

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2021 - 2022



ΙΟΥΝΙΟΣ
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.

DOI: <https://doi.org/10.52903/monpol.gr202206>

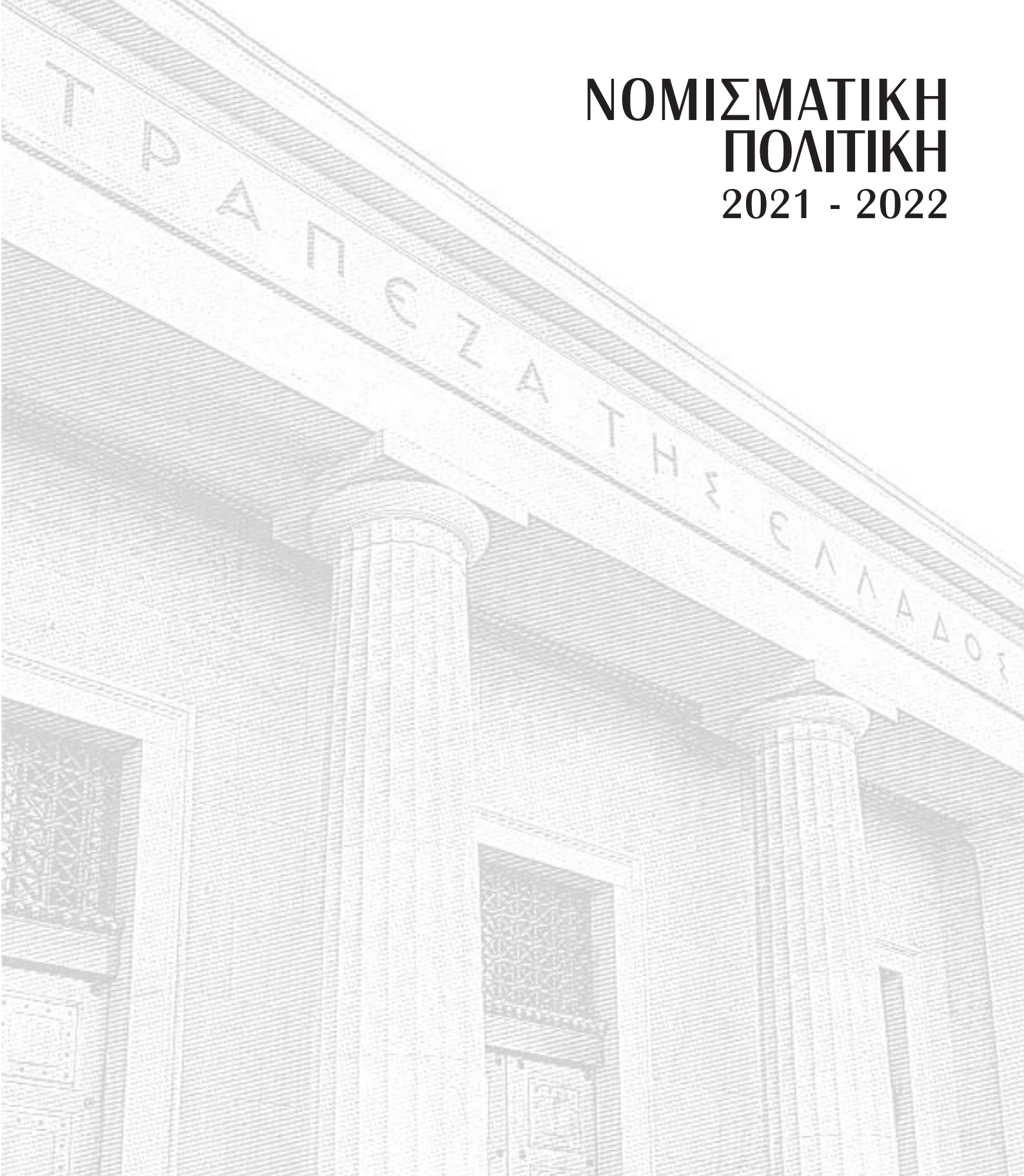
<https://www.bankofgreece.gr/Publications/NomPol20212022.pdf>

Τυπώθηκε στο
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN: 1108-2305 (print)

ISSN: 2654-1939 (online)

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2021 - 2022



ΙΟΥΝΙΟΣ
2022



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Προς τη Βουλή των Ελλήνων
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται σε μια περίοδο κατά την οποία η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία και ο συνεχιζόμενος πόλεμος έχουν υπονομεύσει την παγκόσμια ασφάλεια και σταθερότητα και έχουν προκαλέσει βίαιη αλλαγή στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον και στις προβλέψεις για την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας. Πριν από τον πόλεμο στην Ουκρανία η παγκόσμια οικονομία ανέκαμπτε δυναμικά από τις επιπτώσεις της πανδημίας και των επακόλουθων δυσχερειών στις παγκόσμιες αλυσίδες εφοδιασμού. Τώρα όμως βρίσκεται αντιμέτωπη με μια διπλή διαταραχή: αφενός την περαιτέρω άνοδο του πληθωρισμού και αφετέρου τον κίνδυνο μεγάλης επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας ή και ύφεσης.



Στο δυσμενές αυτό περιβάλλον, η ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας συνεχίστηκε και το 4^ο τρίμηνο του 2022, αλλά ο πόλεμος στην Ουκρανία, η διαμόρφωση του πληθωρισμού σε πολύ υψηλά επίπεδα και η ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής αναμένεται να μετριάσουν τον υψηλό αναπτυξιακό ρυθμό στη συνέχεια του έτους. Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες προβλέψεις του βασικού σεναρίου της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2022 αναμένεται να διαμορφωθεί σε 3,2%, αναθεωρημένος προς τα κάτω σε σχέση με την πρόβλεψη (3,8%) που είχε δημοσιευθεί στην Έκθεση του Διοικητή τον Απρίλιο του 2022. Η αναθεώρηση αντανακλά την περαιτέρω αύξηση της αβεβαιότητας στην οικονομία, λόγω της συνεχιζόμενης πολεμικής σύγκρουσης μεταξύ Ρωσίας και Ουκρανίας, και τη συνακόλουθη αύξηση του κόστους και των τιμών εν γένει. Το 2023 ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να επιταχυνθεί στο 4,1%, ενώ και για το 2024 εκτιμάται ότι θα είναι σχετικά υψηλός, στο 3,6%, υπό την προϋπόθεση ότι η γεωπολιτική κρίση θα αποκλιμακωθεί έως το τέλος του 2022 και ότι οι τιμές της ενέργειας θα μειωθούν.

Η εγχώρια δημοσιονομική πολιτική αντέδρασε στις δυσμενείς συνθήκες με εφαρμογή στοχευμένων και προσωρινών μέτρων στήριξης των εισοδημάτων των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων που επλήγησαν από την ταχεία άνοδο των τιμών της ενέργειας, χρησιμοποιώντας το διαθέσιμο δημοσιονομικό χώρο. Σύμφωνα με επικαιροποιημένες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, 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 (NGEU). Ωστόσο, εξαιτίας των έκτακτων δημοσιονομικών μέτρων της περιόδου 2020-2022, τόσο το δημόσιο χρέος όσο και οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου έχουν αυξηθεί. Αυτό συνεπάγεται μεγαλύτερη έκθεση στον κίνδυνο υλοποίησης αρνητικών μακροοικονομικών σεναρίων, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια χαλάρωσης των στόχων για πρωτογενή πλεονάσματα. Μακροπρόθεσμα υπάρχει αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς η σταδιακή αναχρηματοδότηση του συσσωρευμένου χρέους του επίσημου τομέα με όρους αγοράς θα αυξήσει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο.

Η επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών είχε ως αποτέλεσμα οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων να αυξηθούν συγκριτικά περισσότερο από ό,τι οι αποδόσεις άλλων ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Αυτό οφείλεται στο ότι τα ελληνικά ομόλογα είναι πιο ευάλωτα επειδή η πιστοληπτική τους αξιολόγηση υπολείπεται της επενδυτικής βαθμίδας, αλλά και στο μικρό βάθος της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων.

Ωστόσο, τους πρώτους μήνες του 2022 σημειώθηκαν και θετικές εξελίξεις, όπως η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου από τους οίκους DBRS και Standard and Poor's, με αποτέλεσμα να μειωθεί η ελάχιστη απόσταση από την επενδυτική κατηγορία σε μία μόλις βαθμίδα. Η περαιτέρω αναβάθμιση κατά μία βαθμίδα από τους προαναφερθέντες οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης θα είναι ιδιαίτερα σημαντική εξέλιξη, διότι θα φέρει τα ελληνικά ομόλογα εντός της επενδυτικής κατηγορίας. Αυτό θα ωφελήσει το Ελληνικό Δημόσιο, μειώνοντας το κόστος δανεισμού, θα ωφελήσει όμως ακόμη περισσότερο τον ιδιωτικό τομέα και τις τράπεζες, ενώ θα συμβάλει και στην προσέλκυση ξένων επενδυτικών κεφαλαίων.

Ο ετήσιος ρυθμός επέκτασης των τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε και οι καταθέσεις τους υποχώρησαν το πρώτο τετράμηνο του 2022, από τα πολύ υψηλά επίπεδα των προηγούμενων μηνών, χωρίς να επηρεάζεται η υψηλή ρευστότητα της οικονομίας. Η προαναγγελθείσα μεταβολή της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ προς πιο περιοριστική κατεύθυνση με σκοπό την αντιμετώπιση των πληθωριστικών πιέσεων, με μια πρώτη αύξηση επιτοκίων τον Ιούλιο, αναμένεται να οδηγήσει σε άνοδο των εγχώριων τραπεζικών επιτοκίων.

Στον τραπεζικό τομέα, το υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων δανείων μειώθηκε, ενώ σημειώθηκε υποχώρηση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας, χωρίς να παραβιάζονται τα ελάχιστα εποπτικά επίπεδα. Η αντιμετώπιση των εναπομένουσών προκλήσεων που συνδέονται με το χρηματοπιστωτικό σύστημα και αφορούν την περαιτέρω μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, τη βελτίωση της οργανικής κερδοφορίας των τραπεζών και την ποιοτική και ποσοτική ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης θα στηρίξει την ικανότητα των τραπεζών να ανταποκριθούν αποτελεσματικότερα στις ανάγκες χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας.

Παρά τις προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία σε ένα περιβάλλον όπου κυριαρχούν οι κίνδυνοι για την ανάπτυξη, εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικές θετικές ειδήσεις. Η έξοδος από το καθεστώς ενισχυμένης εποπτείας τον προσεχή Αύγουστο, η ανάληψη δράσης εκ μέρους της ΕΚΤ για την αποτροπή του κατακερματισμού των αγορών χρήματος και κεφαλαίων στην ευρωζώνη, η πρόσφατη αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών ομολόγων από δύο διεθνείς οίκους, η πολύ θετική πορεία των ταξιδιωτικών εισπράξεων και η ανακοίνωση μεγάλων επενδύσεων στην Ελλάδα από σημαντικές εταιρίες του εξωτερικού αποτελούν αξιοσημείωτες εξελίξεις που ενισχύουν τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της οικονομίας.

Σε κάθε περίπτωση, η διατήρηση της δυναμικής της ανάπτυξης το προσεχές διάστημα αποτελεί την κυριότερη πρόκληση που αντιμετωπίζει η οικονομική πολιτική. Στην κατεύθυνση αυτή, ιδιαίτερα σημαντικό είναι το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU (NGEU) για την επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων και την αύξηση των δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων με στόχο τον ψηφιακό μετασχηματισμό, την πράσινη μετάβαση, την αύξηση της απασχόλησης, την ενίσχυση της γνώσης και των εργασιακών δεξιοτήτων, ιδιαίτερα των νέων. Καταλυτικό ρόλο για την επίτευξη των στόχων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας καλείται να διαδραματίσει ένα υγιές και ισχυρό εγχώριο τραπεζικό σύστημα, σε συνεργασία με τους εμπλεκόμενους διεθνείς χρηματοπιστωτικούς φορείς. Ταυτόχρονα, ιδιαίτερα κρίσιμη είναι η ανάσχεση των πληθωριστικών πιέσεων, προκειμένου να προστατευθούν η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των καταναλωτών. Η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει μεσοπρόθεσμα να εστιάσει στην επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων. Αυτά τα στοιχεία της οικονομικής πολιτικής, πέρα από την ενίσχυση των μεσοπρόθεσμων προοπτικών, θα συμβάλουν και στην αναβάθμιση, σε επενδυτική βαθμίδα, της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών ομολόγων, αυξάνοντας έτσι την ανθεκτικότητα της οικονομίας σε μελλοντικές εξωγενείς διαταραχές.

Αθήνα, Ιούνιος 2022

Γιάννης Στουρνάρας
Διοικητής

ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Πρόεδρος

Γιάννης Στουρνάρας

Μέλη

Θεόδωρος Πελαγίδης

Χριστίνα Παπακωνσταντίνου

Δημήτριος Σιδέρης

Όλγα Χαρίτου

Χρήστος Χατζηεμμανουήλ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

Η ΕΠΙΔΕΙΝΩΣΗ ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ ΠΡΟΚΑΛΕΙ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

1.	Εισαγωγή	11
2.	Εξελίξεις – Προοπτικές	12
3.	Παγκόσμια οικονομία	18
4.	Ενιαία νομισματική πολιτική	20
5.	Χρηματοπιστωτικός τομέας	22
6.	Προκλήσεις	23
7.	Προϋποθέσεις για διατηρήσιμη ανάκαμψη	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	38
3.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές των χωρών της Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης	39
Πλαίσιο ΙΙ.1	Τιμές ενέργειας στην ΕΕ: Προσδιοριστικοί παράγοντες και επιπτώσεις στον πληθωρισμό	41

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	47
2.	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή	49
3.	Η αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ	55

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	57
2.	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	60
2.1	Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης	60
2.2	Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς	63
3.	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	65
4.	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	67
5.	Πληθωρισμός, επιχειρηματικά κέρδη, κόστος εργασίας και ανταγωνιστικότητα	70
5.1	Πληθωρισμός	70
5.2	Επιχειρηματικά κέρδη	72
5.3	Κόστος εργασίας	72
5.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	73
6.	Ισοζύγιο πληρωμών και διεθνής επενδυτική θέση	76
7.	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	80
Πλαίσιο ΙV.1	Εμμόνη του πληθωρισμού: Ανάλυση με τη χρήση των μικροδοσομένων του δείκτη τιμών καταναλωτή	82

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	87
2.	Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2022	88
	Πλαίσιο V.1 Επίδραση του υψηλού πληθωρισμού στα δημόσια οικονομικά	91
3.	Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις	96
4.	Προτάσεις πολιτικής	98
5.	Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών το 2022	99
5.1	Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)	99
5.2	Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)	99
5.3	Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)	100
5.4	Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	102
5.5	Χρέος γενικής κυβέρνησης	102

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	105
2.	Τραπεζική πίστη	107
3.	Τραπεζικά επιτόκια	109
4.	Τραπεζικές καταθέσεις	111
5.	Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	112

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII

ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	118
2.	Διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων	119
	Πλαίσιο VII.1 Οι προσδοκίες των αγορών για τον πληθωρισμό και τα βασικά επιτόκια	122
3.	Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	127
4.	Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	129
5.	Αγορά μετοχών	130
5.1	Τιμές μετοχών	130
5.2	Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων	131

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	133
-----------------------------	------------

Η ΕΠΙΔΕΙΝΩΣΗ ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ ΠΡΟΚΑΛΕΙ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία υπονόμωσε την παγκόσμια ασφάλεια και σταθερότητα και προκάλεσε βίαιη αλλαγή στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον και στις προβλέψεις για την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας. Πριν από τον πόλεμο στην Ουκρανία η παγκόσμια οικονομία ανέκαμπτε δυναμικά από τις επιπτώσεις της πανδημίας και των επακόλουθων δυσχερειών στις παγκόσμιες αλυσίδες εφοδιασμού. Πλέον όμως βρίσκεται αντιμέτωπη με μια διπλή διαταραχή: αφενός την περαιτέρω άνοδο του πληθωρισμού, λόγω της αύξησης των διεθνών τιμών της ενέργειας, των τροφίμων και των μετάλλων, και αφετέρου τον κίνδυνο μεγάλης επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας ή και ύφεσης, υπό το βάρος της αυξημένης αβεβαιότητας και των υψηλών γεωπολιτικών και χρηματοπιστωτικών κινδύνων.

Η μεγάλη αύξηση του πληθωρισμού διεθνώς οδηγεί τις κεντρικές τράπεζες, μεταξύ των οποίων και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), σε σταδιακή ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής. Παρότι η άνοδος του πληθωρισμού σε αυτή τη φάση προέρχεται κυρίως από μια αρνητική διαταραχή της συνολικής προσφοράς, την οποία οι κεντρικές τράπεζες δεν μπορούν εύκολα να αντισταθμίσουν, εντούτοις αντιδρούν με αύξηση των επιτοκίων, προκειμένου να συγκρατήσουν τις πληθωριστικές προσδοκίες και τις δευτερογενείς επιδράσεις. Η έκταση των αυξήσεων των επιτοκίων θα εξαρτηθεί από την πορεία του πληθωρισμού, την εξέλιξη του παραγωγικού κενού και την ύπαρξη δευτερογενών επιδράσεων μέσω των αμοιβών.

Σε κάθε περίπτωση, οι αγορές προεξοφλούν επιτάχυνση και διεύρυνση των αυξήσεων των επιτοκίων, καθώς αναμένουν ότι όλο και περισσότερες κεντρικές τράπεζες θα αυξήσουν τα βασικά τους επιτόκια εντός του 2022. Οι αυξήσεις επιτοκίων, σε συνδυασμό με την επιτάχυνση του πληθωρισμού και την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, έχουν οδηγήσει σε αυξημένη αποστροφή των επενδυτών προς τον κίνδυνο. Από τις αρχές του 2022 οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες έχουν επιδεινωθεί σε μεγάλο βαθμό, καθώς παρατηρείται σημαντική άνοδος των αποδόσεων των κρατικών και εταιρικών ομολόγων, πτώση των τιμών των μετοχών και αύξηση της μεταβλητότητας, κυρίως λόγω των ανησυχιών των επενδυτών για την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας.

Στο δυσμενές αυτό περιβάλλον, η δυναμική ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας συνεχίστηκε και το α' τρίμηνο του 2022, αλλά ο πόλεμος στην Ουκρανία, η διαμόρφωση του πληθωρισμού σε πολύ υψηλά επίπεδα και η ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής αναμένεται να μετριάσουν τον αναπτυξιακό ρυθμό στη συνέχεια του έτους. Ταυτόχρονα, η αύξηση του μέσου πληθωρισμού σε επίπεδα πάνω από αυτά της ευρωζώνης ενδέχεται να επιδεινώσει την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, με αρνητικές επιπτώσεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Στο πλαίσιο αυτό, απαιτείται εγρήγορση ώστε να μην εισέλθει η οικονομία σε μία φάση δευτερογενών πληθωριστικών πιέσεων, τροφοδοτούμενων από την άνοδο των μισθών. Η εγχώρια δημοσιονομική πολιτική αντέδρασε στις δυσμενείς συνθήκες με εφαρμογή στοχευμένων και προσωρινών μέτρων στήριξης των εισοδημάτων των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων που επλήγησαν από την ταχεία άνοδο των τιμών της ενέργειας. Ο διαθέσιμος δημοσιονομικός χώρος χρησιμοποιήθηκε χωρίς να υπάρξει παρέκκλιση από το στόχο μείωσης των πρωτογενών ελλειμμάτων. Μεσοπρόθεσμα, η διασφάλιση της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών είναι η βασικότερη προϋπόθεση για την επίτευξη διατηρήσιμων ρυθμών μεγέθυνσης, τη διαφύλαξη της αξιοπιστίας της δημοσιονομικής πολιτικής και την αναβάθμιση, σε επενδυτική βαθμίδα, της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου.

Προκειμένου να αντιμετωπιστεί η άνοδος των τιμών της ενέργειας και να αμβλυνθούν οι συνέπειες για την οικονομία, απαιτούνται βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες παρεμβάσεις. Βραχυπρόθεσμα, απαιτούνται άμεσες παρεμβάσεις ενίσχυσης των εισοδημάτων (στοχευμένες όμως και με περιορισμένη διάρκεια) και κοινή, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, παρέμβαση στη χονδρική αγορά ενέργειας με στόχο τον περιορισμό των αυξήσεων, κάτι που αναμένεται να έχει θετική επίδραση στο πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και να μειώσει το ενεργειακό κόστος των επιχειρήσεων. Παράλληλα, απαιτείται να ενταθούν οι προσπάθειες για διασφάλιση εναλλακτικών πηγών και προμηθευτών ενέργειας. Μεσοπρόθεσμα, η ενεργοποίηση και αξιοποίηση του νέου εργαλείου REPowerEU που προτείνει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα βοηθήσει στην επιτάχυνση της απεξάρτησης από τα ορυκτά καύσιμα.

Η επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών είχε ως αποτέλεσμα οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων να αυξηθούν συγκριτικά περισσότερο από ό,τι οι αποδόσεις άλλων ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Αυτό οφείλεται στο ότι τα ελληνικά ομόλογα είναι πιο ευάλωτα, καθώς η πιστοληπτική τους αξιολόγηση υπολείπεται της επενδυτικής βαθμίδας, αλλά και στο μικρό βάθος της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων. Επισημαίνεται ότι η Τράπεζα της Ελλάδος ήδη από τον Ιούνιο του 2021 στην Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής 2020-2021 είχε αναδείξει τους κινδύνους από μια ταχύτερη του αναμενομένου αύξηση του πληθωρισμού και τις ενδεχόμενες αρνητικές επιπτώσεις για τα ελληνικά ομόλογα από μια αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, λόγω της μη ανάκτησης της επενδυτικής βαθμίδας.

Η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και η υλοποίηση των επενδυτικών προγραμμάτων που προβλέπονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας αποτελούν παράγοντες που θα βελτιώσουν τις προοπτικές της οικονομίας. Παράλληλα, η εφαρμογή ευελιξίας ως προς την επανεπένδυση των ποσών από την εξόφληση τίτλων που φθάνουν στη λήξη τους στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων λόγω πανδημίας (PEPP) αλλά και οι παρεμβάσεις πολιτικής που δρομολογεί η ΕΚΤ για την αποτροπή του κατακερματισμού του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ευρωζώνης, αναμένεται να περιορίσουν τις πιέσεις στις αγορές ομολόγων.

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Ισχυρή ανάπτυξη το α΄ τρίμηνο του 2022 – Σημαντική άνοδος του πληθωρισμού και επιδείνωση του οικονομικού κλίματος

Η οικονομική δραστηριότητα αυξήθηκε με πολύ υψηλούς ρυθμούς το 2021 και το α΄ τρίμηνο του 2022, αντισταθμίζοντας τις απώλειες του 2020 λόγω της πανδημίας. Ειδικότερα, το 2021 το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 8,3%. Σε αυτό συνέβαλαν η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης, η επιτάχυνση της δημόσιας κατανάλωσης, η αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων, αλλά και η ταχεία ανάκαμψη των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Το α΄ τρίμηνο του 2022 ο υψηλός ρυθμός ανάπτυξης (+7,0% σε ετήσια βάση) αποδίδεται κυρίως στην ιδιωτική κατανάλωση, στις εξαγωγές υπηρεσιών, αλλά και στην επενδυτική δαπάνη των επιχειρήσεων.

Με βάση την εξέλιξη του κύκλου εργασιών των ελληνικών επιχειρήσεων και τους διαθέσιμους βραχυχρόνιους δείκτες οικονομικής δραστηριότητας, π.χ. τους δείκτες των λιανικών πωλήσεων, των οικοδομικών αδειών και των πωλήσεων επιβατικών αυτοκινήτων, η ανάκαμψη εξακολουθεί να έχει ευρεία βάση, στηριζόμενη σε πολλούς τομείς οικονομικής δραστηριότητας.

Αναπόφευκτα όμως η επιδείνωση του οικονομικού περιβάλλοντος και η ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων, εξαιτίας και της εισβολής της Ρωσίας στην Ουκρανία, δημιούργησαν νέα δεδομένα. Ως αποτέλεσμα, τον Απρίλιο οι προσδοκίες των επιχειρήσεων καθώς και ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών υποχώρησαν σημαντικά, αλλά ενισχύθηκαν εκ νέου το Μάιο, παραμένοντας πάντως σε χαμηλότερο επίπεδο από ό,τι την περίοδο Ιανουαρίου-Φεβρουαρίου. Κάμψη εμφάνισε το Μάιο και ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI), με αποτέλεσμα να δια-

μορφωθεί στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 14 μηνών, παραμένοντας ωστόσο σε επίπεδα που υποδηλώνουν συνέχιση της μεγέθυνσης της παραγωγής.

Η βασικότερη και άμεσα ορατή επίπτωση της ενεργειακής κρίσης είναι η αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών, η οποία μειώνει το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, και κυρίως των χαμηλότερων εισοδηματικών στρωμάτων της κοινωνίας, και εντείνει την αβεβαιότητα για τις μελλοντικές προοπτικές της οικονομίας. Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), μετά την πτώση που κατέγραψε το 2020 (-1,3%) και τη μερική ανάκαμψη το 2021 (0,6%), ακολούθησε έντονη αυξητική πορεία κατά τους πέντε πρώτους μήνες του 2022. Αντίστοιχη αυξητική πορεία, αλλά σαφώς πιο υποτονική, ακολούθησε και ο πυρήνας του πληθωρισμού (εξαιρουμένων δηλαδή των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής και της ενέργειας). Επισημαίνεται ότι η ανοδική τάση του εναρμονισμένου πληθωρισμού ξεκίνησε στα μέσα του 2021, καθώς οι αυξήσεις της ενεργειακής συνιστώσας συνοδεύθηκαν και από αυξήσεις στα είδη διατροφής. Προϊόντος του χρόνου, τόσο οι συνεχιζόμενες αυξήσεις των τιμών της ενέργειας όσο και η επιστροφή σε θετικό έδαφος των δύο βασικών συνιστωσών του πυρήνα του πληθωρισμού (υπηρεσιών και μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών), μαζί με τις ανατιμήσεις στα είδη διατροφής, συνέβαλαν στην καταγραφή θετικών ετήσιων ρυθμών, οι οποίοι δεν είχαν παρατηρηθεί επί μία δεκαετία και πλέον. Σημειώνεται ότι η ενεργειακή συνιστώσα του πληθωρισμού βρίσκεται σε συνεχή ανοδική πορεία από το Μάρτιο του 2021, ενώ κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2022 καταγράφει κατά μέσο όρο αύξηση 50,8% σε ετήσια βάση. Η εντυπωσιακή αυτή αύξηση του ενεργειακού πληθωρισμού προερχόταν αρχικά από τις διεθνείς τιμές του πετρελαίου, αλλά κατά τους τελευταίους μήνες οι αυξήσεις συνδέονται κατά κύριο λόγο με τις τιμές του ηλεκτρισμού και του φυσικού αερίου. Ο πληθωρισμός (με βάση τον ΕνΔΤΚ) διαμορφώθηκε σε 10,5% το Μάιο και φαίνεται να αποκτά πιο επίμονα χαρακτηριστικά, καθώς οι αυξημένες τιμές της ενέργειας και των ειδών διατροφής διαχέονται πλέον και στις συνιστώσες του πυρήνα του πληθωρισμού, δηλαδή στις υπηρεσίες και στα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά.

Στην αγορά ακινήτων επενεργούν αντίρροπες δυνάμεις, αλλά οι θετικές προσδοκίες προς το παρόν υπερισχύουν των επιπτώσεων της δυσμενούς διεθνούς συγκυρίας. Στην αγορά κατοικιών συνέχισαν να καταγράφονται ανοδικές τάσεις στις τιμές, τόσο κατά τη διάρκεια του 2021 όσο και κατά το α' τρίμηνο του 2022. Κατά τους πρώτους μήνες του 2022, εκτός από τις αξίες, παραμένουν θετικοί και άλλοι δείκτες που σχετίζονται με την αγορά κατοικιών, όπως ο δείκτης οικοδομικής δραστηριότητας, ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών και οι καθαρές ξένες άμεσες επενδύσεις. Ωστόσο, το συνολικό κόστος κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών αυξήθηκε το α' τρίμηνο του 2022 σε ετήσια βάση κατά 7,0%, ενώ και ο δείκτης εμπιστοσύνης των εταιριών του κατασκευαστικού κλάδου έχει επιδεινωθεί. Στον κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2021 και τους πρώτους μήνες του 2022 παρατηρείται σημαντική επενδυτική δραστηριότητα, η οποία αφορά τόσο αγοραπωλησίες όσο και ανακατασκευές ή νέες αναπτύξεις. Σύμφωνα με τη νέα έρευνα αγοράς επαγγελματικών ακινήτων της Τράπεζας της Ελλάδος, τον Ιανουάριο οι προσδοκίες για το πρώτο εξάμηνο του 2022 ήταν θετικές για τον τομέα των γραφείων υψηλών προδιαγραφών και σταθερές για τα καταστήματα υψηλών προδιαγραφών. Μεγαλύτερη αισιοδοξία καταγράφηκε για τις χρήσεις επαγγελματικών αποθηκών και τα ξενοδοχεία.

Η αγορά εργασίας επέδειξε αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα κατά τη διάρκεια της υγειονομικής κρίσης χάρη στα δημοσιονομικά μέτρα προστασίας της απασχόλησης, ενώ το 2021, με την ανάκαμψη της οικονομίας, η απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,4% και η ανεργία συνέχισε την πτωτική της πορεία. Η τάση βελτίωσης της αγοράς εργασίας συνεχίζεται και το 2022, καθώς το α' τρίμηνο η απασχόληση αυξήθηκε κατά 11,6% σε ετήσια βάση, εξέλιξη που οφείλεται στον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης και σε μεγάλο βαθμό σε θετικές επιδράσεις βάσης. Το ποσοστό ανεργίας το α' τρίμηνο του 2022 αποκλιμακώθηκε σε 13,8% (από 17,1% το α' τρίμηνο του 2021). Η αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας παρατηρήθηκε τόσο στους άνδρες όσο και στις γυναίκες. Πάντως, η απόσταση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο παραμένει μεγάλη.

Οι προοπτικές στην αγορά εργασίας παραμένουν θετικές, με κύριο μοχλό αύξησης της απασχόλησης τον τουρισμό.

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας βελτιώθηκε γενικά το 2021. Ειδικότερα, ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τους σχετικούς δείκτες τιμών καταναλωτή συνέχισε να βελτιώνεται για τρίτο συνεχόμενο έτος το 2021, σημειώνοντας μείωση 1,3%. Όμως, η τάση αυτή ενδέχεται να επιβραδυνθεί, ή και να αντιστραφεί, το 2022, λόγω ισχυρότερης ανόδου του πληθωρισμού στην Ελλάδα σε σχέση με αρκετούς εμπορικούς εταίρους της. Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, αν και παραμένει συγκριτικά χαμηλή σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, εμφάνισε το 2021 βελτίωση σε ορισμένους τομείς, όπως η μείωση του κόστους των επιχειρήσεων σε όρους φορολογίας και εργοδοτικών εισφορών και η αύξηση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) παρουσίασε το 2021 μικρή βελτίωση, με το έλλειμμα του να διαμορφώνεται σε 5,9% του ΑΕΠ (έναντι 6,6% του ΑΕΠ το 2020). Θετική συμβολή είχαν κυρίως η συνεχιζόμενη ανοδική πορεία των εξαγωγών αγαθών, η ανάκαμψη των ταξιδιωτικών εισπράξεων και η αύξηση των καθαρών εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές, ενώ αρνητικά συνέβαλε η ταχεία αύξηση των εισαγωγών αγαθών, λόγω της ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2022 το έλλειμμα του ΙΤΣ ήταν αυξημένο κατά 3,3 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2021. Το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών επίσης αυξήθηκε, καθώς η άνοδος των εξαγωγών αγαθών επιβραδύνθηκε και η αντίστοιχη των εισαγωγών επιταχύνθηκε. Η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών αντισταθμίστηκε σε μικρό μόνο βαθμό από την αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών, δεδομένου ότι η συμβολή του ταξιδιωτικού ισοζυγίου στο συνολικό ΙΤΣ είναι μικρή κατά τους πρώτους μήνες του έτους. Πάντως, η αποκατάσταση των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες στα επίπεδα του 2019, δηλαδή προ της πανδημίας, και η άνοδος των καθαρών εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές συνεχίστηκαν. Παράλληλα, το πλεόνασμα του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων μειώθηκε, ενώ το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων μεταστράφηκε σε πλεονασματικό.

Χρηματοπιστωτικός τομέας: αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων, πτώση των τιμών των μετοχών και αύξηση της μεταβλητότητας – Θετική εξέλιξη η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου

Από τις αρχές του δ' τριμήνου του 2021 οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων παρουσιάζουν τάση ανόδου, ακολουθώντας τις διεθνείς εξελίξεις, με αποτέλεσμα να αυξηθούν σημαντικά σε σύγκριση με τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα που παρατηρήθηκαν το 2021 και εντονότερα από ό,τι οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων των άλλων χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ αντίστοιχης διάρκειας. Σε αυτή την εξέλιξη συμβάλλει η μεγαλύτερη ευαισθησία των τίτλων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης, μεταξύ των οποίων και τα ελληνικά κρατικά ομόλογα, στις μεταβολές των διεθνών νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Ταυτόχρονα, οι ανησυχίες για την οικονομική δραστηριότητα διεθνώς, που έχουν ενταθεί εξαιτίας του πολέμου στην Ουκρανία, ενισχύουν την τάση των επενδυτών για αποφυγή ανάληψης κινδύνων.

Οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ακολούθησαν επίσης ανοδική τάση, ήδη από το τέλος του γ' τριμήνου του 2021, κινούμενες, σε γενικές γραμμές, σε αντιστοιχία με την ανοδική πορεία των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων στις διεθνείς αγορές.

