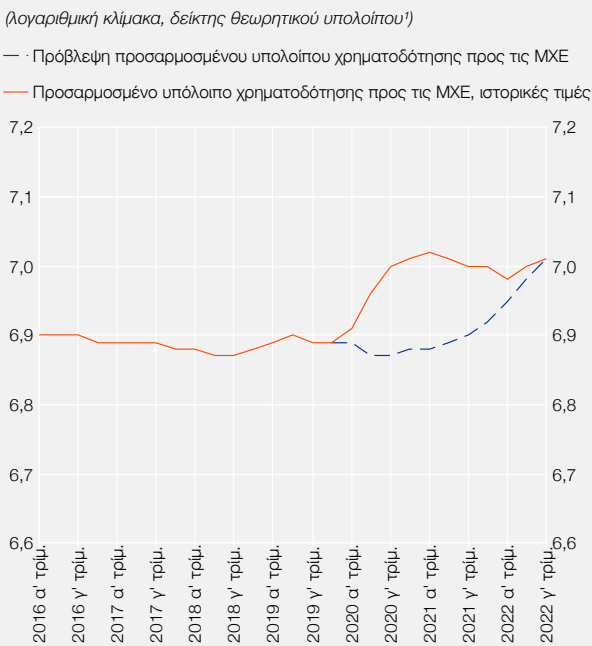
3 Επισημαίνεται ότι, ως προς τους αμιγώς τραπεζικούς πόρους που διατέθηκαν από τις τράπεζες προς τις ΜΧΕ απέναντι στις επιπτώσεις της πανδημίας, οι επιχειρήσεις μετά το Μάρτιο του 2020 άντλησαν σημαντικά ποσά μέσω των υφιστάμενων πιστωτικών γραμμών στις τράπεζες. Επίσης, σύμφωνα με το πλαίσιο του προγράμματος εγγυήσεων της EAT, οι τράπεζες κάλυψαν με δικούς τους πόρους τον πιστωτικό κίνδυνο για το 60% του χαρτοφυλακίου των δανείων προς τις ΜΜΕ τα οποία εντάχθηκαν στο πρόγραμμα του Ταμείου Εγγυοδοσίας Επιχειρήσεων COVID-19 και αντιστοίχως το 70% των δανείων προς τις μεγάλες επιχειρήσεις.

Η ιστορική εξέλιξη των δανείων κατά τη μεταγενέστερη περίοδο γ' τρίμηνο 2021-γ' τρίμηνο 2022 σε ονομαστικούς όρους (βλ. Διάγραμμα Β) δείχνει ότι, παρά τη χαμηλότερη απορρόφηση κονδυλίων μέσω των προγραμμάτων στήριξης –καθώς αυτά, ειδικά στην περίπτωση του Ταμείου Εγγυοδοσίας, είχαν ήδη ως επί το πλείστον εξαντληθεί– η χρηματοδότηση προς τις ΜΧΕ συνέχισε να αυξάνεται με ισχυρούς ετήσιους ρυθμούς. Στην κατεύθυνση αυτή συνέβαλαν η διατήρηση της ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας, η άνοδος του πληθωρισμού και η σημαντική υποχώρηση των επιτοκίων σε πραγματικούς όρους. Το υπόλοιπο των δανείων προς τις ΜΧΕ παρέμεινε υψηλότερο στο σύνολο της περιόδου σε σύγκριση με εκείνο που θα είχε προβλεφθεί χωρίς την εφαρμογή των προγραμμάτων –η ανοδική πορεία του οποίου επίσης αντανάκλα τη θετική επίδραση των ίδιων παραγόντων– καθώς, όπως προαναφέρθηκε, το ιστορικό υπόλοιπο επιπλέον περιλαμβάνει τα εναπομένοντα κονδύλια των προγραμμάτων τα οποία δεν έχουν ακόμη επιστραφεί στις τράπεζες.

Συμπεράσματα

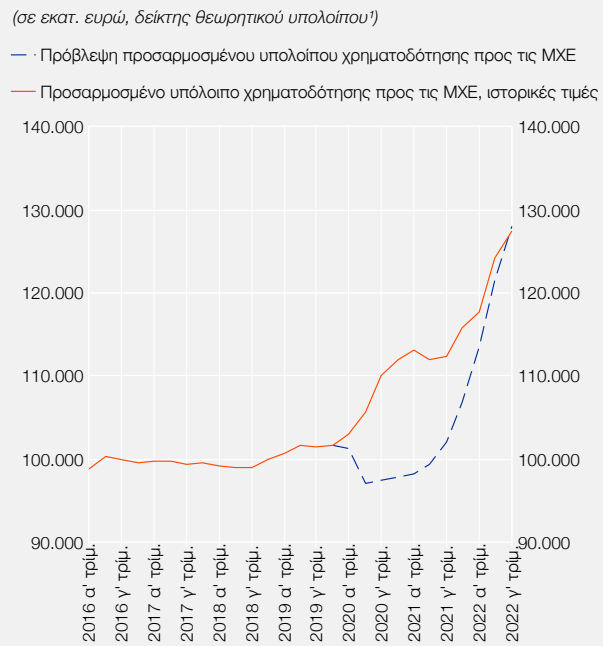
Συνολικά, τα χρηματοδοτικά μέσα και μέτρα στήριξης των πιστώσεων κατά την πανδημία ήταν αποτελεσματικά, καθώς φαίνεται ότι συνέβαλαν στην αποτροπή μιας πιστωτικής συρρίκνωσης λόγω της ύφεσης το 2020, ενώ βοήθησαν στο να καλυφθούν κατά το μάλλον ή ήττον οι αυξημένες ανάγκες ρευστότητας των επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις συνεχίζουν να αποπληρώνουν σταδιακά μέρος του αποθέματος των δανείων αυτών και, καθώς ο πληθωρισμός αυξάνει το κόστος των πληρωμών τους, να το υποκαθιστούν με νέες τραπεζικές πιστώσεις που δεν βασίζονται πλέον σε κρατικούς πόρους.

Διάγραμμα Α Τραπεζική χρηματοδότηση προς τις ΜΧΕ: Υπόλοιπο δανείων, σε πραγματικούς όρους (α' τρίμηνο 2016 - γ' τρίμηνο 2022)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΚΤ, Statistical Data Warehouse και ΕΛΣΤΑΤ για τα στοιχεία του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή.
 1 Το προσαρμοσμένο υπόλοιπο καταρτίζεται βάσει του δείκτη θεωρητικού υπολοίπου (index of notional stock). Αυτός υπολογίζεται ως το υπόλοιπο προσαρμοσμένο για διαγραφές, αναταξινόμησης, μεταβιβάσεις και συναλλαγματικές διαφορές. Η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του προσαρμοσμένου υπολοίπου δανείων ισούται με τον προσαρμοσμένο ετήσιο ρυθμό μεταβολής του απλού υπολοίπου δανείων. Ως βάση του δείκτη λαμβάνεται ο Δεκέμβριος του 2010 (προσαρμοσμένο υπόλοιπο Δεκ. 2010 = ιστορική τιμή απλού υπολοίπου Δεκ. 2010).

Διάγραμμα Β Τραπεζική χρηματοδότηση προς τις ΜΧΕ: Υπόλοιπο δανείων, σε ονομαστικούς όρους (α' τρίμηνο 2016 - γ' τρίμηνο 2022)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΚΤ, Statistical Data Warehouse.
 1 Το προσαρμοσμένο υπόλοιπο καταρτίζεται βάσει του δείκτη θεωρητικού υπολοίπου (index of notional stock). Αυτός υπολογίζεται ως το υπόλοιπο προσαρμοσμένο για διαγραφές, αναταξινόμησης, μεταβιβάσεις και συναλλαγματικές διαφορές. Η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του προσαρμοσμένου υπολοίπου δανείων ισούται με τον προσαρμοσμένο ετήσιο ρυθμό μεταβολής του απλού υπολοίπου δανείων. Ως βάση του δείκτη λαμβάνεται ο Δεκέμβριος του 2010 (προσαρμοσμένο υπόλοιπο Δεκ. 2010 = ιστορική τιμή απλού υπολοίπου Δεκ. 2010).

VII ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

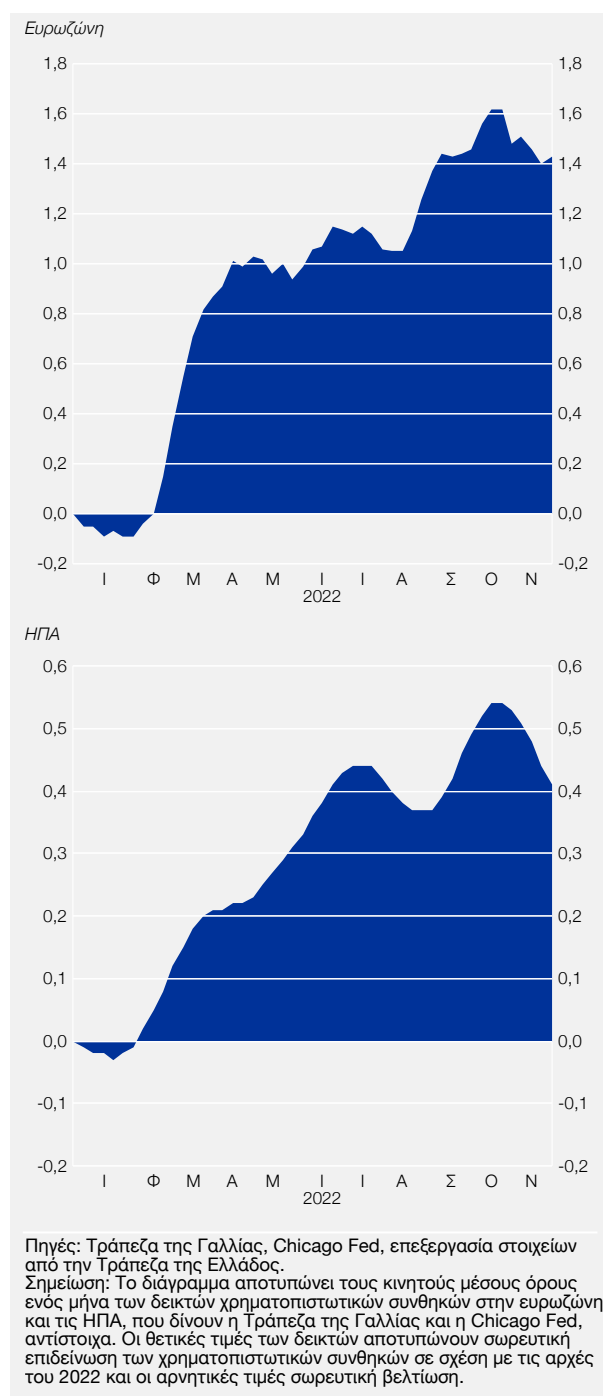
Οι κεντρικές τράπεζες έχουν επιταχύνει το ρυθμό αύξησης των επιτοκίων τους εντός του δεύτερου εξαμήνου του 2022. Οι αυξήσεις αυτές έχουν καταφέρει να συγκρατήσουν τις μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό, οι οποίες παραμένουν προσδεμένες στους στόχους των κεντρικών τραπεζών της ευρωζώνης και των ΗΠΑ για τον πληθωρισμό. Οι αγορές όμως προεξοφλούν περαιτέρω αυξήσεις των βασικών επιτοκίων σε σύγκριση με τις αντίστοιχες προσδοκίες κατά το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους. Συνεπώς, οι αυξητικές πιέσεις στις ομολογιακές αποδόσεις και στο κόστος δανεισμού αναμένεται να διατηρηθούν στο μέλλον.

Η αυστηροποίηση των νομισματικών συνθηκών και η επιδείνωση των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών έχουν επιδράσει σημαντικά και στις αποδόσεις και την εκδοτική δραστηριότητα των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και των ελληνικών επιχειρήσεων. Θετική εξέλιξη κατά τη διάρκεια του 2022 είναι η μείωση σε μία μόλις βαθμίδα της ελάχιστης απόστασης της πιστοληπτικής διαβάθμισης του Ελληνικού Δημοσίου από την επενδυτική κατηγορία. Η επίτευξη της αναβάθμισης του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία αναδεικνύεται σε πολύ σημαντικό στόχο, ειδικά εν μέσω των επιδεινούμενων διεθνών συνθηκών. Σε αυτό το στόχο αναμένεται να συμβάλει η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων, καθώς και των πολιτικών που αποσκοπούν στην αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας, αλλά και η εκ νέου επιβεβαίωση της ανθεκτικότητας της ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Κατά τη διάρκεια του 2022 οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες έχουν επιδεινωθεί σημαντικά, καθώς οι αυξήσεις των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες για την αντιμετώπιση του πληθωρισμού έχουν οδηγήσει σε σημαντική

Διάγραμμα VII.1 Δείκτες χρηματοπιστωτικών συνθηκών



1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 15.12.2022.

άνοδο των αποδόσεων των ομολόγων διεθνώς. Επιπροσθέτως, η επιδείνωση των προοπτικών της οικονομικής δραστηριότητας έχει συμβάλει ώστε οι μετοχές διεθνώς να καταγράφουν αρνητικές αποδόσεις. Έτσι, το περιβάλλον των χαμηλών επιτοκίων και της χαμηλής μεταβλητότητας στις αγορές μετοχών και ομολόγων, που χαρακτήριζε το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα έως και το γ' τρίμηνο του 2021, έχει μεταβληθεί σε περιβάλλον σημαντικά αυξημένου κόστους δανεισμού, αρνητικών αποδόσεων στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια και υψηλής μεταβλητότητας.