Η αβεβαιότητα σχετικά με τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς έχει επιδεινώσει το επενδυτικό κλίμα στις αγορές μετοχών και έχει οδηγήσει σε σημαντική αύξηση της μεταβλητότητας. Σε αυτό το περιβάλλον, οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών κινήθηκαν καθοδικά το 2022, σε συνάφεια με τις αρνητικές αποδόσεις στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη.

Ωστόσο, τους πρώτους μήνες του 2022 παρατηρήθηκαν και θετικές εξελίξεις. Σε αυτές συμπεριλαμβάνεται η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου από τους οίκους DBRS και Standard and Poor's, έτσι ώστε ως προς αυτούς τους οίκους το Ελληνικό Δημόσιο να απέχει πλέον μόλις μία βαθμίδα από την επενδυτική κατηγορία. Η εξέλιξη αυτή συμβάλλει στην αναβάθμιση και άλλων εκδοτών ομολόγων με έδρα την Ελλάδα, συμπεριλαμβανομένων των σημαντικών ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, των οποίων οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις επίσης αναβαθμίστηκαν κατά το ίδιο διάστημα. Η περαιτέρω αναβάθμιση κατά μία βαθμίδα από τους προαναφερθέντες οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης θα είναι ιδιαίτερα θετική εξέλιξη, διότι θα φέρει το ελληνικά ομόλογα εντός της επενδυτικής κατηγορίας, με σημαντικό όφελος όσον αφορά το κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου, των τραπεζών και των ιδιωτικών επιχειρήσεων, ενώ θα συμβάλει και στην προσέλκυση ξένων επενδυτικών κεφαλαίων.

Ο ετήσιος ρυθμός επέκτασης των τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) επιβραδύνθηκε το πρώτο τετράμηνο του 2022 και οι καταθέσεις τους υποχώρησαν από τα πολύ υψηλά επίπεδα των προηγούμενων μηνών, χωρίς να επηρεάζεται η υψηλή ρευστότητα της οικονομίας. Η προαναγγελθείσα μεταβολή της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ προς πιο περιοριστική κατεύθυνση, προκειμένου να ανασχεθούν οι πληθωριστικές πιέσεις (με μια πρώτη αύξηση επιτοκίων να επίκειται τον Ιούλιο), αναμένεται να οδηγήσει σε άνοδο των εγχώριων τραπεζικών επιτοκίων.

Δημοσιονομικές εξελίξεις: βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών το 2021 – νέα δέσμη μέτρων στήριξης των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων

Σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση δημοσιονομικών στοιχείων της περιόδου 2018-2021 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος, το πρωτογενές έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης για το 2021 μειώθηκε σε 5,0% του ΑΕΠ (από 7,2% το 2020 και έναντι πρόβλεψης 6,2% του ΑΕΠ), ενώ το δημόσιο χρέος το 2021 μειώθηκε σε 193,3% του ΑΕΠ (από 206,3% το 2020 και έναντι πρόβλεψης 197,1% του ΑΕΠ). Η σημαντική αποκλιμάκωση τόσο του πρωτογενούς ελλείμματος όσο και του δημόσιου χρέους ως ποσοστών του ΑΕΠ οφείλεται κυρίως στην ταχύτερη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Ως εκ τούτου, η δημοσιονομική πολιτική το 2021 απέβη τελικά λιγότερο επεκτατική από ό,τι είχε αρχικά προβλεφθεί.

Η άνοδος του πληθωρισμού, που ξεκίνησε το 2021 και εντάθηκε σημαντικά το 2022, οδήγησε στη λήψη πρόσθετων δημοσιονομικών μέτρων το 2022 με στόχο τη στήριξη του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και της λειτουργίας των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, αποφασίστηκε η διεύρυνση της δέσμης μέτρων για την έκτακτη ενίσχυση των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων σε 4,3 δισεκ. ευρώ το 2022, έναντι 1 δισεκ. ευρώ το 2021. Το μεγαλύτερο μέρος αυτών των παρεμβάσεων (3,6 δισεκ. ευρώ, έναντι 0,63 δισεκ. ευρώ το 2021) αναμένεται να χρηματοδοτηθεί από τους πόρους του Ταμείου Ενεργειακής Μετάβασης χωρίς να επιβαρύνει τον Κρατικό Προϋπολογισμό.

Στο πλαίσιο αυτό, επισημαίνεται ότι την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2022 ο Κρατικός Προϋπολογισμός (ΚΠ) παρουσίασε σημαντικά βελτιωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου, καθώς το έλλειμά του μειώθηκε σε 1,7% του ΑΕΠ από 4,8% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2021. Σε σύγκριση με το πρώτο τετράμηνο του 2021, τα φορολογικά έσοδα του πρώτου τετραμήνου του 2022 είναι σημαντικά αυξημένα, κυρίως από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων, τους έμμεσους φόρους και τις πρώτες πληρωμές των ανεξόφλητων μη ρυθμισμένων υποχρεώσεων που συσσωρεύθηκαν κατά την πανδημία. Ταυτόχρονα, κατά το πρώτο τετράμηνο του 2022, οι πρωτογενείς δαπάνες του ΚΠ παρουσιάζονται μειωμένες έναντι της ίδιας περιόδου του 2021, αντανακλώντας κυρίως τη μείωση των δαπανών για μεταβιβάσεις και των δαπανών του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων, καθώς φέτος τα μέτρα στήριξης λόγω πανδημίας έχουν περιοριστεί σημαντικά και αντισταθμίζονται μόνο μερικώς από τις ενεργειακές επιδοτήσεις.

Προβλέψεις: αύξηση της αβεβαιότητας, κάμψη του ρυθμού ανάπτυξης και άνοδος του πληθωρισμού

Δεδομένης της αυξημένης αβεβαιότητας, οι υπηρεσίες της Τράπεζας της Ελλάδος έχουν επεξεργαστεί δύο σενάρια για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας, ένα βασικό και ένα δυσμενές. Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες προβλέψεις του βασικού σεναρίου, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2022 αναμένεται να διαμορφωθεί σε 3,2%, αναθεωρημένος προς τα κάτω σε σχέση με την πρόβλεψη (3,8%) που είχε δημοσιευθεί στην Έκθεση του Διοικητή τον Απρίλιο του 2022. Η αναθεώρηση αντανάκλα την περαιτέρω αύξηση της αβεβαιότητας στην οικονομία, λόγω της συνεχιζόμενης πολεμικής σύγκρουσης μεταξύ Ρωσίας και Ουκρανίας, και την αύξηση του κόστους και των τιμών εν γένει.

Οι προβλέψεις οικονομικής μεγέθυνσης του βασικού σεναρίου θα μπορούσαν να διαμορφωθούν υψηλότερα του 3,2%, εάν ο ισχυρός ρυθμός μεγέθυνσης του πρώτου τριμήνου συνεχιστεί και κατά τα επόμενα τρίμηνα του έτους. Ωστόσο, οι κίνδυνοι υπερισχύουν σε σχέση με τα θετικά ενδεχόμενα. Κινδύνους αποτελούν η περαιτέρω κλιμάκωση της γεωπολιτικής αστάθειας, η επιδείνωση του διεθνούς οικονομικού κλίματος, η διαταραχή στην προσφορά ενέργειας και η συνακόλουθη περαιτέρω αύξηση των τιμών της.

Το 2023 ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να επιταχυνθεί στο 4,1%, ενώ και για το 2024 εκτιμάται σχετικά υψηλός, στο 3,6%, υπό την προϋπόθεση ότι η γεωπολιτική κρίση θα αποκλιμακωθεί έως το τέλος του 2022 και ότι οι τιμές της ενέργειας θα μειωθούν.

Στο δυσμενές σενάριο, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας εκτιμάται ότι θα είναι 1,8% το 2022, 0,3% το 2023 και 4,9% το 2024. Αυτές οι εκτιμήσεις βασίζονται σε υποθέσεις δυσμενών εξελίξεων σχετικά με τον πόλεμο στην Ουκρανία. Ειδικότερα, αυτό το σενάριο υποθέτει τη συνέχιση των πολεμικών συγκρούσεων έως και το 2023, την πλήρη διακοπή των εισαγωγών φυσικού αερίου και πετρελαίου από τη Ρωσία και την αδυναμία άμεσης υποκατάστασης αυτών των πηγών ενέργειας από άλλους προμηθευτές.

Στο βασικό σενάριο, η καταναλωτική δαπάνη αναμένεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται το 2022, αλλά με αρκετά ηπιότερο ρυθμό σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, εξαιτίας του χαμηλότερου πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και της αυξημένης αβεβαιότητας. Τα επόμενα έτη η καταναλωτική δαπάνη θα καταγράψει ελαφρά υψηλότερους ρυθμούς άνοδου, ενισχυόμενη από την αναμενόμενη αύξηση της απασχόλησης, καθώς και από τη μείωση της υψηλής αποταμίευσης των τελευταίων ετών, η οποία οφείλεται κυρίως στην αναβολή πραγματοποίησης δαπανών κατά τη διάρκεια της πανδημίας.

Οι επενδύσεις αναμένεται να αυξηθούν με υψηλούς ρυθμούς καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης 2022-2024, υποβοηθούμενες από την υψηλή ρευστότητα στον τραπεζικό τομέα και από την αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων.

Οι εξαγωγές αγαθών επέδειξαν ανθεκτικότητα κατά τη διάρκεια της πανδημίας και εκτιμάται ότι θα αυξηθούν με ικανοποιητικό ρυθμό την περίοδο 2022-2024. Οι εξαγωγές υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα κινηθούν ανοδικά. Οι ταξιδιωτικές εισπράξεις το 2022 αναμένεται να διαμορφωθούν στο 80% περίπου των εισπράξεων του 2019, ενώ θα ακολουθήσουν ανοδική πορεία και το διάστημα 2023-2024. Τέλος, οι εισπράξεις από τις θαλάσσιες μεταφορές εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν την ανοδική τους τάση, λόγω της ισχυρής αγοράς ναύλων. Παράλληλα όμως άνοδο αναμένεται να σημειώσουν και οι εισαγωγές, ως αποτέλεσμα της τόνωσης της εγχώριας ζήτησης, ιδίως των επενδύσεων.

Ο αριθμός των απασχολούμενων εκτιμάται ότι θα αυξηθεί την περίοδο 2022-2024. Η καταγραφή υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, τα μέτρα που έχουν τεθεί σε εφαρμογή με σκοπό τη στήριξη της απασχόλησης και των εισοδημάτων, αλλά και η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων, θα συνδράμουν στην περαιτέρω αποκλιμάκωση της ανεργίας.

Ο πληθωρισμός, βάσει του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή, αναμένεται να διαμορφωθεί σε 7,6% το 2022, κυρίως λόγω της ανοδικής πορείας των ενεργειακών αγαθών, αλλά και των ανατιμήσεων στα είδη διατροφής, ενώ θα αποκλιμακωθεί το 2023 και περαιτέρω το 2024. Ο πυρήνας του πληθωρισμού θα είναι και αυτός υψηλός το 2022 και, παρότι θα αποκλιμακωθεί το 2023 και το 2024, θα παραμείνει σχετικά υψηλός, υπερβαίνοντας μάλιστα το γενικό δείκτη, λόγω της σταδιακής ενσωμάτωσης των έντονων πληθωριστικών πιέσεων του 2022 στον πυρήνα.

Όσον αφορά τα δημοσιονομικά μεγέθη, το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2022 προβλέπει μικρότερη μείωση του πρωτογενούς ελλείμματος, το οποίο θα διαμορφωθεί σε 2,0% του ΑΕΠ (έναντι 1,4% του ΑΕΠ στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2022), αλλά ταχύτερη αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, που θα διαμορφωθεί σε 180,2% (έναντι 187,3%) εξαιτίας κυρίως της προς τα άνω αναθεώρησης της πρόβλεψης του πληθωρισμού και συνεπώς και του ονομαστικού ΑΕΠ. Ως εκ τούτου, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής το 2022 αναμένεται να μεταστραφεί σε συσταλτική. Σύμφωνα με την αναθεωρημένη πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος για το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης (υπολογιζόμενο με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας), το 2022 το έλλειμμα αναμένεται να διαμορφωθεί σε περίπου 2,0% του ΑΕΠ, ενώ το δημόσιο χρέος σε 177,0%.

Μεσοπρόθεσμα, το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2022 προβλέπει την επιστροφή κατά τα επόμενα έτη σε πρωτογενή πλεονάσματα, ύψους 1,1% του ΑΕΠ το 2023, 2,1% του ΑΕΠ το 2024 και 2,3% του ΑΕΠ το 2025, με αποτέλεσμα την περαιτέρω σταδιακή αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ σε 146,5% το 2025. Η πρόβλεψη για τα επόμενα έτη ενσωματώνει τη μονιμοποίηση των δύο κυριότερων δημοσιονομικών παρεμβάσεων της διετίας 2021-2022, που αφορούν τη μείωση των ασφαλιστικών εισφορών κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες και την κατάργηση της εισφοράς αλληλεγγύης στον ιδιωτικό τομέα.

Εξαιτίας των έκτακτων δημοσιονομικών μέτρων της περιόδου 2020-2022 (συνολικού ύψους 40 δισεκ. ευρώ) και του πρόσθετου δανεισμού από ευρωπαϊκούς πόρους (NGEU, SURE), τόσο το δημόσιο χρέος όσο και οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου έχουν αυξηθεί. Ειδικότερα, οι χρηματοδοτικές ανάγκες για την επόμενη δεκαετία παραμένουν πλέον οριακά στο επίπεδο αναφοράς 15% του ΑΕΠ, υπό την προϋπόθεση ότι θα διατηρηθούν τα ταμειακά διαθέσιμα σε υψηλό επίπεδο. Αυτό συνεπάγεται μεγαλύτερη έκθεση στον κίνδυνο υλοποίησης αρνητικών μακροοικονομικών σεναρίων, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια χαλάρωσης των στόχων για πρωτογενή πλεονάσματα.

Σε κάθε περίπτωση, σύμφωνα με τις επικαιροποιημένες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, 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 θα έχουν προσωρινό χαρακτήρα και οι ευρωπαϊκοί πόροι (NGEU) θα αξιοποιηθούν αποτελεσματικά. Μακροπρόθεσμα, υπάρχει αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς η σταδιακή αναχρηματοδότηση του συσσωρευμένου χρέους του επίσημου τομέα με όρους αγορής θα αυξήσει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο.

Η πρόβλεψη για την οικονομική δραστηριότητα υπόκειται σε αβεβαιότητες και κινδύνους

Ο ρυθμός μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας μπορεί να επιβραδυνθεί περισσότερο σε περίπτωση (α) περαιτέρω κλιμάκωσης του πολέμου στην Ουκρανία, καθώς αυτό θα οδηγήσει σε περαιτέρω αύξηση της αβεβαιότητας και ισχυρότερες και πιο επίμονες πληθωριστικές πιέσεις, (β) νέου κύματος της πανδημίας ή (γ) χαμηλού ποσοστού απορρόφησης κονδυλίων της ΕΕ στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Η περαιτέρω αυστηροποίηση των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών και η αύξηση της αποστροφής των διεθνών επενδυτών προς τον κίνδυνο δημιουργούν κινδύνους για τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, καθώς και για την αδιάλειπτη και με αποδεκτό κόστος δανεισμού πρόσβαση του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων. Ωστόσο, τα μέτρα που δρομολογεί η ΕΚΤ για την αποτροπή του κατακερματισμού του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ευρωζώνης αναμένεται

να περιορίσουν αυτούς τους κινδύνους. Επιπλέον, σημαντικοί κίνδυνοι στο πεδίο του πληθωρισμού συνδέονται με το ενδεχόμενο περαιτέρω αύξησης των διεθνών τιμών της ενέργειας σε συνδυασμό με υποχώρηση της ισοτιμίας του ευρώ σε σχέση με το δολάριο, καθώς και με το ενδεχόμενο οι πληθωριστικές πιέσεις να είναι πιο επίμονες, οδηγώντας σε αυξήσεις των ονομαστικών αμοιβών και θέτοντας έτσι σε κίνηση μια ανατροφοδοτούμενη άνοδο του πληθωρισμού. Σε περίπτωση ταχείας και έντονης αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής λόγω υψηλότερου του αναμενομένου πληθωρισμού ή/και μιας περαιτέρω επιδείνωσης της εμπιστοσύνης και κάμψης της δραστηριότητας στους βασικούς εμπορικούς εταίρους, θα μπορούσαν να παρατηρηθούν φαινόμενα στασιμότητας πληθωρισμού στην ελληνική οικονομία.

Πρόσθετοι κίνδυνοι για την ελληνική οικονομία, οι οποίοι δεν αντανακλώνται στα παραπάνω σενάρια, απορρέουν και από τις γεωπολιτικές εντάσεις στην Ανατολική Μεσόγειο, και ειδικότερα από την αυξανόμενη επιθετική ρητορική εκ μέρους της Τουρκίας.

3 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Κάμψη της εμπιστοσύνης, επιβράδυνση της ανάκαμψης και του παγκόσμιου εμπορίου, άνοδος του πληθωρισμού

Η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία στα τέλη Φεβρουαρίου και ο πόλεμος που εξακολουθεί να μαίνεται έχουν μέχρι στιγμής τραγικές συνέπειες, με ανθρώπινες απώλειες, μεγάλες προσφυγικές ροές, αλλά και σοβαρές οικονομικές επιπτώσεις τόσο για τις εμπλεκόμενες χώρες όσο και για την ευρωπαϊκή και την παγκόσμια οικονομία. Η διεθνής οικονομική δραστηριότητα μόλις είχε ανακάμψει από τη μεγαλύτερη μεταπολεμικά υφεσιακή διαταραχή που είχε υποστεί λόγω της πανδημίας και των περιοριστικών μέτρων για την αντιμετώπισή της.

Το παγκόσμιο ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 6,1% το 2021, μετά από μια πρωτοφανή μεταπολεμικά πτώση κατά 3,1% το 2020. Τον Ιανουάριο η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας προβλεπόταν ότι θα συνεχιστεί με ρυθμό χαμηλότερο, αλλά άνω του μακροχρόνιου μέσου όρου. Από την έναρξη του πολέμου όμως 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 εκτιμάται πλέον ότι θα επιβραδυνθεί στο 3,6% το 2022 και 2023 (ΔΝΤ, Απρίλιος 2022), με τις επιπτώσεις του πολέμου στην Ουκρανία να διαχέονται τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναδυόμενες οικονομίες μέσω των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, του διεθνούς εμπορίου και των χρηματοπιστωτικών αγορών, αλλά και δευτερογενώς μέσω της παγκόσμιας ζήτησης. Ωστόσο, ο αντίκτυπος του πολέμου προβλέπεται ότι θα είναι σημαντικότερος στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες μεσοπρόθεσμα, καθώς αυτές διαθέτουν γενικώς μικρότερα περιθώρια άσκησης αντικυκλικής πολιτικής.

Το α' τρίμηνο του 2022 ο πόλεμος Ρωσίας-Ουκρανίας ανέκοψε τη δυναμική αύξηση του διεθνούς εμπορίου, εν μέσω ενίσχυσης των διαταράξεων στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες, εκτόξευσης των τιμών της ενέργειας, των μετάλλων και τροφίμων σε ιστορικά υψηλά επίπεδα και κάμψης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας. Επιπλέον, η επαναφορά περιοριστικών μέτρων στην Κίνα στο πλαίσιο της πολιτικής της για μηδενικά κρούσματα κορωνοϊού επέτεινε τους περιορισμούς από την πλευρά της προσφοράς. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, αναθεωρημένες επί το δυσμενέστερο εξαιτίας των επιπτώσεων του πολέμου στην Ουκρανία, ο όγκος του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών αναμένεται να αυξηθεί κατά 5% το 2022, έναντι ισχυρής ανάκαμψης κατά 10,1% το 2021. Το 2022 αναμένεται κάμψη της παγκόσμιας ζήτησης αγαθών εξαιτίας των πληθωριστικών πιέσεων και της σταδιακής άρσης των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας, αλλά ενδυνάμωση της ζήτησης υπηρεσιών. Οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές του παγκόσμιου εμπορίου αναμένονται συμβατές με την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας κοντά στο 3,5%.

Ο πληθωρισμός συνέχισε να αυξάνεται διεθνώς και, μετά το ξέσπασμα του πολέμου, στις προηγμένες οικονομίες έφθασε στα υψηλότερα επίπεδα της τελευταίας 40ετίας. Ο πληθωρισμός εκτιμάται πλέον ότι θα παραμείνει υψηλός παγκοσμίως για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, τροφοδοτούμενος από τις συνέπειες του πολέμου, πρωτογενώς από αυξήσεις στις διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων και δευτερογενώς από τη σταδιακή ενσωμάτωση των πληθωριστικών πιέσεων στις τιμές των βιομηχανικών αγαθών και των υπηρεσιών. Παρά την προβλεπόμενη άμβλυνση των προβλημάτων στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες, ο πληθωρισμός θα επηρεαστεί ανοδικά και από το συρρικνούμενο παραγωγικό κενό και τον υψηλότερο βαθμό απασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο αναμένεται να ανέλθει στο 5,7% το 2022, από 3,1% το 2021, σύμφωνα με την εκτίμηση του ΔΝΤ τον Απρίλιο, δηλ. σχεδόν 2 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερα από την πρόβλεψη του Ιανουαρίου. Για το 2023 προβλέπεται υποχώρηση του πληθωρισμού στο 2,5%, εάν επιβεβαιωθεί η υπόθεση για μείωση της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου κατά 13%.

Το α' τρίμηνο του 2022 το ΑΕΠ της ευρωζώνης αυξήθηκε κατά 0,6% έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2022), η αύξηση του ΑΕΠ το 2022 αναμένεται να περιοριστεί στο 2,8%, έναντι 5,4% το 2021. Η εκτίμηση αυτή αντανάκλα αφενός τη θετική επίδραση στο τρέχον έτος από τη δυναμική οικονομική ανάκαμψη του 2021 (carry-over) και αφετέρου τις αρνητικές επιπτώσεις της ενεργειακής κρίσης, της αύξησης της αβεβαιότητας, των προβλημάτων στις εφοδιαστικές αλυσίδες, αλλά και της έμμεσης έκθεσης της οικονομίας της ευρωζώνης στην εξέλιξη της πανδημίας σε άλλες χώρες, κυρίως στην Κίνα. Το 2023 η οικονομική δραστηριότητα προβλέπεται να αυξηθεί κατά 2,1%, υπό την επίδραση των γεωπολιτικών εξελίξεων, της άρσης των προσωρινών μέτρων στήριξης των εισοδημάτων και της ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής, ενώ θα υποστηριχθεί από την άμβλυνση των προβλημάτων στις εφοδιαστικές αλυσίδες και την αναμενόμενη μείωση των τιμών της ενέργειας.

Το α' τρίμηνο του 2022 οι ραγδαίες αυξήσεις στις τιμές της ενέργειας και των διεθνών εμπορευμάτων εξαιτίας του πολέμου Ρωσίας-Ουκρανίας, αλλά και των συνθηκών ανεπαρκούς προσφοράς, τροφοδότησαν την εκτόξευση του πληθωρισμού κόστους στην ευρωζώνη, ο οποίος είχε έντονα ανοδική πορεία ήδη από τα μέσα του 2021. Το Μάιο του 2022 ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη ανήλθε στο 8,1%, από 5,1% τον Ιανουάριο του 2022 και 1,6% τον Απρίλιο του 2021. Οι ρυθμοί πληθωρισμού παρουσιάζουν αξιοσημείωτες διαφορές μεταξύ των κρατών-μελών και κυμαίνονται από 5,8% στη Μάλτα και τη Γαλλία έως 20,1% στην Εσθονία. Επιπλέον, η υποτίμηση του ευρώ ενισχύει τις τιμές των εισαγόμενων προϊόντων και τις πληθωριστικές πιέσεις. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2022), ο πληθωρισμός, μετρούμενος με τον ΕνΔΤΚ, θα ανέλθει σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, στο 6,8% το 2022 από 2,6% το 2021, ενώ θα υποχωρήσει στο 3,5% το 2023, παραμένοντας πάνω από το στόχο (2%). Το συρρικνούμενο παραγωγικό κενό και η ενεργειακή κρίση αναμένεται να επηρεάσουν τις τιμές των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών, καθώς και τους ονομαστικούς μισθούς, και επομένως ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής εκτιμάται ότι θα ανέλθει στο 3,3% το 2022 από 1,5% το 2021, ενισχύοντας τους κινδύνους για σπειροειδείς εξελίξεις σε τιμές και μισθούς και πιο επίμονες πληθωριστικές πιέσεις μεσοπρόθεσμα.

Ο πόλεμος στην Ουκρανία οξύνει τα διλήμματα για την οικονομική πολιτική, η οποία καλείται να επιτύχει την κατάλληλη ισορροπία μεταξύ στήριξης της ανάκαμψης και διαφύλαξης της σταθερότητας των πληθωριστικών προσδοκιών, αλλά και μεταξύ της κρατικής στήριξης των πιο ευάλωτων κοινωνικών ομάδων και της αναγκαίας επιστροφής, μετά την πανδημία, σε συνθήκες δημοσιονομικής ισορροπίας.

Οι τρέχουσες προβλέψεις για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία περιβάλλονται από αυξημένη αβεβαιότητα. Οι κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη και τον πληθωρισμό συνδέονται με μια σειρά από αρνητικά ενδεχόμενα, όπως τυχόν πιο παρατεταμένη διάρκεια ή κλιμάκωση του πολέμου στην Ουκρανία, διεύρυνση των κυρώσεων προς και από τη Ρωσία,

εξάπλωση των γεωπολιτικών εντάσεων, αύξηση των απαγορεύσεων εξαγωγών προϊόντων, κάμψη του παγκόσμιου εμπορίου και οικονομική επιβράδυνση της Κίνας από την πολιτική μηδενισμού των κρουσμάτων του κορωνοϊού την οποία ακολουθεί. Η ταχύτητα ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής παραμένει κεντρικό ζήτημα, με το βραχυπρόθεσμο κόστος της αύξησης των επιτοκίων να αναμένεται σημαντικά χαμηλότερο από τις μακροπρόθεσμες επιπτώσεις μιας ενδεχόμενης αποσταθεροποίησης των πληθωριστικών προσδοκιών. Παράλληλα, οι προσπάθειες των κρατών για την ενεργειακή μετάβαση, τη σταδιακή απεξάρτηση από τα ορυκτά καύσιμα και την επίτευξη του στόχου για ουδέτερο ανθρακικό αποτύπωμα αντιμετωπίζουν νέες δυσχέρειες και αυξημένο κόστος λόγω του νέου δεδομένου της ανάγκης για ταχεία ενεργειακή απεξάρτηση από τη Ρωσία. Ωστόσο, η εμπροσθοβαρής μείωση της εξάρτησης από ορυκτά καύσιμα και μια ταχύτερη πράσινη μετάβαση θα ενισχύσουν την ανθεκτικότητα των οικονομιών σε διακυμάνσεις των τιμών της ενέργειας. Ειδικά όσον αφορά τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η ταχύτερη υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων με τη βοήθεια των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU θα στηρίξει τις μεσοπρόθεσμες οικονομικές προοπτικές.

4 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Λήψη μέτρων περαιτέρω ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής – Προαναγγελία αύξησης των επιτοκίων – Προετοιμασία νέου μέσου για την αντιμετώπιση του κατακερματισμού στις αγορές

Στις 9 Ιουνίου το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι ο πληθωρισμός το Μάιο αυξήθηκε και πάλι σημαντικά, αντανακλώντας κυρίως την απότομη άνοδο των τιμών της ενέργειας και των ειδών διατροφής, μεταξύ άλλων εξαιτίας των επιπτώσεων του πολέμου στην Ουκρανία. Μάλιστα οι πληθωριστικές πιέσεις απέκτησαν ευρύτερη βάση και μεγαλύτερη ένταση, καθώς οι τιμές πολλών αγαθών και υπηρεσιών σημείωσαν έντονη αύξηση. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι η ρωσική εισβολή στην Ουκρανία συνεχίζει να επηρεάζει αρνητικά την οικονομία στην Ευρώπη. Διαταράσσει το διεθνές εμπόριο, οδηγεί σε ελλείψεις πρώτων υλών και ενδιάμεσων αγαθών και συμβάλλει στην άνοδο των τιμών της ενέργειας και των βασικών εμπορευμάτων. Αυτοί οι παράγοντες θα εξακολουθήσουν να επιδρούν αρνητικά στην εμπιστοσύνη και να επηρεάζουν ανασταλτικά την ανάπτυξη, ιδίως σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Ωστόσο, υπάρχουν οι συνθήκες που επιτρέπουν στην οικονομία της ζώνης του ευρώ να συνεχίσει να αναπτύσσεται, χάρη στις αποταμιεύσεις που συσσωρεύθηκαν στη διάρκεια της πανδημίας, μέρος των οποίων τώρα δαπανάται, και στη συνεχιζόμενη, αν και με μειούμενο ρυθμό, δημοσιονομική στήριξη.

Με βάση την επικαιροποιημένη αξιολόγησή του, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να λάβει περαιτέρω μέτρα για την ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής του. Ειδικότερα, ανακοίνωσε ότι:

- Θα σταματήσει τις καθαρές αγορές στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού (asset purchase programme – APP) από την 1η Ιουλίου 2022. Το Διοικητικό Συμβούλιο σκοπεύει να συνεχίσει να επανεπενδύει στο ακέραιο τα ποσά από την εξόφληση τίτλων που αποκτήθηκαν μέσω του προγράμματος APP κατά τη λήξη τους για παρατεταμένη χρονική περίοδο μετά την ημερομηνία κατά την οποία θα αρχίσει να αυξάνει τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ και πάντως για όσο χρονικό διάστημα κρίνεται αναγκαίο για τη διατήρηση συνθηκών άφθονης ρευστότητας και της ενδεδειγμένης κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής.
- Θα επανεπενδύει το ποσό του κεφαλαίου από την εξόφληση τίτλων που αποκτήθηκαν μέσω του έκτακτου προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού λόγω πανδημίας (PEPP) κατά τη λήξη τους τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2024. Σε κάθε περίπτωση, η μελλοντική σταδιακή μείωση του χαρτοφυλακίου PEPP θα ρυθμιστεί κατά τρόπο ώστε να

αποφευχθούν παρεμβολές στην ενδεδειγμένη κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Σε περίπτωση νέου κατακερματισμού στις αγορές που σχετίζεται με την πανδημία, οι επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του προγράμματος PEPP μπορούν ανά πάσα στιγμή να προσαρμοστούν με ευελιξία ως προς το χρόνο, τις κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού και τις χώρες. Η ευελιξία αυτή θα μπορούσε να συμπεριλαμβάνει την αγορά ομολόγων που εκδίδει το Ελληνικό Δημόσιο επιπλέον της αξίας των ομολόγων που επανεπενδύεται στη λήξη τους, προκειμένου να διασφαλιστεί η ομαλή μετάδοση της νομισματικής πολιτικής προς την ελληνική οικονομία, ενόσω αυτή εξακολουθεί να ανακάμπτει από τις επιπτώσεις της πανδημίας. Οι καθαρές αγορές μέσω του PEPP θα μπορούσαν να ξεκινήσουν εκ νέου, εφόσον αυτό κριθεί αναγκαίο για την αντιμετώπιση των κραδασμών εξαιτίας της πανδημίας.

- Σκοπεύει να αυξήσει τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ κατά 25 μονάδες βάσης στη συνεδρίασή του για τη νομισματική πολιτική του Ιουλίου.

Το Διοικητικό Συμβούλιο επίσης δήλωσε ότι αναμένει να αυξήσει ξανά τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ το Σεπτέμβριο. Το μέγεθος αυτής της αύξησης των επιτοκίων θα εξαρτηθεί από τις επικαιροποιημένες μεσοπρόθεσμες προοπτικές για τον πληθωρισμό. Εάν αυτές παραμείνουν αμετάβλητες ή επιδεινωθούν, θα είναι ενδεδειγμένη μια μεγαλύτερη αύξηση των βασικών επιτοκίων κατά τη συνεδρίαση του Σεπτεμβρίου.

Μετά το Σεπτέμβριο, με βάση την τρέχουσα αξιολόγησή του, το Διοικητικό Συμβούλιο προβλέπει ότι η ενδεδειγμένη πορεία θα είναι μια σειρά σταδιακών αλλά συνεχών περαιτέρω αυξήσεων των επιτοκίων. Σύμφωνα με τη δέσμευση του Διοικητικού Συμβουλίου για στόχο πληθωρισμού 2% μεσοπρόθεσμα, ο ρυθμός με τον οποίο το Διοικητικό Συμβούλιο προσαρμόζει τη νομισματική πολιτική του θα εξαρτηθεί από τα εισερχόμενα στοιχεία και από το πώς αξιολογεί την εξέλιξη του πληθωρισμού σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο θα συνεχίσει να παρακολουθεί τις συνθήκες χρηματοδότησης των τραπεζών και να διασφαλίζει ότι η λήξη των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO III) δεν επηρεάζει την ομαλή μετάδοση της νομισματικής πολιτικής του. Θα αξιολογεί επίσης τακτικά πώς οι στοχευμένες πράξεις αναχρηματοδότησης συνεισφέρουν στην κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του. Όπως έχει ανακοινωθεί προηγουμένως, οι ειδικοί όροι που εφαρμόζονται στο πλαίσιο των TLTRO III έληξαν στις 23 Ιουνίου 2022.

Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι έτοιμο να προσαρμόσει όλα τα μέσα που έχει στη διάθεσή του, επιδεικνύοντας ευελιξία εφόσον χρειαστεί, προκειμένου να διασφαλίσει ότι ο πληθωρισμός θα σταθεροποιηθεί στο στόχο του 2% μεσοπρόθεσμα. Η πανδημία έδειξε ότι, υπό συνθήκες πίεσης, η ευελιξία ως προς το σχεδιασμό και τη διενέργεια των αγορών στοιχείων ενεργητικού έχει βοηθήσει στην αντιμετώπιση των δυσλειτουργιών του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και έχει καταστήσει πιο αποτελεσματικές τις προσπάθειες του Διοικητικού Συμβουλίου για επίτευξη του στόχου του. Εντός των ορίων της εντολής που έχει ανατεθεί στην ΕΚΤ, υπό συνθήκες πίεσης, η ευελιξία θα συνεχίσει να αποτελεί στοιχείο της νομισματικής πολιτικής όποτε παράγοντες που απειλούν τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής θέτουν σε κίνδυνο την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών.

Στο πλαίσιο αυτό, κατόπιν έκτακτης συνεδρίασης στις 15 Ιουνίου 2022, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι θα εφαρμόσει ευελιξία στις επανεπενδύσεις ποσών από την εξόφληση τίτλων του χαρτοφυλακίου PEPP κατά τη λήξη τους, με σκοπό να διατηρήσει τη λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, ως προϋπόθεση για να μπορέσει η ΕΚΤ να εκπληρώσει την εντολή της για σταθερότητα των τιμών. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο ζήτησε από τις αρμόδιες επιτροπές του Ευρωσυστήματος, με τη συνδρομή των υπηρεσιών της ΕΚΤ, να ολοκληρώσουν σύντομα το σχεδιασμό ενός νέου εργαλείου καταπολέμησης του κατακερματισμού, το οποίο θα εξεταστεί στη συνέχεια από το Διοικητικό Συμβούλιο.

5 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

Υποχώρηση των καταθέσεων και επιβράδυνση του ρυθμού επέκτασης των πιστώσεων προς ΜΧΕ κατά το πρώτο τετράμηνο του 2022 – Η ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής θα ασκήσει ανοδικές πιέσεις στα επιτόκια δανεισμού, όμως οι όροι και η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης υποστηρίζονται από δημόσιους πόρους

Οι συνθήκες ρευστότητας που αντιμετώπισαν οι ελληνικές τράπεζες το πρώτο τετράμηνο του 2022 ήταν ευνοϊκές, χάρη στην αύξηση των καταθέσεων λιανικής κατά τα προηγούμενα έτη και στη συνέχιση της διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Ως αποτέλεσμα, τα επιτόκια καταθέσεων που προσφέρονται στις ΜΧΕ και στα νοικοκυριά διαμορφώθηκαν το πρώτο τετράμηνο του 2022 σε οριακά θετικές τιμές στις καταθέσεις προθεσμίας και μηδενίστηκαν στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας. Όσον αφορά το κόστος τραπεζικού δανεισμού, το μέσο επιτόκιο προς τις ΜΧΕ σταθεροποιήθηκε το πρώτο τετράμηνο του 2022 σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο (3,0%) υπό τη θετική επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και των προγραμμάτων εγχώριων και διεθνών αναπτυξιακών φορέων για τη στήριξη των πιστώσεων. Το μέσο επιτόκιο δανεισμού προς τα νοικοκυριά αυξήθηκε ελαφρά (4,9%), λόγω των αυξήσεων στα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων, ενώ το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων παρέμεινε γενικά σταθερό (2,8%).

Οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα υποχώρησαν το πρώτο τετράμηνο του 2022, λόγω της μείωσης των αποθεμάτων ρευστότητας των ΜΧΕ, και ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους επιβραδύνθηκε. Μεταξύ Ιανουαρίου και Απριλίου 2022 σημείωσαν σωρευτική μείωση κατά 2,1 δισεκ. ευρώ, σε αντίθεση με τις σημαντικές αυξήσεις που είχαν παρατηρηθεί κατά την αντίστοιχη περίοδο του 2021 και του 2020. Ειδικότερα, οι καταθέσεις των ΜΧΕ παρουσίασαν σημαντική υποχώρηση κατά 3,5 δισεκ. ευρώ, ενώ οι καταθέσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν κατά 691 εκατ. ευρώ. Πέρα από την αναμενόμενη μείωση των επιχειρηματικών καταθέσεων εν όψει της επανεκκίνησης της οικονομίας το 2022, οι εν λόγω καταθέσεις επηρεάστηκαν αρνητικά και από την απότομη άνοδο των τιμών της ενέργειας και την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης. Η μείωση της αγοραστικής δύναμης των νοικοκυριών εξαιτίας της ανόδου του ενεργειακού κόστους και των τιμών των τροφίμων εν μέρει καλύφθηκε από αντισταθμιστικά δημοσιονομικά μέτρα. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων των νοικοκυριών έχει αρχίσει να επιβραδύνεται ιδίως από το τελευταίο τρίμηνο του 2021, καθώς τα νοικοκυριά πραγματοποίησαν δαπάνες που είχαν αναβληθεί στη διάρκεια της πανδημίας, αλλά και λόγω της απόσυρσης των μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας και της επίδρασης των προαναφερθεισών σημαντικών ανατιμήσεων.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των τραπεζικών πιστώσεων προς τις ΜΧΕ παρέμεινε το 2021 σχεδόν σταθερός κατά μέσο όρο έναντι του προηγούμενου έτους, ενώ το πρώτο τετράμηνο του 2022 επιβραδύνθηκε. Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά εξακολούθησε να συρρικνώνεται, ωστόσο με βραδύτερο ρυθμό. Το πρώτο τετράμηνο του 2022 η μέση μηνιαία καθαρή ροή χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ διαμορφώθηκε σε 278 εκατ. ευρώ, έναντι 206 εκατ. ευρώ κατά μέσο όρο το 2021. Ευνοϊκή επίδραση στη χορήγηση δανείων συνέχισε να ασκεί η λειτουργία του Πανευρωπαϊκού Ταμείου Εγγυήσεων του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ), καθώς και άλλων προγραμμάτων εγγυοδοσίας και συγχρηματοδότησης αναπτυξιακών φορέων. Η αύξηση του ΑΕΠ και η άνοδος των τιμών των κατοικιών επίσης στήριξαν τη ζήτηση τραπεζικών δανείων, ενώ θετικά στην προσφορά τραπεζικής πίστης επέδρασαν η παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα, η οποία εξακολούθησε να είναι άφθονη, η διαθεσιμότητα τραπεζικών καταθέσεων, καθώς και η πρόοδος που έχει συντελεστεί ως προς την εξυγίανση των τραπεζικών ισολογισμών από τα περισσότερα μη εξυπηρετούμενα δάνεια.

Η ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής μέσω της αύξησης των επιτοκίων εκ μέρους της ΕΚΤ αναμένεται να ασκήσει ανοδικές πιέσεις στα ονομαστικά επιτόκια χορηγήσεων. Κάτι τέτοιο, στο βαθμό που θα οδηγήσει σε αύξηση του πραγματικού κόστους δανεισμού, θα έχει ως αποτέλεσμα τον περιορισμό της εγχώριας πιστωτικής επέκτασης και την επιβράδυνση της οικονο-

μικής δραστηριότητας. Από την άλλη πλευρά, οι όροι και η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις αναμένεται να συνεχίσουν να υποστηρίζονται από δημόσιους πόρους μέσω προγραμμάτων συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας, ιδίως από τα χαμηλότοκα δάνεια που αναμένονται από το δανειακό σκέλος του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, συμβάλλοντας στη στήριξη των επενδύσεων, του ΑΕΠ, της πιστωτικής επέκτασης και των τραπεζικών καταθέσεων.

Κερδοφορία, υποχώρηση της κεφαλαιακής επάρκειας, μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων

Το α΄ τρίμηνο του 2022 οι ελληνικοί τραπεζικοί όμιλοι κατέγραψαν κέρδη ως αποτέλεσμα της εμφάνισης μη επαναλαμβανόμενων εσόδων, της μείωσης των λειτουργικών εξόδων και, κυρίως, της μείωσης των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο.

Αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια, τόσο ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) όσο και ο Συνολικός Δείκτης Κεφαλαίου (Total Capital Ratio – TCR) σε ενοποιημένη βάση υποχώρησαν ελαφρά το Μάρτιο του 2022 σε 12,2% και 15% αντίστοιχα (από 12,6% και 15,2% αντίστοιχα το Δεκέμβριο του 2021). Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, ο μεσοσταθμικός δείκτης CET1 διαμορφώθηκε το Δεκέμβριο του 2021 σε 15,7%, ενώ ο δείκτης TCR σε 19,6%.

Στο τέλος Μαρτίου 2022 η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων σε ατομική βάση βελτιώθηκε, καθώς τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (ΜΕΔ) ανήλθαν σε 17,7 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά 0,7 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος του Δεκεμβρίου 2021 και κατά περίπου 91 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου του 2016, όταν είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ. Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων αποκλιμακώθηκε περαιτέρω το α΄ τρίμηνο του 2022 (Μάρτιος 2022: 12,1%, Δεκέμβριος 2021: 12,8%), αλλά παρέμεινε υψηλός, καθώς, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, στο τέλος Δεκεμβρίου του 2021 ο δείκτης ΜΕΔ σε επίπεδο ΕΕ ανήλθε σε 2,0%. Με βάση τις δρομολογηθείσες ενέργειες εξυγίανσης και διαχείρισης των ΜΕΔ, αναμένεται να επιτευχθεί μονοψήφιο ποσοστό για το σύνολο του τραπεζικού τομέα μέχρι το τέλος του 2022.

6 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

Η βασικότερη πρόκληση που καλείται να αντιμετωπίσει η ελληνική οικονομία είναι η συνέχιση της δυναμικής ανάκαμψης, που ξεκίνησε το 2021, σε ένα δυσμενές διεθνές περιβάλλον.

Η πανδημία του κορωνοϊού, η ενεργειακή κρίση, η αλματώδης άνοδος του πληθωρισμού και η αύξηση της αβεβαιότητας επιτείνουν σημαντικά κάποια από τα προβλήματα που αντιμετώπιζε η ελληνική οικονομία μετά τη δεκαετή κρίση χρέους και τα οποία μπορούν να επιδράσουν αρνητικά στις βραχυπρόθεσμες, αλλά και στις μακροπρόθεσμες προοπτικές της οικονομίας.

Για παράδειγμα, τα αναγκαία δημοσιονομικά μέτρα στήριξης των επιχειρήσεων και των ευάλωτων ομάδων του πληθυσμού επιβραδύνουν τη μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, παρά την ταχύτερη του αναμενόμενου αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ. Η μεγάλη εξάρτηση της ελληνικής οικονομίας από τα εισαγόμενα αγαθά και υπηρεσίες οδηγεί σε επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Η αύξηση της αβεβαιότητας για τις μελλοντικές προοπτικές της οικονομίας οδηγεί σε αναβολή των επενδυτικών και καταναλωτικών αποφάσεων, ενώ και η αναμενόμενη άνοδος των επιτοκίων θα μπορούσε να δράσει ανασταλτικά στην υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων, καθυστερώντας έτσι την εξάλειψη του επενδυτικού κενού. Σε ένα δυσμενές μακροοικονομικό περιβάλλον με υψηλό πληθωρισμό και κάμψη της ζήτησης θα μπορούσε να ανακοπεί η πτωτική πορεία της ανεργίας και να δημιουργηθεί μια νέα γενιά μη εξυπηρετούμενων δανείων, με αποτέλεσμα να επηρεαστούν δυσμενώς τα μεγέθη των ελληνικών τραπεζών.

Η επιβράδυνση της μείωσης των ελλειμμάτων ενέχει τον κίνδυνο να κλονιστεί η εμπιστοσύνη των αγορών στη δέσμευση της δημοσιονομικής πολιτικής για προσωρινές και όχι μόνιμες παρεμβάσεις δημοσιονομικής χαλάρωσης και κατ' επέκταση για επιστροφή σε πρωτογενή πλεονάσματα. Κάτι τέτοιο θα μπορούσε να διαταράξει την πτωτική πορεία του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ και, σε συνδυασμό με τη δυσμενή διεθνή συγκυρία, να μεταθέσει χρονικά την αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική βαθμίδα. Σ' αυτή την περίπτωση, όπως ήδη φαίνεται, θα μπορούσαν να ασκηθούν σημαντικές ανοδικές πιέσεις στο κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου. Καθοριστικό ρόλο σε αυτό το σημείο θα έχουν η υλοποίηση δράσεων εκ μέρους της ΕΚΤ για την αποτροπή του κατακερματισμού του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην ευρωζώνη, καθώς και η υλοποίηση των επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων που προβλέπονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, όπως αναφέρεται πιο κάτω.

Το ενδεχόμενο μερικής ή ολικής διακοπής του ενεργειακού εφοδιασμού της Ευρώπης από τη Ρωσία απαιτεί άμεσες δράσεις στην κατεύθυνση της ενεργειακής ασφάλειας με νέες επενδύσεις σε αποθήκες φυσικού αερίου, εξεύρεση εναλλακτικών προμηθευτών, αλλά και εξόρυξη υδρογονανθράκων. Στο δυσμενές αυτό περιβάλλον, η εν εξελίξει κλιματική αλλαγή αναδεικνύει ως σημαντική πρόκληση την επιτάχυνση των επενδύσεων για την προετοιμασία της μετάβασης της οικονομίας σε πιο καθαρές μορφές ενέργειας.

Πέρα από τα προβλήματα που σχετίζονται με την αρνητική διεθνή οικονομική συγκυρία, εξακολουθούν να υφίστανται οι δομικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας που οδηγούν σε χαμηλή διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα. Ενδεικτικά, παρά τη σημαντική πρόοδο που σημειώθηκε σε ορισμένους τομείς στην προσπάθεια αντιμετώπισης της πανδημίας, η απονομή της δικαιοσύνης παραμένει αργή, η αποτελεσματικότητα του δημόσιου τομέα είναι ακόμη χαμηλή και ο ψηφιακός μετασχηματισμός της οικονομίας υπολείπεται σε σχέση με τους Ευρωπαίους εταίρους. Παράλληλα, ο υψηλός βαθμός εξάρτησης της ελληνικής οικονομίας από εισαγωγές αγαθών και ενέργειας, το αυξημένο μερίδιο του κόστους ενέργειας στις ελληνικές επιχειρήσεις ήδη πριν από την ενεργειακή κρίση, το μικρό μέσο μέγεθος των ελληνικών επιχειρήσεων και τα ολιγοπωλιακά φαινόμενα σε αρκετούς κλάδους επιτείνουν τα προβλήματα από την άνοδο των διεθνών τιμών ενέργειας και πρώτων υλών και οδηγούν σε πληθωρισμό άνω του μέσου όρου της ευρωζώνης. Εξάλλου, παρά τις προσπάθειες των τελευταίων χρόνων, η φοροδιαφυγή παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα, δυσχεραίνοντας την υποχώρηση του δημόσιου χρέους. Η προβλεπόμενη δημογραφική επιδείνωση λόγω της γήρανσης του πληθυσμού εξακολουθεί να περιορίζει τις μακροπρόθεσμες αναπτυξιακές προοπτικές της οικονομίας και να αυξάνει τους κινδύνους για το ασφαλιστικό-συνταξιοδοτικό σύστημα.

7 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΗ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Για να αντιμετωπιστούν οι προκλήσεις και οι αβεβαιότητες που συνδέονται με την επιδείνωση του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος και την επιτάχυνση του πληθωρισμού και να διασφαλιστεί η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης σε επενδυτική βαθμίδα, η οικονομική πολιτική, πέρα από την απαραίτητη στήριξη των πιο ευάλωτων κοινωνικών ομάδων ανάλογα με το διαθέσιμο δημοσιονομικό χώρο, θα πρέπει επίσης να δώσει έμφαση στην υλοποίηση των επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων που προβλέπονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και στη σταδιακή αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας.

Ειδικότερα, για να διαφυλαχθεί η δημοσιονομική αξιοπιστία, θα πρέπει να αποφευχθούν μόνιμα μέτρα δημοσιονομικής χαλάρωσης, οι δε τυχόν πρόσθετες παρεμβάσεις εισοδηματικής ενίσχυσης θα πρέπει: (α) να είναι στοχευμένες προς τις ευάλωτες ομάδες του πληθυσμού, (β) να έχουν προσωρινό χαρακτήρα και (γ) να μην υπονομεύουν τους φιλόδοξους περιβαλλοντικούς στόχους που έχουν τεθεί, στο βαθμό που χρηματοδοτούνται από το Ταμείο Ενεργειακής Μετάβασης, οι πόροι του οποίου προορίζονται για τη χρηματοδότηση του σχεδίου της πράσινης μετάβασης

της ελληνικής οικονομίας. Βραχυπρόθεσμα και στοχευμένα μέτρα με τη μορφή έκτακτων επιδομάτων που χορηγούνται με εισοδηματικά κριτήρια μπορούν να ενισχύσουν πιο αποτελεσματικά το διαθέσιμο εισόδημα και την κατανάλωση σε σύγκριση με οριζόντιες μειώσεις φορολογικών συντελεστών, καθώς τέτοιου είδους μέτρα στηρίζουν περισσότερο τα νοικοκυριά με χαμηλά εισοδήματα, τα οποία έχουν μεγαλύτερη οριακή ροπή προς κατανάλωση. Το ύψος των παρεμβάσεων εξαρτάται από την ύπαρξη κατάλληλου δημοσιονομικού χώρου.

Παράλληλα, τα ταμειακά διαθέσιμα θα πρέπει να διατηρηθούν σε υψηλό επίπεδο για να παραμείνει περιορισμένος ο κίνδυνος αναχρηματοδότησης του χρέους. Με βάση το ευνοϊκό προφίλ αποπληρωμών του χρέους, εκτιμάται ότι η μεσοπρόθεσμη βιωσιμότητα του χρέους δεν απειλείται. Μεσοπρόθεσμα όμως τόσο ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ όσο και οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες αναμένεται να αυξηθούν σημαντικά σε σχέση με τις προ της πανδημίας εκτιμήσεις. Αυτό συνεπάγεται αυξημένη έκθεση στον κίνδυνο υλοποίησης αρνητικών σεναρίων, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια χαλάρωσης των στόχων για πρωτογενή πλεονάσματα. Μακροπρόθεσμα δε, όπως προαναφέρθηκε, εκτιμάται αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς η σταδιακή αναχρηματοδότηση του συσσωρευμένου χρέους του επίσημου τομέα με όρους αγοράς αυξάνει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο.

Συνεπώς, μεσοπρόθεσμα, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει και πάλι να εστιάζει στη σταδιακή μείωση του πρωτογενούς ελλείμματος και στην επαναφορά, από το 2023, πρωτογενών πλεονασμάτων, καθώς και στην αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας, μέσω της άρσης των έκτακτων μέτρων στήριξης. Η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας θα υποβοηθηθεί εμμέσως και από την υιοθέτηση μιας δημοσιονομικής πολιτικής περισσότερο φιλικής προς την ανάπτυξη. Μια τέτοια πολιτική μπορεί να περιλαμβάνει ενίσχυση των επενδύσεων σε δημόσιες υποδομές, αύξηση των παραγωγικών δημόσιων δαπανών, μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης και των τρεχουσών δημόσιων δαπανών, καθώς και ουσιαστική αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής με στόχευση των ελέγχων στις δραστηριότητες υψηλού κινδύνου, αλλά και παροχή φορολογικών κινήτρων στους λήπτες των υπηρεσιών ή στους αγοραστές των αγαθών ώστε οι δραστηριότητες αυτές να εμφανίζονται στον επίσημο τομέα της οικονομίας. Σε όλα αυτά τα πεδία η αποτελεσματική και έγκαιρη αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων κρίνεται αποφασιστικής σημασίας.

Η αξιοποίηση των πόρων από το μακροπρόθεσμο προϋπολογισμό της ΕΕ 2021-2027 και το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU (NGEU) έχει κομβικό ρόλο στην αντιμετώπιση της επενδυτικής αβεβαιότητας στο νέο περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού και γεωπολιτικής αστάθειας. Τα επόμενα έτη τόσο οι δημόσιες όσο και οι ιδιωτικές επενδύσεις που θα υλοποιηθούν με ευρωπαϊκή χρηματοδότηση αναμένεται να συμβάλουν καθοριστικά στην οικονομική ανάπτυξη και να ενισχύσουν το μακροπρόθεσμο παραγωγικό δυναμικό της οικονομίας.

Η ενεργοποίηση και αξιοποίηση του νέου εργαλείου REPowerEU που προτείνει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα είναι καθοριστική για την επιτάχυνση της ενεργειακής μετάβασης της Ευρωπαϊκής Ένωσης μεσοπρόθεσμα και την απεξάρτηση των κρατών-μελών από τις εισαγωγές ορυκτών καυσίμων από τη Ρωσία, μέσω της προώθησης των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Το εν λόγω εργαλείο θα συμβάλει ώστε να μετριαστεί η επίπτωση των υψηλών τιμών της ενέργειας και να δημιουργηθεί ένα πιο αποτελεσματικό, ανθεκτικό και ολοκληρωμένο ευρωπαϊκό σύστημα ενεργειακού εφοδιασμού, βασιζόμενο σε καθαρές πηγές ενέργειας, ενώ θα προωθηθούν και οι διασυνοριακές επενδύσεις οι οποίες είναι απαραίτητες για την ενίσχυση της διασύνδεσης και την εξασφάλιση του ενεργειακού εφοδιασμού της ΕΕ στο σύνολό της.

Επίσης, είναι αναγκαία η επανεκκίνηση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων – ύστερα από δύο χρόνια καθυστερήσεων λόγω πανδημίας – καθώς και η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων που συνδέονται με το NGEU. Κάτι τέτοιο θα επιτρέψει να συνεχιστεί η πορεία της οικονομίας προς ένα πιο εξωστρεφές, ευέλικτο και ανθεκτικό στις διαταραχές παραγωγικό υπόδειγμα, με έμφαση στον ψηφιακό μετασχηματισμό, στην πράσινη μετάβαση και στην ενίσχυση της απασχόλησης και της κοινωνικής συνοχής.

Η συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων και ιδιαίτερα των στοιχείων κόστους της παραγωγής, όπως των μισθών και της ενέργειας, είναι υψηλής σημασίας προκειμένου να διατηρηθούν τα οφέλη σε όρους ανταγωνιστικότητας που επιτεύχθηκαν την τελευταία δεκαετία. Σ' αυτή την κατεύθυνση μπορούν επίσης να βοηθήσουν οι μεταρρυθμίσεις που στοχεύουν στην περαιτέρω απελευθέρωση των αγορών αγαθών και υπηρεσιών και οι δράσεις που είναι σε θέση να προστατεύσουν το εισόδημα των νοικοκυριών από την εκτίναξη των τιμών της ενέργειας.

Σημαντικές παρεμβάσεις απαιτούνται και αναφορικά με την αγορά εργασίας. Παρά τη διαχρονική υποχώρησή του, το ποσοστό ανεργίας παραμένει σε υψηλό επίπεδο και μπορεί να αυξηθεί λόγω των επιπτώσεων του δυσμενούς διεθνούς περιβάλλοντος στην εγχώρια και εξωτερική ζήτηση. Επισημαίνεται ότι η επίμονα υψηλή ανεργία των τελευταίων ετών έχει επιτείνει το πρόβλημα της αναντιστοιχίας μεταξύ των ζητούμενων και των προσφερόμενων θέσεων εργασίας, καθώς σημαντικό τμήμα του εργατικού δυναμικού έχει χάσει μέρος των δεξιοτήτων του. Επιπλέον, παράγοντες όπως η γήρανση του πληθυσμού, η πρόωρη συνταξιοδότηση των εργαζομένων και η μετανάστευση εργατικού δυναμικού κατά τα χρόνια της κρίσης έχουν οδηγήσει σε ελλείψεις εργαζομένων χαμηλής και υψηλής εξειδίκευσης. Συνεπώς, κρίνεται απαραίτητη η αναβάθμιση της τεχνικής εκπαίδευσης και η ενίσχυση της διαρκούς επιμόρφωσης του εργατικού δυναμικού ώστε να αποκτήσει τα προσόντα και τις δεξιότητες για να ενταχθεί και να παραμείνει στην αγορά εργασίας. Επίσης, είναι αναγκαία η αποτελεσματικότερη εφαρμογή πολιτικών για την αύξηση του ποσοστού συμμετοχής των γυναικών στο εργατικό δυναμικό, με περαιτέρω βελτίωση των μέτρων που αφορούν τόσο τις συνθήκες εργασίας των γυναικών (π.χ. ωράρια, άδειες) όσο και τη φροντίδα των παιδιών (π.χ. διαθεσιμότητα παιδικών σταθμών, ωράρια νηπιαγωγείων, δημοτικών σχολείων). Η αύξηση της απασχόλησης και η συμμετοχή 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. Η υλοποίηση των δράσεων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας θα βοηθήσει στη διατήρηση και δημιουργία νέων θέσεων εργασίας.

Η διατήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής απαιτεί την απρόσκοπτη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω του τραπεζικού συστήματος. Κρίσιμο ρόλο όσον αφορά τους όρους και τη διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις αναμένεται να συνεχίσουν να έχουν τα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας που υποστηρίζονται από δημόσιους πόρους, ιδίως από τα χαμηλότοκα δάνεια που συνδέονται με το δανειακό σκέλος του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Προϋπόθεση όμως για τη συνέχιση της τραπεζικής χρηματοδότησης και την επίτευξη των στόχων για κινητοποίηση ιδιωτικών κεφαλαίων στο πλαίσιο του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας είναι η ενίσχυση της ανθεκτικότητας του τραπεζικού συστήματος. Για το σκοπό αυτό, θα πρέπει να αντιμετωπιστούν οι εναπομένουσες προκλήσεις που συνδέονται με το τραπεζικό σύστημα και αφορούν την περαιτέρω μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, τη βελτίωση της οργανικής κερδοφορίας και την ποιοτική και ποσοτική ενίσχυση της κεφαλαιακής του βάσης, ιδίως αν ληφθούν υπόψη οι πληθωριστικές πιέσεις και οι αβεβαιότητες για την οικονομική δραστηριότητα που δημιουργούνται από τις τρέχουσες γεωπολιτικές εξελίξεις, αλλά και οι επιπτώσεις από την κλιματική αλλαγή.

Η δυναμική ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας που ξεκίνησε το 2021 συνεχίστηκε και το 4^ο τρίμηνο του 2022. Ωστόσο, η ρωσική εισβολή στην Ουκρανία επιδείνωσε το διεθνές οικονομικό περιβάλλον, αύξησε την αβεβαιότητα και την αποστροφή των διεθνών επενδυτών προς τον κίνδυνο και επέτεινε την ενεργειακή κρίση, οδηγώντας σε επιτάχυνση του πληθωρισμού. Στο πλαίσιο αυτό, η ΕΚΤ ανακοίνωσε τη σταδιακή αύξηση των βασικών της επιτοκίων για να συγκρατήσει τις πληθωριστικές προσδοκίες και η κυβέρνηση έλαβε έκτακτα μέτρα στήριξης του εισοδήματος των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων για την αντιμετώπιση των οικονομικών συνεπειών της ενεργειακής κρίσης. Το δυσμενές μακροοικονομικό περιβάλλον που διαμορφώνεται λόγω της αύξησης της αβεβαιότητας, του πληθωρισμού και του κόστους δανεισμού αναμένεται να μετριάσει τον αναπτυξιακό ρυθμό της ελληνικής οικονομίας τα επόμενα τρίμηνα.

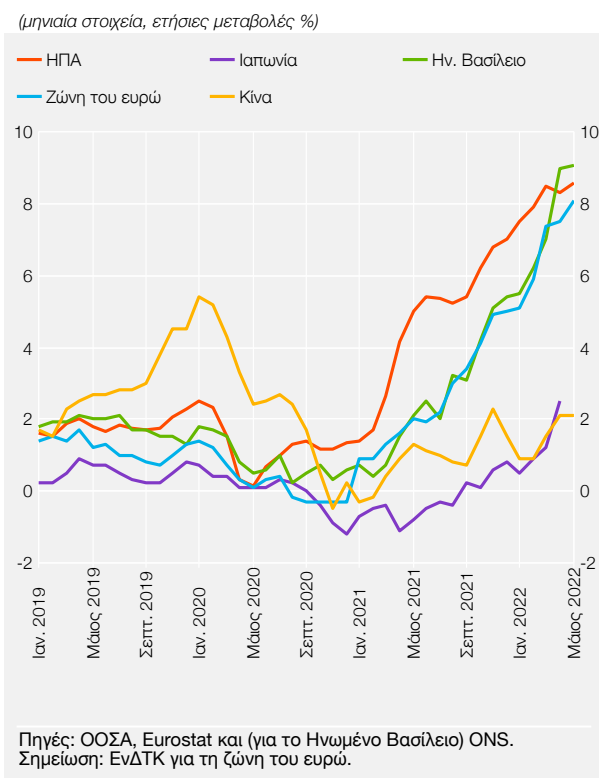
Παρά τις προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία σε ένα περιβάλλον όπου κυριαρχούν οι κίνδυνοι για την ανάπτυξη, όπως η ένταση των πληθωριστικών πιέσεων, η μερική ή ολική διακοπή του ενεργειακού εφοδιασμού της Ευρώπης από τη Ρωσία, η αναστολή επενδυτικών έργων λόγω της αύξησης της αβεβαιότητας και της απόδοσης των επιτοκίων, εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικές θετικές ειδήσεις: Η έξοδος από το καθεστώς ενισχυμένης εποπτείας τον προσεχή Αύγουστο, η ανάληψη δράσης εκ μέρους της ΕΚΤ για την αποτροπή του κατακερματισμού των αγορών χρήματος και κεφαλαίων στην ευρωζώνη, η πρόσφατη αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών ομολόγων από δύο διεθνείς οίκους, η πολύ θετική πορεία των ταξιδιωτικών εισπράξεων και η ανακοίνωση μεγάλων επενδύσεων στην Ελλάδα από σημαντικές εταιρίες του εξωτερικού αποτελούν αξιοσημείωτες εξελίξεις που ενισχύουν τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της οικονομίας.

Σε κάθε περίπτωση, η διατήρηση της δυναμικής της ανάπτυξης το προσεχές διάστημα αποτελεί την κυριότερη πρόκληση που αντιμετωπίζει η οικονομική πολιτική. Στην κατεύθυνση αυτή, ιδιαίτερα σημαντικό είναι το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU (NGEU) για την επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων και την αύξηση των δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων με στόχο τον ψηφιακό μετασχηματισμό, την πράσινη μετάβαση και την αύξηση της απασχόλησης. Καταλυτικό ρόλο για την επίτευξη των στόχων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας καλείται να διαδραματίσει ένα υγιές και ισχυρό εγχώριο τραπεζικό σύστημα, σε συνεργασία με τους εμπλεκόμενους διεθνείς χρηματοπιστωτικούς φορείς. Ταυτόχρονα, ιδιαίτερα κρίσιμη είναι η ανάσχεση των πληθωριστικών πιέσεων, προκειμένου να προστατευθεί η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, αλλά και το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των καταναλωτών. Η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει μεσοπρόθεσμα να εστιάσει στην επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων. Αυτά τα στοιχεία της οικονομικής πολιτικής, πέρα από την ενίσχυση των μεσοπρόθεσμων προοπτικών, θα συμβάλουν και στην αναβάθμιση, σε επενδυτική βαθμίδα, της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών ομολόγων, αυξάνοντας έτσι την ανθεκτικότητα της οικονομίας σε μελλοντικές εξωγενείς διαταραχές.

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία μετέβαλε βίαια το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και τις συναφείς προβλέψεις. Η παγκόσμια οικονομία πριν από τον πόλεμο ανέκαμπτε δυναμικά από τις επιπτώσεις της πανδημίας και των δυσχερειών στις παγκόσμιες αλυσίδες εφοδιασμού. Τώρα πλέον όμως βρίσκεται αντιμέτωπη με μια πρόσθετη διπλή διαταραχή, αφενός την περαιτέρω άνοδο του πληθωρισμού, που έχει φθάσει σε υψηλά 40ετίας, και αφετέρου τον κίνδυνο μεγάλης επιβράδυνσης ή και ύφεσης της οικονομικής δραστηριότητας υπό το βάρος της αυξημένης αβεβαιότητας και των υψηλών γεωπολιτικών και χρηματοπιστωτικών κινδύνων. Η μεγάλη περαιτέρω άνοδος των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου, των τροφίμων και των μετάλλων οδήγησε τον πληθωρισμό σε πολλές προηγμένες οικονομίες την άνοιξη κοντά στο 9% (βλ. Διάγραμμα II.1), πλήττοντας την εμπιστοσύνη, μειώνοντας το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα και άρα επιδρώντας ανασχετικά στην καταναλωτική και επενδυτική δαπάνη. Η δημοσιονομική πολιτική στις προηγμένες οικονομίες στράφηκε προς συσταλτική κατεύθυνση, ωστόσο παρέμεινε υποστηρικτική. Η νομισματική πολιτική πρέπει να εστιάσει περισσότερο στη διατήρηση χαμηλών πληθωριστικών προσδοκιών επιταχύνοντας το ρυθμό ομαλοποίησής της. Ταυτόχρονα, η ενεργειακή κρίση καθιστά αναγκαίο να ενταθούν οι προσπάθειες διεθνώς, οικονομικές και τεχνολογικές, για ταχύτερη ενεργειακή μετάβαση.

Διάγραμμα II.1 Γενικός πληθωρισμός μεγάλων οικονομιών



1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Ο πόλεμος στην Ουκρανία επιδείνωσε το διεθνές οικονομικό περιβάλλον. Έως το Φεβρουάριο του 2022 η παγκόσμια οικονομία, το διεθνές εμπόριο και η απασχόληση ανέκαμπταν δυναμικά, παράλληλα με τη συνεχή αύξηση του ενεργειακού κόστους και του πληθωρισμού κυρίως από το δεύτερο εξάμηνο του 2021. Παρά την περαιτέρω ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων, οι τρέχουσες εκτιμήσεις για το 2022 και το 2023 παραπέμπουν γενικά σε εντονότερη επιβράδυνση, αλλά όχι ύφεση. Η αβεβαιότητα και ο κίνδυνος στασιμότητας ωστόσο έχουν αυξηθεί έντονα. Επιβράδυνση θα σημειώσει το παγκόσμιο εμπόριο, ενώ οι διεθνείς τιμές καυσίμων και λοιπών βασικών εμπορευμάτων θα παραμείνουν υψηλές επί μακρότερο χρονικό διάστημα, αντικατοπτρίζοντας τις ανισορροπίες προσφοράς και ζήτησης και τις συνέπειες του πολέμου και των κυρώσεων που επιβλήθηκαν κατά της Ρωσίας. Παράλληλα, υψηλός θεωρείται ο κίνδυνος επισιτιστικής κρίσης που θα πλήξει τις πιο φτωχές αναπτυσσόμενες χώρες, ιδίως της Αφρι-

¹ Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφορίες και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 22.6.2022.