Συγκεκριμένα, οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό ασκούν αυξητική πίεση σε όλο το εύρος της καμπύλης αποδόσεων. Ταυτόχρονα, οι προσδοκίες για την εξέλιξη των βασικών επιτοκίων στις ΗΠΑ και στην ευρωζώνη, όπως διαμορφώνονται στις αγορές παραγώγων, έχουν ενισχυθεί σε σχέση με το πρώτο εξάμηνο του έτους. Σε αυτό το περιβάλλον, η επίδραση στα πιο βραχυπρόθεσμα επιτόκια είναι ισχυρότερη, με αποτέλεσμα τη μείωση της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων των κρατικών ομολόγων σε μεγάλες οικονομίες διεθνώς.

Επίσης παρατηρείται επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς, στην οποία συμβάλλουν και οι ανησυχίες των επενδυτών για τις προοπτικές ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας. Συγκεκριμένα, ενδείξεις για αυξημένη πιθανότητα ύφεσης σε μεγάλες οικονομίες, όπως οι ΗΠΑ και η ευρωζώνη, αντλούνται από πρόδρομους δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά και από την αντεστραμμένη κλίση της καμπύλης αποδόσεων στις ΗΠΑ. Επιπλέον, η αύξηση του κόστους παραγωγής λόγω του υψηλότερου κόστους της ενέργειας, ειδικά μετά το ξέσπασμα του πολέμου στην Ουκρανία, εντείνει τις πληθωριστικές πιέσεις και επιβαρύνει την οικονομική δραστηριότητα. Έτσι, παρατηρούνται άνοδος της μεταβλητότητας στις αγορές μετοχών και ομολόγων, πτώση των τιμών των μετοχών και σημαντική επιβράδυνση των νέων εκδόσεων ομολόγων διεθνώς, ιδίως από εκδότες με χαμηλή πιστοληπτική αξιολόγηση.

Όπως αναμένεται, όσο χαμηλότερη είναι η πιστοληπτική αξιολόγηση των εκδοτών των ομολόγων, τόσο μεγαλύτερη είναι η άνοδος των αποδόσεών τους. Υπό αυτές τις συνθήκες, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων έχουν αυξηθεί σημαντικά, σε συνάφεια με την αύξηση των αποδόσεων της κατηγορίας στην οποία ανήκει το Ελληνικό Δημόσιο, αλλά υπερβαίνοντας την αντίστοιχη άνοδο των αποδόσεων άλλων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Συνεπώς, η επιδείνωση των διεθνών νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών επηρεάζει το κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου και των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Τέλος, οι τιμές των μετοχών παρουσιάζουν σημαντική διόρθωση διεθνώς, αν και η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας έχει συμβάλει ώστε οι τιμές των ελληνικών μετοχών να έχουν σημαντικά καλύτερη επίδοση σε σύγκριση με εκείνες των μετοχών στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ.

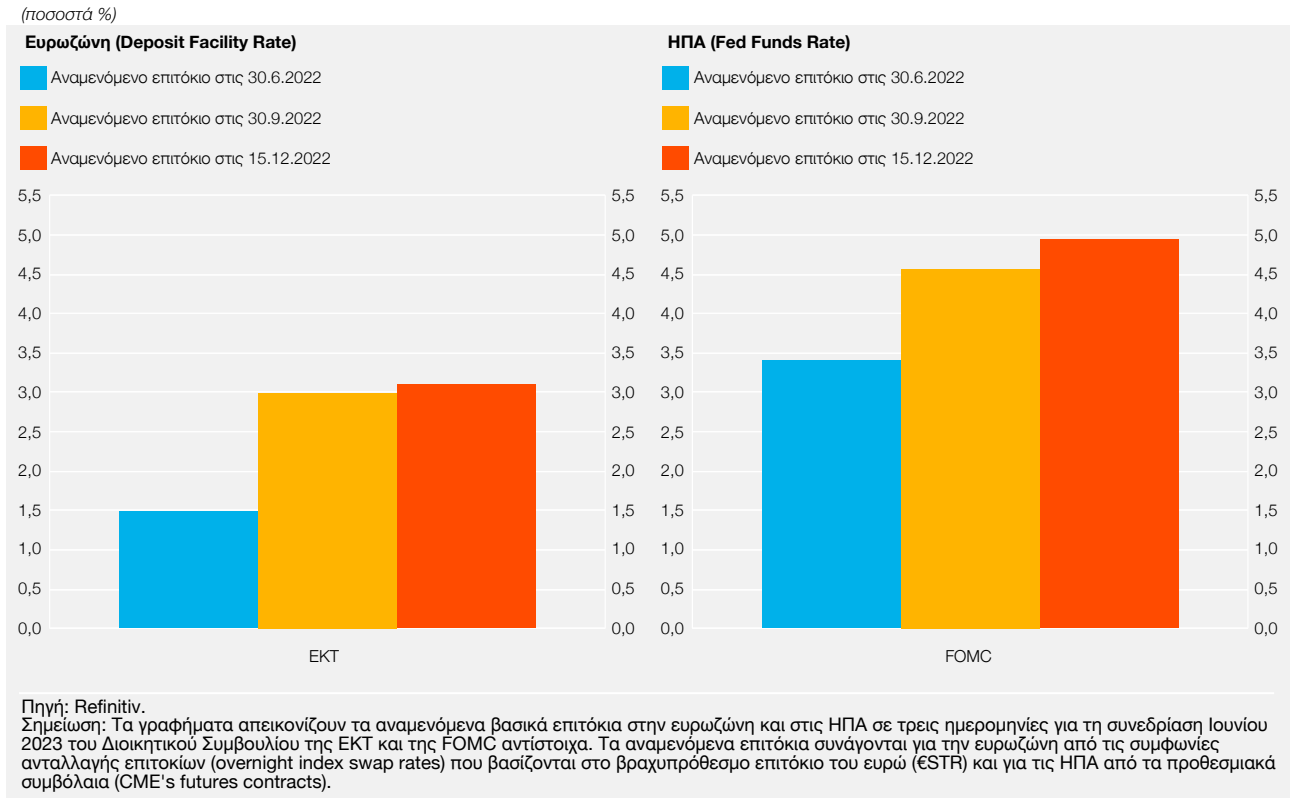
Από την άλλη πλευρά, οι εξελίξεις στην πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου ήταν θετικές εντός του έτους, καθώς δύο οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης αναβάθμισαν την πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου, μειώνοντας την απόσταση από την επενδυτική κατηγορία. Η εξέλιξη αυτή συμβάλλει στην αναβάθμιση και άλλων εκδοτών ομολόγων με έδρα την Ελλάδα, όπως οι τράπεζες, κάτι που συνέβη κατά το ίδιο διάστημα.

Συνολικά, αναμένεται ότι το περιβάλλον αυξημένης μεταβλητότητας θα αποτελέσει σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα τόσο των ροών όσο και του κόστους χρηματοδότησης επιχειρήσεων και κρατών για το αμέσως επόμενο χρονικό διάστημα.

2 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι προσδοκίες των αγορών για τον πληθωρισμό και τα βασικά επιτόκια υποδεικνύουν ότι οι τρέχουσες συνθήκες υψηλού πληθωρισμού και αύξησης επιτοκίων θα συνεχιστούν τους επόμενους μήνες. Ενδεικτικά, τα αναμενόμενα για τον Ιούνιο του 2023 επιτόκια στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ βρίσκονται σήμερα σημαντικά υψηλότερα από ό,τι τον περασμένο Ιούνιο (βλ. Διάγραμμα VII.2). Βέβαια, οι αυξήσεις των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες συνεπάγονται τη

Διάγραμμα VII.2 Αναμενόμενα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ για τον Ιούνιο του 2023



συγκράτηση των ανοδικών τάσεων στις προσδοκίες για τον πληθωρισμό και ειδικά στις μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό, οι οποίες διατηρήθηκαν πλησίον, αν και υψηλότερα, του στόχου των κεντρικών τραπεζών στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη για ρυθμό πληθωρισμού 2% μεσοπρόθεσμα.

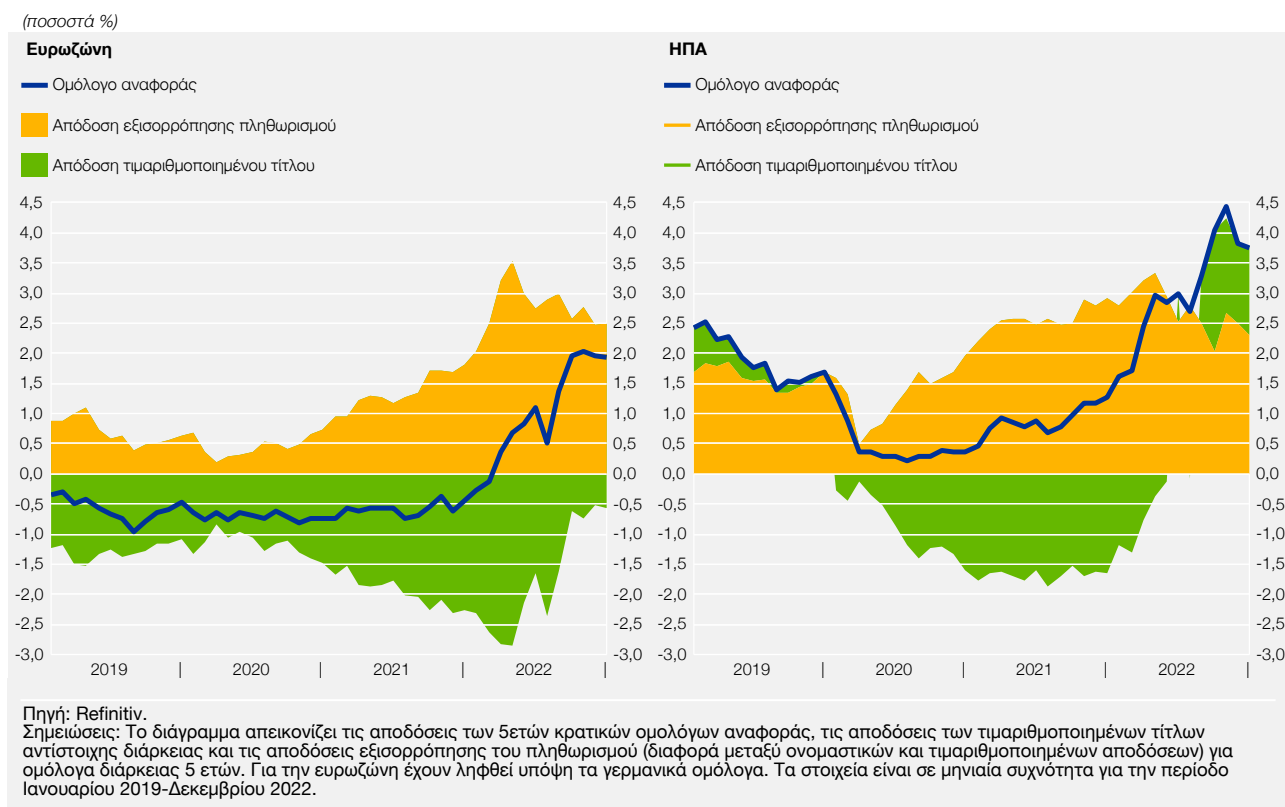
Πιο αναλυτικά, εντός του 2022, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, οι αποφάσεις της οποίας είναι ιδιαίτερα σημαντικές για τις χρηματοπιστωτικές αγορές διεθνώς, έχει ήδη αυξήσει το βασικό επιτόκιο της κατά 425 μονάδες βάσης.² Επιπλέον όμως, από τις προβλέψεις των μελών της FOMC σχετικά με το εύρος του επιτοκίου έως το τέλος του 2023 διαφαίνεται ότι το βασικό επιτόκιο στις ΗΠΑ θα αυξηθεί περαιτέρω εντός του 2023, καθώς η πλειοψηφία των μελών της εν λόγω επιτροπής θεωρεί ότι το επιτόκιο θα πρέπει να ανέλθει σε επίπεδα πάνω από 5,0%.³ Αντίστοιχες προσδοκίες απορρέουν και από τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του βασικού επιτοκίου στις ΗΠΑ, τα οποία προεξοφλούν περαιτέρω άνοδο του βασικού επιτοκίου κατά 50 έως 75 μ.β. ώστε το εύρος του επιτοκίου να ανέλθει έως το επίπεδο 5-5,25% μέχρι τα μέσα του 2023 (βλ. Διάγραμμα VII.2, δεξιό γράφημα), ενώ έως το τέλος του 2023 αναμένεται σταθεροποίηση ή και ελαφρά μείωση των βασικών επιτοκίων των ΗΠΑ.

Στην ευρωζώνη, η ΕΚΤ αποφάσισε την παύση των καθαρών αγορών τίτλων στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος PEPP από τον περασμένο Μάρτιο, ενώ τον Ιούλιο αποφάσισε τον τερματισμό των καθαρών αγορών του προγράμματος APP. Επίσης προέβη σε τέσσερις αυξήσεις επιτοκίων εντός του 2022, αυξάνοντας τα βασικά επιτόκια συνολικά κατά 2,5%. Συγκεκριμένα,

² Συγκεκριμένα, η επιτροπή FOMC της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ ανακοίνωσε στις 16 Μαρτίου 2022 και στις 4 Μαΐου 2022 αύξηση του βασικού επιτοκίου κατά 25 και 50 μονάδες βάσης (μ.β.) αντίστοιχα. Επίσης, στις συνεδριάσεις του Ιουνίου, του Ιουλίου, του Σεπτεμβρίου και του Νοεμβρίου ανακοίνωσε περαιτέρω αύξηση κατά 75 μ.β. κάθε φορά και κατά 50 μ.β. το Δεκέμβριο, διαμορφώνοντας το τρέχον εύρος-στόχο του επιτοκίου σε 4,25-4,5%, από 0-0,25% στις αρχές του 2022.