κής, λόγω τόσο της ανόδου των τιμών των τροφίμων όσο και της αδυναμίας (μέχρι στιγμής) να εξαχθούν σιτηρά από την Ουκρανία, αλλά και από τους περιορισμούς στις εξαγωγές ειδών διατροφής που έχουν επιβάλει αρκετές χώρες προκειμένου να εξασφαλίσουν την επάρκεια τροφίμων στο εσωτερικό τους. Η δημοσιονομική θέση των προηγμένων οικονομιών εκτιμάται ότι θα σημειώσει μικρή περαιτέρω βελτίωση το 2022, ενώ η νομισματική πολιτική έχει στραφεί σαφώς προς συσταλτική κατεύθυνση.

Η ζώνη του ευρώ, συγκριτικά με άλλες προηγμένες οικονομίες, υφίσταται εντονότερες επιπτώσεις από τον πόλεμο στην Ουκρανία, αφενός λόγω της γεωγραφικής εγγύτητας και της υψηλότερης εξάρτησής της από εισαγωγές καυσίμων από τη Ρωσία και αφετέρου λόγω της μεγαλύτερης εξωστρέφειας και ενσωμάτωσής της στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες, η λειτουργία των οποίων έως και τις αρχές του 2022, δηλ. πριν από τον πόλεμο, δεν είχε ακόμη ομαλοποιηθεί.² Οι υψηλές τιμές της ενέργειας και η αβεβαιότητα πλήττουν την κατανάλωση και τις επενδύσεις, αυξάνοντας τους κινδύνους για τη μεσοπρόθεσμη ανάπτυξη. Οι αποκλίσεις στο γενικό πληθωρισμό μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ, οι οποίες σε μεγάλο βαθμό αντανακλούν τη διεύρυνση των αποκλίσεων στον πληθωρισμό τιμών ενέργειας, επιτείνουν τις μακροοικονομικές ανισορροπίες και μειώνουν την οικονομική ανθεκτικότητα σε μελλοντικές διαταραχές (βλ. Πλαίσιο II.1).

Οι οικονομίες των Δυτικών Βαλκανίων και της Τουρκίας, παρά τις διαφοροποιήσεις ως προς την ενεργειακή τους εξάρτηση, επίσης γενικά πλήττονται από τον πληθωρισμό και την επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, ενώ στην περίπτωση της Τουρκίας οι επιπτώσεις μεγεθύνονται από την άσκηση ανορθόδοξης νομισματικής πολιτικής.

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

2.1 Παγκόσμια οικονομία

Η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία στα τέλη Φεβρουαρίου και ο πόλεμος που εξακολουθεί να μαίνεται έχουν μέχρι στιγμής τραγικές συνέπειες, με ανθρώπινες απώλειες, μεγάλες προσφυγικές ροές και σοβαρές οικονομικές επιπτώσεις τόσο για τις εμπλεκόμενες χώρες όσο και για την ευρωπαϊκή και την παγκόσμια οικονομία. Η διεθνής οικονομική δραστηριότητα μόλις είχε αρχίσει να ανακάμπτει από τη μεγαλύτερη μεταπολεμικά υφεσιακή διαταραχή που είχε υποστεί λόγω της πανδημίας και των περιοριστικών μέτρων τα οποία είχαν ληφθεί για την αντιμετώπισή της.

Το **παγκόσμιο ΑΕΠ** αυξήθηκε κατά 6,1% το 2021, μετά από πρωτοφανή μεταπολεμικά πτώση κατά 3,1% το 2020. Τον Ιανουάριο η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας προβλεπόταν ότι θα συνεχιστεί με ρυθμό χαμηλότερο, αλλά άνω του μακροχρόνιου μέσου όρου (4,4%, έναντι 3,8% την περίοδο 2000-2019). Από την έναρξη του πολέμου όμως 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 για την παγκόσμια οικονομία.

Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται πλέον ότι θα επιβραδυνθεί στο 3,6% το 2022 και το 2023 (ΔΝΤ, Απρίλιος 2022), με τις επιπτώσεις του πολέμου να διαχέονται τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναδυόμενες οικονομίες μέσω των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, του διεθνούς εμπορίου και των χρηματοπιστωτικών αγορών, αλλά και δευτερογενώς μέσω της παγκόσμιας ζήτησης. Ωστόσο ο αντίκτυπος του πολέμου προβλέπεται ότι θα είναι σημαντικότερος στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες μεσοπρόθεσμα, καθώς αυτές διαθέτουν γενικώς μικρότερα περιθώρια άσκησης αντικυκλικής πολιτικής.

2 Βλ. “Φαινόμενα συμφόρησης στις αλυσίδες προσφοράς στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ: ποια είναι η κατάσταση σήμερα;”, ΕΚΤ, *Οικονομικό Δελτίο*, 2/2022, Πλαίσιο 1.

Στις **προηγμένες οικονομίες** ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί στο 3,3% το 2022, από 5,2% το 2021. Μεταξύ των προηγμένων οικονομιών, υψηλότεροι ρυθμοί το 2022 αναμένονται στις ΗΠΑ, τον Καναδά, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ισπανία, ενώ μικρότεροι στη Γερμανία και την Ιαπωνία. Η ετερογένεια μεταξύ των κρατών ως προς τις επιπτώσεις του αυξημένου κόστους της ενέργειας φαίνεται ότι αποτελεί σημαντικό παράγοντα στις εκτιμήσεις αυτές (βλ. και Πλαίσιο ΙΙ.1 για τις χώρες της ΕΕ).

Στις **ΗΠΑ** το ΑΕΠ συρρικνώθηκε κατά 1,5% το α' τρίμηνο του 2022, έναντι θεαματικής αύξησής του κατά 6,9% το προηγούμενο τρίμηνο (σε ετησιοποιημένη βάση). Οι οικονομικές διασυνδέσεις με τη Ρωσία είναι συγκριτικά μικρότερες, ωστόσο η οικονομική δραστηριότητα επλήγη από την έξαρση της παραλλαγής Όμικρον του κορωνοϊού και την απόσυρση των δημοσιονομικών μέτρων αντιμετώπισης των συνεπειών της πανδημίας. Παρά τον υψηλό πληθωρισμό, η ιδιωτική κατανάλωση παρέμεινε ισχυρή. Αντιθέτως οι καθαρές εξαγωγές είχαν αρνητική συμβολή (-3,2 ποσοστιαίες μονάδες) στο ρυθμό ανάπτυξης. Η ανάκαμψη της αγοράς εργασίας συνεχίστηκε και το ποσοστό ανεργίας τον Απρίλιο του 2022 υποχώρησε στο 3,6%, έναντι 6,1% ένα χρόνο πριν, επιτείνοντας τις πληθωριστικές πιέσεις σε κλάδους της οικονομίας. Ο ετήσιος πληθωρισμός με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) ανήλθε σε 8,6% το Μάιο, από 8,3% τον Απρίλιο.

Στο **Ηνωμένο Βασίλειο** το ΑΕΠ αυξήθηκε έντονα το δ' τρίμηνο του 2021 και το α' τρίμηνο του 2022 καθώς αίρονταν οι συνδεδεμένοι με την πανδημία περιορισμοί. Ωστόσο, οι υψηλές τιμές της ενέργειας και η συστατική μεταβολή της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται να πλήξουν το διαθέσιμο εισόδημα το 2022, ενώ οι επενδύσεις θα παραμείνουν αναιμικές, παρά τα φορολογικά κίνητρα που παρέχονται. Η υψηλή εξάρτηση από το φυσικό αέριο για παραγωγή και οικιακή χρήση οδήγησε σε εκτίναξη του πληθωρισμού στο 9,0% τον Απρίλιο και 9,1% το Μάιο, ενώ η ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής με διαδοχικές αυξήσεις των βασικών επιτοκίων ξεκίνησε ήδη από το Δεκέμβριο του 2021.

Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί στο 3,8%, από 6,8% το 2021, ενώ προβλέπεται επιτάχυνσή του το 2023. Σημαντική επιβράδυνση προβλέπεται για την οικονομία της Κίνας, καθώς η πολιτική της χώρας έναντι των κρουσμάτων και έναντι του κλάδου των ακινήτων παραμένει περιοριστική. Στη Ρωσία και την Ουκρανία το ΑΕΠ θα υποχωρήσει κατά 8,5% και 35% αντιστοίχως, όπως εκτιμούσε το ΔΝΤ τον Απρίλιο.

Ο **πληθωρισμός** συνέχισε να αυξάνεται διεθνώς και, μετά το ξέσπασμα του πολέμου (τρίμηνο Μαρτίου-Μαΐου), στις προηγμένες οικονομίες έφθασε στα υψηλότερα επίπεδα της τελευταίας 40ετίας. Ο πληθωρισμός εκτιμάται πλέον ότι θα παραμείνει υψηλός διεθνώς για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, τροφοδοτούμενος από τις συνέπειες του πολέμου, πρωτογενώς από τις διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων και δευτερογενώς από τη σταδιακή ενσωμάτωση των πληθωριστικών πιέσεων στις τιμές των βιομηχανικών αγαθών και των υπηρεσιών. Παρά την προβλεπόμενη άμβλυνση των προβλημάτων στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες, η ανισορροπία μεταξύ ζήτησης και προσφοράς θα επηρεαστεί και από το συρρικνούμενο παραγωγικό κενό και τον υψηλότερο βαθμό απασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο αναμένεται ότι θα ανέλθει στο 5,7% το 2022, από 3,1% το 2021, σύμφωνα με την εκτίμηση του ΔΝΤ τον Απρίλιο, δηλ. σχεδόν 2 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερα από την πρόβλεψη του Ιανουαρίου. Για το 2023 προβλέπεται υποχώρηση του πληθωρισμού στο 2,5%, εάν επιβεβαιωθεί η υπόθεση για μείωση της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου κατά 13% (βλ. Πίνακα ΙΙ.1).

Ο πόλεμος στην Ουκρανία οξύνει τα διλήμματα για την οικονομική πολιτική, η οποία καλείται να επιτύχει την κατάλληλη ισορροπία μεταξύ στήριξης της ανάκαμψης και διαφύλαξης της σταθερότητας των πληθωριστικών προσδοκιών, αλλά και μεταξύ της κρατικής στήριξης των πιο ευάλωτων κοινωνικών ομάδων και της αναγκαίας επιστροφής, μετά την πανδημία, σε περισσότερο διατηρήσιμα δημόσια οικονομικά.

Πίνακας II.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	6,1	3,6	3,6	4,7	7,4	4,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1. Προηγμένες οικονομίες	40	42,1	5,2	3,3	2,4	3,1	5,7	2,5	-7,3	-4,3	-2,9	119,8	115,5	113,7	0,7	-0,1	0,0
ΗΠΑ		15,7	5,7	2,5	1,2	4,7	7,7	2,9	-11,8	-6,7	-5,3	127,6	126,1	126,8	-3,6	-4,2	-4,3
Ιαπωνία		3,8	1,7	1,7	1,8	-0,2	1,9	1,9	-5,7	-6,9	-4,6	240,5	244,7	244,7	2,8	1,5	1,2
Ην. Βασίλειο		2,3	7,4	3,6	0,0	2,6	8,8	7,4	-8,3	-5,3	-4,1	143,1	139,2	138,6	-2,6	-7,2	-7,6
Ζώνη του ευρώ	19	12,0	5,4	2,8	2,1	2,6	6,8	3,5	-5,1	-3,8	-2,6	95,6	93,0	90,6	2,4	0,3	0,3
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	156	57,9	6,8	3,8	4,4	5,9	8,7	6,5	-5,3	-5,7	-5,4	65,1	66,3	68,5	0,9	1,5	0,9
Κίνα		18,6	8,1	4,4	4,9	0,8	2,0	3,0	-6,6	-6,5	-6,6	73,3	77,8	81,8	1,8	1,1	1,0
Ρωσία		3,1	4,7	-8,5	-2,3	6,7	21,3	14,3	0,7	-4,0	-5,3	17,0	16,8	18,9	6,9	12,4	8,1

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook database* και *Fiscal Monitor*, Απρίλιος 2022 και ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, Ιούνιος 2022. Για τη ζώνη του ευρώ: Eurostat, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast*, Spring 2022, Μάιος 2022, και ΕΚΤ, *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, Ιούνιος 2022.

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 αυξημένη αβεβαιότητα. Οι **κίνδυνοι** για την οικονομική ανάπτυξη και τον πληθωρισμό συνδέονται με μια σειρά από αρνητικά ενδεχόμενα, όπως τυχόν πιο παρατεταμένη διάρκεια ή κλιμάκωση του πολέμου, κλιμάκωση των κυρώσεων προς και από τη Ρωσία, εξάπλωση των γεωπολιτικών εντάσεων, αύξηση των απαγορεύσεων εξαγωγών προϊόντων, επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου, καθώς και επιβράδυνση της Κίνας από την πολιτική μηδενισμού των κρουσμάτων του κορωνοϊού την οποία ακολουθεί. Η ταχύτητα ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής παραμένει κεντρικό ζήτημα και το βραχυπρόθεσμο κόστος της αύξησης των επιτοκίων θα είναι πιθανώς σημαντικά χαμηλότερο από τις μακροπρόθεσμες επιπτώσεις μιας ενδεχόμενης αποσταθεροποίησης των πληθωριστικών προσδοκιών.³ Παράλληλα, οι προσπάθειες των κρατών για την ενεργειακή μετάβαση, τη σταδιακή απεξάρτηση από τα ορυκτά καύσιμα και την επίτευξη του στόχου για ουδέτερο ανθρακικό αποτύπωμα παρουσιάζουν νέες δυσχέρειες και αυξημένο κόστος λόγω της νέας αναγκαιότητας ταχείας ενεργειακής απεξάρτησης της Ευρώπης από τη Ρωσία. Ωστόσο οι προσπάθειες αυτές δεν πρέπει να ανακοπούν, αλλά αντιθέτως να επιταχυνθούν τόσο σε τεχνολογικό όσο και σε επενδυτικό επίπεδο.

Το α' τρίμηνο του 2022 ο πόλεμος Ρωσίας-Ουκρανίας ανέκοψε τη δυναμική αύξηση του διεθνούς εμπορίου, εν μέσω ενίσχυσης των διαταράξεων στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες, εκτόξευσης των τιμών της ενέργειας και των μετάλλων σε ιστορικά υψηλά επίπεδα και κάμψης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας. Επιπλέον, η επαναφορά περιοριστικών μέτρων στην Κίνα στο πλαίσιο της πολιτικής της για μηδενικά κρούσματα κορωνοϊού επέτεινε τους περιορισμούς από την πλευρά της προσφοράς. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, αναθεωρημένες επί το δυσμενέστερο εξαιτίας των επιπτώσεων του πολέμου, ο **όγκος του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** αναμένεται να αυξηθεί κατά 5% το 2022, έναντι ισχυρής ανάκαμψης κατά 10,1% το 2021. Το 2022 αναμένεται κάμψη της παγκόσμιας ζήτησης αγαθών

3 Βλ. Goel, T. and K. Tsatsaronis (2022), "Anchoring of inflation expectations: has past progress paid off?", *BIS Bulletin* No. 51, και Carstens, A. (2022), "The return of inflation", ομιλία στο International Center for Monetary and Banking Studies, Γενεύη, 5.4.2022.

εξαιτίας των πληθωριστικών πιέσεων και της σταδιακής άρσης των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας, αλλά και ενδυνάμωση της ζήτησης υπηρεσιών. Οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές του παγκόσμιου εμπορίου αναμένονται συμβατές με την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας κοντά στο 3,5%.

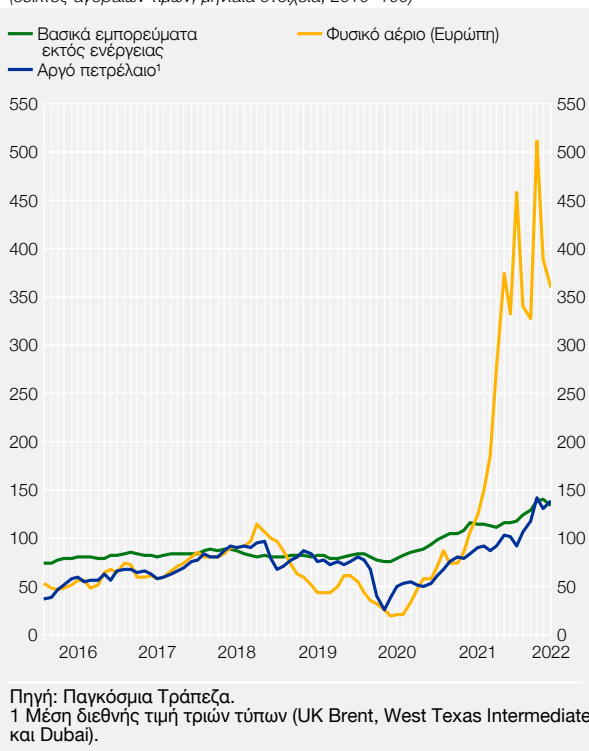
Ο πόλεμος επέτεινε τις ανοδικές πιέσεις στη μέση **διεθνή τιμή του αργού πετρελαίου**, η οποία αυξήθηκε κατά 28% μεταξύ Δεκεμβρίου 2021 και Φεβρουαρίου 2022. Η αύξηση αυτή αντανάκλα αφενός τη μεγαλύτερη ζήτηση πετρελαιοειδών λόγω της παγκόσμιας ανάκαμψης και αφετέρου τους περιορισμούς στην παραγωγή πετρελαίου, οι οποίοι εντάθηκαν τα προηγούμενα χρόνια εν μέρει λόγω αποεπενδύσεων σε ορυκτά καύσιμα δεδομένων των πολιτικών πράσινης μετάβασης (βλ. Πλαίσιο ΙΙ.1). Οι κυρώσεις κατά της Ρωσίας και η ανάγκη ενεργειακής απεξάρτησης της Ευρώπης από τη Ρωσία συνέβαλαν στην αποδέσμευση στρατηγικών αποθεμάτων πετρελαίου από άλλες χώρες, όπως οι ΗΠΑ, γεγονός που μετρίασε σε κάποιο βαθμό τα προβλήματα στην προσφορά πετρελαιοειδών στην Ευρώπη. Ωστόσο, ο κίνδυνος της κατακόρυφης μείωσης των εξαγωγών πετρελαίου από τη Ρωσία οδήγησε τη μέση τιμή του πετρελαίου στα 112 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι το Μάρτιο του 2022, από περίπου 84 δολ. ΗΠΑ τον Ιανουάριο. Η τιμή του πετρελαίου παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα στα 110 δολ. ΗΠΑ το Μάιο, ενώ δεν επηρεάστηκε σημαντικά από την απόφαση του ΟΠΕΚ στις αρχές Ιουνίου για αύξηση της παραγωγής πετρελαίου. Σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ για το σύνολο του 2022, οι οικονομικές επιπτώσεις του πολέμου θα περιορίσουν τη ζήτηση πετρελαιοειδών και η μέση τιμή του πετρελαίου θα διαμορφωθεί στα 106,8 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, έναντι 69,1 δολ. ΗΠΑ το 2021, δηλαδή θα αυξηθεί κατά 56,7%. Η τιμή του πετρελαίου θα υποχωρήσει στα 92,6 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι το 2023.

Οι κίνδυνοι για την επάρκεια του φυσικού αερίου στην Ευρώπη εξαιτίας του πολέμου, σε συνδυασμό με τα χαμηλά ενεργειακά αποθέματα κατά τη διάρκεια του 2021 λόγω δυσμενών καιρικών συνθηκών και την απαγόρευση που επέβαλαν οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο στις εισαγωγές φυσικού αερίου από τη Ρωσία, συνέβαλαν στην αύξηση της τιμής του **φυσικού αερίου όλων των τύπων** κατά 313% σε ετήσια βάση το Μάρτιο του 2022, η οποία στη συνέχεια υποχώρησε σε χαμηλότερα επίπεδα τον Απρίλιο και το Μάιο. Η μέση τιμή του φυσικού αερίου στην Ευρώπη μειώθηκε κατά 21,5% το Μάιο έναντι του Δεκεμβρίου 2021, ενώ σε ετήσια βάση αυξήθηκε κατά 235% (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.2). Παράλληλα, η άνοδος της ζήτησης υδρογονοποιημένου φυσικού αερίου (LNG) ενίσχυσε την τιμή του το Μάιο του 2022, η οποία διαμορφώθηκε στα υψηλότερα επίπεδα από τον Απρίλιο του 2014, σημειώνοντας ετήσια αύξηση κατά 85,3%. Η τιμή του φυσικού αερίου αναμένεται να διατηρηθεί σε υψηλά επίπεδα έως τα μέσα του 2023, ως αποτέλεσμα των περιορισμών στην προσφορά και της μείωσης των εισαγωγών φυσικού αερίου από τη Ρωσία.

Οι τιμές των μετάλλων ενισχύθηκαν στις αρχές του 2022, αντανάκλωντας την ανάκαμψη του κατασκευαστικού τομέα στην Κίνα, την αυξημένη ζήτηση για την παραγωγή ηλεκτρικών αυτοκινήτων, καθώς και τα χαμηλά αποθέματα. Ο πόλεμος Ρωσίας-Ουκρανίας προκάλεσε συρρίκνωση των εξαγωγών μετάλλων από τις δύο χώρες, οι οποίες αποτελούν σημαντικούς παγκόσμιους εξαγωγείς, και εκτόξευσε την τιμή τους σε ιστορικά υψηλά επίπεδα το Μάρτιο του 2022.

Διάγραμμα ΙΙ.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2016 - Μάιος 2022)

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



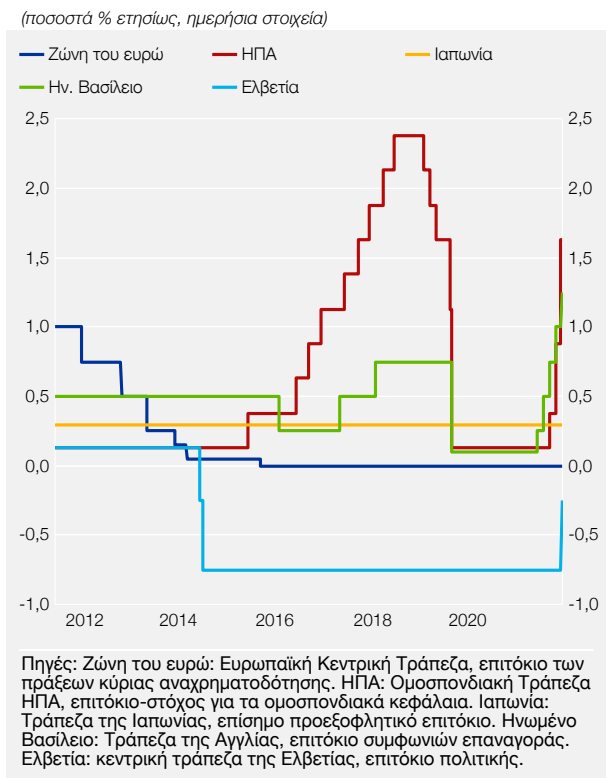
Η μέση τιμή των βασικών μετάλλων παρέμεινε αυξημένη τον Απρίλιο, ενώ το Μάιο μειώθηκε κοντά στα επίπεδα του Δεκεμβρίου 2021. Οι διεθνείς τιμές των τροφίμων σημείωσαν επίσης ραγδαία άνοδο ως αποτέλεσμα του πολέμου, καθόσον η Ουκρανία αποτελεί σημαντικό εξαγωγέα σιτηρών, του υψηλότερου κόστους των λιπασμάτων, αλλά και της μείωσης της παγκόσμιας παραγωγής τροφίμων εξαιτίας δυσμενών καιρικών συνθηκών στον Καναδά και στις ΗΠΑ. Το Μάιο η τιμή του σιταριού σημείωσε ιστορική άνοδο στην ευρωπαϊκή αγορά, μετά την απόφαση της Ινδίας να περιορίσει τις εξαγωγές σίτου. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η μέση τιμή των βασικών εμπορευμάτων πλην των καυσίμων εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 11,4% το 2022 (σε δολ. ΗΠΑ), έναντι αύξησης κατά 26,8% το 2021, ενώ αναμένεται να υποχωρήσει κατά 2,5% το 2023.

Η **δημοσιονομική πολιτική** συνεχίζει να αντιμετωπίζει πολλαπλές προκλήσεις το τρέχον έτος, στηρίζοντας τα εισοδήματα τα οποία πλήττονται από την αύξηση των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων, σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από έντονη αβεβαιότητα, ιδιαίτερα υψηλό πληθωρισμό, επιβράδυνση της οικονομικής μεγέθυνσης, υψηλό δημόσιο χρέος και λιγότερο ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Οι άμεσες και έμμεσες επιπτώσεις του πολέμου στην Ουκρανία, καθώς και οι εξελίξεις της πανδημίας, διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των χωρών, γενικώς όμως συνεπάγονται πίεση για αυξημένες δημόσιες δαπάνες για να στηριχθεί η ζήτηση και να προστατευθούν οι πιο ευάλωτες ομάδες. Τα δημοσιονομικά ελλείμματα ως ποσοστό του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα μειωθούν το 2022 στις προηγμένες οικονομίες (στο 4,3% από 7,3% το 2021), αλλά με χαμηλότερο ρυθμό από ό,τι αρχικά προβλεπόταν, παραμένοντας πάνω από τα προ της πανδημίας επίπεδα. Αντίθετα, στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες αναμένεται επιδείνωση των δημοσιονομικών μεγεθών, καθώς οι κυβερνήσεις προσπαθούν να αποφύγουν μια επισιτιστική και ενεργειακή κρίση ως συνέπεια της εκτόξευσης των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων.

Η **νομισματική πολιτική** παραμένει διευκολυντική, διατηρώντας αρνητικά τα πραγματικά επιτόκια, ωστόσο έχει στραφεί προς συσταλτική κατεύθυνση στις περισσότερες χώρες από την αρχή

του έτους, προκειμένου να τιθασευθούν οι ιστορικά υψηλοί ρυθμοί πληθωρισμού, να αποφευχθεί η αποσταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών και να μετριαστούν οι δευτερογενείς επιδράσεις από την αύξηση του μισθολογικού κόστους. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ στη συνεδρίαση του Μαΐου 2022 αύξησε περαιτέρω το εύρος-στόχο του βασικού της επιτοκίου κατά 50 μ.β. σε 0,75%-1,00% και ανακοίνωσε την έναρξη συρρίκνωσης του ισολογισμού της από τον Ιούνιο, ενώ στις 15 Ιουνίου καθόρισε το βασικό επιτόκιο στο 1,50%-1,75%, προβαίνοντας στην πιο εκτεταμένη αύξησή του από το 1994. Η Τράπεζα της Αγγλίας επίσης αύξησε το επιτόκιο της διαδοχικά στις 3/2, στις 17/3 στις 5/5 και στις 16/6 κατά 25 μ.β. κάθε φορά, διαμορφώνοντάς το σε 1,25%, το υψηλότερο επίπεδο από το 2009, ενώ δήλωσε την πρόθεσή της να ξεκινήσει τη σταδιακή πώληση βρετανικών κρατικών ομολόγων με προβλέψιμο τρόπο και εφόσον οι οικονομικές συνθήκες το επιτρέπουν. Στην ευρωζώνη, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, αντιμέτωπο με ιστορικά υψηλό πληθωρισμό, αποφάσισε στη συνεδρίαση του Ιουνίου να σταματήσει τις καθαρές αγορές περιουσιακών στοιχείων στο πλαίσιο του προγράμματος Asset Purchase Programme (APP) από 1 Ιου-

Διάγραμμα II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2012 - 17 Ιουνίου 2022)



λίου 2022. Ταυτόχρονα προανήγγειλε επικείμενη αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ κατά 25 μ.β. τον Ιούλιο του 2022 και εκ νέου αύξησή τους το Σεπτέμβριο (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.3). Τέλος, σε έκτακτη συνεδρίαση στις 15 Ιουνίου αποφάσισε ότι θα εφαρμόσει ευελιξία στις επανεπενδύσεις ποσών από την εξόφληση τίτλων του χαρτοφυλακίου ΡΕΡΡ καθώς φθάνουν στη λήξη τους, ενώ ζήτησε από τις αρμόδιες επιτροπές του Ευρωσυστήματος να επιταχύνουν την ολοκλήρωση του σχεδιασμού ενός νέου μέσου καταπολέμησης του κατακερματισμού της αγοράς ομολόγων.

2.2 Ζώνη του ευρώ

Στις αρχές του 2022 οι οικονομικές προοπτικές της ευρωζώνης επιδεινώθηκαν ως συνέπεια του πολέμου Ρωσίας-Ουκρανίας και των συνακόλουθων διαταραχών στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες και τις αγορές ενέργειας. Η ραγδαία άνοδος των διεθνών τιμών της ενέργειας και των τροφίμων συρρίκνωσε τα πραγματικά εισοδήματα των νοικοκυριών και έπληξε την καταναλωτική εμπιστοσύνη, ενώ το αυξανόμενο κόστος των εισροών παραγωγής κατά μήκος της εφοδιαστικής αλυσίδας και η ενίσχυση της αβεβαιότητας επιβάρυναν τις επενδυτικές προοπτικές. Αντίθετα, η υποχώρηση των αρνητικών οικονομικών επιδράσεων από την πανδημία και η συνεχιζόμενη βελτίωση της αγοράς εργασίας αντιστάθμισαν εν μέρει τις επιπτώσεις του πολέμου.

Το α' τρίμηνο του 2022 το **ΑΕΠ** της ευρωζώνης αυξήθηκε κατά 0,6% έναντι του προηγούμενου τριμήνου, ενώ το δ' τρίμηνο του 2021 είχε αυξηθεί κατά 0,2% σε τριμηνιαία βάση. Η δυναμική αυτή αύξηση του ΑΕΠ στις αρχές του έτους εν μέρει αντανάκλα τη σημαντική επίδραση του ΑΕΠ της Ιρλανδίας λόγω της αυξημένης δραστηριότητας των πολυεθνικών επιχειρήσεων. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2022), η αύξηση του ΑΕΠ το 2022 αναμένεται να περιοριστεί στο 2,8%, έναντι 5,4% το 2021. Η επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης αντανάκλα τις επιπτώσεις της ενεργειακής κρίσης και της αύξησης της αβεβαιότητας, τα προβλήματα στις εφοδιαστικές αλυσίδες, αλλά και την έμμεση έκθεση της οικονομίας της ευρωζώνης στην εξέλιξη της πανδημίας σε άλλες χώρες, κυρίως στην Κίνα. Το 2023 η οικονομική δραστηριότητα προβλέπεται να αυξηθεί κατά 2,1%, υπό την επίδραση των γεωπολιτικών εξελίξεων, της άρσης των προσωρινών μέτρων στήριξης των εισοδημάτων και της ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής, ενώ θα επηρεαστεί ευνοϊκά από την άμβλυνση των προβλημάτων στις εφοδιαστικές αλυσίδες και την αναμενόμενη μείωση των τιμών της ενέργειας.

Η εγχώρια ζήτηση θα συνεχίσει να αποτελεί κύριο μοχλό της οικονομικής ανάπτυξης στην ευρωζώνη. Ωστόσο, η κάμψη της καταναλωτικής εμπιστοσύνης και οι επιπτώσεις των υψηλών τιμών της ενέργειας και των τροφίμων στα πραγματικά εισοδήματα εκτιμάται ότι θα επηρεάσουν αρνητικά την καταναλωτική δαπάνη στο σύνολο του 2022. Από την άλλη πλευρά, τα προσωρινά μέτρα για τη στήριξη των νοικοκυριών από τις άμεσες επιπτώσεις της ενεργειακής κρίσης, η μείωση των συσσωρευμένων αποταμιεύσεων στα προ πανδημίας επίπεδα, η ανάκαμψη του τομέα των υπηρεσιών και η αύξηση της απασχόλησης θα στηρίξουν την **ιδιωτική κατανάλωση**, η οποία αναμένεται να αυξηθεί κατά 3,1% το 2022, έναντι 3,7% το 2021. Το 2023 προβλέπεται μεγέθυνση της κατανάλωσης μόλις κατά 2,0%, εν μέρει ως συνέπεια του υψηλότερου πληθωρισμού. Παράλληλα, η άρση των μέτρων στήριξης λόγω της πανδημίας εκτιμάται ότι θα οδηγήσει σε συγκρατημένη αύξηση της **δημόσιας κατανάλωσης** κατά 0,6% το 2022 από 4,0% το 2021, ενώ το 2023 προβλέπεται μείωση κατά 0,5% εξαιτίας της άρσης των μέτρων στήριξης έναντι της ενεργειακής κρίσης.

Η μεγαλύτερη της αρχικά αναμενόμενης διάρκεια των πληθωριστικών πιέσεων και συνακόλουθα οι δυσμενείς επιδράσεις στη ζήτηση αναμένεται να κάμψουν την επενδυτική δαπάνη στη ζώνη του ευρώ. Αρνητική επίδραση στις συνολικές επενδύσεις θα ασκήσουν επίσης ο περιορισμός των περιθωρίων κέρδους των επιχειρήσεων εν μέσω της απορρόφησης μέρους του ενεργειακού κόστους, η αύξηση της αβεβαιότητας καθώς και η χειροτέρευση των χρηματοδοτικών συνθηκών λόγω της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής. Παρ' όλα αυτά, οι επενδύσεις σε κατασκευές και εξοπλισμό θα υποστηριχθούν από την εμπροσθοβαρή υλοποίηση του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU (NGEU) και τις αναγκαίες επενδύσεις στον τομέα της ενέργειας στο πλαίσιο της επιδιωκόμενης ενεργειακής αυτονομίας της ΕΕ. Η υποχώρηση της

αβεβαιότητας και η ομαλοποίηση των προβλημάτων στις αλυσίδες αξίας θα ενισχύσουν τις επενδύσεις μεσοπρόθεσμα. Ως εκ τούτου, οι **συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου** στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να αυξηθούν κατά 2,8% το 2022 και 3,1% το 2023, έναντι 4,1% το 2021.