³ Βλ. Διάγραμμα 2 του FOMC Economic Projections, 14 Δεκεμβρίου 2022.

Διάγραμμα VII.3 Αποδόσεις ομολόγων αναφοράς, τιμαριθμοποιημένων τίτλων και αναμενόμενος πληθωρισμός



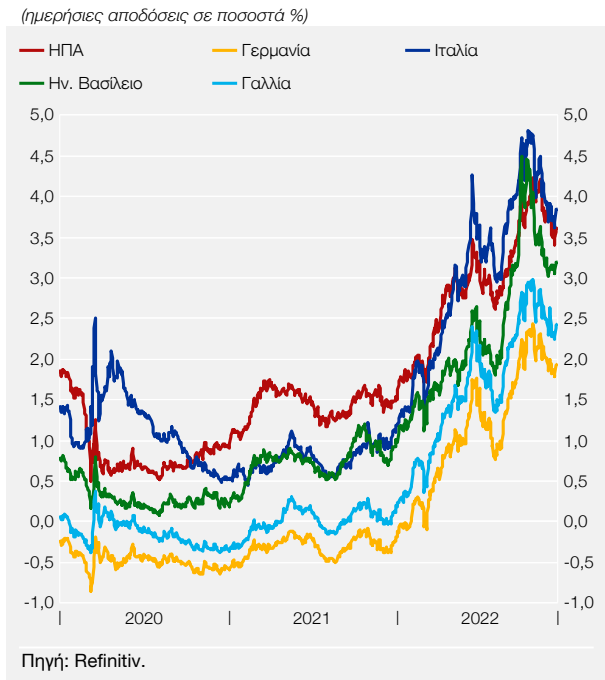
η ΕΚΤ ανακοίνωσε στις 21 Ιουλίου 2022 αύξηση των βασικών επιτοκίων κατά 50 μ.β., ενώ σε κάθε μία από τις συνεδριάσεις του Σεπτεμβρίου και Οκτωβρίου ανακοίνωσε περαιτέρω αύξηση κατά 75 μ.β. Τέλος, στη συνεδρίαση του Δεκεμβρίου αποφάσισε την αύξηση των βασικών επιτοκίων κατά 50 μ.β. και τη μείωση του χαρτοφυλακίου του προγράμματος APP από τις αρχές του Μαρτίου 2023, κατά 15 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο το μήνα έως το τέλος του β' τριμήνου του 2023. Επί του παρόντος, έως τα μέσα του 2023 αναμένονται συνολικές αυξήσεις επιτοκίων κατά 100 μ.β., με το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων να διαμορφώνεται στο 3%, ενώ στη συνέχεια, έως το τέλος του έτους, αναμένεται σταθεροποίηση των βασικών επιτοκίων (βλ. Διάγραμμα VII.2, αριστερό γράφημα).

Οι αποφάσεις για την αύξηση των επιτοκίων φαίνεται ότι έχουν επιδράσει σημαντικά στη διατήρηση των προσδοκιών των επενδυτών για τον πληθωρισμό πλησίον των επιπέδων-στόχων των κεντρικών τραπεζών. Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα VII.3, οι διαφορές των ονομαστικών αποδόσεων από εκείνες των τιμαριθμοποιημένων ομολόγων, δηλ. οι λεγόμενες αποδόσεις εξισορρόπησης του πληθωρισμού (breakeven inflation rates), έχουν μειωθεί σημαντικά τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ, με σημείο καμπής της προγενέστερης αυξητικής τάσης τους το χρονικό σημείο παροχής καθοδηγητικών ενδείξεων (forward guidance) από τις κεντρικές τράπεζες για επερχόμενες αυξήσεις των επιτοκίων τους.⁴ Οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό (για χρονικό διάστημα 5 ετών που αναμένεται να επικρατεί μετά από 5 έτη) παραμένουν και στις δύο περιοχές προσδεμένες στο στόχο που έχουν θέσει οι αντίστοιχες κεντρικές τράπεζες.⁵

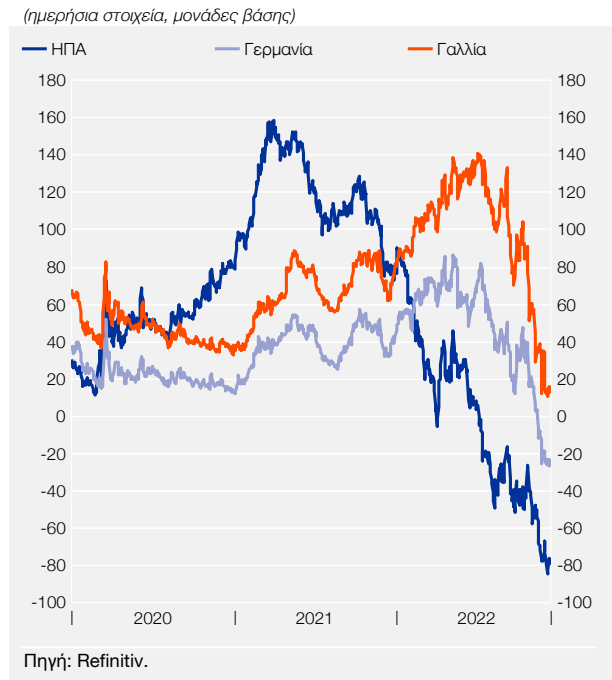
4 Στις 15.12.2022 ο αναμενόμενος πληθωρισμός από τα ομόλογα αναφοράς 5ετούς διάρκειας (5-year breakeven inflation rate) στην ευρωζώνη ήταν 2,28% και στις ΗΠΑ 2,21%, αυξημένος κατά 0,63 ποσ. μον. και μειωμένος κατά 0,57 ποσ. μον. αντίστοιχα σε 12μηνη βάση.

5 Οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό αποτυπώνονται από την αποτίμηση του αναμενόμενου μέσου πληθωρισμού 5 ετών που αναμένεται να επικρατεί μετά από 5 έτη (5-year, 5-year forward inflation-linked rate). Στις 15.12.2022 οι δείκτες αυτοί ήταν 2,33% στην ευρωζώνη και 2,46% στις ΗΠΑ, έναντι 1,97% και 2,57% αντίστοιχα στις αρχές του 2022.

Διάγραμμα VII.4 Αποδόσεις δεκαετών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020 - Δεκέμβριος 2022)



Διάγραμμα VII.5 Διαφορές αποδόσεων 10ετών και 2ετών ομολόγων αναφοράς (Ιανουάριος 2020 - Δεκέμβριος 2022)



Τέλος, οι αποδόσεις των τιμαριθμοποιημένων ομολόγων, οι οποίες είναι ουδέτερες ως προς τον πληθωρισμό, αυξήθηκαν τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ευρωζώνη, αφότου διαφάνηκε η πρόθεση των κεντρικών τραπεζών να προχωρήσουν σε αυξήσεις επιτοκίων, υποδεικνύοντας μειωμένη ροπή προς εξασφάλιση έναντι των πληθωριστικών κινδύνων, σε σύγκριση με τις ονομαστικές αποδόσεις.⁶

Οι προσδοκίες για αύξηση επιτοκίων σε μεγάλες οικονομίες επιδρούν ανοδικά, είτε άμεσα είτε έμμεσα, και στις αποδόσεις των κρατικών και εταιρικών ομολόγων διεθνώς (για επιλεγμένα κρατικά ομόλογα στη ζώνη του ευρώ, βλ. Διάγραμμα VII.4).⁷ Προς το τέλος του έτους, σε συνάφεια με τις προαναφερθείσες προσδοκίες κορύφωσης των βασικών επιτοκίων εντός του 2023, παρατηρήθηκε ομαλοποίηση των αποδόσεων των ομολόγων. Συνολικά η άνοδος των αποδόσεων των πιο ασφαλών κρατικών ομολόγων είναι μικρότερη από εκείνη των κρατικών ομολόγων με χαμηλότερη πιστοληπτική αξιολόγηση ή των εταιρικών ομολόγων. Ενδεικτικά, κατά το 2022 η μέση απόδοση των κρατικών ομολόγων με διαβάθμιση AAA έχει αυξηθεί κατά περίπου 175 μ.β., ενώ η αντίστοιχη άνοδος για τα κρατικά ομόλογα με διαβάθμιση BBB ήταν 240 μ.β. και για εκείνα με διαβάθμιση BB ήταν περίπου 210 μονάδες βάσης.⁸ Σε αυτή την εξέλιξη συμβάλλει η μεγαλύτερη ευαισθησία των τίτλων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης, μεταξύ των οποίων και τα ελληνικά κρατικά ομόλογα, στη μεταβολή των νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς. Συγκεκριμένα, καθώς αυστηροποιούνται σταδιακά οι νομισματικές συνθήκες, το αυξημένο κόστος χρηματοδότησης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων εν γένει μετακυλιείται στις αποδόσεις που απαιτούν οι επενδυτές, επιδρώντας ταυτόχρονα στο βαθμό αποστροφής των επενδυτών στον κίνδυνο, αυξάνοντας έτσι αναλογικά περισσότερο τις αποδόσεις των ομολόγων που έχουν χαμηλότερες πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Αντίστοιχα, καθώς τα εταιρικά ομόλογα θε-

6 Στις 15.12.2022 η απόδοση των 5ετών τιμαριθμοποιημένων ομολόγων της Γερμανίας ήταν -0,13% (+214 μ.β. σε σχέση με τις 31.12.2021). Επίσης, η απόδοση των 5ετών τιμαριθμοποιημένων ομολόγων των ΗΠΑ ήταν 1,42% (+307 μ.β.).

7 Μεταβολή των αποδόσεων των 10ετών ομολόγων μεταξύ 1.1.2022 και 15.12.2022: Γερμανία: +226 μ.β., Γαλλία: +239 μ.β., Ιταλία: +297 μ.β., Ισπανία: +256 μ.β. και Πορτογαλία: +260 μ.β.

8 Τα στοιχεία αυτά αφορούν δείγμα 70 κρατικών ομολόγων, από ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, και αναφέρονται στις διαφορές των μέσων αποδόσεων του μήνα Δεκεμβρίου από εκείνες του Ιανουαρίου του 2022.

ωρούνται λιγότερο ασφαλή από τα κρατικά, η αύξηση των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων ήταν μεγαλύτερη από εκείνη των κρατικών ομολόγων αντίστοιχης πιστοληπτικής αξιολόγησης.⁹

Ταυτόχρονα, λόγω της μεγαλύτερης ανόδου των αποδόσεων των πιο βραχυπρόθεσμων ομολόγων, έχουν μειωθεί οι διαφορές των αποδόσεων μεταξύ μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων κρατικών ομολόγων αναφοράς, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ευρωζώνη (βλ. Διάγραμμα VII.5).¹⁰ Στις ΗΠΑ, η εν λόγω διαφορά έχει υποχωρήσει σε αρνητικά επίπεδα, γεγονός που σύμφωνα με τη βιβλιογραφία αποτελεί σημαντική ένδειξη για επερχόμενη ύφεση στην οικονομία των ΗΠΑ.¹¹ Στην ίδια κατεύθυνση συνηγορεί η παρατήρηση ότι, κατά τη διάρκεια του 2022, τόσο επίσημοι φορείς οικονομικής πολιτικής όσο και ιδιωτικοί φορείς έχουν αναθεωρήσει προς τα κάτω τις εκτιμήσεις τους για την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας και της ευρωζώνης.¹² Μείωση στις διαφορές των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων έναντι των βραχυπρόθεσμων ομολόγων παρατηρείται και στη ζώνη του ευρώ μετά την αύξηση των βασικών επιτοκίων από την ΕΚΤ.

Επιπροσθέτως, οι χαμηλότεροι των αναμενόμενων ρυθμοί ανάπτυξης σε μεγάλες οικονομίες διεθνώς, σε συνδυασμό με την επιδείνωση πρόδρομων δεικτών, έχουν ενισχύσει τις ανησυχίες για ύφεση σε μεγάλες οικονομίες διεθνώς και έχουν οδηγήσει σε αρνητικές αποδόσεις στις αγορές μετοχών.¹³ Επίσης η μεταβλητότητα στις διεθνείς αγορές μετοχών, όπως μετρείται τόσο από τους δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας όσο και από την πραγματοποιηθείσα μεταβλητότητα (*realised volatility*), είναι σημαντικά αυξημένη από τις αρχές του έτους. Κατά συνέπεια, οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες έχουν επιδεινωθεί σημαντικά, ενώ ο συστημικός χρηματοπιστωτικός κίνδυνος έχει αυξηθεί τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ.¹⁴

3 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Σε συνάφεια με τις προαναφερθείσες διεθνείς εξελίξεις, η τάση ανόδου των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων, που παρατηρήθηκε αρχικά το δ' τρίμηνο του 2021, συνεχίστηκε κατά τη διάρκεια του 2022. Έτσι, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχουν αυξηθεί σημαντικά σε σύγκριση με τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα του 2021, σε συνάφεια με την άνοδο των αποδόσεων άλλων κρατικών ομολόγων με πιστοληπτική αξιολόγηση κάτω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας αλλά και εκείνων άλλων χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ με χαμηλότερη της μέσης πιστοληπτική διαβάθμιση.

9 Μεταβολή αποδόσεων, μεταξύ Δεκεμβρίου 2021 και Δεκεμβρίου 2022, για εταιρικά ομόλογα σε ευρώ με αξιολόγηση AAA (iBoxx EUR Non-financials AAA): +225 μ.β., για ομόλογα με αξιολόγηση BBB (iBoxx EUR Non-financials BBB): +300 μ.β. και για ομόλογα με αξιολόγηση χαμηλότερη της επενδυτικής κατηγορίας (iBoxx EUR Liquid High-Yield): +415 μ.β.

10 Μεταβολή των διαφορών αποδόσεων μεταξύ των 10ετών και 2ετών ομολόγων από 1.1.2022 έως 15.12.2022: ΗΠΑ: -156 μ.β., Γερμανία: -75 μ.β., Γαλλία: -64 μ.β.

11 Βλ. μεταξύ άλλων Estrella A. and G.A. Hardouvelis (1991), "The term structure as a predictor of real economic activity", *The Journal of Finance*, 46:2 και Estrella A. and F. Mishkin (1996), "The yield curve as a predictor of recessions", *Current Issues in Economics and Finance*, 2:7.

12 Ενδεικτικά, η ΕΚΤ το Δεκέμβριο του 2021 ανέμενε ρυθμούς ανάπτυξης στην ευρωζώνη για τα έτη 2022 και 2023 4,2% και 2,9% αντίστοιχα, ενώ το Δεκέμβριο του 2022 οι προβλέψεις αυτές αναθεωρήθηκαν σε 3,4% και 0,5% αντίστοιχα. Η έρευνα Survey of Professional Forecasters της ΕΚΤ, δ' τριμήνου του 2022, υποδείκνυε αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης 3,0% και 0,1% για τα έτη 2022 και 2023, δηλ. σημαντικά μειωμένους σε σχέση με την έρευνα του δ' τριμήνου του 2021 (4,5% και 2,2%).

13 Ενδεικτικά, για την ευρωζώνη ο σύνθετος δείκτης PMI (της S&P Global) και ο δείκτης PMI για τη μεταποίηση (PMI Manufacturing) έχουν μειωθεί ήδη από τον Ιούλιο κάτω από το όριο των 50 μονάδων, που σημαίνει υποχώρηση της δραστηριότητας. Ο αντίστοιχος σύνθετος δείκτης PMI για τις ΗΠΑ έπεσε κάτω από το εν λόγω όριο τον Ιούλιο. Αποδόσεις στις αγορές μετοχών: ποσοστιαία μεταβολή δεικτών για το διάστημα 1.1.2022 έως 15.12.2022, S&P 500: -18,3%, EURO STOXX: -13,5%.

14 Οι δείκτες συστημικής πίεσης που καταρτίζει η ΕΚΤ (Composite Indicator of Systemic Stress) παρακολουθούνται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου για τη μέτρηση του συστημικού χρηματοπιστωτικού κινδύνου. Η τιμή του δείκτη για την ευρωζώνη στα μέσα Δεκεμβρίου 2022 ήταν 0,24, με μακροχρόνιο μέσο όρο 0,14, και η αντίστοιχη τιμή για τις ΗΠΑ την ίδια ημερομηνία ήταν 0,15, με μακροχρόνιο μέσο όρο 0,11.

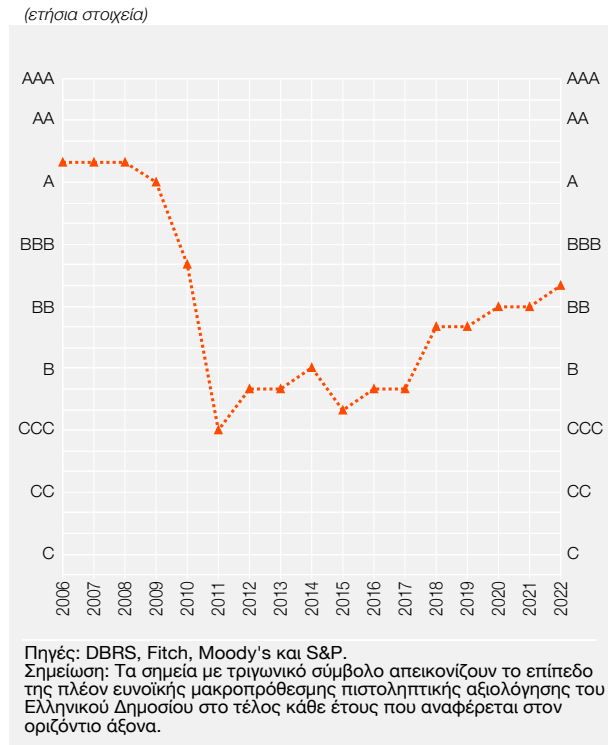
Είναι σαφές ότι η πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας αποτελεί βασικό παράγοντα διαμόρφωσης τόσο του κόστους δανεισμού όσο και της ευαισθησίας των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Κατά συνέπεια, η αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας εντός του 2022 από δύο οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (τον οίκο DBRS και τον οίκο Standard and Poor's) αποτέλεσε σημαντική εξέλιξη.¹⁵ Οι αναβαθμίσεις αυτές έχουν περιορίσει την ελάχιστη διαφορά της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας στη μία βαθμίδα (βλ. Διάγραμμα VII.6).¹⁶ Έτσι, ενδεχόμενη περαιτέρω αναβάθμιση κατά μία βαθμίδα έστω από έναν από τους προαναφερθέντες οίκους που προχώρησαν σε αναβάθμιση το 2022 θα είναι ιδιαίτερα σημαντική εξέλιξη, διότι θα φέρει την ελληνική οικονομία εντός της επενδυτικής κατηγορίας.

Στους παράγοντες που θα οδηγούσαν σε περαιτέρω αναβαθμίσεις περιλαμβάνονται τόσο η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και η επαναφορά πρωτογενών πλεονασμάτων, όσο και η μεγαλύτερη ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας σε όρους ρυθμών ανάπτυξης σε διαταράξεις όπως ο πόλεμος στην Ουκρανία, ανθεκτικότητα την οποία οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης εκτιμούν ότι ενισχύεται από τη χρηματοδότηση στο πλαίσιο του NextGenerationEU. Ταυτόχρονα όμως πρέπει να συνεκτιμηθεί ότι η επιδείνωση του διεθνούς οικονομικού και χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος αναμένεται να δυσχεράνει τις πιστοληπτικές αναβαθμίσεις εν γένει.

Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ελληνικών κρατικών ομολόγων κινήθηκαν έντονα ανοδικά εντός του 2022, ενώ προς το τέλος του έτους παρατηρήθηκε ομαλοποίηση της ανόδου, σε συνάφεια με τις διεθνείς εξελίξεις. Αντίστοιχα, ανοδική τάση έχουν και οι αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων ομολόγων. Οι αυξήσεις στις αποδόσεις των μακροπρόθεσμων τίτλων ήταν μικρότερες από εκείνες των βραχυπρόθεσμων ομολόγων (βλ. Διάγραμμα VII.7). Κατά συνέπεια, το 2022 η καμπύλη αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχει μετατοπιστεί προς τα άνω, ενώ η κλίση της έχει μειωθεί.

Η διαφορά αποδόσεων (spread) του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου έναντι του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας ακολούθησε ανοδική τάση κατά το 2022. Όπως προαναφέρθηκε, η άνοδος αυτή είναι συγκρίσιμη με αυτή της διαφοράς μεταξύ του ιταλικού 10ετούς κρατικού ομο-

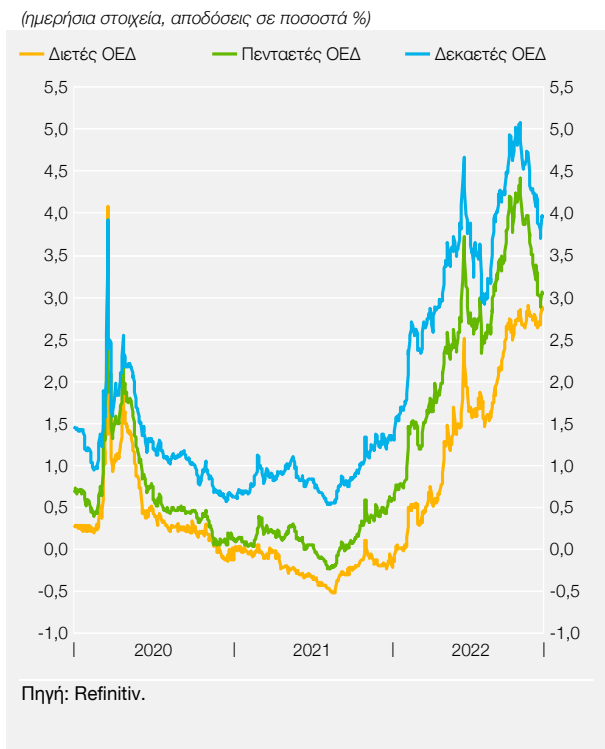
Διάγραμμα VII.6 Πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου (2006-2022)



15 Συγκεκριμένα, στις 18.3.2022 ο οίκος DBRS αναβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου κατά μία βαθμίδα, σε BB high από BB. Στην ανάλυσή του ο οίκος DBRS αναφέρει ότι βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες της αναβάθμισης είναι οι μεταρρυθμίσεις και η εκτίμηση ότι η εφαρμοζόμενη οικονομική πολιτική αποσκοπεί στην αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας. Επίσης, στις 22.4.2022 ο οίκος Standard and Poor's αναβάθμισε αντίστοιχα την πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου κατά μία βαθμίδα σε BB+ από BB, με βάση τη βελτίωση της βαθμολογίας της Ελλάδος στους δείκτες διακυβέρνησης και την εκτίμησή του ότι ο πόλεμος στην Ουκρανία θα έχει περιορισμένο αντίκτυπο τόσο για το δημόσιο όσο και για τον ιδιωτικό τομέα της χώρας. Είχε προηγηθεί στις 14.1.2022 η αναβάθμιση των προοπτικών της πιστοληπτικής αξιολόγησης από τον οίκο Fitch σε θετικές από σταθερές. Τις αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης του ελληνικού δημοσίου ακολούθησαν αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τεσσάρων σημαντικών ελληνικών τραπεζών.

16 Η απόσταση της διαβάθμισης της ελληνικής οικονομίας από την επενδυτική κατηγορία –δηλ. διαβάθμιση ίση με BBB/Baa3/BBB (low) ή καλύτερη– έχει διαμορφωθεί σε 1 βαθμίδα με βάση την αξιολόγηση των S&P και DBRS, σε 2 βαθμίδες με βάση την αξιολόγηση του Fitch και σε 3 βαθμίδες με βάση την αξιολόγηση του Moody's.

Διάγραμμα VII.7 Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020 - Δεκέμβριος 2022)



Διάγραμμα VII.8 Διαφορά αποδόσεων δεκαετών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020 - Δεκέμβριος 2022)



λόγου από το αντίστοιχο γερμανικό, παρά τη χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου (βλ. Διάγραμμα VII.8). Η αύξηση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ των ελληνικών έναντι των ιταλικών τίτλων, που παρατηρήθηκε μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία και τη συνακόλουθη αύξηση της μεταβλητότητας στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, απαλείφθηκε προς το τέλος του γ' τριμήνου του τρέχοντος έτους.

Κατά τα προγενέστερα έτη, δηλ. πριν από το 2022, εν μέσω των εξαιρετικά ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών, το Ελληνικό Δημόσιο προέβη σε εκδόσεις ομολόγων μακράς διάρκειας με χαμηλό κόστος δανεισμού, βελτιώνοντας σημαντικά το προφίλ του δημόσιου χρέους αναφορικά με τα υφιστάμενα ομόλογα. Η εκδοτική δραστηριότητα συνεχίστηκε από τον Ιανουάριο έως τα μέσα Δεκεμβρίου 2022, με μικρότερο ρυθμό και με υψηλότερο κόστος δανεισμού σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2021.¹⁷ Παρά τη μείωση των νέων εκδόσεων σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, κυρίως λόγω του διεθνούς περιβάλλοντος αυξημένων επιτοκίων, οι υποχρεώσεις του Ελληνικού Δημοσίου σε ομόλογα που λήγουν εντός του 2022 έχουν ήδη καλυφθεί από τις νέες εκδόσεις. Επίσης εκδόθηκαν έντοκα γραμμάτια 3, 6, και 12 μηνών ύψους 22,6 δισεκ. ευρώ, έναντι 24,2 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2021, με το μεσοσταθμικό κόστος των εκδόσεων να εμφανίζει σημαντική αύξηση (0,63% από -0,35% το 2021).

Τέλος, οι όγκοι συναλλαγών στην αγορά κρατικών ομολόγων έχουν υποχωρήσει κατά την υπό εξέταση περίοδο του 2022 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2021. Συγκεκριμένα, η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) διαμορφώ-

17 Από την αρχή του 2022 έως τις 15.12.2022 εκδόθηκαν ομόλογα σταθερού επιτοκίου συνολικού ύψους 6,1 δισεκ. ευρώ, με μεσοσταθμική απόδοση 2,46%, καθώς και ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου (123 μονάδες βάσης επιπλέον του Euribor) συνολικού ύψους 2,2 δισεκ. ευρώ. Την αντίστοιχη περίοδο του 2021 είχαν εκδοθεί ομόλογα σταθερού επιτοκίου συνολικού ύψους 14 δισεκ. ευρώ, με μεσοσταθμική απόδοση 0,868%. Σύμφωνα με τη στρατηγική του ΟΔΔΗΧ για τη χρηματοδότηση του ελληνικού δημόσιου χρέους (βλ. ΟΔΔΗΧ "Hellenic Republic – Funding Strategy for 2022"), εντός του 2022 έληξαν ομόλογα ύψους 8 δισεκ. ευρώ.