Οι επιπτώσεις του πολέμου Ρωσίας-Ουκρανίας στην παγκόσμια οικονομία και στο διεθνές εμπόριο, αλλά και η επιβολή κυρώσεων κατά της Ρωσίας, συρρίκνωσαν τις διεθνείς εμπορικές συναλλαγές της ευρωζώνης. Οι στενοί εμπορικοί και χρηματοπιστωτικοί δεσμοί μεταξύ των κρατών-μελών θα οδηγήσουν σε κάμψη της εξωτερικής ζήτησης, ακόμη και για χώρες όπου οι άμεσες επιδράσεις του πολέμου είναι μικρότερες. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2022), οι **συνολικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών** της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι θα αυξηθούν κατά 3,9% το 2022 και 4,2% το 2023, έναντι περίπου 11% το 2021, υπό την επίδραση των συνεχιζόμενων διαταράξεων στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες, των δυσμενέστερων διεθνών χρηματοδοτικών συνθηκών, καθώς και των μέτρων ανάσχεσης της πανδημίας στην οικονομία της Κίνας. Αντίθετα, η ανάκαμψη του τομέα των υπηρεσιών κοντά στα προ πανδημίας επίπεδα και η υποτίμηση του ευρώ αναμένεται να στηρίξουν τις εξαγωγές, με τη συνολική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ να προβλέπεται οριακά θετική το 2022.

Η βελτίωση των συνθηκών στην **αγορά εργασίας** συνεχίστηκε στις αρχές του 2022, ως αποτέλεσμα της ανάκαμψης από την πανδημική κρίση. Το α' τρίμηνο του 2022 ο αριθμός των απασχολούμενων σημείωσε άνοδο κατά 0,6% σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο και κατά 2,9% σε ετήσια βάση, έναντι 2,1% το δ' τρίμηνο του 2021. Η ταχεία αύξηση των κενών θέσεων εργασίας και οι αναφερόμενες ελλείψεις σε εργατικό δυναμικό υποδηλώνουν συνθήκες αυξανόμενης στενότητας στην αγορά εργασίας σε όλες τις χώρες της ευρωζώνης και σε όλους τους τομείς παραγωγικής δραστηριότητας, συμπεριλαμβανομένου του τομέα των υπηρεσιών που επλήγη περισσότερο από την πανδημική κρίση. Η συνολική απασχόληση εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται κατά 1,9% το 2022 και 0,5% το 2023, έναντι 1,1% το 2021. Παράλληλα, η ανεργία ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού διατήρησε την πτωτική της πορεία στις αρχές του 2022 και έφθασε στο 6,8% τον Απρίλιο, από 8,2% τον Απρίλιο του 2021. Το ποσοστό ανεργίας στα επιμέρους κράτη-μέλη, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα μηνιαία στοιχεία (Απρίλιος 2022), κυμάνθηκε από 3,0% στη Γερμανία έως 12,7% στην Ελλάδα και 13,3% στην Ισπανία. Στο σύνολο του 2022 και του 2023 το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι θα σημειώσει περαιτέρω πτώση στο 6,8% από 7,7% το 2021.

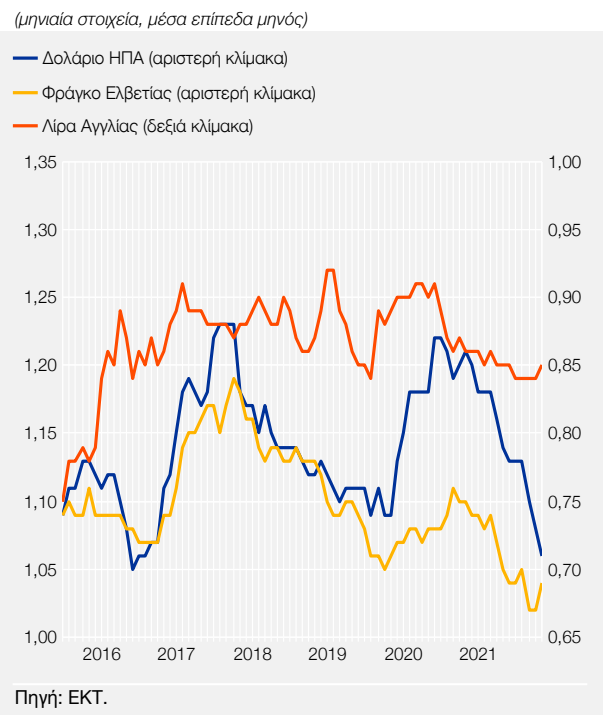
Το α' τρίμηνο του 2022 οι ραγδαίες αυξήσεις στις τιμές της ενέργειας και των διεθνών εμπορευμάτων εξαιτίας του πολέμου Ρωσίας-Ουκρανίας, των περιοριστικών μέτρων στην Κίνα λόγω της πανδημίας, αλλά και των συνθηκών ανεπαρκούς προσφοράς, τροφοδότησαν την εκτόξευση του πληθωρισμού κόστους στην ευρωζώνη, ο οποίος είχε έντονα ανοδική πορεία ήδη από τα μέσα του 2021. Τον Απρίλιο του 2022 ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη ανήλθε στο 7,4%, από 5,1% τον Ιανουάριο και 1,6% τον Απρίλιο του 2021, ενώ το Μάιο του 2022 αυξήθηκε περαιτέρω σε 8,1%. Οι ρυθμοί πληθωρισμού παρουσιάζουν αξιοσημείωτες διαφορές μεταξύ των χωρών-μελών και κυμαίνονται από 5,8% στη Μάλτα και τη Γαλλία έως 20,1% στην Εσθονία, αντανακλώντας κατά κύριο λόγο διαφορές στις αγορές της ενέργειας σε εθνικό επίπεδο και επομένως, στον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) ενέργειας (βλ. Πλαίσιο ΙΙ.1). Επιπλέον, η υποτίμηση του ευρώ ενισχύει τις τιμές των εισαγόμενων αγαθών και υπηρεσιών και τις πληθωριστικές πιέσεις. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2022), ο **πληθωρισμός**, μετρούμενος με τον ΕνΔΤΚ, θα ανέλθει σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, στο 6,8% το 2022 από 2,6% το 2021, ενώ θα υποχωρήσει στο 3,5% το 2023, παραμένοντας πάνω από το στόχο της ΕΚΤ (2%). Το συρρικνούμενο παραγωγικό κενό και η ενεργειακή κρίση αναμένεται να επηρεάσουν τις τιμές των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών, καθώς και τους ονομαστικούς μισθούς, και επομένως ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής εκτιμάται ότι θα ανέλθει στο 3,3% το 2022 από 1,5% το 2021, ενισχύοντας τους κινδύνους για σπειροειδείς εξελίξεις σε τιμές και μισθούς και πιο επίμονες πληθωριστικές πιέσεις μεσοπρόθεσμα.

Τους πρώτους μήνες του 2022 οι κίνδυνοι για τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος της ευρωζώνης από τις οικονομικές κυρώσεις κατά της Ρωσίας, συμπεριλαμβανομένου του αποκλεισμού ρωσικών τραπεζών από το δίκτυο SWIFT, παραμένουν περιορισμένοι. Συνακόλουθα, ο **ρυθμός χρηματοδότησης της οικονομίας** το 2022 ήταν κοντά στα προ πανδημίας επίπεδα, καθώς σε γενικές γραμμές οι ισολογισμοί των τραπεζών χαρακτηρίστηκαν από ισχυρή κεφαλαιακή θέση και συρρίκνωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Ο ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ ενισχύθηκε σημαντικά στο 5,2% τον Απρίλιο του 2022 από 4,2% τον προηγούμενο μήνα και 1,5% τον Αύγουστο του 2021. Επιπλέον, ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά ανέκαμψε σταδιακά κατά τη διάρκεια του 2022 και ανήλθε σε 4,5% τον Απρίλιο, αμετάβλητος σε σύγκριση με το Μάρτιο (το υψηλότερο επίπεδο από τον Οκτώβριο του 2008), έναντι 3,8% τον Απρίλιο του 2021.

Παρότι το δημοσιονομικό έλλειμμα βρέθηκε σε ιστορικά υψηλά επίπεδα το 2020, η οικονομική ανάκαμψη το 2021 και η αύξηση των δημόσιων εσόδων συνέβαλαν στη βελτίωση των δημόσιων οικονομικών στη ζώνη του ευρώ. Το **δημοσιονομικό έλλειμμα** συνολικά στην ευρωζώνη εκτιμάται ότι θα μειωθεί περαιτέρω στο 3,8% του ΑΕΠ το 2022 από 5,1% το 2021, αντανakλώντας αντίρροπες επιδράσεις αφενός από την άρση των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας και αφετέρου από την υιοθέτηση έκτακτων μέτρων πολιτικής για την προστασία των καταναλωτών έναντι των ανατιμήσεων της ενέργειας ύψους περίπου 1% του ΑΕΠ της ευρωζώνης. Προβλέπεται μείωση του ελλείματος στο 2,6% το 2023, λόγω της μερικής άρσης των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης, καθώς και της συνέχισης της οικονομικής ανάπτυξης. Αντίστοιχα, το δημόσιο χρέος αναμένεται να αποκλιμακωθεί στο 93% του ΑΕΠ το 2022 και περίπου στο 91% το 2023, έναντι 95,6% το 2021, κυρίως εξαιτίας της ευνοϊκής διαφοράς ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου. Ωστόσο, θα παραμείνει σε υψηλότερα από τα προ πανδημίας επίπεδα. Το 2022 και το 2023 η δημοσιονομική πολιτική στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο αναμένεται περιοριστική, κυρίως ως επακόλουθο της άρσης των έκτακτων δημοσιονομικών μέτρων στο πλαίσιο της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης.

Η ενεργειακή κρίση και η επιδείνωση των προοπτικών για την οικονομία της ευρωζώνης, καθώς και η αύξηση των βασικών επιτοκίων από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και άλλες κεντρικές τράπεζες τους πρώτους μήνες του 2022, οδήγησαν σε υποτίμηση της **ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας** του ευρώ (έναντι 42 εμπορικών εταίρων) περίπου κατά 2,3% το Μάιο του 2022 έναντι του Δεκεμβρίου του 2021 σε μέσα μηνιαία επίπεδα. Την ίδια περίοδο το ευρώ υποτιμήθηκε έναντι του δολαρίου ΗΠΑ περίπου κατά 6,4%, ενώ το Μάιο έφθασε σε χαμηλό διετίας. Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2022 το ευρώ υποτιμήθηκε επίσης έναντι της λίρας Αγγλίας και του ελβετικού φράγκου, ωστόσο ανέκαμψε σημαντικά το Μάιο (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.4). Οι εξελίξεις αυτές αντικατοπτρίζουν τη διαφορά στις προσδοκώμενες αποδόσεις εξαιτίας του διαφορετικού ρυθμού ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής μεταξύ των κεντρικών τραπεζών, καθώς και την αυξημένη ζήτηση για νομίσματα που θεωρούνται επενδυτικά καταφύγια. Στο σύνολο του 2022, η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία εκτιμάται ότι θα υποτιμηθεί κατά 3,4%.

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



Οι **κίνδυνοι και η αβεβαιότητα** για τις οικονομικές προοπτικές της ευρωζώνης παραμένουν σημαντικοί και συναρτώνται κατά κύριο λόγο με τη διάρκεια και την εξέλιξη της γεωπολιτικής διαμάχης και τις συνεπαγόμενες επιπτώσεις στις αγορές ενέργειας και άλλων διεθνών εμπορευμάτων και στο διεθνές εμπόριο. Περαιτέρω αυξήσεις στις τιμές των εισαγομένων εξαιτίας μιας μεγαλύτερης της αναμενόμενης διάρκειας του πολέμου ή διακοπής του ενεργειακού εφοδιασμού της Ευρώπης θα ενισχύσουν το δίπτυχο χαμηλότερης ανάπτυξης και υψηλότερου πληθωρισμού, ενώ θα εντείνουν τους κινδύνους για δευτερογενείς επιπτώσεις στις πληθωριστικές προσδοκίες και στην εξέλιξη των τιμών μεσοπρόθεσμα. Επίσης, μια ταχύτερη της αναμενόμενης ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής στις ανεπτυγμένες οικονομίες καθώς και χαμηλότερη οικονομική ανάπτυξη στην Κίνα θα οδηγήσουν σε μεγαλύτερη μείωση της εξωτερικής ζήτησης. Η περαιτέρω αυστηροποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών θα έχει αρνητικό αντίκτυπο στην εγχώρια ζήτηση, επιβαρύνοντας τα δημόσια οικονομικά και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Ωστόσο, η εμπροσθοβαρής μείωση της εξάρτησης από ορυκτά καύσιμα και μια ταχύτερη πράσινη μετάβαση δύνανται να αποκλιμακώσουν πιο άμεσα τις τιμές της ενέργειας. Η ταχύτερη υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων μέσω του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU θα στηρίξει τις μεσοπρόθεσμες οικονομικές προοπτικές.

2.3 ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής

Το ενεργειακό σχέδιο της ΕΕ “REPowerEU”

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε στις 18 Μαΐου ένα σχέδιο για ταχεία μείωση της εξάρτησης της ΕΕ από τα ρωσικά ορυκτά καύσιμα και για επιτάχυνση της πράσινης μετάβασης, μέσω της εξοικονόμησης ενέργειας, της διαφοροποίησης του ενεργειακού εφοδιασμού και της επιτάχυνσης της ανάπτυξης των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας (συμπεριλαμβανομένου του υδρογόνου), μεταξύ άλλων με συντομευμένες και απλουστευμένες διαδικασίες αδειοδότησης. Ο Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας θα στηρίξει το REPowerEU, χρηματοδοτώντας υποδομές, ενεργειακά έργα και μεταρρυθμίσεις. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά ότι η επίτευξη των στόχων του REPowerEU απαιτεί πρόσθετες επενδύσεις ύψους 210 δισεκ. ευρώ έως το 2027 από τον ιδιωτικό και το δημόσιο τομέα, σε εθνικό, διασυνοριακό και ενωσιακό επίπεδο. Παράλληλα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε σειρά πρόσθετων βραχυπρόθεσμων μέτρων έκτακτης ανάγκης για την καταπολέμηση των υψηλών τιμών της ενέργειας και την αντιμετώπιση των πιθανών διαταραχών του εφοδιασμού φυσικού αερίου από τη Ρωσία,⁴ καθώς και επιλογές για μακροπρόθεσμες βελτιώσεις στη λειτουργία της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας.

Διατήρηση της γενικής ρήτρας διαφυγής του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης

Το Μάιο του 2022 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έκρινε ότι η αυξημένη αβεβαιότητα και οι έντονοι καθοδικοί κίνδυνοι για τις οικονομικές προοπτικές λόγω του πολέμου στην Ουκρανία, οι πρωτοφανείς αυξήσεις των τιμών της ενέργειας και οι συνεχιζόμενες διαταράξεις στις παγκόσμιες αλυσίδες εφοδιασμού δικαιολογούν την παράταση της γενικής ρήτρας διαφυγής του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης έως το 2023, με απενεργοποίησή της από το 2024.

Ελλάδα: 14η έκθεση ενισχυμένης εποπτείας

Στις 16 Ιουνίου το Eurogroup, λαμβάνοντας υπόψη την έκθεση προόδου που δημοσίευσε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Μάιο του 2022, διαπίστωσε ότι η Ελλάδα τήρησε τις συμφωνηθείσες δεσμεύσεις της, παρά τις οικονομικές δυσκολίες που προκλήθηκαν από την πανδημία και από τον αντίκτυπο του πολέμου στην Ουκρανία, βελτιώνοντας έτσι την ανθεκτικότητα της οικονομίας της. Κατά συνέπεια πληροί τις προϋποθέσεις για την αποδέσμευση της 7ης δόσης στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους, ύψους 748 εκατ. ευρώ. Επίσης αποφασίστηκε να μην παραταθεί το καθεστώς ενισχυμένης εποπτείας για την Ελλάδα μετά τη λήξη του στις 20 Αυγούστου 2022.

4 Η Ρωσία έχει ήδη διακόψει την παροχή φυσικού αερίου στη Βουλγαρία, την Πολωνία, τη Φινλανδία, την Ολλανδία και τη Δανία, ενώ το τελευταίο διάστημα έχει μειώσει την προμήθεια στη Γερμανία, την Ιταλία, την Αυστρία, την Τσεχία και τη Σλοβακία.

Κροατία: 20ό μέλος της ζώνης του ευρώ

Στις 17.6.2022 το Συμβούλιο Ecofin, μετά τη θετική αξιολόγηση της ΕΚΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και κατόπιν συστάσεως του Eurogroup, αποφάσισε την ένταξη της Κροατίας στη ζώνη του ευρώ από 1.1.2023. Η Κροατία έγινε κράτος-μέλος της ΕΕ την 1.7.2013.

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

Το 2021 όλες οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης κατέγραψαν ισχυρή οικονομική ανάκαμψη (ο μέσος ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ ήταν 7,5%), ως αποτέλεσμα της ενισχυμένης εγχώριας και εξωτερικής ζήτησης και της αυξημένης εισροής ξένων τουριστών. Η ρωσική εισβολή στην Ουκρανία περιόρισε την τάση αυτή και ο εκτιμώμενος μέσος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2022, μετά από συνεχείς προς τα κάτω αναθεωρήσεις από τους διεθνείς οργανισμούς, υποχώρησε στο 3,1% (σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του ΟΟΣΑ το Μάιο του 2022).

Στις δύο χώρες της περιοχής που είναι μέλη της ΕΕ, δηλ. στη **Βουλγαρία** και τη **Ρουμανία**, η οικονομική δραστηριότητα ανέκαμψε σημαντικά το 2021, υποστηριζόμενη από την ισχυροποίηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των εξαγωγών αγαθών. Το 2022 εκτιμάται ότι και οι δύο χώρες θα καταγράψουν επιβράδυνση, λόγω της υποχώρησης της εξωτερικής και της εγχώριας ζήτησης, λαμβάνοντας υπόψη: (α) τη χαμηλότερη ιδιωτική κατανάλωση εξαιτίας του περιορισμένου πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος λόγω των πολύ υψηλών τιμών της ενέργειας και των λοιπών βασικών εμπορευμάτων και των τροφίμων και (β) την αναβολή των νέων ιδιωτικών επενδύσεων και των νέων προσλήψεων. Στη Βουλγαρία η εκτίμηση αυτή ενισχύεται από τη διακοπή εφοδιασμού προϊόντων που παραδοσιακά εισάγονται από τη Ρωσία και την Ουκρανία (χάλυβας) και της προμήθειας ρωσικού πετρελαίου και φυσικού αερίου το Μάιο. Οι χαμηλές ιδιωτικές επενδύσεις αναμένεται να αντισταθμιστούν από αυξημένες δημόσιες επενδύσεις, χρηματοδοτούμενες με κονδύλια της ΕΕ, ενώ η εμπιστοσύνη ενισχύεται από την προοπτική ένταξης της χώρας στην ευρωζώνη το 2024.⁶ Για τη Βουλγαρία οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες που περιβάλλουν τις προβλέψεις για την οικονομική δραστηριότητα συνδέονται κυρίως με τη νέα κυβέρνηση που ανέλαβε καθήκοντα το Δεκέμβριο του 2021, τις πιθανές νέες μεταλλάξεις του ιού και τη χρονική διάρκεια του πολέμου στην Ουκρανία. Ο τελευταίος παράγοντας αποτελεί την κύρια πρόκληση και για τη Ρουμανία, καθώς θα ασκήσει πιέσεις στον εφοδιασμό της χώρας. Η ρουμανική οικονομία, παρά την εκτιμώμενη επιβράδυνση το 2022, θα επωφεληθεί από τις παραγωγικές επενδύσεις, χάρη στις σημαντικές εισροές πόρων από την ΕΕ.

Η ισχυρή οικονομική ανάκαμψη των **Δυτικών Βαλκανίων** το 2021 εκτιμάται ότι θα περιοριστεί το 2022. Ο πόλεμος στην Ουκρανία επηρεάζει τις χώρες της περιοχής τόσο άμεσα όσο και έμμεσα, λόγω των επιπτώσεων του στην Ευρώπη, δεδομένων των εμπορικών και επενδυτικών δεσμών των Δυτικών Βαλκανίων με τη Γερμανία και άλλες προηγμένες οικονομίες της ΕΕ.

Η ισχυρή επιτάχυνση της οικονομίας της **Τουρκίας** το 2021 οφειλόταν στην ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης και της εξωτερικής ζήτησης. Για το 2022 αναμένεται απότομη επιβράδυνση του ΑΕΠ στο 3,7% από 11,0% το 2021 (εκτιμήσεις ΟΟΣΑ), με τις επιπτώσεις της ρωσικής εισβολής στην Ουκρανία να είναι εμφανείς. Η αυξημένη διεθνής αστάθεια επιδείνωσε ακόμη περισσότερο το δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών και το δείκτη επιχειρηματικής εμπιστοσύνης και διατάραξε τις εφοδιαστικές αλυσίδες, με συνέπεια τον περιορισμό της βιομηχανικής παραγωγής και της κατασκευαστικής δραστηριότητας και κατ' επέκταση των επενδύ-

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 Ήδη στις 7.4.2022 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αξιολόγησε θετικά το σχέδιο ανθεκτικότητας της χώρας και αναμένεται η εκταμίευση 6,3 δισεκ. ευρώ από το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NGEU.

σεων. Η ιδιωτική κατανάλωση θα υποχωρήσει σημαντικά, λόγω της αισθητής μείωσης της αγοραστικής δύναμης των νοικοκυριών υπό την αρνητική επίδραση των πολύ υψηλών τιμών των τροφίμων και της ενέργειας.

Οι κίνδυνοι για τις προοπτικές της τουρκικής οικονομίας για το 2022 συνδέονται με το ενδεχόμενο περαιτέρω αυξήσεων στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων λόγω του πολέμου στην Ουκρανία, που θα ενίσχυαν τον ήδη πολύ υψηλό πληθωρισμό, με δυσμενείς επιπτώσεις στο ποσοστό φτώχειας των νοικοκυριών. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας φαίνεται ευάλωτος σε πιθανή αύξηση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων, παρά την υψηλή ανθεκτικότητα που εμφανίζει το τραπεζικό σύστημα της χώρας. Τέλος, η άσκηση ανορθόδοξης νομισματικής πολιτικής και η έλλειψη αξιοπιστίας στην ασκούμενη οικονομική πολιτική εξακολουθούν να αποτελούν βασικές πηγές εγχώριου κινδύνου, ενώ παραμένουν υψηλές οι ανάγκες χρηματοδότησης της χώρας από το εξωτερικό.

Ο **πληθωρισμός** επιταχύνθηκε σε όλες τις χώρες της περιοχής το 2021 και συνεχίζει την ίδια τάση και το 2022 λόγω των υψηλών και αυξανόμενων διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, κυρίως του εισαγόμενου πετρελαίου και του φυσικού αερίου, αλλά και των τροφίμων. Στη Βουλγαρία, όπου ο δωδεκάμηνος ρυθμός πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ έφθασε το 13,4% το Μάιο του 2022 από 12,1% τον Απρίλιο, η μετακύλιση των αυξήσεων του ενεργειακού κόστους στις τιμές όλων των αγαθών και υπηρεσιών είναι έντονη και τα επίπεδα του πληθωρισμού αναμένεται να παραμείνουν υψηλά τουλάχιστον κατά το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους, ειδικότερα στην ενέργεια και τα είδη διατροφής. Στη Ρουμανία ο πληθωρισμός επιταχύνθηκε περαιτέρω μετά την έναρξη του πολέμου (καταγράφοντας δωδεκάμηνο ρυθμό 12,4% το Μάιο, από 11,7% τον Απρίλιο), οδηγώντας την κυβέρνηση να λάβει μέτρα με ισχύ από 1 Απριλίου 2022 μέχρι 31 Μαρτίου 2023 ώστε να περιορίσει τις τιμές του ηλεκτρικού ρεύματος και του φυσικού αερίου. Επίσης, η κεντρική τράπεζα της Ρουμανίας από τον Οκτώβριο του 2021 έχει αυξήσει διαδοχικά το βασικό της επιτόκιο, το οποίο διαμορφώθηκε στο 3,75% στις 11.5.2022.

Ο πληθωρισμός στην Τουρκία συνεχίζει την αλματώδη άνοδό του από το Δεκέμβριο του 2021. Το Μάιο του 2022 έφθασε το 73,5% σε δωδεκάμηνη βάση, έναντι 70,0% τον Απρίλιο και 19,4% κατά μέσο όρο το 2021, και προβλέπεται να παραμείνει υψηλός όλο το 2022 (βλ. Πίνακα II.2). Η τουρκική λίρα, η οποία υποτιμήθηκε έντονα το 2021 (40,2% έναντι του ευρώ), το πρώτο τετράμηνο του 2022 είχε παρουσιάσει σημάδια σταθεροποίησης, ωστόσο το Μάιο υποτιμήθηκε σημαντικά. Στο τέλος Μαΐου του 2022, σε σύγκριση με το τέλος του 2021, είχε συνολικά υποχωρήσει κατά 13,4% έναντι του ευρώ και 18,0% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Η κεντρική τράπεζα διατηρεί το επιτόκιο πολιτικής σταθερό στο 14%, όπως αυτό είχε διαμορφωθεί μετά τη μείωσή του κατά 100 μ.β. στις 17.12.2021.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) το 2021 παρουσίασε έλλειμμα σε όλες τις χώρες της περιοχής, αντανakλώντας την ισχυρή αύξηση των εισαγωγών λόγω της έντονης ανάκαμψης της εγχώριας ζήτησης (βλ. Πίνακα II.2). Για το 2022 εκτιμάται ότι το έλλειμμα του ΙΤΣ θα διευρυνθεί περαιτέρω σχεδόν σε όλες τις χώρες της περιοχής. Ειδικότερα στην Τουρκία, η επιδείνωση θα οφείλεται στην επιβάρυνση των εισαγωγών από τις υψηλότερες διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων. Ωστόσο, οι εξαγωγές υπηρεσιών αναμένεται να ενισχυθούν, εφόσον η χώρα παραμένει ανοικτή στους Ρώσους τουρίστες.

Το δημοσιονομικό αποτέλεσμα των οικονομιών της περιοχής για το 2022 εκτιμάται ότι θα παραμείνει γενικά ελλειμματικό και, ως ποσοστό του ΑΕΠ, κοντά στα επίπεδα του 2021, παρά την ανάκαμψη των φορολογικών εσόδων. Η ρωσική εισβολή στην Ουκρανία το 2022 έχει οδηγήσει πολλές κυβερνήσεις να υιοθετήσουν ένα σύνολο βραχυπρόθεσμων μέτρων προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις υψηλές τιμές της ενέργειας και να στηρίξουν τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, γεγονός που συνεπάγεται αυξημένες δαπάνες. Ως εκ τούτου, το δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ για το 2022 εκτιμάται ότι θα παραμείνει σε υψηλά επίπεδα. Η Βουλγαρία

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

	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες % μεταβολές)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)			Πιστωτική επέκταση (ετήσιες % μεταβολές)			Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)			Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (%)		
	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	8,4	2,7	3,1	2,0	4,9	3,5	-7,7	-8,3	-7,9	-4,6	-4,2	-2,7	6,1	6,9	10,9	18,3	18,1	17,9	8,1	5,7	5,5
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	6,5	2,9	3,1	2,0	4,8	0,9	-3,2	-2,4	-3,2	0,5	-0,8	0,3	1,1	1,7	3,5	19,2	19,2	-	6,1	5,8	-
Βουλγαρία ²	4,2	2,5	2,3	2,8	14,1	8,5	-0,4	-2,2	-2,6	-4,1	-5,6	-3,2	4,9	11,9	12,0	22,7	22,9	21,9	7,5	6,0	3,7
Μαυροβούνιο	12,4	3,8	3,4	2,5	6,5	2,9	-9,2	-12,1	-12,5	-2,0	-4,4	-2,2	5,0	6,6	6,9	19,6	18,5	-	5,5	6,2	6,7
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	4,0	3,0	3,1	3,2	6,7	3,9	-3,5	-4,1	-3,9	-5,4	-6,1	-4,4	6,4	5,8	8,8	16,7	17,3	-	3,3	3,2	-
Ρουμανία ²	5,9	3,1	2,6	4,1	11,9	8,5	-7,0	-7,2	-7,1	-7,1	-7,5	-7,0	11,1	16,1	12,8	25,1	22,3	21,4	3,8	3,4	3,3
Σερβία	7,4	3,4	3,8	4,0	8,5	4,6	-4,4	-6,5	-6,4	-4,1	-3,1	-1,8	12,3	9,1	-	22,4	20,8	-	3,7	3,6	-
Τουρκία	11,0	3,7	3,0	19,6	72,0	38,9	-1,9	-4,8	-4,4	-2,7	-4,5	-4,5	28,4	22,7	46,3	19,4	17,8	22,4	4,1	3,1	2,8

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Spring 2022*, Μάιος 2022 και *EU Candidate Countries' & Potential Candidates' Economic Quarterly (CEEQ), 1st Quarter 2022*, Απρίλιος 2022, ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, Ιούνιος 2022, και εθνικές κεντρικές τράπεζες. Για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια: WIIW, *Forecast Report, Overshadowed by War and Sanctions, Economic Analysis and Outlook for Central, East and Southeast Europe*, Spring 2022. Για τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη: World Bank, *Office of the Chief Economist, War in the Region, Europe and Central Asia Economic Update*, Spring 2022.

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.

αναμένεται ότι θα καταγράψει το υψηλότερο δημοσιονομικό έλλειμμα της τελευταίας 25ετίας. Η Τουρκία προβλέπεται ότι θα αντιμετωπίσει μεγάλες δημοσιονομικές προκλήσεις, δεδομένων και των αυξανόμενων δαπανών λόγω των επικείμενων βουλευτικών εκλογών το 2023.

Πλαίσιο ΙΙ.1

ΤΙΜΕΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΕ: ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΑΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΟΝ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ

Οι διεθνείς τιμές της ενέργειας και κατ' επέκταση οι τιμές χονδρικής του πετρελαίου και του φυσικού αερίου στην ΕΕ, οι οποίες βρίσκονταν σε έντονα ανοδική πορεία ήδη από το δεύτερο εξάμηνο του 2021, εκτοξεύθηκαν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα το α' τρίμηνο του 2022 λόγω του πολέμου Ρωσίας-Ουκρανίας και παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα τους επόμενους μήνες.¹ Στόχος του παρόντος πλαισίου είναι να αναλύσει τις πρόσφατες εξελίξεις στις τιμές της ενέργειας στην ΕΕ, τους παράγοντες που οδηγούν στη διαφορετική εξέλιξη τους μεταξύ των κρατών-μελών και τις συνακόλουθες άμεσες επιδράσεις τους στον πληθωρισμό τιμών καταναλωτή. Επίσης, εξετάζεται ο ρόλος της πράσινης μετάβασης και των βιώσιμων επενδύσεων, δηλ. των επενδύσεων που πληρούν κριτήρια περιβαλλοντικά, κοινωνικά και διακυβέρνησης (Environmental, Social and Governance – ESG), στις προοπτικές των τιμών της ενέργειας τα επόμενα χρόνια και παρουσιάζονται οι κύριες προκλήσεις πολιτικής.

Πρόσφατες εξελίξεις στις τιμές της ενέργειας

Η απότομη ανάκαμψη της ζήτησης για ενέργεια μετά την πανδημία σε συνδυασμό με περιορισμούς στην προσφορά εξηγούν σε μεγάλο βαθμό την αύξηση των τιμών της ενέργειας το 2021, τάση η οποία στη συνέχεια επιδεινώθηκε λόγω των επιπτώσεων του πολέμου στις διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων και της μεγάλης

1 Το παρόν πλαίσιο λαμβάνει υπόψη διαθέσιμα στοιχεία για τις τιμές της ενέργειας και τον πληθωρισμό τιμών καταναλωτή έως τα μέσα Μαΐου 2022.

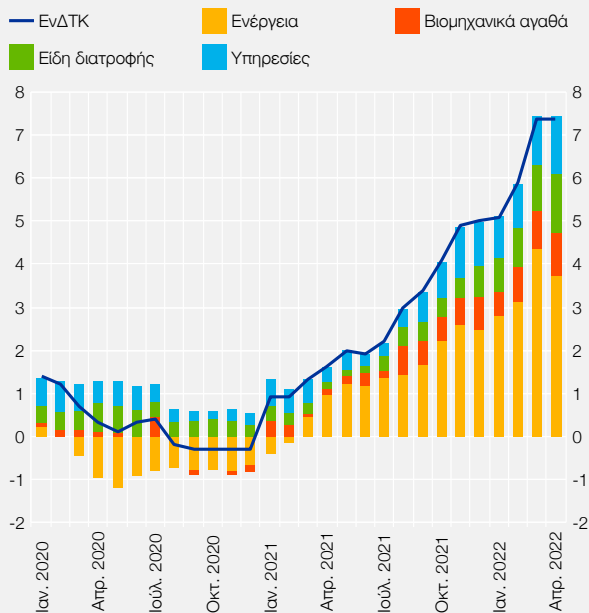
αβεβαιότητας σχετικά με την ενεργειακή ασφάλεια, ιδιαίτερα στην Ευρώπη. Από τα μέσα του 2021 έως τα ιστορικά υψηλά επίπεδα του Μαρτίου 2022, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent είχε αυξηθεί κατά περίπου 75% και η τιμή αναφοράς του φυσικού αερίου στην Ευρώπη (Dutch Title Transfer Facility – TTF) κατά 500%, ενώ η μέση χονδρική τιμή της ηλεκτρικής ενέργειας στην ΕΕ είχε ήδη αυξηθεί κατά 400% το δ' τρίμηνο του 2021 σε ετήσια βάση.² Τον Απρίλιο και το Μάιο του 2022 οι αγορές εξακολουθούσαν να χαρακτηρίζονται από υψηλή μεταβλητότητα, ενώ τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) υποδήλωναν επίμονα υψηλές τιμές ενέργειας.