θηκε σε περίπου 87,5 εκατ. ευρώ από την αρχή του έτους έως τα μέσα Δεκεμβρίου 2022, έναντι 113,1 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2021. Την ίδια περίοδο στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), μέσω του οποίου διακανονίζονται τόσο εγχώριες όσο και διεθνείς συναλλαγές, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών διαμορφώθηκε σε 475 εκατ. ευρώ, έναντι 753 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο.

4 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

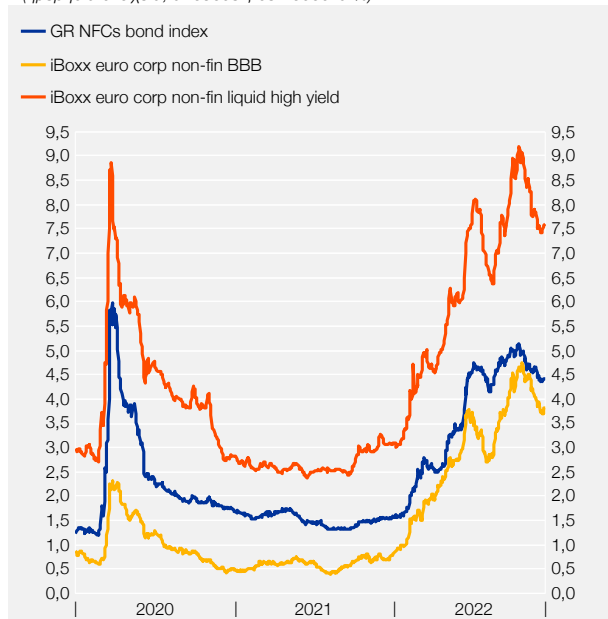
Οι εξελίξεις ήταν δυσμενείς στις διεθνείς αγορές εταιρικών ομολόγων, από την αρχή του 2022, καθώς οι αποδόσεις των υφιστάμενων ομολόγων και το κόστος δανεισμού στις νέες εκδόσεις έχουν αυξηθεί, ενώ η εκδοτική δραστηριότητα έχει περιοριστεί. Παρομοίως, οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ακολούθησαν έντονη ανοδική τάση κατά τη διάρκεια του 2022 (βλ. Διάγραμμα VII.9).

Η άνοδος των αποδόσεων επηρέασε την εκδοτική δραστηριότητα των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στις αγορές ομολόγων, με αποτέλεσμα το σημαντικό περιορισμό των νέων εκδόσεων. Έτσι, από τον Ιανουάριο και έως τα μέσα Δεκεμβρίου 2022 οι νέες εκδόσεις ελληνικών εταιρικών ομολόγων είναι σημαντικά μειωμένες σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2021, σε συνάφεια με την επιδείνωση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος.¹⁸ Πάντως, είναι σημαντικό ότι οι ελληνικές εκδότριες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν περιορισμένες ανάγκες αναχρηματοδότησης ομολόγων που λήγουν εντός του 2022 και του 2023.¹⁹

Η συνολική 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 συνυπολογιστούν οι εκδόσεις, οι λήξεις και οι αποπληρωμές, ανέρχεται σε περίπου 5,2 δισεκ. ευρώ. Όσον αφορά την εγχώρια αγορά, από την έναρξη λειτουργίας της το 2017 μέχρι και τα μέσα Δεκεμβρίου 2022 έχουν πραγματοποιηθεί

Διάγραμμα VII.9 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2020 - Δεκέμβριος 2022)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστά %)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (GR NFCs bond index) και Datastream από Refinitiv (iBoxx euro corp non-fin BBB, iBoxx euro corp non-fin liquid high yield).

Σημείωση: Ο δείκτης GR NFCs bond index απεικονίζει τη μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που έχουν εκδώσει τίτλους (Eurobonds) σε διεθνείς αγορές ομολόγων από το Δεκέμβριο του 2012 και εξής. Οι δείκτες iBoxx είναι μεσοσταθμικοί δείκτες για εταιρικά ομόλογα μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε ευρώ. Ο δείκτης "iBoxx euro corp non-fin BBB" περιέχει ομόλογα εταιρειών με πιστοληπτική διαβάθμιση BBB και ο δείκτης "iBoxx euro corp non-fin liquid high yield" ομόλογα εταιρειών με πιστοληπτική διαβάθμιση κάτω από το όριο της επενδυτικής βαθμίδας (high yield/non-investment grade).

18 Την περίοδο 1.1.2022 έως 15.12.2022 έχουν πραγματοποιηθεί τέσσερις νέες εκδόσεις συνολικού ύψους 530 εκατ. ευρώ στην εγχώρια αγορά, με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο και μεσοσταθμική απόδοση στην έκδοση 3,95%. Την αντίστοιχη περίοδο του 2021 είχαν πραγματοποιηθεί στις διεθνείς αγορές πέντε νέες εκδόσεις συνολικού ύψους 2,375 δισεκ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 2,86% (μεσοσταθμική απόδοση στην έκδοση 2,88%) και στην εγχώρια αγορά επτά νέες εκδόσεις συνολικού ύψους 1,42 δισεκ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο και μεσοσταθμική απόδοση στην έκδοση 2,36%.

19 Συνολικά το ύψος των ομολόγων που έχουν εκδοθεί είτε στη διεθνή είτε στην εγχώρια αγορά και θα λήξουν το Δεκέμβριο του 2022 και το 2023 ανέρχεται σε 115 εκατ. ευρώ.

εκδόσεις ομολόγων από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνολικού ύψους περίπου 4,4 δισεκ. ευρώ, με το υφιστάμενο υπόλοιπο να ανέρχεται σε περίπου 3,7 δισεκ. ευρώ.

Επίσης, 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 αντίστοιχοι τίτλοι ύψους 800 εκατ. ευρώ.

5 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

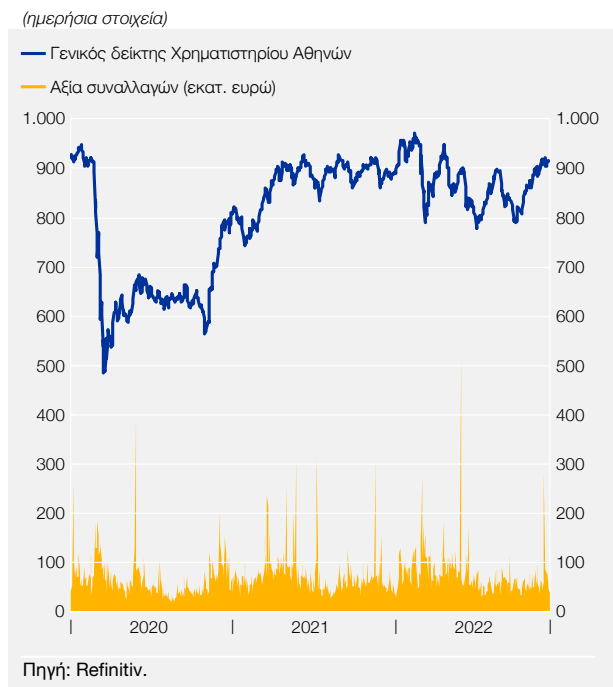
5.1 Τιμές μετοχών

Οι αναθεωρήσεις επί τα χείρω των προοπτικών της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς, τα αυξημένα επιτόκια, καθώς και οι προσδοκίες για μειωμένη κερδοφορία των επιχειρήσεων, έχουν επιδεινώσει το επενδυτικό κλίμα στις διεθνείς αγορές μετοχών. Ενδεικτικά, σε συνάφεια με την επιδείνωση των προοπτικών της οικονομικής δραστηριότητας, έχουν αναθεωρηθεί επί τα χείρω οι προοπτικές της κερδοφορίας των εισηγμένων επιχειρήσεων στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη.²⁰ Έτσι, το 2022 παρατηρούνται υποχώρηση των τιμών και σημαντική άνοδος της μεταβλητότητας τόσο στις διεθνείς αγορές όσο και στην ελληνική αγορά.²¹

Σε αυτό το περιβάλλον, οι τιμές των μετοχών στο Χρημαστίριο Αθηνών (ΧΑ) συνολικά δεν παρουσίασαν αξιοσημείωτες μεταβολές το υπό εξέταση διάστημα του 2022 (μεταβολή Γενικού Δείκτη από 1.1.2022 έως 15.12.2022: +2,7%, βλ. Διάγραμμα VII.10). Βέβαια, πρέπει να επισημανθεί ότι οι ελληνικές μετοχές έχουν καταγράψει σημαντικά καλύτερη επίδοση από τις μετοχές στις ΗΠΑ (S&P 500: -18,3%) και την ευρωζώνη (EURO STOXX: -13,5%, DAX: -12,0%, CAC 40: -8,8%, FTSE MIB: -13,2%), γεγονός που συνδέεται τόσο με την προγενέστερη μεγαλύτερη πτώση των τιμών των ελληνικών μετοχών όσο και με την μεγαλύτερη του αναμενομένου ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας. Από τους επιμέρους κλάδους, εκείνος των τροφίμων παρουσιάζει τις μεγαλύτερες αρνητικές αποδόσεις (-25,7%), ενώ ο κλάδος της ενέργειας καταγράφει έντονα θετικές αποδόσεις (+42,7%).

Η συναλλακτική δραστηριότητα (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών) την περίοδο από τις αρχές Ιανουαρίου έως τις 15.12.2022 ανήλθε σε 74,6 εκατ. ευρώ, παραμένοντας σχετικά στα-

Διάγραμμα VII.10 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρημαστίριου Αθηνών και αξία συναλλαγών (Ιανουάριος 2020 - Δεκέμβριος 2022)



20 Ενδεικτικά, σύμφωνα με το I/B/E/S Global Aggregates της Refinitiv, οι αναλυτές αναμένουν μειωμένο ρυθμό μεταβολής της κερδοφορίας (EPS growth) των επιχειρήσεων του δείκτη S&P 500 στις ΗΠΑ το οικονομικό έτος 2023: από +10,1% στο τέλος του 2021 σε +3,7% στα μέσα Δεκεμβρίου 2022. Κατά το ίδιο χρονικό διάστημα, οι προσδοκίες των αναλυτών για το ρυθμό μεταβολής της κερδοφορίας των επιχειρήσεων του δείκτη DAX στη Γερμανία κατά το οικονομικό έτος 2023 έχουν μειωθεί από +9,1% σε +2,0%.

21 Μεταβολή μέσου όρου των δεικτών τεκμαρτής μεταβλητότητας μετοχών την περίοδο 1.1.-15.12.2022 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2021: VIX: +31%, VDAX: +33%, VSTOXX: +37%. Μεταβολή μέσου όρου των τυπικών αποκλίσεων ημερήσιων αποδόσεων το ίδιο χρονικό διάστημα: ΓΔΧΑ: +30%, EURO STOXX: +76%.

θερή σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2021 (72,1 εκατ. ευρώ). Την ίδια περίοδο του 2022 τρεις εταιρίες εισήχθησαν στην κύρια αγορά του ΧΑ, μία εκ των οποίων ήταν προηγουμένως εισηγμένη στην εναλλακτική αγορά, δύο εισήχθησαν στην εναλλακτική αγορά του ΧΑ, ενώ τέσσερις διαγράφηκαν από την κύρια αγορά. Τέλος, πραγματοποιήθηκαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου από εισηγμένες εταιρίες του μη χρηματοπιστωτικού τομέα συνολικού ύψους περίπου 450 εκατ. ευρώ, έναντι περίπου 1,7 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2021.²²

5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Τα αποτελέσματα και η αποδοτικότητα των εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών εταιριών με έδρα στην Ελλάδα βελτιώθηκαν το πρώτο εξάμηνο του 2022 σε σχέση με το πρώτο εξάμηνο του 2021. Σύμφωνα με τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 108 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων για το πρώτο εξάμηνο του 2022, ο κύκλος εργασιών, τα μικτά κέρδη και τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) αυξήθηκαν κατά 64,5%, 54,6% και 63,4% αντίστοιχα έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2021. Τα κέρδη από λειτουργικές δραστηριότητες (EBIT) ανήλθαν σε περίπου 3,8 δισεκ. ευρώ, έναντι περίπου 1,8 δισεκ. ευρώ το πρώτο εξάμηνο του 2021, ενώ τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε περίπου 3,4 δισεκ. ευρώ έναντι 1,7 δισεκ. ευρώ το πρώτο εξάμηνο του 2021.

Το περιθώριο EBITDA για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων υποχώρησε ελαφρώς το πρώτο εξάμηνο του 2022 σε σχέση με ένα έτος νωρίτερα.²³ Σημειώνεται όμως ότι υπάρχει ετερογένεια μεταξύ των κλάδων της οικονομίας ως προς το ρυθμό μεταβολής του περιθωρίου EBITDA, με τους κλάδους της ενέργειας και της ανάπτυξης ακινήτων να εμφανίζουν τις μεγαλύτερες αυξήσεις και τους κλάδους κοινής ωφέλειας και παροχής υπηρεσιών υγείας τις μεγαλύτερες μειώσεις.²⁴ Αντίστοιχα συμπεράσματα προκύπτουν και από την εξέταση του περιθωρίου κερδών προ φόρων.²⁵

Οι δείκτες αποδοτικότητας συνολικών και ιδίων κεφαλαίων για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων αυξήθηκαν το πρώτο εξάμηνο του 2022 έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2021, ενώ ετερογένεια παρατηρείται μεταξύ των κλάδων.²⁶ Επιπλέον, ο δείκτης ρευστότητας αυξήθηκε το πρώτο εξάμηνο του 2022 έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2021 για το σύνολο των εισηγμένων, παρουσιάζοντας και σ' αυτή την περίπτωση ετερογένεια μεταξύ των κλάδων.²⁷ Τέλος, ο δείκτης μόχλευσης βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το πρώτο εξάμηνο του 2021, γεγονός που ισχύει για τους περισσότερους κλάδους.²⁸

- 22 Σημειώνεται ότι στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου του έτους 2021 περιλαμβάνεται εκείνη της ΔΕΗ ύψους 1,35 δισεκ. ευρώ.
- 23 Ο δείκτης ορίζεται ως η διάμεσος του λόγου "EBITDA προς πωλήσεις" και για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων υποχώρησε σε 12,4% το πρώτο εξάμηνο του 2022 από 13,0% το πρώτο εξάμηνο 2021.
- 24 Αύξηση περιθωρίου EBITDA την υπό εξέταση περίοδο παρουσιάζουν οι κλάδοι ανάπτυξης ακινήτων (20,1% από 16,1%), ενέργειας (7,0% από 4,0%) και τεχνολογίας (15,9% από 13,1%). Μείωση παρουσιάζουν οι κλάδοι παροχής υπηρεσιών υγείας (18,3% από 25,2%), κοινής ωφέλειας (20,0% από 26,8%), εμπορίου (9,5% από 10,1%), πρώτων υλών (11,3% από 11,9%), βιομηχανίας (14,0% από 14,3%) και τηλεπικοινωνιών (7,6% από 7,9%).
- 25 Ο δείκτης ορίζεται ως η διάμεσος του λόγου "κέρδη προ φόρων προς πωλήσεις" και διαμορφώθηκε για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων σε 5,6% το πρώτο εξάμηνο του 2022, έναντι 5,7% το πρώτο εξάμηνο του 2021. Τέσσερις κλάδοι παρουσίασαν αύξηση του περιθωρίου μικτού κέρδους το υπό εξέταση διάστημα και πέντε κλάδοι μείωση. Ενδεικτικά, ο κλάδος της ενέργειας παρουσίασε αύξηση σε 5,9% από 2,2% και ο κλάδος της κοινής ωφέλειας μείωση σε 9,2% από 17,5%.
- 26 Δείκτες αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων: 1,8% το πρώτο εξάμηνο του 2022, έναντι 1,7% το πρώτο εξάμηνο του 2021. Δείκτες αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων: 6,9% από 6,3%. Οι δείκτες αποδοτικότητας συνολικών (RoA) και ιδίων κεφαλαίων (RoE) ορίζονται ως η διάμεσος του λόγου των κερδών προ φόρων προς το μέσο όρο των συνολικών και ιδίων κεφαλαίων αντίστοιχα (αποκλείονται οι εταιρίες με αρνητικά ίδια κεφάλαια). Τέσσερις κλάδοι παρουσίασαν αύξηση της αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων το υπό εξέταση διάστημα και πέντε κλάδοι μείωση. Ενδεικτικά, αύξηση παρουσίασε ο κλάδος της ενέργειας (RoA: 8,3% από 2,8% και RoE κεφαλαίων: 30,2% από 11,6%) και μείωση ο κλάδος της κοινής ωφέλειας (RoA: 0,9% από 1,7% και RoE: 1,8% από 3,3%).
- 27 Ο δείκτης ορίζεται ως η διάμεσος του λόγου "κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις" και για το σύνολο των εισηγμένων διαμορφώθηκε σε 1,5 το πρώτο εξάμηνο του 2022, από 1,4 το πρώτο εξάμηνο του 2021. Τρεις κλάδοι παρουσίασαν αύξηση του δείκτη ρευστότητας το υπό εξέταση διάστημα και έξι κλάδοι μείωση.
- 28 Ο δείκτης ορίζεται ως η διάμεσος του λόγου "συνολικός δανεισμός προς σύνολο ενεργητικού" και διαμορφώθηκε σε 34,3% το πρώτο εξάμηνο του 2022, έναντι 36,6% το πρώτο εξάμηνο του 2021. Ο δείκτης μειώθηκε για οκτώ κλάδους, ενώ ένας κλάδος παρουσίασε αύξηση.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	150
2	Ισοζύγιο πληρωμών	151
3	Ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	152
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	153
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα από τα εγχώρια NXI	154
6	Τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	155
7	Τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	156

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 (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	
2018	101,0	0,6	102,0	0,7	99,6	0,5	100,3	0,1	100,2	0,1	
2019	101,3	0,3	101,6	-0,4	100,8	1,2	100,4	0,1	100,6	0,4	
2020	100,0	-1,2	100,0	-1,6	100,0	-0,8	100,0	-0,4	100,0	-0,6	
2021	101,2	1,2	102,4	2,4	99,5	-0,5	100,2	0,2	99,9	-0,1	
2020	I	100,7	0,4	100,9	0,2	100,3	0,6	99,8	0,4	99,7	0,6
	II	100,6	-1,4	100,6	-2,0	100,5	-0,6	101,0	0,0	101,2	-0,2
	III	98,9	-1,9	98,3	-2,0	99,6	-1,8	99,2	-0,7	99,0	-1,1
	IV	99,9	-2,1	100,1	-2,5	99,5	-1,4	100,0	-1,2	100,0	-1,6
2021	I	99,1	-1,6	99,0	-1,9	99,2	-1,1	98,6	-1,2	98,1	-1,6
	II	100,9	0,3	101,8	1,2	99,5	-1,0	100,1	-0,9	100,1	-1,2
	III	100,7	1,8	101,5	3,2	99,4	-0,2	99,4	0,2	98,9	-0,2
	IV	104,3	4,4	107,2	7,1	99,8	0,3	102,7	2,7	102,5	2,4
2022	I	106,4	7,4	110,5	11,7	100,0	0,7	103,8	5,3	103,2	5,2
	II	112,2	11,2	118,9	16,8	101,5	2,0	107,9	7,9	106,9	6,9
	III	112,4	11,7	118,5	16,8	102,8	3,4	107,4	8,0	105,0	6,2
2020	Ιαν.	100,5	0,9	100,8	0,7	100,0	1,1	99,2	0,3	98,9	0,6
	Φεβρ.	100,0	0,2	99,8	-0,1	100,3	0,7	98,8	0,0	98,5	0,2
	Μάρτ.	101,6	0,0	102,2	-0,1	100,6	0,1	101,3	0,7	101,7	1,0
	Απρ.	101,1	-1,4	101,3	-2,4	100,9	0,0	101,4	-0,1	101,8	-0,1
	Μάιος	100,3	-1,1	99,9	-2,0	100,9	0,1	100,9	0,5	101,2	0,6
	Ιούν.	100,3	-1,6	100,7	-1,4	99,8	-1,8	100,6	-0,5	100,8	-1,0
	Ιούλ.	98,6	-1,8	97,6	-1,8	100,1	-1,9	99,0	-0,5	98,8	-0,9
	Αύγ.	98,0	-1,9	96,9	-2,1	99,6	-1,7	98,3	-0,6	97,9	-1,0
	Σεπτ.	100,0	-2,0	100,5	-2,2	99,3	-1,7	100,4	-1,0	100,4	-1,5
	Οκτ.	100,3	-1,8	100,8	-2,0	99,6	-1,4	100,5	-0,9	100,7	-1,3
	Νοέμ.	99,4	-2,1	99,3	-2,7	99,7	-1,2	99,5	-1,3	99,4	-1,7
	Δεκ.	99,8	-2,3	100,3	-2,8	99,2	-1,6	100,0	-1,4	100,0	-1,9
2021	Ιαν.	98,5	-2,0	98,2	-2,6	99,1	-0,9	98,4	-0,8	97,7	-1,2
	Φεβρ.	98,7	-1,3	98,5	-1,3	99,2	-1,1	98,3	-0,6	97,6	-0,9
	Μάρτ.	99,9	-1,6	100,3	-1,9	99,4	-1,3	99,2	-2,1	99,0	-2,6
	Απρ.	100,8	-0,3	101,8	0,5	99,4	-1,5	100,2	-1,2	100,3	-1,5
	Μάιος	100,4	0,1	101,0	1,2	99,5	-1,3	99,7	-1,2	99,5	-1,6
	Ιούν.	101,4	1,0	102,5	1,8	99,6	-0,2	100,4	-0,2	100,4	-0,4
	Ιούλ.	100,0	1,4	100,3	2,8	99,5	-0,6	98,9	-0,1	98,3	-0,4
	Αύγ.	99,8	1,9	100,2	3,4	99,3	-0,3	98,5	0,2	97,7	-0,3
	Σεπτ.	102,2	2,2	103,9	3,4	99,6	0,3	100,9	0,5	100,6	0,1
	Οκτ.	103,8	3,4	106,2	5,3	100,0	0,3	102,1	1,6	101,9	1,2
	Νοέμ.	104,2	4,8	107,1	7,9	99,8	0,1	102,4	2,9	102,0	2,7
	Δεκ.	105,0	5,1	108,3	8,0	99,7	0,5	103,6	3,5	103,4	3,4
2022	Ιαν.	104,7	6,2	107,9	9,9	99,6	0,5	102,6	4,3	102,0	4,4
	Φεβρ.	105,8	7,2	109,7	11,4	99,8	0,6	103,3	5,2	102,7	5,2
	Μάρτ.	108,8	8,9	114,0	13,7	100,5	1,1	105,5	6,3	105,0	6,1
	Απρ.	111,1	10,2	117,6	15,6	100,7	1,3	107,6	7,4	106,9	6,6
	Μάιος	111,8	11,3	118,4	17,2	101,4	1,9	107,5	7,8	106,3	6,8
	Ιούν.	113,6	12,1	120,7	17,7	102,4	2,8	108,8	8,4	107,6	7,2
	Ιούλ.	111,5	11,6	117,3	16,9	102,5	3,0	106,8	8,0	104,7	6,5
	Αύγ.	111,2	11,4	116,7	16,5	102,5	3,3	106,3	7,9	103,6	6,1
	Σεπτ.	114,5	12,0	121,5	16,9	103,4	3,8	109,1	8,1	106,8	6,2
	Οκτ.	113,2	9,1	119,2	12,2	103,6	3,7	109,7	7,4	107,2	5,2
	Νοέμ.	113,1	8,5	119,2	11,3	103,5	3,7	109,8	7,2	107,0	4,9