Η αύξηση στη λιανική τιμή της ενέργειας ήταν γενικώς μικρότερη από την αύξηση των διεθνών τιμών, αλλά ασύμμετρη μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ. Το Μάρτιο του 2022 ο ετήσιος πληθωρισμός ενέργειας, όπως αποτυπώνεται από τη μεταβολή του υποδείκτη της ενέργειας του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ – ενέργεια), εκτινάχθηκε σε 40,2% στην ΕΕ και 44,3% στην ευρωζώνη, παρουσιάζοντας αυξημένο εύρος μεταξύ των χωρών, από 7,3% στην Ουγγαρία έως 99,6% στην Ολλανδία (Ελλάδα: 51,2%, 7ος υψηλότερος στην ΕΕ).³ Πρωτοφανείς ήταν οι αυξήσεις των τιμών του υποδείκτη ηλεκτρικού ρεύματος, αερίου και στερεών καυσίμων σε πολλά κράτη-μέλη. Ειδικότερα για το ηλεκτρικό ρεύμα, οι μεγαλύτερες αυξήσεις καταγράφηκαν στην Ολλανδία (181,9%), την Ισπανία (107,8%), την Ιταλία (82,3%) και την Ελλάδα (79,3%), σε πολλές περιπτώσεις υπερδιπλάσιες από το μέσο όρο της ΕΕ (34,6%). Οι τιμές του φυσικού αερίου αυξήθηκαν κατά 48,5% κατά μέσο όρο στην ΕΕ, αλλά με σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των κρατών-μελών. Ιδιαίτερα υψηλές αυξήσεις καταγράφηκαν, μεταξύ άλλων χωρών, στην Ολλανδία (161,4%), το Βέλγιο (143,6%), τη Βουλγαρία (117,4%) και το Λουξεμβούργο (87,4%), ενώ στην Ουγγαρία, τη Σουηδία και την Κροατία οι αυξήσεις ήταν μικρότερες του 10%.

Η άνοδος των τιμών της ενέργειας αποτελεί το βασικό ερμηνευτικό παράγοντα της εξέλιξης του γενικού πληθωρισμού τιμών καταναλωτή στην ευρωζώνη (βλ. Διάγραμμα Α). Ταυτόχρονα, η αύξηση της διασποράς στον πληθ-

Διάγραμμα Α Γενικός πληθωρισμός της ευρωζώνης και οι συνιστώσες του (Ιανουάριος 2020 - Απρίλιος 2022)

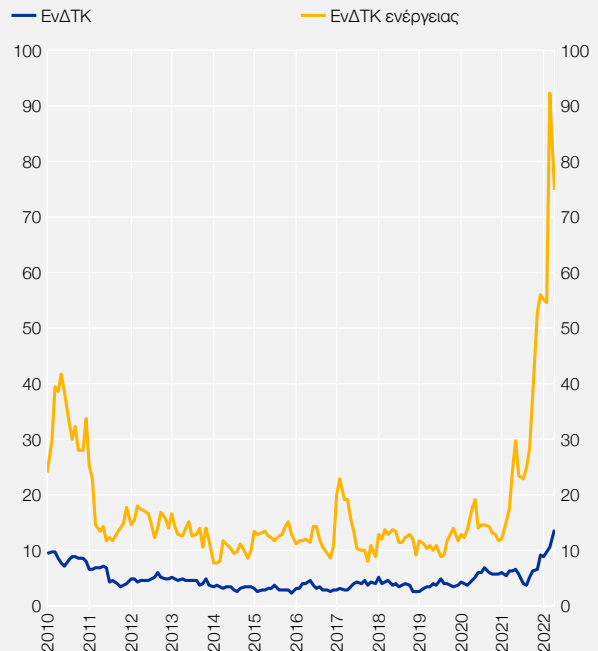
(%, μηνιαία στοιχεία)



Πηγή: Eurostat.

Διάγραμμα Β Αποκλίσεις πληθωρισμού τιμών καταναλωτή μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ (Ιανουάριος 2010 - Απρίλιος 2022)

(διαφορά σε ποσοστιαίες μονάδες μεταξύ της μεγαλύτερης και της μικρότερης τιμής)



Πηγή: Eurostat.

Σημείωση: Δεν περιλαμβάνεται η Μάλτα λόγω έλλειψης στοιχείων.

² European Commission, *Quarterly Report on European electricity markets*, Q4 2021.

³ Οι τιμές ενέργειας στη Μάλτα είναι διοικητικά καθοριζόμενες και από τον Ιούλιο του 2020 δεν καταγράφονται οι μεταβολές τους.

θωρισμό ενέργειας μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ, η οποία παρατηρείται ήδη από το 2021, έχει οδηγήσει σε διεύρυνση των διαφορών στο γενικό πληθωρισμό τους (βλ. Διάγραμμα Β).

Παράγοντες που ερμηνεύουν τις διαφορές στις τιμές της ενέργειας μεταξύ των χωρών

Οι διαφορές στην εξέλιξη των τιμών της ενέργειας μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ οφείλονται σε σειρά παραγόντων, οι οποίοι μεταξύ άλλων συνδέονται με τις εγχώριες συνθήκες και προτιμήσεις των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων ως προς το ενεργειακό μίγμα που καταναλώνουν, το συνολικό μερίδιο στο γενικό πληθωρισμό και τη σύνθεση (δηλ. το μερίδιο του ηλεκτρικού ρεύματος, του αερίου και των άλλων καυσίμων) του υποδείκτη ΕνΔΤΚ ενέργειας, καθώς και με τις συνθήκες της αγοράς και τις πιο μόνιμες ή έκτακτες ρυθμίσεις και παρεμβάσεις πολιτικής (π.χ. φόροι, επιδοτήσεις, εκπτώσεις, ρήτρες αναπροσαρμογής) που διαμορφώνουν τη χονδρική και τη λιανική τιμή των ενεργειακών αγαθών σε κάθε χώρα.

Η ενεργειακή σύνθεση, και συνεπώς η επίπτωση των τιμών διαφορετικών πηγών ενέργειας στον πληθωρισμό, ποικίλλει μεταξύ των κρατών-μελών. Συνολικά, η ενέργεια αντιπροσωπεύει περίπου το 11% στο καλάθι του καταναλωτή στην ευρωζώνη και την ΕΕ, αλλά έχει τη μικρότερη βαρύτητα στη Μάλτα (6,7%) και τη μεγαλύτερη στη Λεττονία (16,2%). Η Ελλάδα βρίσκεται κοντά στο μέσο όρο της ΕΕ (11,5%). Στην ΕΕ, το μεγαλύτερο μερίδιο στον ΕνΔΤΚ ενέργειας έχουν τα καύσιμα κίνησης (45%), ακολουθούμενα από την ηλεκτρική ενέργεια (28%) και το αέριο (18%). Αυτό ισχύει στις περισσότερες χώρες με ελάχιστες εξαιρέσεις. Η ηλεκτρική ενέργεια έχει μεγαλύτερη συμβολή στις τιμές της ενέργειας (πάνω από 35%) στη Σουηδία, την Κροατία, τη Μάλτα, την Ελλάδα, το Βέλγιο και τη Φινλανδία, ενώ το φυσικό αέριο (πάνω από 24%) στην Ολλανδία, τη Γερμανία, τη Σλοβακία και την Ιταλία.

Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,⁴ η μετάδοση μιας αύξησης στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου και του φυσικού αερίου στις τιμές ενέργειας καταναλωτή πραγματοποιείται με υστέρηση έως και ενός έτους. Συγκεκριμένα, το 40% της μεταβολής στη διεθνή τιμή πετρελαίου τύπου Brent μετακλιείται στις τιμές καταναλωτή υγρών καυσίμων στην ευρωζώνη εντός 12 μηνών, με το μεγαλύτερο μέρος της μετακλίσης να λαμβάνει χώρα εντός του πρώτου μήνα. Στην περίπτωση των πετρελαιοειδών, η εκτιμώμενη ταχύτητα και ο βαθμός μετάδοσης της διαταραχής των διεθνών τιμών ενέργειας δεν διαφέρει σημαντικά μεταξύ των κρατών-μελών και επομένως οι παρατηρούμενες διαφορές στις τιμές δυνητικά αντανακλούν διαφορές σε άλλες συνιστώσες των τιμών, π.χ. στους φόρους. Στην περίπτωση του φυσικού αερίου, η εκτιμώμενη επίπτωση, αλλά και η ταχύτητα μετάδοσης, μιας αύξησης της διεθνούς τιμής στις τιμές λιανικής είναι μικρότερη. Μόλις το 13% αυτής της αύξησης μετακλιείται στις τιμές καταναλωτή φυσικού αερίου στην ευρωζώνη μέσα σε ένα έτος και μόλις το 1/5 αυτής της μετακλίσης λαμβάνει χώρα εντός του πρώτου μήνα. Ωστόσο, δεδομένης της μεγαλύτερης ανομοιογένειας στις αγορές φυσικού αερίου στα κράτη-μέλη της ΕΕ, οι εν λόγω επιδράσεις διαφέρουν μεταξύ των χωρών. Συμπερασματικά, οι παραπάνω εκτιμήσεις υποδηλώνουν ότι οι διαδοχικές αυξήσεις στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου και του φυσικού αερίου από το δεύτερο εξάμηνο του 2021 αναμένεται να συνεχίσουν να επιδρούν αυξητικά στις τιμές ενέργειας καταναλωτή εντός του 2022 και στις αρχές του 2023.

Οι διαφοροποιήσεις στις τιμές λιανικής των πετρελαιοειδών στην ΕΕ αντανακλούν ως επί το πλείστον διαφορές στους φόρους μεταξύ των κρατών-μελών, οι οποίοι πριν από την πανδημία αποτελούσαν κατά μέσο όρο περίπου το 60% της τιμής λιανικής των πετρελαιοειδών στην ΕΕ.⁵ Αντίθετα, οι διαφορές στις τιμές λιανικής φυσικού αερίου και ηλεκτρικής ενέργειας μεταξύ των κρατών-μελών αντανακλούν επιπλέον και διαφορές στο θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας και το βαθμό ρύθμισης των αγορών, αλλά και ιδιοσυγκρατικούς παράγοντες, οι οποίοι οδηγούν σε κατακερματισμό των αγορών.

4 European Commission, *European Economic Forecast*, Winter 2022, Box 1.2 “An update on energy price developments: pass-through from wholesale to retail”, 13-15, February 2022. Σημειώνεται ότι το εμπειρικό υπόδειγμα που υιοθετείται στην εν λόγω μελέτη εξετάζει τη μετακλίση των τιμών πετρελαίου και φυσικού αερίου στις τιμές ενέργειας καταναλωτή σε διάστημα 12 μηνών και ως εκ τούτου δεν δύνανται να εξαχθούν συμπεράσματα για τον πιθανό βαθμό μετακλίσης σε μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα.

5 European Commission (2020), *Study on energy prices, costs and their impact on industry and households*, DG Energy.

Η λιανική τιμή του φυσικού αερίου σε εθνικό επίπεδο διαμορφώνεται από το κόστος προμήθειας, το κόστος μεταφοράς και διανομής, καθώς και τους φόρους επί της ενέργειας. Αυτές οι συνιστώσες διαφέρουν ανά κράτος-μέλος της ΕΕ τόσο σε επίπεδο όσο και σε ποσοστό της τελικής λιανικής τιμής της ενέργειας. Το Φεβρουάριο του 2022 το μερίδιο του κόστους παροχής φυσικού αερίου, συμπεριλαμβανομένης της τιμής της πρώτης ύλης, κυμάνθηκε από 33% στη Σουηδία έως 82% στην Πολωνία.⁶ Παράλληλα, το μερίδιο του κόστους διανομής και αποθήκευσης ήταν το χαμηλότερο στην Ολλανδία (7%) και το υψηλότερο στη Σουηδία (36%). Τέλος, το μερίδιο των φόρων κυμάνθηκε από 1% στο Βέλγιο και 2% στην Ελλάδα και την Ισπανία έως 22% στην Ολλανδία, ενώ σε αρκετές χώρες της ΕΕ η λιανική τιμή του φυσικού αερίου δεν περιλαμβάνει φόρους ενέργειας.

Παράλληλα, το εύρος στις τιμές χονδρικής του φυσικού αερίου μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ αυξήθηκε σημαντικά κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2021, εν μέρει εξαιτίας της διαφοράς μεταξύ της τιμής αναφοράς του στο ολλανδικό χρηματιστήριο (TTF), η οποία παραμένει σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, και των διασυνοριακών τιμών παράδοσης φυσικού αερίου σε ορισμένα κράτη-μέλη,⁷ οι οποίες ενσωματώνουν με υστέρηση τις μεταβολές των διεθνών τιμών της ενέργειας.⁸ Από τις χαμηλότερες τιμές χονδρικής φυσικού αερίου παρατηρούνται στην Πορτογαλία και την Ιταλία, ενώ οι υψηλότερες καταγράφονται στη Γαλλία, την Πολωνία, την Αυστρία και την Ολλανδία. Σε ορισμένες χώρες, συγκυριακοί παράγοντες στα τέλη του 2021 επηρέασαν τις τιμές χονδρικής, π.χ. στην Ισπανία, οι τιμές αυξήθηκαν εξαιτίας της λήξης συμβολαίου για την παροχή φυσικού αερίου από το Μαρόκο, καθώς και από τους περιορισμούς στην αύξηση της παροχής αερίου μέσω άλλων αγωγών (π.χ. Medgaz). Ταυτόχρονα, η άμεση σύνδεση των συμβολαίων παροχής φυσικού αερίου με τις διεθνείς τιμές του πετρελαίου (όπως στην Ιταλία) αναμένεται να επιτείνει τις διαφορές στις τιμές χονδρικής μεταξύ των χωρών το δεύτερο εξάμηνο του 2022, εφόσον ο πόλεμος Ρωσίας-Ουκρανίας διατηρήσει τις τιμές του φυσικού αερίου σε υψηλά επίπεδα.

Η χονδρική αγορά ηλεκτρικής ενέργειας είναι ακόμη πιο κατακερματισμένη στην ΕΕ. Το διαφορετικό ενεργειακό μίγμα για την ηλεκτροπαραγωγή (π.χ. πυρηνική ενέργεια, ανανεώσιμες πηγές, φυσικό αέριο και λιγνίτης), οι τιμές εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα στο πλαίσιο του συστήματος εμπορίας δικαιωμάτων εκπομπών της ΕΕ, η τιμή εκκαθάρισης της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας (συνήθως οριακή τιμολόγηση με βάση την ακριβότερη προσφορά), ο αριθμός των διασυνδέσεων των δικτύων και ο βαθμός ανταγωνισμού παραγωγών και προμηθευτών σε εθνικό επίπεδο είναι μερικοί από τους παράγοντες που ερμηνεύουν τις διαφορές στις τιμές του ηλεκτρικού ρεύματος μεταξύ των κρατών-μελών, δυσχεραίνοντας τη συγκριτική ανάλυση.

Το διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της αγοράς ενέργειας και οι κρατικές παρεμβάσεις στη διαμόρφωση της λιανικής τιμής της ενέργειας επίσης εξηγούν εν μέρει τις παρατηρούμενες διαφορές στον ΕνΔΤΚ ενέργειας μεταξύ των κρατών-μελών. Σύμφωνα με την ετήσια Έκθεση Παρακολούθησης της Εσωτερικής Αγοράς Ηλεκτρικής Ενέργειας και Φυσικού Αερίου στην ΕΕ για το 2020,⁹ περίπου οι μισές ευρωπαϊκές χώρες παρεμβαίνουν στις αγορές λιανικής ηλεκτρισμού και φυσικού αερίου με στόχο να περιορίσουν σημαντικές αυξήσεις στις τιμές της ενέργειας, με την υιοθέτηση ρυθμιστικών μέτρων για τον καθορισμό των τιμών ή την εφαρμογή ανώτατου ορίου τιμών, καθώς και κοινωνικών τιμολογίων. Στη Σλοβακία, την Πολωνία και την Ουγγαρία, μεταξύ άλλων χωρών, οι παρεμβάσεις στην αγορά φυσικού αερίου αφορούν το σύνολο των καταναλωτών (νοικοκυριών), ενώ σημαντική είναι η κάλυψη των νοικοκυριών (περίπου 40%) και στην Ιταλία. Αντίστοιχα στην αγορά ηλεκτρικής ενέργειας, τα μέτρα για τον καθορισμό των τιμών αφορούν το σύνολο των νοικοκυριών στην Κύπρο, τη Μάλτα και τη Σλοβακία, έναντι 68% των καταναλωτών στη Γαλλία και 38% στην Ισπανία. Ωστόσο, ο βαθμός ρύθμισης των αγορών ενέργειας δεν βρίσκεται πάντοτε σε πλήρη αναλογία με το μέγεθος της μεταβολής στις λιανικές τιμές της ενέργειας, καθώς κρατικές παρεμβάσεις στην αγορά ενέργειας παρατηρούνται τόσο σε χώρες όπου σημειώνεται σχετικά μικρή μεταβολή στις τιμές (όπως Ουγγαρία, Πορτογαλία και Σλοβακία) όσο και σε χώρες με μεγαλύτερες αυξήσεις

6 European Commission (2022), *Quarterly report on European gas markets Q4 2021*, Issue 4, Vol.14.

7 Οι τιμές και οι ποσότητες παράδοσης φυσικού αερίου το οποίο μεταφέρεται μέσω αγωγών συνήθως καθορίζονται από διμερή μακροχρόνια συμβόλαια προμήθειας μεταξύ των άμεσων παρόχων στην εκάστοτε εγχώρια αγορά και των προμηθευτών αερίου.

8 Βλ. υποσημείωση 6.

9 ACER, *Annual Report on the Results of Monitoring the Internal Electricity and Natural Gas Markets in 2020 – Energy Retail Markets and Consumer Protection*, November 2021.

(όπως Ισπανία και Βέλγιο). Με άλλα λόγια, οι κρατικές παρεμβάσεις από μόνες τους δεν επαρκούν για να αιτιολογήσουν τις διαφορές στις τιμές της ενέργειας μεταξύ των κρατών-μελών.

Πέραν των ρυθμιστικών παρεμβάσεων που προαναφέρθηκαν, η σημαντική άνοδος στις τιμές χονδρικής της ενέργειας ήδη από το δεύτερο εξάμηνο του 2021, η οποία εντάθηκε κατόπιν της εισβολής της Ρωσίας στην Ουκρανία, οδήγησε πολλά κράτη-μέλη ήδη από το Σεπτέμβριο του 2021 στην υιοθέτηση έκτακτων μέτρων πολιτικής για την προστασία των καταναλωτών από τις άμεσες επιπτώσεις της αύξησης των τιμών. Παρότι οι εν λόγω παρεμβάσεις, οι οποίες είναι κυρίως δημοσιονομικής φύσεως, ποικίλλουν μεταξύ των κρατών-μελών, όλες σχεδόν οι χώρες (εκτός της Βουλγαρίας και της Ουγγαρίας) παρέχουν κοινωνικές μεταβιβάσεις στα ευάλωτα νοικοκυριά για να αντισταθμίσουν μέρος του ενεργειακού κόστους.¹⁰ Επίσης, η πλειοψηφία των χωρών έχει προχωρήσει σε μείωση των άμεσων τελών και των έμμεσων φόρων (ΦΠΑ), ενώ μικρότερος αριθμός χωρών έχει υιοθετήσει άλλα μέτρα, όπως ρύθμιση της τιμής λιανικής ή/και της τιμής χονδρικής στην ενέργεια, στήριξη των επιχειρήσεων και επιδότηση μέρους των λογαριασμών ηλεκτρικού ρεύματος. Συνεπώς, ο διαφορετικός βαθμός και τρόπος παρέμβασης των κρατών-μελών για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης έχει άμεση επίδραση στις τιμές λιανικής της ενέργειας.¹¹

Ανοδικές πιέσεις στις τιμές της ενέργειας μεσοπρόθεσμα

Πέρα από την τρέχουσα συγκυρία ανόδου των τιμών ενέργειας στην ΕΕ, η πράσινη μετάβαση και οι πολιτικές ESG δύνανται να ασκήσουν επίμονες πληθωριστικές πιέσεις στις τιμές της ενέργειας τα επόμενα χρόνια. Η αυξανόμενη έμφαση στη βιώσιμη χρηματοδότηση στην ΕΕ και τις ΗΠΑ εκτιμάται ότι θα περιορίσει περαιτέρω τις επενδύσεις σε ορυκτά καύσιμα, διατηρώντας τις τιμές της συμβατικής ενέργειας σε υψηλά επίπεδα.

Ενδεικτικά, η συρρίκνωση της χρηματοδότησης για την εξόρυξη και εκμετάλλευση ορυκτών καυσίμων οδήγησε σε υποδιπλασιασμό της παραγωγής πετρελαίου και φυσικού αερίου στην ΕΕ μεταξύ 2015 και 2020 (ενώ αντίθετα η παραγωγή παρέμεινε σταθερή στη Μέση Ανατολή και αυξήθηκε στην Κίνα).¹² Επίσης, το ΔΝΤ εκτιμά ότι οι κεφαλαιακές δαπάνες στον τομέα του πετρελαίου και του φυσικού αερίου παγκοσμίως τα τελευταία 3-4 χρόνια από τις εταιρίες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο έχουν μειωθεί κατά περίπου 20%.¹³ Μολονότι, στον απόηχο του πολέμου στην Ουκρανία, η ανάγκη για ενεργειακή επάρκεια και για τιθάσωση του πολύ υψηλού πληθωρισμού ενέργειας έχει δημιουργήσει εκ νέου παγκόσμιες πιέσεις για αύξηση της προσφοράς ορυκτών καυσίμων, η ΕΕ είναι προσηλωμένη στους στόχους της για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και την επιτάχυνση της πράσινης μετάβασης. Εν όψει των δεσμεύσεων της ΕΕ για επίτευξη μηδενικών εκπομπών ρύπων έως το 2050, αναμένεται περαιτέρω συρρίκνωση της παραγωγικής δυναμικότητας σε πετρέλαιο και φυσικό αέριο, καθώς και ενίσχυση της ζήτησης και του ανταγωνισμού για βασικά εμπορεύματα απαραίτητα για την παραγωγή εναλλακτικών μορφών ενέργειας (π.χ. ορισμένων μετάλλων), με συνακόλουθη άνοδο των διεθνών τιμών ενέργειας μεσοπρόθεσμα.

Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής

Οι τιμές της ενέργειας έχουν ανέλθει σε ιστορικά υψηλά επίπεδα και παρουσιάζουν σημαντική μεταβλητότητα, τροφοδοτούμενες από την ισχυρή παγκόσμια ζήτηση μετά την πανδημία και τους περιορισμούς στην προσφορά λόγω του πολέμου Ρωσίας-Ουκρανίας. Οι υψηλές τιμές της ενέργειας για καταναλωτές και επιχειρήσεις και η συνακόλουθη αύξηση του πληθωρισμού τιμών καταναλωτή οδήγησαν στην προς τα κάτω αναθεώρηση των εκτιμήσεων για την οικονομική ανάπτυξη στην ευρωζώνη και την ΕΕ το 2022, ενώ ενίσχυσαν τους κινδύνους για τη μεσοπρόθεσμη ανάπτυξη. Παράλληλα, οι αποκλίσεις στο γενικό πληθωρισμό μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ, οι οποίες σε μεγάλο βαθμό αντανακλούν τη διεύρυνση των αποκλίσεων στον πληθωρισμό τιμών

10 Sgaravatti, G., S. Tagliapietra and G. Zachmann (2022), “National policies to shield consumers from rising energy prices”, Bruegel.

11 Χαρακτηριστικό παράδειγμα των διαφορετικών παρεμβάσεων αποτελεί η έγκριση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Μάιο του 2022 του αιτήματος της Ισπανίας και της Πορτογαλίας για ρύθμιση της τιμής της ηλεκτρικής ενέργειας και, συνεπώς, για την αποσύνδεσή της από τις τιμές του φυσικού αερίου. Οι χώρες αυτές αφενός έχουν υψηλό ποσοστό χρήσης ΑΠΕ και αφετέρου έχουν ανεπαρκή διασύνδεση με άλλα δίκτυα μεταφοράς ενέργειας στην ΕΕ (αποτελώντας ενεργειακή “νησίδα”).

12 Gros, D. (2022), “Is Putin’s war driving up commodity prices?”, Project Syndicate, 6 April.

13 IMF, *World Economic Outlook*, April 2022, Special Feature “Market Developments and the Pace of Fossil Fuel Divestment”.

ενέργειας, εντείνουν τις μακροοικονομικές ανισορροπίες και μειώνουν την οικονομική ανθεκτικότητα σε μελλοντικές διαταραχές.

Στο πλαίσιο αυτό, η λήψη μέτρων πολιτικής για τη διασφάλιση των αναγκαίων ροών και αποθεμάτων πετρελαίου και φυσικού αερίου καθώς και η βελτιστοποίηση της λειτουργίας και της διασυνδεσιμότητας των αγορών φυσικού αερίου και ηλεκτρισμού θα συμβάλουν αφενός στη συγκράτηση των αυξήσεων των λιανικών τιμών της ενέργειας στην Ευρώπη και αφετέρου στη θωράκιση των αγορών απέναντι σε πιθανές μεγάλες διαταραχές των τιμών της ενέργειας μελλοντικά. Η συνεργασία σε ευρωπαϊκό επίπεδο (όπως η από κοινού αγορά φυσικού αερίου μέσω της EU Energy Purchase Platform) θα διασφαλίσει χαμηλότερες τιμές για τα κράτη-μέλη και επάρκεια προμηθειών, περιορίζοντας τις αποκλίσεις στις τιμές και στηρίζοντας την πραγματική σύγκλιση των εισοδημάτων. Στρατηγικές διαφοροποίησης των προμηθευτών πετρελαίου και φυσικού αερίου δύνανται να ενισχύσουν την ενεργειακή ασφάλεια και τη στρατηγική αυτονομία της ΕΕ.

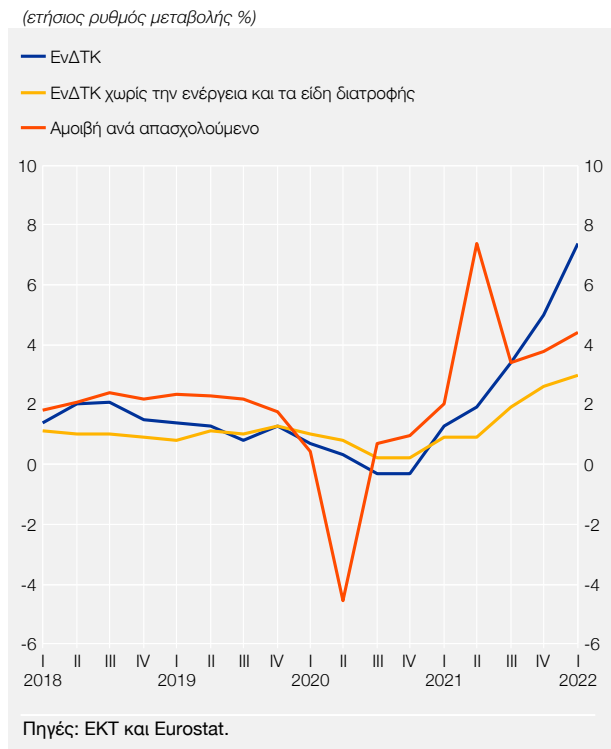
Βραχυπρόθεσμα, κρίνεται αναγκαία η συνέχιση των έκτακτων μέτρων στήριξης για τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, ιδίως στα κράτη-μέλη όπου υπάρχει δημοσιονομικός χώρος, προκειμένου να αντιμετωπιστεί η ενεργειακή κρίση και να περιοριστούν οι επιπτώσεις στην οικονομική ανάπτυξη. Η αναδιανομή σε ευάλωτα νοικοκυριά μέρους των εισπράξεων από τη φορολόγηση των επιπλέον εσόδων των εταιριών ηλεκτροπαραγωγής θα ενίσχυε στην παρούσα συγκυρία την καταναλωτική εμπιστοσύνη και θα στήριζε την ιδιωτική κατανάλωση. Ωστόσο, η παρακολούθηση σε επίπεδο ΕΕ των θεσμικών μέτρων που λαμβάνονται σε εθνικό επίπεδο, όπως είναι η ρύθμιση των τιμών λιανικής στις αγορές ενέργειας, κρίνεται αναγκαία, ώστε να αποφευχθεί η περαιτέρω ενίσχυση των παρατηρούμενων αποκλίσεων τιμών μεταξύ των κρατών-μελών στην ΕΕ, καθώς και τυχόν αυξήσεις στην κατανάλωση ενέργειας λόγω υπερβολικής ρύθμισης των αγορών και στρέβλωσης των καταναλωτικών κινήτρων. Από την πλευρά της ζήτησης για ενέργεια, απαιτείται εξορθολογισμός στη χρήση και πιο αποδοτική κατανάλωση της ενέργειας σε εθνικό επίπεδο με στόχο την εξοικονόμηση πόρων.

Μεσοπρόθεσμα, η παροχή πρόσθετων δημοσιονομικών κονδυλίων και κινήτρων για τη στήριξη των ιδιωτικών επενδύσεων σε πράσινα έργα, που μπορεί να μην είναι προσοδοφόρα επί του παρόντος, θα επιταχύνει την πράσινη μετάβαση και την ανάπτυξη ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Παράλληλα, η ανακατανομή των χρηματοοικονομικών πόρων από επενδύσεις υψηλής σε επενδύσεις χαμηλής έντασης άνθρακα δύνανται να καλύψει μέρος των αυξημένων αναγκών χρηματοδότησης για βιώσιμες επενδύσεις. Ο ρυθμός ανάπτυξης και χρήσης των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας θα πρέπει να είναι τουλάχιστον ανάλογος με την αποεπένδυση σε ορυκτά καύσιμα, προκειμένου να μειωθεί ο κίνδυνος υψηλών και ασταθών τιμών ενέργειας. Η ανάπτυξη ανανεώσιμων πηγών ενέργειας θα μειώσει την εξάρτηση της ηλεκτροπαραγωγής από το φυσικό αέριο, συμβάλλοντας στην αποσύνδεση των τιμών των δύο ενεργειακών αγαθών. Ένα σαφές και σταθερό –ως προς τους στόχους του– θεσμικό πλαίσιο για την κλιματική αλλαγή και την πράσινη ενεργειακή μετάβαση θα βοηθούσε τις χώρες να προωθήσουν τις απαραίτητες προσαρμογές τόσο από την πλευρά της προσφοράς όσο και από την πλευρά της ζήτησης.

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία επέτεινε τις ανοδικές πιέσεις στις τιμές της ενέργειας, των βασικών εμπορευμάτων και των τροφίμων, καθώς επίσης και τους περιορισμούς στην προσφορά πρώτων υλών και ενδιάμεσων προϊόντων. Στη ζώνη του ευρώ ο καταγραφόμενος πληθωρισμός επιταχύνθηκε περαιτέρω (βλ. Διάγραμμα III.1), και ενισχύθηκε τόσο ο υποκείμενος πληθωρισμός όσο και οι πληθωριστικές προσδοκίες. Οι εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος προβλέπουν (Ιούνιος 2022) ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός θα υπερβεί το 2% ακόμη και το έτος 2024 και εντοπίστηκε σειρά συναφών ανοδικών κινδύνων. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε (μετά τον τερματισμό των καθαρών αγορών τίτλων υπό το πρόγραμμα PEPP) τερματισμό και των καθαρών αγορών τίτλων υπό το πρόγραμμα APP από την 1η Ιουλίου 2022. Προαναγγέλθηκαν αυξήσεις των βασικών επιτοκίων αρχικά τον Ιούλιο και το Σεπτέμβριο του 2022 και προδιαγράφηκε συνέχεια των αυξήσεων κατοπινά. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε τη σκοπιμότητα μέγιστης ευελιξίας και διατήρησης πολλών εναλλακτικών επιλογών όσον αφορά την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, καθώς και την ανάγκη για διαρκή αξιολόγηση των οικονομικών στοιχείων και πληροφοριών που είναι δυνατόν να επηρεάσουν τις προοπτικές για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ.

Διάγραμμα III.1 Πληθωρισμός και αμοιβή εργασίας στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2018 - α' τρίμηνο 2022)



1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Στην τελευταία συνεδρίαση πριν από τον πόλεμο στην Ουκρανία, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι τα αναγκαία υγειονομικά μέτρα λόγω της τότε έξαρσης της πανδημίας, οι ελλείψεις πρώτων υλών, εξοπλισμού και εργατικού δυναμικού και το υψηλό ενεργειακό κόστος κρατούσαν το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ σε χαμηλά επίπεδα. Τονίστηκε ότι οι παράγοντες αυτοί θα εξέλειπαν προοδευτικά, κατά συνέπεια αναμενόταν σημαντική ενδυνάμωση της οικονομικής ανάπτυξης στη διάρκεια του 2022.

Η καταγραφείσα έντονη επιτάχυνση του πληθωρισμού αποδόθηκε (α) στη διόγκωση του ενεργειακού κόστους, εξέλιξη που πίεζε προς τα πάνω τις τιμές σε πολλούς τομείς της οικονομίας, (β) στην άνοδο των τιμών των τροφίμων λόγω αύξησης του μεταφορικού κόστους και των τιμών των λιπασμάτων, καθώς επίσης και (γ) σε εποχικούς παράγοντες. Πάντως ο πληθωρισμός ανα-

¹ Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 15.6.2022.

μενόταν να υποχωρήσει στη διάρκεια του 2022. Δείκτες των τιμών της ενέργειας υποδήλωναν ότι η δυναμική των τιμών θα μετριαζόταν προϊόντος του έτους, ενώ οι πιέσεις στις τιμές λόγω των περιορισμών της προσφοράς διαφόρων πρώτων υλών και ενδιάμεσων προϊόντων παγκοσμίως θα ατονούσαν επίσης.

Στις δύο επόμενες συνεδριάσεις του (Μάρτιος-Απρίλιος 2022), μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, το Διοικητικό Συμβούλιο εξέφρασε τη συμπάραστασή του προς τον ουκρανικό λαό και δεσμεύθηκε να εξασφαλίσει ομαλές συνθήκες ρευστότητας και εφαρμογή των κυρώσεων εις βάρος των εισβολέων.