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Οκτώβριος		
	2019	2020	2021	2020	2021	2022
I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΓΩΝ (I.A + I.B + I.Γ + I.Δ)	-2.725,5	-10.964,4	-12.271,6	-9.086,2	-7.253,9	-13.551,5
ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A + I.B)	-1.717,4	-11.249,7	-13.874,1	-8.921,0	-8.557,1	-13.492,7
Εξαγωγές	72.596,2	51.615,7	74.384,3	43.268,0	61.762,4	86.226,2
Εισαγωγές	74.313,6	62.865,5	88.258,4	52.189,0	70.319,5	99.718,9
I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ (I.A.1 - I.A.2)	-22.833,3	-18.528,1	-26.719,1	-15.563,4	-20.506,8	-32.214,6
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	32.433,6	28.904,4	39.327,9	23.611,0	31.835,1	44.421,2
Καύσιμα	9.078,8	6.102,5	10.210,2	4.876,6	8.145,8	14.689,6
Πλοία (πωλήσεις)	91,5	153,1	121,4	74,5	86,8	90,0
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	23.263,4	22.648,9	28.996,3	18.659,9	23.602,5	29.641,5
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	55.266,9	47.432,5	66.046,9	39.174,5	52.341,9	76.635,8
Καύσιμα	14.119,3	9.298,4	16.087,3	7.599,4	12.186,5	25.256,9
Πλοία (αγορές)	436,6	217,9	144,4	140,7	116,9	346,7
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	40.711,1	37.916,1	49.815,1	31.434,3	40.038,4	51.032,2
I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1 - I.B.2)	21.115,9	7.278,3	12.845,0	6.642,4	11.949,7	18.721,9
I.B.1 Εισπράξεις	40.162,6	22.711,3	35.056,4	19.657,0	29.927,3	41.805,0
Ταξιδιωτικό	18.178,8	4.318,8	10.502,7	4.213,7	10.045,6	17.114,8
Μεταφορές	17.303,1	13.814,2	18.728,1	11.792,3	15.182,4	19.488,6
Λοιπές υπηρεσίες	4.680,7	4.578,3	5.825,7	3.650,9	4.699,3	5.201,6
I.B.2 Πληρωμές	19.046,8	15.433,0	22.211,5	13.014,5	17.977,6	23.083,1
Ταξιδιωτικό	2.743,8	792,9	1.112,5	723,2	883,7	1.678,4
Μεταφορές	11.377,4	9.873,0	15.078,7	8.418,6	12.162,1	16.055,9
Λοιπές υπηρεσίες	4.925,5	4.767,1	6.020,3	3.872,8	4.931,8	5.348,8
I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)	-1.591,6	-275,9	368,7	-327,2	498,2	51,5
I.Γ.1 Εισπράξεις	6.202,9	6.324,1	6.608,1	5.428,9	5.642,3	5.914,4
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	246,9	201,4	220,2	168,9	173,1	185,0
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	3.046,7	2.942,0	3.019,2	2.309,7	2.457,2	2.919,4
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	2.909,3	3.180,7	3.368,8	2.950,3	3.012,1	2.810,0
I.Γ.2 Πληρωμές	7.794,5	6.599,9	6.239,4	5.756,1	5.144,1	5.862,8
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.411,6	1.336,4	1.309,7	1.134,9	1.069,7	1.251,1
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	5.975,9	4.838,8	4.433,3	4.261,8	3.640,2	4.028,6
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	407,0	424,7	496,5	359,4	434,2	583,2
I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)	583,5	561,2	1.233,8	162,0	805,0	-110,3
I.Δ.1 Εισπράξεις	3.827,9	4.064,5	5.008,2	3.054,2	3.968,1	3.834,5
Γενική κυβέρνηση	2.361,2	2.452,7	3.561,7	1.731,4	2.798,4	2.421,7
Λοιποί τομείς	1.466,8	1.611,9	1.446,5	1.322,8	1.169,7	1.412,8
I.Δ.2 Πληρωμές	3.244,5	3.503,4	3.774,4	2.892,2	3.163,2	3.944,9
Γενική κυβέρνηση	1.830,3	1.914,9	2.297,1	1.545,0	1.944,3	2.620,2
Λοιποί τομείς	1.414,2	1.588,5	1.477,2	1.347,2	1.218,9	1.324,7
II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1 - II.2)	679,8	2.733,6	4.000,9	1.838,4	3.105,5	2.653,6
II.1 Εισπράξεις	1.178,7	3.124,5	4.915,0	2.205,5	3.945,2	3.159,0
Γενική κυβέρνηση	1.023,0	2.932,0	4.055,5	2.055,3	3.436,7	2.094,9
Λοιποί τομείς	155,8	192,5	859,5	150,1	508,5	1.064,1
II.2 Πληρωμές	498,9	390,9	914,1	367,1	839,7	505,4
Γενική κυβέρνηση	4,9	4,4	5,0	3,7	3,9	6,0
Λοιποί τομείς	494,0	386,5	909,1	363,4	835,8	499,4
ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I + II)	-2.045,6	-8.230,9	-8.270,7	-7.247,8	-4.148,4	-10.897,9
III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)	-2.247,0	-7.747,7	-7.107,6	-6.476,4	-3.487,5	-8.996,7
III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-3.910,5	-2.332,3	-4.412,6	-1.930,4	-3.467,8	-4.598,6
Απαιτήσεις	562,4	568,6	1.147,7	428,0	989,4	1.094,1
Υποχρεώσεις	4.472,9	2.900,9	5.560,4	2.358,4	4.457,3	5.692,7
III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ¹	24.231,5	48.339,5	23.829,9	39.909,3	14.532,3	9.628,2
Απαιτήσεις	25.927,1	35.443,0	27.316,7	31.191,2	18.563,6	9.788,0
Υποχρεώσεις	1.695,6	-12.896,5	3.486,7	-8.718,1	4.031,3	159,8
III.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-22.652,0	-55.291,1	-29.060,9	-45.599,9	-16.973,2	-11.915,7
Απαιτήσεις	-3.605,6	2.362,1	3.713,7	2.766,8	4.315,0	-2.443,7
Υποχρεώσεις	19.046,4	57.653,2	32.774,6	48.366,7	21.288,2	9.472,0
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	-4.444,8	1.342,6	-957,9	-507,8	-378,6	-1.980,3
III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ¹	84,0	1.536,2	2.536,0	1.144,6	2.421,3	-2.110,7
IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I + II - III + IV=0)	-201,3	483,2	1.163,1	771,4	661,0	1.901,2
ΥΦΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	7.571	9.739	12.770	9.693	12.270	11.083

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

Πίνακας 3 Ελλάδα: Ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά ΝΧΙ,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	Καταθέσεις μίας ημέρας ²	Λοιπές καταθέσεις και ρέπος	
2017	126.346	120.239	6.107	77.124	49.222	
2018	134.489	127.865	6.624	83.037	51.452	
2019	143.123	136.392	6.730	92.261	50.862	
2020	163.220	156.421	6.799	116.484	46.736	
2021	180.003	172.807	7.196	144.385	35.618	
2019	Ιαν.	132.930	126.412	6.517	81.208	51.721
	Φεβρ.	132.182	125.789	6.393	80.478	51.704
	Μάρτ.	133.284	127.012	6.272	81.310	51.974
	Απρ.	134.687	128.357	6.330	82.914	51.773
	Μάιος	135.273	129.079	6.194	82.945	52.328
	Ιούν.	136.933	130.711	6.222	84.891	52.043
	Ιούλ.	138.636	132.403	6.233	86.225	52.411
	Αύγ.	139.711	133.426	6.285	87.049	52.662
	Σεπτ.	139.166	132.741	6.425	87.895	51.271
	Οκτ.	139.691	133.371	6.321	88.800	50.892
	Νοέμ.	139.596	133.105	6.491	89.022	50.574
	Δεκ.	143.123	136.392	6.730	92.261	50.862
2020	Ιαν.	141.149	134.687	6.462	90.717	50.432
	Φεβρ.	142.240	135.822	6.418	91.560	50.680
	Μάρτ.	145.088	138.288	6.800	95.956	49.132
	Απρ.	146.565	139.748	6.817	97.620	48.945
	Μάιος	148.136	141.439	6.697	99.148	48.988
	Ιούν.	148.550	141.770	6.780	100.366	48.184
	Ιούλ.	151.496	145.016	6.480	102.905	48.590
	Αύγ.	151.877	145.479	6.398	103.486	48.391
	Σεπτ.	153.137	146.479	6.658	105.201	47.936
	Οκτ.	155.672	149.072	6.600	107.782	47.890
	Νοέμ.	158.699	152.144	6.555	111.850	46.849
	Δεκ.	163.220	156.421	6.799	116.484	46.736
2021	Ιαν.	162.094	155.648	6.446	116.113	45.980
	Φεβρ.	162.840	156.403	6.437	117.717	45.123
	Μάρτ.	164.792	158.081	6.711	120.769	44.023
	Απρ.	167.749	161.302	6.447	125.180	42.569
	Μάιος	168.111	161.499	6.613	126.727	41.385
	Ιούν.	169.765	162.940	6.826	129.236	40.530
	Ιούλ.	171.639	165.023	6.617	131.832	39.808
	Αύγ.	173.140	166.446	6.694	134.362	38.778
	Σεπτ.	173.700	166.884	6.816	135.779	37.921
	Οκτ.	173.688	166.824	6.864	136.690	36.998
	Νοέμ.	175.658	168.581	7.077	139.728	35.930
	Δεκ.	180.003	172.807	7.196	144.385	35.618
2022	Ιαν.	177.819	170.737	7.082	142.772	35.047
	Φεβρ.	177.538	170.577	6.961	142.944	34.594
	Μάρτ.	176.587	169.549	7.038	142.644	33.943
	Απρ.	178.235	171.017	7.217	144.406	33.829
	Μάιος	179.438	172.303	7.135	145.937	33.501
	Ιούν.	182.332	175.031	7.301	149.598	32.734
	Ιούλ.	182.925	175.711	7.214	150.110	32.815
	Αύγ.	183.091	175.711	7.380	150.639	32.451
	Σεπτ.	185.510	177.973	7.538	152.751	32.759
	Οκτ.	184.840	177.401	7.439	152.552	32.288

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά ΝΧΙ) 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
2021	-0,18	0,11	0,30	0,88	1,08	1,21	1,64
2019	Ιαν.	2,89	3,12	3,86	4,21	4,70	5,05
	Φεβρ.	2,38	3,13	3,46	3,84	4,40	4,80
	Μάρτ.	2,04	2,69	3,08	3,76	4,22	4,66
	Απρ.	1,72	2,28	2,66	3,42	3,85	4,35
	Μάιος	1,63	2,17	2,59	3,37	3,82	4,32
	Ιούν.	1,18	1,48	1,80	2,67	3,02	3,55
	Ιούλ.	0,73	1,15	1,51	2,16	2,61	3,05
	Αύγ.	0,73	1,13	1,67	1,98	2,40	2,89
	Σεπτ.	0,45	0,81	1,22	1,50	1,89	2,38
	Οκτ.	0,35	0,62	1,01	1,34	1,83	2,28
	Νοέμ.	0,32	0,51	0,92	1,36	1,83	2,34
	Δεκ.	0,25	0,54	1,00	1,42	1,88	2,36
2020	Ιαν.	0,15	0,45	0,88	1,34	1,78	2,24
	Φεβρ.	0,16	0,36	0,69	1,07	1,60	1,83
	Μάρτ.	1,30	1,54	1,71	1,97	2,13	2,33
	Απρ.	1,27	1,63	1,84	2,05	2,07	2,30
	Μάιος	1,07	1,34	1,76	1,93	1,98	2,18
	Ιούν.	0,39	0,61	1,05	1,32	1,45	1,69
	Ιούλ.	0,23	0,37	0,86	1,14	1,26	1,53
	Αύγ.	0,13	0,27	0,80	1,08	1,27	1,57
	Σεπτ.	0,14	0,25	0,76	1,08	1,27	1,55
	Οκτ.	0,07	0,23	0,57	0,90	1,07	1,26
	Νοέμ.	-0,06	0,00	0,39	0,75	0,96	1,14
	Δεκ.	-0,12	-0,06	0,32	0,63	0,89	1,08
2021	Ιαν.	-0,13	-0,02	0,33	0,65	0,94	1,16
	Φεβρ.	-0,10	0,08	0,36	0,81	1,07	1,28
	Μάρτ.	-0,11	0,10	0,44	0,91	1,22	1,58
	Απρ.	-0,16	-0,01	0,33	0,88	1,22	1,92
	Μάιος	-0,13	0,16	0,38	0,99	1,27	1,99
	Ιούν.	-0,22	0,06	0,20	0,81	1,00	1,69
	Ιούλ.	-0,32	-0,08	0,07	0,70	0,85	1,52
	Αύγ.	-0,38	-0,18	-0,06	0,59	0,70	1,36
	Σεπτ.	-0,25	0,02	0,12	0,80	0,92	1,62
	Οκτ.	-0,13	0,22	0,28	0,96	1,06	1,74
	Νοέμ.	-0,09	0,41	0,52	1,22	1,29	1,91
	Δεκ.	-0,17	0,50	0,67	1,29	1,41	1,91
2022	Ιαν.	0,16	0,79	1,14	1,62	1,49	2,25
	Φεβρ.	0,97	1,53	2,00	2,46	2,18	2,91
	Μάρτ.	1,05	1,60	2,00	2,61	2,20	3,05
	Απρ.	1,25	1,90	2,30	2,89	2,24	3,40
	Μάιος	2,01	2,48	3,07	3,54	3,19	3,95
	Ιούν.	2,52	2,85	3,49	3,93	3,54	4,45
	Ιούλ.	2,29	2,64	3,15	3,38	3,50	4,21
	Αύγ.	2,36	2,76	3,16	3,46	3,62	4,10
	Σεπτ.	3,12	3,63	4,02	4,44	4,39	4,58
	Οκτ.	3,31	4,10	4,40	4,87	4,85	4,82