Τονίστηκε ότι ο ρωσοουκρανικός πόλεμος θα έχει σημαντική επίπτωση στην οικονομική ανάπτυξη και τον πληθωρισμό. Πρώτον, οι τιμές της ενέργειας και των βασικών εμπορευμάτων και γενικότερα των τροφίμων θα παραμείνουν υψηλές, δεύτερον, το διεθνές εμπόριο θα κλονιστεί και, τρίτον, θα πληγεί η οικονομική εμπιστοσύνη. Η έκταση αυτών των επιδράσεων θα επηρεαστεί από την έκβαση του πολέμου και τα αποτελέσματα των κυρώσεων. Σημειώθηκε επιπλέον ότι τα αυστηρά μέτρα που είχαν τότε αιφνίδια επιβληθεί κατά της πανδημίας στην Ασία επίσης διατάρασαν τη λειτουργία των εφοδιαστικών αλυσίδων. Επισημάνθηκε ότι η επίπτωση της έντονης αύξησης των τιμών της ενέργειας στη συμπεριφορά των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων ενδέχεται να μετριαστεί εν μέρει αφενός λόγω του σχηματισμού ικανού αποθέματος αποταμιεύσεων κατά τη διάρκεια της πανδημίας και αφετέρου λόγω της αντιστάθμισης που επιτυγχάνουν ορισμένα από τα ισχύοντα δημοσιονομικά μέτρα. Εξάλλου, η επαναλειτουργία των τομέων οικονομικής δραστηριότητας που είχαν πληγεί περισσότερο από την πανδημία καθώς επίσης και οι ευνοϊκές συνθήκες στις αγορές εργασίας, με την απασχόληση να καταγράφει αύξηση, στηρίζουν τα εισοδήματα και τη συνολική δαπάνη. Τέλος, η επιτυχής εφαρμογή των επενδυτικών σχεδίων και των μεταρρυθμίσεων που ενσωματώνει το NGEU πρόκειται να αυξήσει το μακροχρόνιο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης και την ανθεκτικότητα της ζώνης του ευρώ.

Οι προβλέψεις για τον πληθωρισμό το 2022 και τα επόμενα έτη αναθεωρήθηκαν προς τα άνω (βλ. Πίνακα III.1). Οι μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες αυξήθηκαν κατά τι, σε επίπεδα εγγύτερα στο στόχο του 2%. Τον Απρίλιο παρουσίασαν ενδείξεις υπερβάσεων του στόχου του 2%, οι οποίες, όπως επισημάνθηκε, απαιτούν στενή παρακολούθηση (βλ. Διάγραμμα III.2). Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κατέληξε στο συμπέρασμα ότι καθίστατο ολοένα και πιθανότερο ο ρυθμός πληθωρισμού να σταθεροποιηθεί σε μεσοπρόθεσμη βάση στο στόχο του 2% από το έτος 2024. Εάν οι αυξήσεις των τιμών των αγαθών και υπηρεσιών προκαλέσουν αυξήσεις των μισθών μεγαλύτερες από αυτές που ήδη προεξοφλούνται στο πλαίσιο της αξιολόγησης της κατάστασης εκ μέρους του Διοικητικού Συμβουλίου ή εάν η διάρκεια των περιορισμών της προσφοράς αποβεί μακρότερη, επισημάνθηκε ότι είναι δυνατόν ο πληθωρισμός να αποδειχθεί υψηλότερος. Βέβαια μέχρι στιγμής, παρότι ο αριθμός των προσφερόμενων θέσεων εργασίας σε πολλούς τομείς οικονομικής δραστηριότητας υποδηλώνει ισχυρή ζήτηση εργατικού δυναμικού, οι μισθολογικές αυξήσεις αξιολογούνται ως γενικά συγκρατημένες.

Αναγνωρίστηκε πάντως το ενδεχόμενο η διατήρηση των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων σε υψηλά επίπεδα, παράλληλα με τον κλονισμό της εμπιστοσύνης λόγω του πολέμου, να οδηγήσει σε μεγαλύτερη από ό,τι εκτιμάται επιβράδυνση της συνολικής ζήτησης, περιορίζοντας τόσο την ιδιωτική κατανάλωση όσο και τις επενδύσεις και συντελώντας έτσι σε συγκράτηση της ανοδικής πίεσης στο γενικό επίπεδο των τιμών.

Με αυτά τα δεδομένα, το Μάρτιο αποφασίστηκαν και άλλες μειώσεις των καθαρών αγορών τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος υπό το πρόγραμμα APP μέχρι μηδενισμού τους μετά τον Ιούνιο. Οι μελλοντικές αναπροσαρμογές των βασικών επιτοκίων θα λάβουν χώρα μετά τον τερματισμό των καθαρών αγορών τίτλων υπό το APP και θα είναι σταδιακές. Δεν θα πραγματοποιηθούν μεταβολές των βασικών επιτοκίων παρά αφού διαπιστωθεί ότι ο πληθωρισμός πρόκειται να φθάσει το 2% πολύ πριν το τέλος του ορίζοντα των οικονομετρικών προβλέψεων και κριθεί ότι ο πληθωρισμός θα διατηρηθεί σε αυτά τα επίπεδα μέχρι το πέρας του εν λόγω

Πίνακας ΙΙΙ.1 Μακροοικονομικές προβλέψεις για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ

(μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

	Ιούνιος 2022				Μάρτιος 2022				Δεκέμβριος 2021			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
ΕνΔΤΚ	2,6	6,8	3,5	2,1	2,6	5,1	2,1	1,9	2,6	3,2	1,8	1,8
ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και είδη διατροφής	1,5	3,3	2,8	2,3	1,5	2,6	1,8	1,9	1,4	1,9	1,7	1,8

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

ορίζοντα. Απαιτείται επίσης να μπορεί να συναχθεί ότι η εξέλιξη του υποκείμενου πληθωρισμού συμβαδίζει με σταθεροποίηση του καταγραφόμενου πληθωρισμού στο 2% μεσοπρόθεσμα.

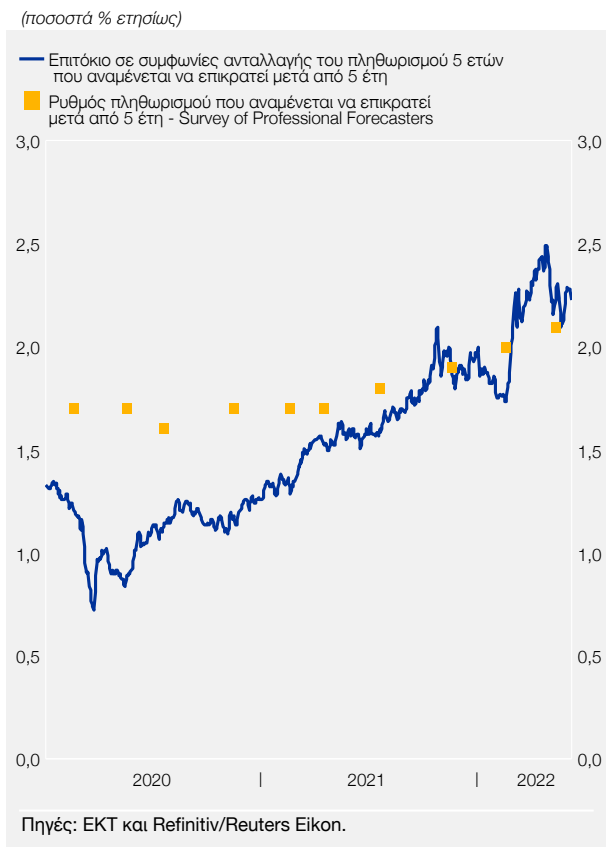
Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι, επειδή επικρατεί έντονη αβεβαιότητα, το Ευρωσύστημα θα διατηρήσει πολλές εναλλακτικές επιλογές και η άσκηση της νομισματικής πολιτικής θα χαρακτηρίζεται από βαθμιαίες αναπροσαρμογές και ευελιξία. Σ' αυτή τη βάση, τα εργαλεία νομισματικής πολιτικής είναι δυνατόν να τροποποιηθούν προς την κατεύθυνση της ευελιξίας. Τον Ιούνιο του 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι η επιτάχυνση του πληθωρισμού αποτελεί πρόκληση. Οι τελευταίες οικονομικές προβλέψεις (Ιούνιος 2022) οι οποίες καταρτίστηκαν από τους εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος τόσο για τον καταγραφόμενο πληθωρισμό όσο και για τον πυρήνα του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ είναι αναθεωρημένες επί τα χείρω σε σύγκριση με τους προηγούμενους γύρους. Υπόδεικνύουν ότι ο πληθωρισμός θα εξακολουθήσει να κινείται σε επίπεδα τα οποία είναι ανεπιθύμητα υψηλά για αρκετό χρόνο ώστε ακόμη και στο τέλος του προβλεπτικού ορίζοντα (2024) ο πληθωρισμός να αναμένεται να κινηθεί λίγο πάνω από το στόχο του 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε ότι οι προϋποθέσεις για αύξηση των βασικών επιτοκίων έχουν εκπληρωθεί πλέον σύμφωνα με τις προηγούμενες καθοδηγητικές ενδείξεις του. Κατ' ακολουθία προαναγγέλλθηκε αύξηση των βασικών επιτοκίων κατά 25 μονάδες βάσης αμέσως μετά την επερχόμενη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου τον Ιούλιο, ακολουθώντας τον τερματισμό των καθαρών αγορών τίτλων υπό το πρόγραμμα αγορών τίτλων APP την 1η Ιουλίου. Επιπλέον ανακοινώθηκε ότι το Διοικητικό Συμβούλιο προτίθεται να αυξήσει τα βασικά επιτόκια ξανά το Σεπτέμβριο του 2022 – το μέγεθος αυτής της αύξησης θα εξαρτηθεί από το κατά πόσον θα αναθεωρηθούν τότε οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για τον πληθωρισμό. Εάν οι προοπτικές δεν βελτιωθούν αλλά αντίθετα παραμένουν αμετάβλητες ή και χειροτερεύσουν, η προς τα άνω προσαρμογή των βασικών επιτοκίων το Σεπτέμβριο επιβάλλεται να είναι μεγαλύτερη των 25 μονάδων βάσης. Για την περίοδο μετά το Σεπτέμβριο του 2022, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, με βάση τις πιο πρόσφατες αξιολογήσεις του, προδιαγράφει σταδιακή αλλά συνεχή ανοδική πορεία των βασικών επιτοκίων με ρυθμό που θα είναι συνάρτηση των οικονομικών εξελίξεων και της εκτίμησης των μεσοπρόθεσμων προοπτικών του πληθωρισμού.

Εξαιτίας του ότι η επίδραση της πανδημίας στις οικονομίες των κρατών-μελών διαρκεί ακόμη, τα μέτρα προς εξομάλυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής δεν έχουν ομοιόμορφη επίδραση σε όλες τις χώρες της Νομισματικής Ένωσης. Δεδομένης αυτής της διαπίστωσης το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε στις 15 Ιουνίου 2022 ότι η επανεπένδυση του προϊόντος των λήξεων τίτλων που έχει αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος ΡΕΡΡ θα πραγματοποιείται με ευελιξία. Επιπλέον ανακοινώθηκε ότι θα επισπευστεί η κατάρτιση εισήγησης προς το Διοικητικό Συμβούλιο σχετικά με νέο μέσο πολιτικής για την ανάσχεση των φαινομένων κατάτμησης των χρηματοπιστωτικών αγορών στη ζώνη του ευρώ.

2 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Στη συνεδρίαση της 3ης Φεβρουαρίου 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι το ΑΕΠ είχε ανακτήσει στο τέλος του 2021 τα προ πανδημίας επίπεδα. Διατύπωσε όμως την εκτί-

Διάγραμμα III.2 Μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (2 Ιανουαρίου 2020 - 10 Ιουνίου 2022)



μηση ότι ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης θα παρέμενε υποτονικός κατά το α΄ τρίμηνο του 2022, ως συνέπεια του κύματος της πανδημίας που ήταν τότε υπό εξέλιξη, καθώς τα αναγκαία υγειονομικά μέτρα επηρέαζαν δυσμενώς τη δραστηριότητα στους τομείς του τουρισμού, της φιλοξενίας και της διασκέδασης. Υπογραμμίστηκε ότι οι ελλείψεις πρώτων υλών, εξοπλισμού και εργατικού δυναμικού εμπόδιζαν την παραγωγή σε ορισμένους κλάδους της μεταποίησης, στις κατασκευές, καθώς επίσης και στον τομέα των υπηρεσιών. Επιπλέον, το υψηλό ενεργειακό κόστος συνέβαλλε σε μείωση της αγοραστικής δύναμης των ονομαστικών εισοδημάτων και εξ αυτού του λόγου σε συρρίκνωση της συνολικής δαπάνης. Το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε ότι οι παράγοντες που περιόριζαν την παραγωγή και την κατανάλωση θα εξασθενούσαν προοδευτικά και αναμενόταν να καταγραφεί ισχυρή επιτάχυνση του ΑΕΠ στη διάρκεια του 2022, κυρίως με τη βοήθεια της σθεναρής εγχώριας ζήτησης.

Επισημάνθηκε ότι κατά τους αμέσως προηγούμενες μήνες ο πληθωρισμός είχε επιταχυνθεί απότομα. Αυτό αποδόθηκε (α) σε αύξηση του ενεργειακού κόστους, εξέλιξη που ασκούσε ανοδική πίεση στις τιμές σε πολλούς τομείς της οικονομίας, (β) σε άνοδο των τιμών των τροφίμων, λόγω αύξησης του κόστους μεταφο-

ράς και του κόστους των λιπασμάτων, και (γ) σε εποχικές επιδράσεις. Ο πληθωρισμός αναμενόταν να αποκλιμακωθεί στη διάρκεια του 2022. Σημειώθηκε ότι οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού είχαν ακολουθήσει ανοδική πορεία αν και, λόγω της επίδρασης παραδοικών παραγόντων συνυφασμένων με την πανδημία, θεωρείτο αμφίβολο κατά πόσον αυτή η τάση θα συνεχιζόταν. Δείκτες των τιμών της ενέργειας, καταριζόμενοι από δεδομένα των αγορών, υποδήλωναν ότι η δυναμική της ανόδου των τιμών θα μετριαζόταν στη διάρκεια του 2022, ενώ οι πιέσεις στις τιμές λόγω των περιορισμών της προσφοράς σε παγκόσμιο επίπεδο θα υποχωρούσαν επίσης. Οι μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες που συνάγονται από τις χρηματοπιστωτικές αγορές είχαν διαμορφωθεί μόλις κάτω από το 2%, ενώ αυτές που καταρτίζονται με βάση έρευνες πεδίου ήταν κατ' ουσίαν στο 2% (βλ. Διάγραμμα III.2). Το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρούσε ότι αυτοί οι δείκτες, μαζί με την αναμενόμενη επιτάχυνση των μισθολογικών αυξήσεων καθώς η οικονομία θα πλησίαζε συνθήκες πλήρους απασχόλησης, θα συνέβαλλαν σε ενίσχυση του υποκείμενου πληθωρισμού και θα υποβοηθούσαν την προσέγγιση του καταγραφόμενου πληθωρισμού στο στόχο του 2%.

Στο πλαίσιο της συνεδρίασης της 10ης Μαρτίου 2022, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εξέφρασε πλήρη υποστήριξη προς τον ουκρανικό λαό. Διαβεβαίωσε ότι θα εξασφαλίσει ομαλές συνθήκες ρευστότητας και θα εφαρμόσει τις κυρώσεις εις βάρος της Ρωσίας τις οποίες αποφάσισαν η Ευρωπαϊκή Ένωση και οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι θα προχωρήσει σε όλες τις απαιτούμενες ενέργειες για να διασφαλίσει τη σταθερότητα των τιμών, ως πρωταρχικό σκοπό του Ευρωσυστήματος, και να διαφυλάξει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Αποδόθηκε κρίσιμη σημασία στην παροχή στήριξης προς την οικονομία όχι μόνο από τη νομισματική, αλλά και από τη δημοσιονομική πολιτική, δεδομένης της δύσκολης γεωπολιτικής κατάστασης.

Διατυπώθηκε η εκτίμηση ότι ο ρωσοουκρανικός πόλεμος θα έχει ουσιώδη επίπτωση στην οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό. Πρώτον, οι τιμές της ενέργειας και των βασικών εμπορευμάτων και γενικότερα των τροφίμων θα διατηρηθούν σε υψηλά επίπεδα, δεύτερον, το διεθνές εμπόριο θα διαταραχθεί και, τρίτον, θα τρωθεί η οικονομική εμπιστοσύνη. Το μέγεθος αυτών των επιδράσεων συναρτάται με την έκβαση της σύρραξης, τις κυρώσεις που έχουν ήδη θεσπιστεί (τόσο οικονομικής φύσεως όσο και κυρώσεις που αφορούν το χρηματοπιστωτικό σύστημα) και τα τυχόν περαιτέρω συναφή μέτρα. Από την άλλη πλευρά, υπογραμμίστηκε ότι ο πόλεμος βρήκε την οικονομία της ζώνης του ευρώ σε φάση όπου αφενός οι υποκείμενες συνθήκες ήταν αναμφίβολα ευνοϊκές και αφετέρου προσφερόταν άφθονη στήριξη από τις οικονομικές πολιτικές. Η αρνητική επίδραση της μετάλλαξης Όμικρον είχε πλέον εξασθενήσει, ενώ διαφαινόταν άμβλυνση των περιορισμών στην προσφορά και οι συνθήκες στις αγορές εργασίας κατέγραφαν περαιτέρω βελτίωση. Διαπιστώθηκε ότι τα υγειονομικά μέτρα που είχαν ληφθεί προκειμένου να αναχαιτιστεί η μετάδοση της μετάλλαξης Όμικρον είχαν περιορίσει την οικονομική δραστηριότητα λιγότερο σε σύγκριση με ανάλογα μέτρα τα οποία είχαν υιοθετηθεί σε προηγούμενα κύματα της πανδημίας. Εξάλλου, τα μέτρα αυτά είχαν αρχίσει να αίρονται. Εκτιμάτο ότι η επίπτωση της τεράστιας αύξησης των τιμών της ενέργειας στη συμπεριφορά των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων θα απαλυνθεί εν μέρει. Αυτό θα συμβεί αφενός λόγω της διαθεσιμότητας αποταμιεύσεων οι οποίες είχαν συσσωρευθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας και μπορούν τώρα να αναλωθούν, στηρίζοντας τη συνολική δαπάνη, και αφετέρου λόγω της αντιστάθμισης που προσφέρουν διάφορα δημοσιονομικά μέτρα σε εθνικό αλλά και ευρωπαϊκό επίπεδο. Βεβαίως, ο πληθωρισμός υπερέβη και πάλι τα επίπεδα που αναμένονταν, καθώς η εκ νέου αύξηση των τιμών της ενέργειας ήταν απροσδόκητη. Επίσης, οι οικονομετρικές προβλέψεις για το μέσο ετήσιο πληθωρισμό αναθεωρήθηκαν προς τα άνω. Γενικότερα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι καθίστατο πλέον ολοένα πιθανότερο ο ρυθμός πληθωρισμού να σταθεροποιηθεί σε μεσοπρόθεσμη βάση στο στόχο του 2%. Η ΕΚΤ κατάρτισε εναλλακτικά σενάρια σχετικά με τις οικονομικές και χρηματοπιστωτικές επιπτώσεις του πολέμου. Σε όλα τα σενάρια ο πληθωρισμός προβλεπόταν να αποκλιμακωθεί προοδευτικά και να σταθεροποιηθεί σε επίπεδα πλησίον του 2% κατά το έτος 2024. Στο βασικό σενάριο, το ΑΕΠ θα εξακολουθούσε να αυξάνεται με ικανοποιητικό ρυθμό στη ζώνη του ευρώ, βραδύτερα πάντως από τις προσδοκίες πριν την έκρηξη του πολέμου. Τονίστηκε ότι οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις οικονομικές προοπτικές είχαν οξυνθεί λόγω της ρωσικής εισβολής και ήταν καθοδικοί, ενώ αυτοί που αφορούν τον πληθωρισμό ήταν ανοδικοί. Αν και οι κίνδυνοι που σχετίζονται με την πανδημία είχαν υποχωρήσει, ο πόλεμος στην Ουκρανία ενδέχεται να ασκήσει αρνητικότερη επιρροή στην οικονομική εμπιστοσύνη από ό,τι είχε ήδη προεξοφληθεί και να επιτείνει εκ νέου τους περιορισμούς από την πλευρά της προσφοράς. Αναγνωρίστηκε επίσης το ενδεχόμενο η διατήρηση των τιμών της ενέργειας σε υψηλά επίπεδα παράλληλα και με τον κλονισμό της εμπιστοσύνης να συμβάλει σε μεγαλύτερη επιβράδυνση της συνολικής ζήτησης από αυτήν που ήδη εκτιμάτο, περιορίζοντας τόσο την ιδιωτική κατανάλωση όσο και τις επενδύσεις. Ο πόλεμος δημιουργούσε σημαντικούς νέους ανοδικούς κινδύνους για τις τιμές της ενέργειας. Εξάλλου, εάν οι αυξήσεις των τιμών οδηγήσουν σε αυξήσεις των μισθών πέρα από τις ήδη αναμενόμενες ή εάν οι περιορισμοί της προσφοράς αποδειχθούν πιο επίμονοι, ο πληθωρισμός θα ήταν δυνατόν να αποδειχθεί υψηλότερος από ό,τι αναμενόταν μεσοπρόθεσμα. Από την άλλη πλευρά, αν η αύξηση των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων προκαλέσουν εξασθένηση της συνολικής ζήτησης, η ανοδική πίεση στο γενικό επίπεδο των τιμών θα μετριαστεί.

Με αυτά τα δεδομένα, αποφασίστηκαν περαιτέρω μειώσεις των καθαρών αγορών τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος υπό το πρόγραμμα APP. Συγκεκριμένα, οι καθαρές αγορές καθορίστηκαν σε 40 δισεκ. ευρώ για τον Απρίλιο του 2022, 30 δισεκ. ευρώ για το Μάιο και 20 δισεκ. ευρώ για τον Ιούνιο. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι είχε πλήρη επίγνωση της αβεβαιότητας που επικρατούσε και ότι ο προσδιορισμός των τεχνικών λεπτομερειών των μέσων νομισματικής πολιτικής θα γίνεται με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνονται και την αξιολόγηση των οικονομικών προοπτικών.

Προδιαγράφηκε ότι κατά το γ' τρίμηνο του 2022 οι καθαρές αγορές τίτλων υπό το πρόγραμμα APP θα μηδενιστούν αν εκτιμηθεί ότι ακόμη, δεδομένου του τερματισμού των αγορών τίτλων

σε καθαρή βάση, δεν υπάρχει ουσιαστική πιθανότητα εξασθένησης του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα. Σε περίπτωση που οι προοπτικές του πληθωρισμού θα μεταβληθούν και οι συνθήκες χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ καταστούν ασύμβατες με περαιτέρω προσέγγιση προς τον στόχο για τον πληθωρισμό, το Διοικητικό Συμβούλιο δήλωσε ότι θα επανεξετάσει το ύψος και τη διάρκεια της διεξαγωγής των αγορών τίτλων υπό το πρόγραμμα APP.

Τυχόν μεταβολές στα βασικά επιτόκια θα λάβουν χώρα σταδιακά μετά τον τερματισμό των καθαρών αγορών τίτλων υπό το APP. Η πορεία των βασικών επιτοκίων θα είναι σύμφωνη με τις παρασχεθείσες καθοδηγητικές ενδείξεις και συνεπής με τη στρατηγική δέσμευση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ να σταθεροποιήσει το ρυθμό πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα στο 2%. Κατ' ακολουθία, τα βασικά επιτόκια αναμένεται να παραμείνουν στα παρόντα επίπεδα μέχρις ότου εκτιμηθεί ότι ο πληθωρισμός πρόκειται να αυξηθεί ώστε να φθάσει το 2% πολύ πριν το τέλος του ορίζοντα των οικονομικών προβλέψεων και κριθεί ότι ο πληθωρισμός θα διατηρηθεί σε αυτά τα επίπεδα μέχρι το τέλος του εν λόγω ορίζοντα. Απαιτείται επίσης να μπορεί να διαπιστωθεί ότι η εξέλιξη του υποκείμενου πληθωρισμού συμβαδίζει με σταθεροποίηση του καταγραφόμενου πληθωρισμού στο 2% μεσοπρόθεσμα.

Στα τέλη Μαρτίου δόθηκε παράταση στη δυνατότητα χρήσης τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου ως εξασφαλίσεων στις πράξεις του Ευρωσυστήματος για την αναχρηματοδότηση των αντισυμβαλλομένων του, τουλάχιστον για όσο χρόνο θα συνεχίζονται οι επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του PEPP. Ανακοινώθηκε ότι εν γένει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διατηρεί το δικαίωμα να μη δεσμεύεται από διαβαθμίσεις πιστοληπτικής ικανότητας που αποδίδονται από οργανισμούς αξιολόγησης. Αποφασίστηκε επίσης ότι θα αντιστραφούν σε τρεις φάσεις με ολοκλήρωση στις αρχές του 2024 τα μέτρα (προς αντιμετώπιση των συνεπειών της πανδημίας) που διευρύνουν τη διαθεσιμότητα αποδεκτών εξασφαλίσεων που χρησιμοποιούνται από τους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος προκειμένου αυτοί να αντλούν χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα.

Τον Απρίλιο του 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι ο πόλεμος και η συνακόλουθη αβεβαιότητα ασκούν ιδιαίτερα αρνητική επίδραση στην εμπιστοσύνη των επιχειρήσεων και των καταναλωτών. Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ ήταν ασθενής κατά το α' τρίμηνο του 2022, κυρίως λόγω των περιοριστικών μέτρων για την ανάσχεση της πανδημίας. Η οικονομική ανάπτυξη θα παραμείνει αργή. Η ισχυρή άνοδος των τιμών της ενέργειας και των βασικών εμπορευμάτων οδηγεί σε διόγκωση του κόστους διαβίωσης των νοικοκυριών, ενώ οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν αύξηση του κόστους παραγωγής. Ο πόλεμος έχει προκαλέσει και νέες ελλείψεις. Παράλληλα, τα μέτρα κατά της πανδημίας στην Ασία διαταράσσουν περαιτέρω τη λειτουργία των εφοδιαστικών αλυσίδων. Ορισμένοι τομείς αντιμετωπίζουν αυξανόμενα προβλήματα όσον αφορά την προμήθεια εισροών, γεγονός που παρεμποδίζει την παραγωγή. Από την άλλη πλευρά, το άνοιγμα των τομέων που είχαν πληγεί περισσότερο από την πανδημία, καθώς επίσης και το γεγονός ότι οι συνθήκες στις αγορές εργασίας είναι ευνοϊκές, με την απασχόληση να καταγράφει αύξηση, συμβάλλει σε στήριξη των εισοδημάτων και της δαπάνης. Η επιτυχής εφαρμογή των επενδυτικών σχεδίων και των μεταρρυθμίσεων που ενσωματώνει το NGEU, για τη μετάβαση προς νέες μορφές παραγωγής ενέργειας και την προστασία του περιβάλλοντος, θα συνδράμει στην ενίσχυση του μακροχρόνιου ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και της ανθεκτικότητας της ζώνης του ευρώ.

Ο πληθωρισμός είχε επιταχυνθεί περαιτέρω και αναμενόταν να παραμείνει υψηλός και τους επόμενους μήνες. Το πλήθος των προσφερόμενων θέσεων εργασίας σε πολλούς τομείς οικονομικής δραστηριότητας υποδηλώνει ισχυρή ζήτηση εργατικού δυναμικού, εντούτοις οι μισθολογικές αυξήσεις παραμένουν γενικά συγκρατημένες (βλ. Διάγραμμα III.1). Οι μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες, τόσο αυτές που τεκμαίρονται από τις χρηματοπιστωτικές αγορές όσο και αυτές οι οποίες συνάγονται από έρευνες πεδίου, κυμαίνονταν γύρω στο 2%. Είχαν εκδηλωθεί όμως κάποιες τάσεις υπερβάσεων του στόχου που έχρηζαν στενής παρακολούθησης (βλ. Διάγραμμα III.2). Το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε ότι οι ανοδικοί κίνδυνοι ως προς τις προ-

οπτικές του πληθωρισμού είχαν ενταθεί, ιδίως όσον αφορά το εγγύς μέλλον. Μεσοπρόθεσμους κινδύνους δημιουργούν τα ενδεχόμενα (α) υπέρβασης του 2% από τις πληθωριστικές προσδοκίες, (β) υψηλότερων μισθολογικών αυξήσεων από τις αναμενόμενες, καθώς και (γ) παρατεταμένης χειροτέρευσης των συνθηκών προσφοράς.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ συμπέρανε ότι τα πιο πρόσφατα στοιχεία και οι πληροφορίες σχετικά με τις οικονομικές εξελίξεις επιβεβαιώνουν την αναγκαιότητα τερματισμού των καθαρών αγορών τίτλων υπό το πρόγραμμα APP το γ' τρίμηνο του 2022. Υπογραμμίστηκε ότι, δεδομένης της επικρατούσας αβεβαιότητας, το Ευρωσύστημα θα διατηρεί πολλές εναλλακτικές επιλογές και η άσκηση της νομισματικής πολιτικής θα χαρακτηρίζεται από βαθμιαίες αναπροσαρμογές και ευελιξία. Όλα τα μέσα νομισματικής πολιτικής που προβλέπονται από το Καταστατικό της ΕΚΤ είναι δυνατόν να τροποποιηθούν ενσωματώνοντας στοιχεία ευελιξίας, αν χρειαστεί, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι ο πληθωρισμός θα σταθεροποιηθεί στο στόχο του 2% μεσοπρόθεσμα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο παρακολουθεί και αναλύει προσεκτικά τις αβεβαιότητες που παρουσιάζει η τρέχουσα συγκυρία και εξετάζει τι συνεπάγονται για τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές του πληθωρισμού, τα οικονομικά στοιχεία που ανακύπτουν σε συνεχή χρόνο. Στο πλαίσιο της συνεδρίασής του στις 9 Ιουνίου 2022 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι η επιτάχυνση του πληθωρισμού αποτελεί πρόκληση και επιβεβαίωσε ότι θα εξασφαλίσει την αποκλιμάκωση του καταγραφόμενου πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα στο στόχο του 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε ότι κρατικές παρεμβάσεις σε πολλές χώρες-μέλη της Νομισματικής Ένωσης συγκρατούν την έξαρση των τιμών της ενέργειας. Επισήμανε σχετικά ότι τα δημοσιονομικά μέτρα τα οποία είναι στοχευμένα και προσωρινής φύσεως προστατεύουν τους καταναλωτές από την εν λόγω έξαρση και περιορίζουν τον κίνδυνο η απότομη άνοδος των τιμών της ενέργειας να επιβαρύνει υπέρμετρα τον πληθωρισμό. Οι σχετικοί δείκτες υποδηλώνουν ότι οι τιμές της ενέργειας θα διατηρηθούν σε υψηλά επίπεδα βραχυχρονίως, αλλά κατόπιν θα υποχωρήσουν κατά τι.

Το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε επίσης ότι η έντονη αύξηση των τιμών των τροφίμων αντικατοπτρίζει την παγκόσμια σπουδαιότητα της Ουκρανίας αλλά και της Ρωσίας ως παραγωγών γεωργικών προϊόντων. Ταυτόχρονα υπογραμμίστηκε η συμβολή στην επιτάχυνση του πληθωρισμού περαιτέρω περιορισμών της προσφοράς που εμφανίστηκαν πρόσφατα καθώς επίσης και της ανάκαμψης της εγχώριας ζήτησης με την επανεκκίνηση της οικονομίας κυρίως όσον αφορά των τομέα των υπηρεσιών. Τέλος αναφέρθηκε ότι αρχίζουν να συγκεντρώνονται ενδείξεις ενίσχυσης του ρυθμού μισθολογικών αυξήσεων.

Οι τελευταίες οικονομετρικές προβλέψεις (Ιούνιος 2022) οι οποίες καταρτίστηκαν από τους εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος τόσο για τον καταγραφόμενο πληθωρισμό όσο και για τον πυρήνα του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ είναι αναθεωρημένες επί τα χείρω σε σύγκριση με τους προηγούμενους γύρους. Υποδεικνύουν ότι ο πληθωρισμός θα εξακολουθήσει να κινείται σε επίπεδα τα οποία είναι ανεπιθύμητα υψηλά για αρκετό χρόνο ώστε ακόμη και στο τέλος του προβλεπτικού ορίζοντα (2024) να προδιαγράφεται λίγο πάνω από το στόχο του 2%. Ο νέος ανοδικός κίνδυνος που εντοπίστηκε τον Ιούνιο του 2022 όσον αφορά την μελλοντική πορεία του πληθωρισμού πηγάζει από το ενδεχόμενο χρόνιου περιορισμού του παραγωγικού δυναμικού της οικονομίας της ζώνης του ευρώ.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έφθασε στο συμπέρασμα ότι οι προϋποθέσεις για αύξηση των βασικών επιτοκίων έχουν εκπληρωθεί πλέον σύμφωνα με τις καθοδηγητικές ενδείξεις οι οποίες είχαν ανακοινωθεί και επιβεβαιωθεί επανειλημμένως. Κατ' ακολουθία προαναγγέλθηκε αύξηση των βασικών επιτοκίων κατά 25 μονάδες βάσης αμέσως μετά την επερχόμενη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου κατά τον Ιούλιο. Επιπλέον ανακοινώθηκε ότι το Διοικητικό Συμβούλιο προτίθεται να αυξήσει τα βασικά επιτόκια ξανά το Σεπτέμβριο του 2022 – το μέγεθος αυτής της αύξησης θα εξαρτηθεί από το κατά πόσον θα αναθεωρηθούν τότε οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για τον πληθωρισμό. Εάν οι προοπτικές δεν βελτιωθούν αλλά αντίθετα παραμένουν

αμετάβλητες ή και χειροτερεύσουν, η προς τα άνω προσαρμογή των βασικών επιτοκίων το Σεπτέμβριο επιβάλλεται να είναι μεγαλύτερη των 25 μονάδων βάσης.