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI¹

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις			Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις	Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα				
		Σύνολο	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ²	Λοιπά χρημ/τικά ιδρύματα, ασφαλιστικές επιχ/σεις και ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης		Σύνολο	Στεγαστικά δάνεια	Καταναλωτικά δάνεια	Λοιπά	
2017	183.968	88.887	82.114	6.773	12.773	82.309	58.812	22.249	1.247	
2018	170.291	82.707	76.379	6.328	11.280	76.304	56.766	18.507	1.030	
2019	154.188	73.884	67.348	6.537	10.532	69.771	52.707	16.156	908	
2020	141.812	73.063	66.594	6.468	7.818	60.932	46.133	14.204	595	
2021	109.620	64.541	57.971	6.571	4.848	40.231	30.891	9.012	328	
2019	Ιαν.	169.418	82.259	76.123	6.136	11.223	75.935	56.488	18.448	999
	Φεβρ.	169.850	82.885	76.642	6.242	11.213	75.752	56.336	18.406	1.009
	Μάρτ.	162.264	75.602	69.242	6.360	11.198	75.464	56.154	18.317	993
	Απρ.	161.476	75.261	69.184	6.077	11.140	75.074	55.792	18.261	1.021
	Μάιος	161.158	75.112	69.001	6.111	11.140	74.906	55.635	18.235	1.036
	Ιούν.	161.240	75.648	69.176	6.473	11.100	74.492	55.346	18.139	1.007
	Ιούλ.	160.332	75.093	68.580	6.513	11.038	74.202	55.091	18.119	992
	Αύγ.	159.898	74.911	68.447	6.464	11.001	73.986	54.944	18.053	989
	Σεπτ.	157.279	74.650	68.171	6.479	10.996	71.633	53.505	17.149	979
	Οκτ.	156.625	74.553	68.015	6.537	10.882	71.190	53.208	17.029	953
	Νοέμ.	155.584	74.673	68.102	6.571	10.699	70.212	52.953	16.333	925
	Δεκ.	154.188	73.884	67.348	6.537	10.532	69.771	52.707	16.156	908
2020	Ιαν.	153.426	73.826	67.552	6.274	10.155	69.445	52.515	16.120	810
	Φεβρ.	153.739	74.341	67.999	6.341	10.150	69.248	52.356	16.083	809
	Μάρτ.	147.697	72.692	66.187	6.505	8.536	66.469	50.501	15.220	747
	Απρ.	147.694	72.993	66.679	6.314	8.507	66.194	50.350	15.095	749
	Μάιος	147.898	73.396	67.041	6.354	8.514	65.988	50.175	15.064	750
	Ιούν.	147.606	73.315	66.974	6.341	8.532	65.758	50.064	15.090	604
	Ιούλ.	147.577	73.487	67.351	6.135	8.621	65.469	49.761	15.094	614
	Αύγ.	147.721	73.770	67.603	6.167	8.639	65.311	49.623	15.074	614
	Σεπτ.	147.586	73.916	67.831	6.085	8.604	65.066	49.422	15.037	606
	Οκτ.	147.277	73.861	67.902	5.959	8.586	64.830	49.312	14.952	566
	Νοέμ.	147.254	74.200	68.117	6.083	8.598	64.456	49.089	14.788	579
	Δεκ.	141.812	73.063	66.594	6.468	7.818	60.932	46.133	14.204	595
2021	Ιαν.	141.113	72.660	66.484	6.176	7.800	60.653	45.951	14.116	586
	Φεβρ.	139.866	72.192	65.945	6.247	7.646	60.027	45.752	13.702	573
	Μάρτ.	139.987	72.750	66.348	6.402	7.668	59.569	45.532	13.564	473
	Απρ.	129.774	68.755	62.117	6.638	6.917	54.102	41.624	12.009	470
	Μάιος	129.631	68.721	62.064	6.657	6.907	54.002	41.513	12.058	431
	Ιούν.	129.883	68.934	62.159	6.775	6.987	53.962	41.399	12.130	433
	Ιούλ.	122.483	66.374	59.910	6.464	6.028	50.081	38.677	10.985	420
	Αύγ.	122.119	66.183	60.078	6.105	6.028	49.908	38.529	10.963	417
	Σεπτ.	119.047	65.630	59.298	6.332	5.587	47.830	37.148	10.314	369
	Οκτ.	118.969	65.706	59.946	5.761	5.516	47.747	37.094	10.283	370
	Νοέμ.	119.449	66.229	60.273	5.956	5.535	47.686	37.011	10.298	377
	Δεκ.	109.620	64.541	57.971	6.571	4.848	40.231	30.891	9.012	328
2022	Ιαν.	108.336	63.528	57.275	6.254	4.773	40.035	30.695	8.991	349
	Φεβρ.	109.234	64.480	57.663	6.817	4.780	39.974	30.623	9.001	351
	Μάρτ.	109.617	65.243	58.249	6.994	4.799	39.575	30.516	8.706	354
	Απρ.	110.181	65.942	58.901	7.040	4.756	39.484	30.426	8.711	347
	Μάιος	110.751	66.461	59.571	6.890	4.875	39.414	30.307	8.759	348
	Ιούν.	112.847	68.428	61.426	7.002	4.949	39.469	30.314	8.808	347
	Ιούλ.	113.338	69.040	61.899	7.141	4.892	39.407	30.246	8.816	345
	Αύγ.	113.296	69.180	62.065	7.115	4.865	39.250	30.105	8.804	341
	Σεπτ.	114.073	69.902	62.806	7.096	4.900	39.271	30.117	8.810	343
	Οκτ.	113.023	69.209	62.174	7.035	4.810	39.004	29.915	8.748	354

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια και οι τοποθετήσεις των NXI σε εταιρικά ομόλογα.

2 Από το Μάρτιο του 2019, τα δάνεια προς τις ναυτιλιακές εταιρείες με καταστατική έδρα στο εξωτερικό δεν περιλαμβάνονται πλέον στη χρηματοδότηση της εγχώριας οικονομίας, αλλά αναταξινομήθηκαν στις λοιπές χώρες.

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}	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας ²	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος		
2017	0,09	0,64	0,15	0,82	0,30	
2018	0,09	0,59	0,15	0,90	0,29	
2019	0,09	0,51	0,15	0,69	0,25	
2020	0,05	0,26	0,09	0,22	0,12	
2021	0,04	0,15	0,01	0,08	0,06	
2019	Ιαν.	0,09	0,61	0,14	0,84	0,29
	Φεβρ.	0,09	0,58	0,16	0,83	0,28
	Μάρτ.	0,09	0,58	0,17	0,83	0,28
	Απρ.	0,09	0,60	0,17	0,79	0,28
	Μάιος	0,09	0,55	0,17	0,77	0,27
	Ιούν.	0,09	0,56	0,16	0,71	0,27
	Ιούλ.	0,09	0,57	0,13	0,73	0,27
	Αύγ.	0,09	0,54	0,14	0,69	0,26
	Σεπτ.	0,09	0,45	0,16	0,59	0,23
	Οκτ.	0,09	0,39	0,15	0,51	0,20
	Νοέμ.	0,09	0,36	0,15	0,46	0,19
	Δεκ.	0,08	0,35	0,12	0,50	0,18
2020	Ιαν.	0,07	0,33	0,11	0,40	0,17
	Φεβρ.	0,04	0,31	0,12	0,35	0,15
	Μάρτ.	0,04	0,29	0,12	0,29	0,14
	Απρ.	0,04	0,28	0,11	0,25	0,13
	Μάιος	0,05	0,28	0,10	0,23	0,13
	Ιούν.	0,05	0,26	0,10	0,22	0,12
	Ιούλ.	0,05	0,25	0,08	0,20	0,11
	Αύγ.	0,05	0,26	0,07	0,19	0,11
	Σεπτ.	0,05	0,24	0,07	0,15	0,11
	Οκτ.	0,05	0,24	0,06	0,12	0,10
	Νοέμ.	0,04	0,21	0,05	0,13	0,09
	Δεκ.	0,04	0,19	0,04	0,12	0,08
2021	Ιαν.	0,04	0,19	0,03	0,11	0,08
	Φεβρ.	0,04	0,18	0,02	0,08	0,07
	Μάρτ.	0,04	0,16	0,02	0,07	0,06
	Απρ.	0,04	0,16	0,02	0,08	0,06
	Μάιος	0,04	0,15	0,01	0,09	0,06
	Ιούν.	0,04	0,14	0,01	0,08	0,06
	Ιούλ.	0,04	0,14	0,01	0,06	0,05
	Αύγ.	0,03	0,16	0,01	0,07	0,05
	Σεπτ.	0,03	0,14	0,01	0,05	0,05
	Οκτ.	0,03	0,14	0,00	0,07	0,05
	Νοέμ.	0,03	0,14	0,00	0,07	0,05
	Δεκ.	0,03	0,14	0,00	0,05	0,04
2022	Ιαν.	0,03	0,14	0,00	0,05	0,04
	Φεβρ.	0,02	0,14	0,00	0,05	0,04
	Μάρτ.	0,02	0,13	0,00	0,06	0,04
	Απρ.	0,02	0,13	0,00	0,05	0,04
	Μάιος	0,02	0,12	0,00	0,06	0,04
	Ιούν.	0,03	0,12	0,00	0,06	0,03
	Ιούλ.	0,03	0,13	-0,01	0,05	0,04
	Αύγ.	0,03	0,11	0,01	0,10	0,04
	Σεπτ.	0,03	0,14	0,01	0,15	0,04
	Οκτ.	0,03	0,20	0,01	0,21	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 ταμειυτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πίνακας 7 Ελλάδα: Τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσο όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Δάνεια προς ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα ¹					Δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις ¹		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ¹			Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων
	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{2,3}	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος				
		Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο κατ/κών δανείων με καθορισμένη διάρκεια	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων		Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{3,4}	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ		
2017	14,46	7,99	8,73	2,71	2,78	7,13	5,22	5,48	4,91	4,20	4,72
2018	14,47	9,21	9,13	2,92	3,01	6,95	5,39	5,20	4,66	3,81	4,65
2019	14,48	10,16	9,46	3,03	3,11	6,81	5,55	4,88	4,31	3,64	4,58
2020	14,51	11,06	9,71	2,53	2,85	6,75	5,42	4,54	3,94	2,83	4,11
2021	14,50	11,16	9,98	2,35	2,78	6,55	4,76	4,24	3,79	2,70	3,91
2019	Ιαν.	14,60	10,71	9,92	3,02	3,33	6,89	5,60	5,00	4,68	3,95
	Φεβρ.	14,58	8,66	8,69	3,05	3,14	6,88	5,53	4,98	4,45	4,57
	Μάρτ.	14,61	8,82	8,69	3,05	3,13	6,83	6,15	4,96	4,58	4,56
	Απρ.	14,58	9,88	9,22	3,08	3,15	6,81	6,06	4,95	4,58	4,93
	Μάιος	14,49	10,12	9,48	3,13	3,19	6,82	5,55	4,95	4,42	4,66
	Ιούν.	14,37	10,82	9,77	3,08	3,14	6,83	5,73	4,93	4,19	4,52
	Ιούλ.	14,34	10,41	9,68	3,22	3,25	6,80	5,57	4,91	4,22	4,57
	Αύγ.	14,32	10,39	9,65	3,12	3,16	6,78	6,07	4,87	4,08	4,68
	Σεπτ.	14,30	10,24	9,69	3,08	3,09	6,79	5,12	4,82	4,25	4,59
	Οκτ.	14,47	10,29	9,43	2,91	2,98	6,74	4,38	4,78	4,16	4,32
	Νοέμ.	14,51	10,69	9,70	2,84	2,89	6,73	5,65	4,70	4,00	4,34
	Δεκ.	14,60	10,94	9,64	2,78	2,93	6,76	5,25	4,74	4,14	4,34
2020	Ιαν.	14,62	11,18	9,85	2,72	2,86	6,73	5,16	4,70	4,08	4,36
	Φεβρ.	14,65	10,65	9,58	2,78	2,91	6,73	5,11	4,68	3,98	4,30
	Μάρτ.	14,67	10,67	9,67	2,65	2,75	6,82	5,44	4,61	4,12	4,06
	Απρ.	14,62	10,96	9,24	2,32	2,70	6,84	5,25	4,56	3,91	4,15
	Μάιος	14,53	11,82	10,80	2,66	2,93	6,81	5,86	4,56	3,81	4,23
	Ιούν.	14,40	11,01	9,53	2,59	2,86	6,78	5,65	4,57	3,62	4,05
	Ιούλ.	14,36	10,75	9,33	2,53	2,98	6,74	5,33	4,53	3,62	4,07
	Αύγ.	14,35	11,26	9,89	2,47	2,94	6,71	4,86	4,52	3,83	4,11
	Σεπτ.	14,32	11,05	9,90	2,43	2,93	6,73	5,40	4,50	3,57	3,92
	Οκτ.	14,49	11,08	9,69	2,49	2,86	6,69	6,13	4,42	4,44	4,10
	Νοέμ.	14,51	10,97	9,36	2,33	2,75	6,67	6,77	4,44	4,71	4,14
	Δεκ.	14,61	11,31	9,69	2,43	2,79	6,71	4,05	4,41	3,61	3,78
2021	Ιαν.	14,63	11,33	10,01	2,11	2,54	6,66	5,02	4,36	3,65	3,88
	Φεβρ.	14,63	10,84	9,66	2,38	2,74	6,63	4,65	4,34	3,97	3,84
	Μάρτ.	14,64	10,49	9,11	2,43	2,75	6,58	4,93	4,35	3,95	4,02
	Απρ.	14,61	10,56	9,38	2,29	2,79	6,61	4,85	4,29	3,79	3,84
	Μάιος	14,48	10,84	9,82	2,61	2,86	6,59	4,82	4,28	3,79	3,95
	Ιούν.	14,38	10,86	9,63	2,41	2,78	6,55	4,53	4,32	3,70	3,95
	Ιούλ.	14,39	11,52	10,12	2,44	2,77	6,55	4,73	4,25	4,03	4,05
	Αύγ.	14,32	12,03	10,69	2,35	2,92	6,53	4,54	4,25	3,73	4,14
	Σεπτ.	14,28	11,29	10,29	2,33	2,87	6,49	4,97	4,25	3,64	3,77
	Οκτ.	14,48	11,39	10,32	2,43	2,92	6,49	4,93	4,13	3,74	3,94
	Νοέμ.	14,50	11,42	10,40	2,41	2,84	6,47	4,73	4,02	3,64	3,73
	Δεκ.	14,63	11,34	10,40	2,05	2,54	6,42	4,46	4,02	3,81	3,76
2022	Ιαν.	14,65	11,88	10,94	2,36	2,86	6,56	4,87	3,91	3,73	3,90
	Φεβρ.	14,69	11,37	10,36	2,39	2,83	6,54	5,00	3,91	3,77	3,73
	Μάρτ.	14,69	11,19	10,25	2,44	2,81	6,51	5,00	3,89	3,90	3,82
	Απρ.	14,62	11,05	10,03	2,40	2,83	6,51	5,29	3,83	3,91	3,44
	Μάιος	14,19	11,00	10,26	2,63	2,93	6,35	4,87	3,77	3,83	3,85
	Ιούν.	14,11	11,36	10,61	2,95	3,09	6,29	4,82	3,80	3,79	3,98
	Ιούλ.	14,13	11,33	10,66	2,84	3,01	6,37	4,99	3,76	3,97	3,71
	Αύγ.	14,11	11,20	10,50	3,01	3,14	6,47	5,36	3,92	4,01	4,00
	Σεπτ.	14,11	10,96	10,59	3,50	3,36	6,62	5,74	4,37	4,54	4,60
	Οκτ.	14,44	11,37	10,64	4,00	3,69	6,83	6,24	4,79	5,08	4,86

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι επιβαρύνσεις.

2 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς νοικοκυριά μέσω πιστωτικών καρτών, των ανοικτών δανείων και των υπερεναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς.

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

4 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και των υπερεναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.