Για την περίοδο μετά το Σεπτέμβριο του 2022, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, με βάση τις πιο πρόσφατες αξιολογήσεις του, προδιαγράφει σταδιακή αλλά συνεχή ανοδική πορεία των βασικών επιτοκίων με ρυθμό που θα είναι συνάρτηση των οικονομικών εξελίξεων και της εκτίμησης των μεσοπρόθεσμων προοπτικών του πληθωρισμού. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δήλωσε ότι θα αντιμετωπίζει με ευελιξία περιστάσεις κατά τις οποίες η ομαλή μετάδοση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και συνεπώς οι δυνατότητες επίτευξης του πρωταρχικού σκοπού του Ευρωσυστήματος, υποσκάπτονται από εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

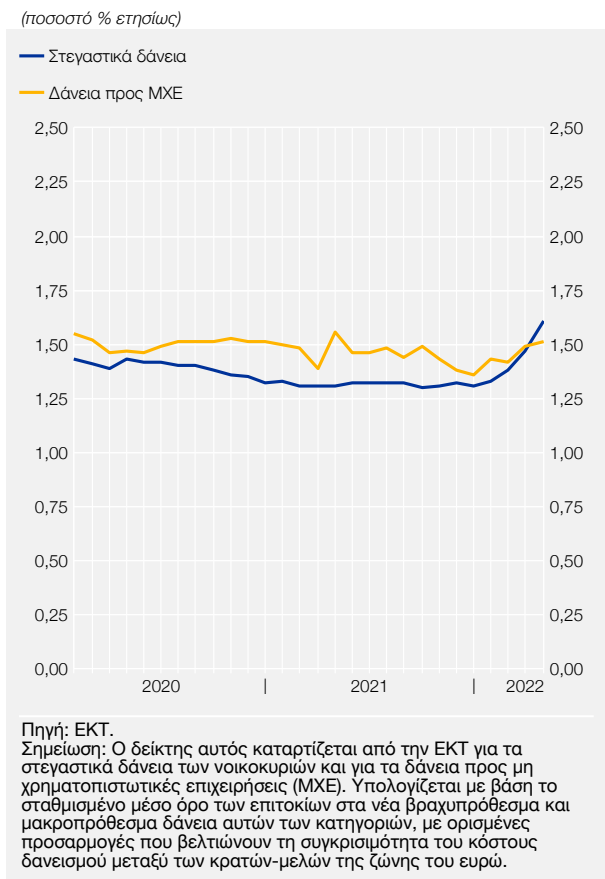
Εξαιτίας του ότι η επίδραση της πανδημίας στις οικονομίες των κρατών-μελών διαρκεί ακόμη, τα μέτρα προς εξομάλυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής δεν έχουν ομοιόμορφη επίδραση σε όλες τις χώρες της Νομισματικής Ένωσης. Δεδομένης αυτής της διαπίστωσης το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε στις 15 Ιουνίου 2022 η επανεπένδυση του προϊόντος των λήξεων των τίτλων που έχει αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος PEPP να πραγματοποιείται με ευελιξία. Επιπλέον ανακοινώθηκε ότι θα επισπευστεί η κατάρτιση εισήγησης προς το Διοικητικό Συμβούλιο σχετικά με νέο μέσο πολιτικής για την ανάσχεση των φαινομένων κατάτμησης των χρηματοπιστωτικών αγορών στη ζώνη του ευρώ.

Όσον αφορά τις νομισματικές εξελίξεις και τις χρηματοπιστωτικές αγορές κατά το α' εξάμηνο του 2022, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είχε επισημάνει ότι στις αρχές του 2022 οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες στη ζώνη του ευρώ παρέμεναν ευνοϊκές. Τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού γενικά

διατηρούνταν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα – μικρή αύξηση καταγράφηκε μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία (βλ. Διάγραμμα III.3). Η ζήτηση επιχειρηματικών δανείων, ενώ αρχικά ήταν σχετικά συγκρατημένη λόγω του υψηλού χρέους και των αποθεμάτων ρευστότητας που είχαν σχηματίσει οι επιχειρήσεις κατά την πανδημία, στη συνέχεια ενισχύθηκε, η δε χορήγηση δανείων προς τα νοικοκυριά παρέμεινε ισχυρή, ωθούμενη κυρίως από τη ζήτηση στεγαστικών δανείων. Σταδιακά μετά το ξέσπασμα του πολέμου τα επιτόκια στις αγορές και το κόστος άντλησης ρευστότητας των τραπεζών και τα επιτόκια δανεισμού κυρίως προς τα νοικοκυριά κατέγραψαν ορισμένη αύξηση, με βάση τις προσδοκίες που επικράτησαν για σταδιακή επερχόμενη μεταβολή στο διευκολυντικό χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, αλλά και την αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ, καθώς και τη μεταβολή των προοπτικών του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και του πληθωρισμού.

Στις αρχές του τρέχοντος έτους η κερδοφορία του τραπεζικού τομέα είχε σημειώσει ανάκαμψη και οι τραπεζικοί ισολογισμοί χαρακτηρίζονταν ως εύρωστοι και ικανοί να αντεπεξέλθουν στη σταδιακή άρση των εποπτικών μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας. Στις αρχές Φεβρουαρίου του 2022 η ΕΚΤ επιβεβαίωσε το χρονοδιάγραμμα λήξης των μέτρων ελάφρυνσης των

Διάγραμμα III.3 Δείκτης κόστους δανεισμού στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2020 - Απρίλιος 2022)



κεφαλαιακών απαιτήσεων και του δείκτη μόχλευσης των τραπεζών. Με βάση όμως σχετική ανάλυση που διεξάγει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δύο φορές το χρόνο σχετικά με την αλληλεπίδραση νομισματικής πολιτικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, τον Ιούνιο του 2022 επισημάνθηκε ότι το περιβάλλον για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα είχε επιδεινωθεί σε σχέση με τα τέλη του 2021, ιδίως βραχυπρόθεσμα. Οι συνθήκες χαμηλότερης ανάπτυξης, ανοδικών πιέσεων στο κόστος παραγωγής και ανόδου των επιτοκίων στις αγορές θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών για τους δανειολήπτες και αύξηση του πιστωτικού κινδύνου για τις τράπεζες, αν και η μακροπροληπτική πολιτική παραμένει η πρώτη γραμμή άμυνας για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την αντιμετώπιση τέτοιου είδους αδυναμιών μεσοπρόθεσμα.

3 Η ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

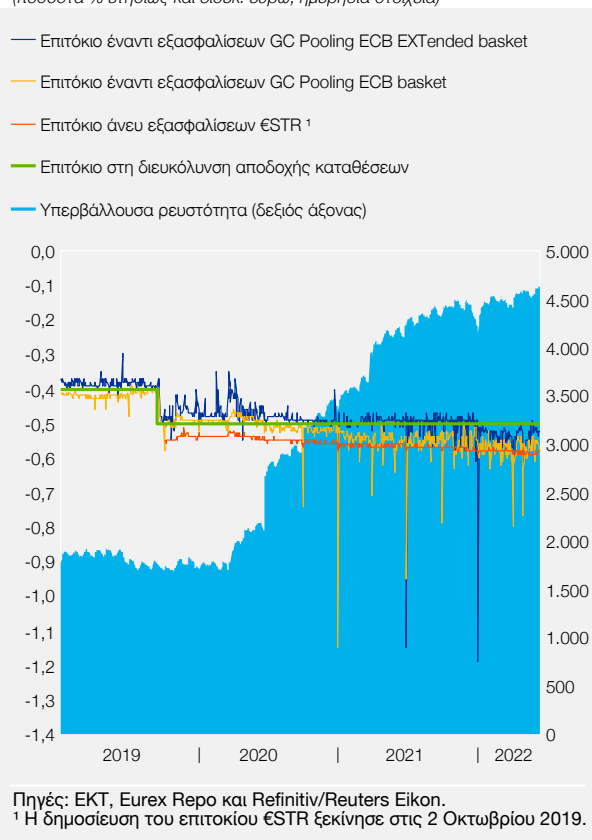
Η συνολική ρευστότητα την οποία παρείχε το Ευρωσύστημα από την αρχή του έτους έως τα μέσα Ιουνίου 2022 σημείωσε βραδεία αύξηση συγκριτικά με το ρυθμό ανόδου που παρουσίαζε στις προηγούμενες φάσεις της πανδημίας. Η άνοδος αυτή αντανάκλα εξ ολοκλήρου μικρή περαιτέρω αύξηση της αξίας των χρεογράφων (για σκοπούς νομισματικής πολιτικής) στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος, ενώ η παροχή ρευστότητας μέσω των στοχευμένων πράξεων TLTRO-III παρουσίασε οριακή υποχώρηση.

Οι αγορές μέσω του PEPP αντιπροσώπευαν το μεγαλύτερο μέρος της ανόδου της αξίας των τίτλων που αποκτήθηκαν μέσω των προγραμμάτων αγοράς τίτλων, ενώ ακολούθησαν το πρόγραμμα αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα και το πρόγραμμα αγοράς εταιρικών ομολόγων. Το μερίδιο των προγραμμάτων αγοράς τίτλων (PEPP και APP) στη συνολική ρευστότητα που έχει χορηγηθεί προς τους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος αυξήθηκε σε 69% κατά μέσο όρο την εξεταζόμενη περίοδο, από 67% το 2021. Το εναπομένον μερίδιο στη συνολική ρευστότητα αντλήθηκε μέσω των πράξεων αναχρηματοδότησης (TLTRO, PELTRO, LTRO και MRO) και ανήλθε σε 31%, έναντι 33% το 2021. Μετά τον υψηλό όγκο ρευστότητας που χορηγήθηκε μέσω των πράξεων TLTRO-III κατά τη διάρκεια της πανδημίας, από το Σεπτέμβριο 2021 μέχρι το Μάρτιο 2022 καταγράφηκε εθελοντική πρόωρη αποπληρωμή αντληθέντων πόρων (ύψους 6% περίπου του μέσου υπολοίπου των πράξεων αυτών κατά την εν λόγω περίοδο).

Λόγω της αυξημένης υπερβάλλουσας ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα² και δεδομένων των επιτοκίων για καταθέσεις στο Ευρωσύστημα καθώς και των συνθηκών προσφοράς και ζήτησης χρεογράφων που χρησιμοποιούνται ως ενέχυρο στις συναλλαγές στην αγορά

Διάγραμμα ΙΙΙ.4 Επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, επιτόκιο στην αγορά χρήματος και υπερβάλλουσα ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ (2 Ιανουαρίου 2019 - 10 Ιουνίου 2022)

(ποσοστά % ετησίως και δισεκ. ευρώ, ημερήσια στοιχεία)



² Ως υπερβάλλουσα ρευστότητα ορίζεται το άθροισμα των καταθέσεων στους τρεχούμενους λογαριασμούς του Ευρωσυστήματος (πέραν των ελάχιστων υποχρεωτικών) και εκείνων στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων.

χρήματος έναντι εξασφαλίσεων, τα επιτόκια στην αγορά αυτή, η οποία αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο τμήμα του όγκου των συναλλαγών στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ, αλλά και στην αγορά άνευ εξασφαλίσεων, εξακολούθησαν να κυμαίνονται σε πολύ χαμηλά (αρνητικά) επίπεδα στη διάρκεια του 2022, περίπου σταθερά σε σχέση με το τέλος του 2021 (βλ. Διάγραμμα III.4). Μόλις ξέσπασε ο πόλεμος, η μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές ενισχύθηκε λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας και της επιβολής χρηματοοικονομικών κυρώσεων στη Ρωσία, αν και οι δυσλειτουργίες που καταγράφηκαν δεν ήταν τόσο σοβαρές όσο κατά την αρχική εκδήλωση της πανδημίας το 2020, καθώς δεν παρατηρήθηκε μεγάλη αύξηση της ζήτησης μετρητών, αλλά ούτε και σημαντικές πιέσεις ρευστότητας στην αγορά χρήματος. Τα επιτόκια για τοποθετήσεις έναντι τυποποιημένων ομάδων εξασφαλίσεων GC pooling ECB και ECBExt³ διαμορφώθηκαν σε -0,58% και -0,52% στις 10 Ιουνίου 2022, έναντι -0,60% και -0,55% στις αρχές του έτους. Στην αγορά άνευ εξασφαλίσεων, το επιτόκιο €STR διατηρήθηκε επίσης περίπου σταθερό το εξεταζόμενο διάστημα και διαμορφώθηκε σε -0,58% στις 10 Ιουνίου 2022, όσο ήταν και στις αρχές του έτους.

Ωστόσο, στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, η καμπύλη προθεσμιικών επιτοκίων €STR στις πιο βραχυπρόθεσμες έως μεσοπρόθεσμες διάρκειες μετατοπίστηκε προς τα άνω και η κλίση της αυξήθηκε, καθώς οι επενδυτές προοδευτικά αναθεωρούσαν τις προσδοκίες τους για επικείμενη αύξηση των επιτοκίων από την ΕΚΤ.

3 Τα επιτόκια αυτά αναφέρονται στο κόστος άντλησης βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης στην πανευρωπαϊκή αγορά χρήματος έναντι εξασφαλίσεων. Οι εξασφαλίσεις αυτές αφορούν δύο τυποποιημένες ομάδες (basket) τίτλων που είναι επιλέξιμοι από το Ευρωσύστημα για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής (3.000 και 10.000 επιλέξιμοι τίτλοι για GC Pooling ECB και ECBExt αντιστοίχως).

IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η δυναμική ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας συνεχίστηκε και το α' τρίμηνο του 2022, αλλά η αβεβαιότητα που προκαλεί ο πόλεμος στην Ουκρανία και η επιτάχυνση του πληθωρισμού επιβραδύνουν τον αναπτυξιακό ρυθμό στη συνέχεια. Η ιδιωτική κατανάλωση, οι επενδύσεις και οι θετικές προοπτικές του τουριστικού τομέα στηρίζουν την οικονομική δραστηριότητα, ενώ οι προσδοκίες των επιχειρήσεων και κυρίως των καταναλωτών σημειώνουν κάμψη.

Ο γενικός πληθωρισμός κατέγραψε σημαντική επιτάχυνση, κυρίως λόγω των πολύ υψηλών τιμών των ενεργειακών αγαθών και των τροφίμων, και οι ανοδικές τάσεις διαχέονται πλέον στον πυρήνα του πληθωρισμού μειώνοντας το πραγματικό εισόδημα των νοικοκυριών. Η αγορά εργασίας διατηρεί προς το παρόν τις θετικές προοπτικές της, αλλά ο μεσοπρόθεσμος κίνδυνος από ενδεχόμενη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας δεν θα πρέπει να υποτιμάται.

Στον εξωτερικό τομέα η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας σε όρους σχετικών τιμών, σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αλλά και η διαρθρωτική βελτιώθηκε. Η αύξηση των εξαγωγών αγαθών ωστόσο επιβραδύνθηκε και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε, αν και οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες συνέχισαν να ανακάμπτουν.

Η διατήρηση της δυναμικής της ανάπτυξης το επόμενο διάστημα, παρά την επιβάρυνση του διεθνούς περιβάλλοντος και τις πληθωριστικές πιέσεις, αποτελεί την κυριότερη πρόκληση. Στην κατεύθυνση αυτή, σημαντικός αναμένεται να είναι ο ρόλος των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU (NGEU). Ταυτόχρονα, ιδιαίτερα κρίσιμη είναι και η παρακολούθηση και ανάσχεση των πληθωριστικών πιέσεων, προκειμένου να προστατευθούν η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και το διαθέσιμο εισόδημα των καταναλωτών.

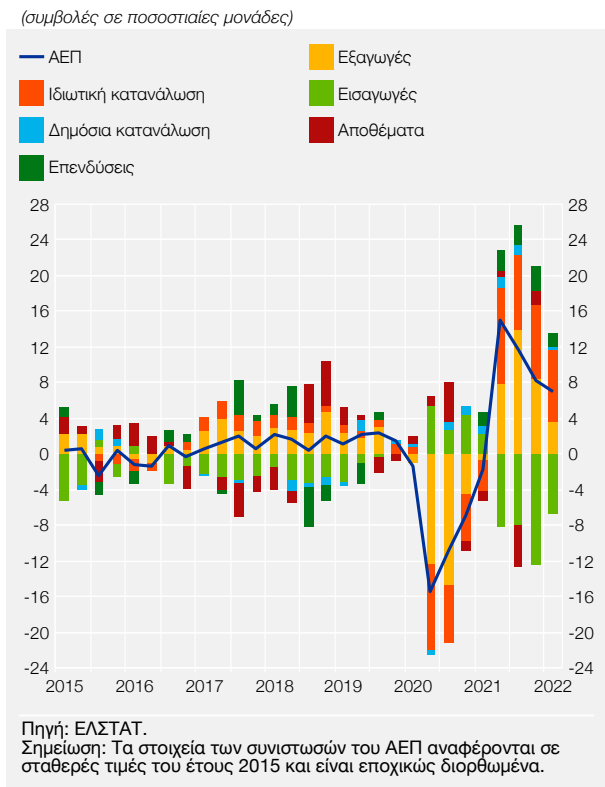
Η ελληνική οικονομία προβλέπεται το 2022 να συνεχίσει να αναπτύσσεται, με επιβραδυνόμενο όμως ρυθμό σε σύγκριση με προηγούμενες εκτιμήσεις. Ο ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ θα είναι 3,2%, ενώ αναμένεται επιτάχυνση του πληθωρισμού στο 7,6% σύμφωνα με το βασικό σενάριο της Τράπεζας της Ελλάδος. Στην παρούσα φάση οι κίνδυνοι για την οικονομική δραστηριότητα είναι καθοδικοί και συνδέονται με την ένταση των πληθωριστικών πιέσεων και κυρίως με το ενδεχόμενο μερικής ή ολικής διακοπής της ενεργειακής τροφοδοσίας της Ευρώπης από τη Ρωσία.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας το 2021 ήταν ταχύτερη (+8,3%, βλ. Διάγραμμα IV.1). Σ' αυτή την εξέλιξη συνέβαλαν η άνοδος της κατανάλωσης των νοικοκυριών, η οποία υποστηρίχθηκε από τη βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματός τους, η επιτάχυνση της δημόσιας κατανάλωσης, η αύξηση της επενδυτικής δαπάνης των επιχειρήσεων και η ταχεία ανάκαμψη των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, κυρίως λόγω της ανάκτησης σημαντικού μέρους των τουριστικών εσόδων (βλ. Πίνακα IV.1). Στη διάρκεια του α' τριμήνου του 2022, ο αναπτυξιακός ρυθμός παρέμεινε ιδιαίτερα υψηλός (+7,0% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2021) χάρη κυρίως στη συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης και της επενδυτικής δαπάνης των επιχειρήσεων. Οι σημαντικότεροι δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας, όπως της βιομηχανικής παραγωγής, των λιανικών πωλήσεων, των οικοδομικών αδειών και των πωλήσεων επιβατικών αυτοκινήτων,

¹ Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 16.6.2022.

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



συνέχισαν να καταγράφουν υψηλούς ρυθμούς αύξησης, αλλά η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, η επιδείνωση του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος και η επιτάχυνση των πληθωριστικών πιέσεων δημιούργησαν νέα δεδομένα. Ως αποτέλεσμα, οι προσδοκίες των επιχειρήσεων σε όλους τους κλάδους σημείωσαν κάμψη, ιδιαίτερα από τον Απρίλιο και ύστερα, ενώ και ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών κατέγραψε σημαντική επιδείνωση, ενδεχομένως αντανακλώντας την ανησυχία πολλών νοικοκυριών σχετικά με τις έντονες πληθωριστικές τάσεις και τις γενικότερες οικονομικές εξελίξεις (βλ. Διάγραμμα IV.2). Σημεία κάμψης εμφάνισε και ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI), παραμένοντας ωστόσο σε αναπτυξιακά επίπεδα.

Στην ελληνική αγορά ακινήτων επενεργούν αντίρροπες δυνάμεις, αλλά οι θετικές προσδοκίες προς το παρόν υπερισχύουν των επιπτώσεων της διεθνώς δυσμενούς συγκυρίας. Ωστόσο, σωρεύονται σημαντικές αβεβαιότητες που επηρεάζουν την ακίνητη περιουσία, όπως το αυξημένο κατασκευαστικό και ενεργειακό κόστος και οι ενδεχόμενες επιπτώσεις της γεωπολιτικής αστάθειας στην επενδυτική δραστηριότητα.

Οι προοπτικές στην αγορά εργασίας παραμένουν θετικές, παρά την επίταση των πληθωριστικών πιέσεων και τις επιπτώσεις από τον πόλεμο στην Ουκρανία. Η υλοποίηση σημαντικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων την προηγούμενη δεκαετία έχει καταστήσει πιο ευέλικτη την αγορά εργασίας, δεν θα πρέπει όμως να υποτιμηθούν οι κίνδυνοι από τυχόν παράταση του πολέμου και περαιτέρω αύξηση του ενεργειακού κόστους, που θα επηρέαζαν την οικονομική δραστηριότητα.

Ο υψηλός πληθωρισμός προηγήθηκε των πολεμικών συγκρούσεων, ωστόσο από τον Μάρτιο και μετά επιταχύνθηκε σημαντικά, με την ενεργειακή συνιστώσα να έχει τη μεγαλύτερη συμβολή. Το αυξημένο ενεργειακό και διατροφικό κόστος φαίνεται πλέον να διαχέεται στις συνιστώσες του πυρήνα του πληθωρισμού, δηλαδή στις υπηρεσίες και στα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά, μειώνοντας το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και δημιουργώντας αβεβαιότητα για τις αναπτυξιακές προοπτικές (βλ. Πλαίσιο IV.1).

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας βελτιώθηκε γενικά το 2021, εξέλιξη που αναμένεται να συνεχιστεί και το 2022, παρά την επιδείνωση του διεθνούς περιβάλλοντος και τις επιπτώσεις του υψηλού πληθωρισμού. Η βελτίωση αναμένεται να συνεχιστεί και σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, επικουρούμενη και από τις μεταρρυθμίσεις του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Σε ό,τι αφορά το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ), οι τάσεις που παρατηρήθηκαν, κυρίως από το δεύτερο εξάμηνο του 2021 και μετά, διατηρήθηκαν και τους πρώτους τέσσερις μήνες του 2022, αλλά το έλλειμά του ήταν σημαντικά αυξημένο σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2021, καθώς ο ρυθμός ανόδου των εισαγωγών επιταχύνθηκε. Για το σύνολο του τρέχοντος έτους, αναμένεται να συνεχιστούν οι αυξητικές τάσεις των εξαγωγών και εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, αν και ο πόλεμος στην Ουκρανία θα επηρεάσει αρνητικά τα μεγέθη των μεταβολών. Παράλληλα,

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

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

	2018	2019	2020	2021	2021 (β' τρίμ.)	2021 (γ' τρίμ.)	2021 (δ' τρίμ.)	2022 (α' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	1,7 (1,2)	1,8 (1,2)	-7,9 (-5,5)	7,8 (5,5)	15,1 (10,5)	12,0 (8,4)	11,9 (8,2)	11,6 (7,9)
Δημόσια κατανάλωση	-3,5 (-0,7)	1,7 (0,3)	2,6 (0,5)	3,7 (0,8)	6,1 (1,4)	4,4 (1,0)	0,1 (0,0)	1,8 (0,4)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-4,3 (-0,4)	-3,3 (-0,4)	-0,3 (-0,0)	19,6 (2,3)	19,2 (2,4)	19,3 (2,3)	24,3 (2,8)	12,7 (1,6)
Επενδύσεις σε κατοικίες	22,5 (0,1)	16,9 (0,1)	14,6 (-0,6)	26,5 (-1,1)	11,5 (0,2)	70,7 (0,7)	6,5 (0,1)	18,6 (-1,3)
Εγχώρια τελική ζήτηση ¹	0,0 (0,1)	1,2 (1,1)	-4,9 (-4,9)	8,2 (8,6)	13,6 (14,3)	11,2 (11,7)	10,7 (11,0)	9,7 (9,9)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	1,7%	1,7%	3,3%	2,2%	2,8%	0,7%	2,8%	2,1%
Εγχώρια ζήτηση	1,4 (1,4)	1,2 (1,1)	-3,7 (-3,9)	7,0 (7,6)	14,1 (15,3)	5,0 (5,6)	11,8 (12,0)	10,0 (10,1)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	9,1 (3,1)	4,9 (1,8)	-21,5 (-7,8)	21,9 (7,0)	25,9 (7,9)	49,4 (14,0)	24,1 (8,4)	9,6 (3,6)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	8,1 (-2,9)	3,1 (-1,2)	-7,6 (2,9)	16,1 (-6,3)	20,9 (-8,2)	19,5 (-7,9)	33,3 (-12,3)	17,5 (-6,7)
Εξωτερική ζήτηση	... (0,2)	... (0,6)	... (-4,9)	... (0,7)	... (-0,3)	... (6,0)	... (-3,9)	... (-3,1)
ΑΕΠ σε τιμές αγοράς	1,7	1,8	-9,0	8,3	15,0	11,7	8,1	7,0

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 7 Ιουνίου 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.

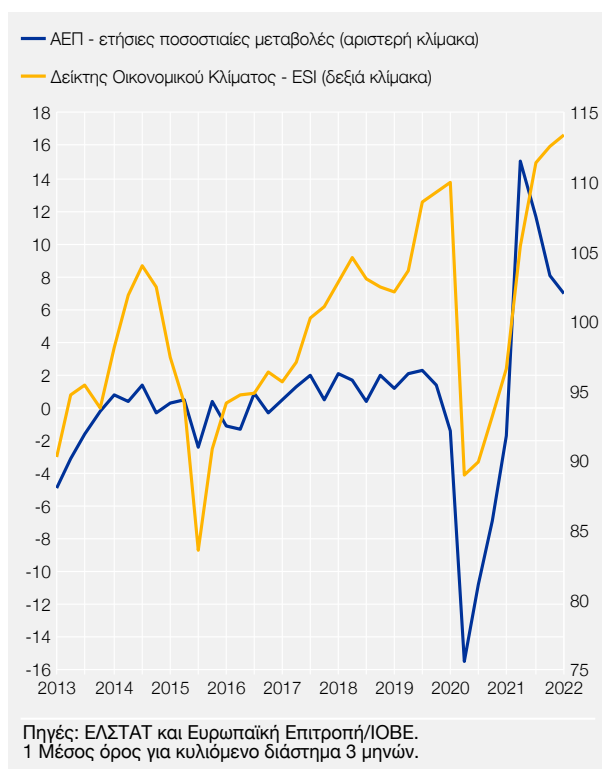
οι εισροές στο πλαίσιο του NGEU θα συμβάλουν στον περιορισμό του ελλείμματος του ΙΤΣ.

Η δυναμική της ανάπτυξης που καταγράφηκε το 2021 και το α' τρίμηνο του 2022 θα πρέπει να υποστηριχθεί κατάλληλα προκειμένου να αντισταθμιστούν σε κάποιο βαθμό οι αβεβαιότητες που συνδέονται με την επιδείνωση του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος και την επιτάχυνση του πληθωρισμού. Σχετικά σημειώνονται τα εξής:

(α) Η αξιοποίηση των πόρων από το μακροπρόθεσμο προϋπολογισμό της ΕΕ 2021-2027 και το NGEU έχει κομβικό ρόλο στην αντιμετώπιση της επενδυτικής αβεβαιότητας στο νέο περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού και γεωπολιτικής αστάθειας. Επίσης είναι αναγκαία και η επιτάχυνση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων – ύστερα από δύο χρόνια περιορισμένων ιδιωτικοποιήσεων λόγω πανδημίας – καθώς και η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων ώστε να μη διακοπεί η πορεία της οικονομίας προς ένα περισσότερο εξωστρεφές παραγωγικό υπόδειγμα.

(β) Η συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων και ιδιαίτερα των στοιχείων κόστους της παρα-

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



γωγής, που συνεπάγεται παρακολούθηση της εξέλιξης των μισθών αλλά και του ενεργειακού κόστους, είναι υψηλής σημασίας προκειμένου να διατηρηθούν τα οφέλη σε όρους ανταγωνιστικότητας που επιτεύχθηκαν την τελευταία δεκαετία. Σ' αυτή την κατεύθυνση μπορούν επίσης να βοηθήσουν οι μεταρρυθμίσεις που στοχεύουν στην περαιτέρω απελευθέρωση των αγορών αγαθών και υπηρεσιών και οι δράσεις που είναι σε θέση να προστατεύσουν το εισόδημα των νοικοκυριών από την εκτίναξη των τιμών της ενέργειας.

Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των προβλέψεων της Τράπεζας της Ελλάδος, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί κατά 3,2% το 2022 και 4,1% το 2023, καθώς η κατανάλωση και οι επενδύσεις θα συνεχίσουν να συμβάλλουν θετικά, αν και με επιβραδυνόμενους ρυθμούς. Οι προβλέψεις αυτές κινούνται σε χαμηλότερο επίπεδο σε σύγκριση με προηγούμενες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, καθώς η εξέλιξη του πολέμου στην Ουκρανία με την επακόλουθη έντονη αύξηση της αβεβαιότητας, την ένταση των πληθωριστικών πιέσεων από τις τιμές των ενεργειακών αγαθών και τα προβλήματα στον εφοδιασμό επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα. Οι αβεβαιότητες που περιβάλλουν το βασικό σενάριο είναι κυρίως αρνητικές και σχετίζονται περισσότερο με εξωγενείς παράγοντες. Σε ένα ιδιαίτερος δυσμενές σενάριο ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας εκτιμάται σε 1,8% το 2022 και 0,3% το 2023. Αυτές οι εκτιμήσεις βασίζονται σε υποθέσεις δυσμενών εξελίξεων σχετικά με τον πόλεμο στην Ουκρανία, όπως η συνέχιση των πολεμικών συγκρούσεων έως και το 2023, η πλήρης διακοπή των εισαγωγών φυσικού αερίου και πετρελαίου από τη Ρωσία χωρίς άμεση αντικατάσταση από άλλες πηγές με αποτέλεσμα την εκτόξευση των τιμών της ενέργειας, καθώς και οι συνεπαγόμενοι σημαντικοί περιορισμοί της παραγωγής.

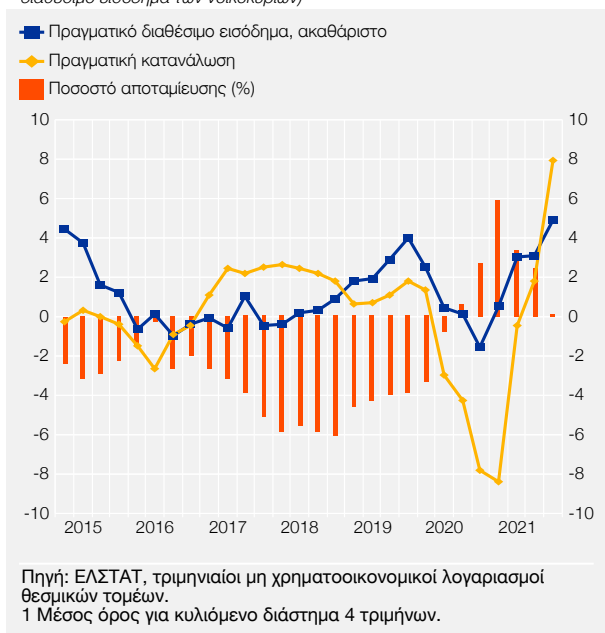
2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

2.1 Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

Η ελληνική οικονομία ανέκαμψε με υψηλούς ρυθμούς το 2021 (8,3%), καθώς η πρόοδος των εμβολιασμών συνέβαλε στην ανάσχεση της πανδημίας και επέτρεψε τη σταδιακή άρση των

Διάγραμμα IV.3 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης¹ (α' τρίμηνο 2015 - δ' τρίμηνο 2021)

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



μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης και την επανεκκίνηση της οικονομίας. Η οικονομική δραστηριότητα διατήρησε τη δυναμική της το α' τρίμηνο του 2022 (7% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2021 και κατά 3,8% υψηλότερα σε σχέση με το προ πανδημίας επίπεδο του ΑΕΠ του α' τριμήνου του 2019), παρά τις έντονες πληθωριστικές πιέσεις, τη ρωσική εισβολή στην Ουκρανία και την επιδείνωση του διεθνούς περιβάλλοντος. Η συμβολή της εγχώριας ζήτησης στη διαμόρφωση του ΑΕΠ ήταν ιδιαίτερος θετική, κυρίως λόγω της δυναμικής ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης και της αύξησης των επενδύσεων. Αντίθετα, η συμβολή του εξωτερικού τομέα ήταν αρνητική, παρά την άνοδο των εξαγωγών, λόγω της ταχείας αύξησης των εισαγωγών (βλ. Πίνακα IV.1).

Η ιδιωτική κατανάλωση ανέκαμψε σημαντικά το 2021 (+7,8%), λόγω της σταδιακής αποδέσμευσης της αναβληθείσας κατανάλωσης των νοικοκυριών, η οποία υποστηρίχθηκε από τις συσσωρευμένες αποταμιεύσεις τους και την άνοδο του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματός τους. Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοι-

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	10,2 (Ιαν.-Μάρτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	6,0	-20,6	15,2	1,8 (Ιαν.-Μάιος)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-19,6	-32,5	-35,4	-51,3 (Μάιος)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	13,2	-26,6	22,2	12,7 (Ιαν.-Μάιος)
Καταναλωτική πίστη ²	-1,6 (Δεκ.)	-2,2 (Δεκ.)	-0,3 (Δεκ.)	0,6 (Απρ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	69,8	70,1	74,7	67,2 (Ιαν.-Μάιος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	6,0	0,2	12,3	-0,1 (Ιαν.-Απρ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	-9,5	88,7	-15,5	-11,4 (Ιαν.-Απρ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ²	1,7 (Δεκ.)	9,8 (Δεκ.)	2,8 (Δεκ.)	5,5 (Απρ.)
Στεγαστική πίστη ²	-3,4 (Δεκ.)	-2,7 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,0 (Απρ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-6,0	-9,6	5,8	12,0 (Ιαν.-Μάρτ.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	9,8	5,9	45,9	28,5 (Ιαν.-Φεβρ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	0,0	7,9	103,5	16,6 (Ιαν.-Μάιος)

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

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

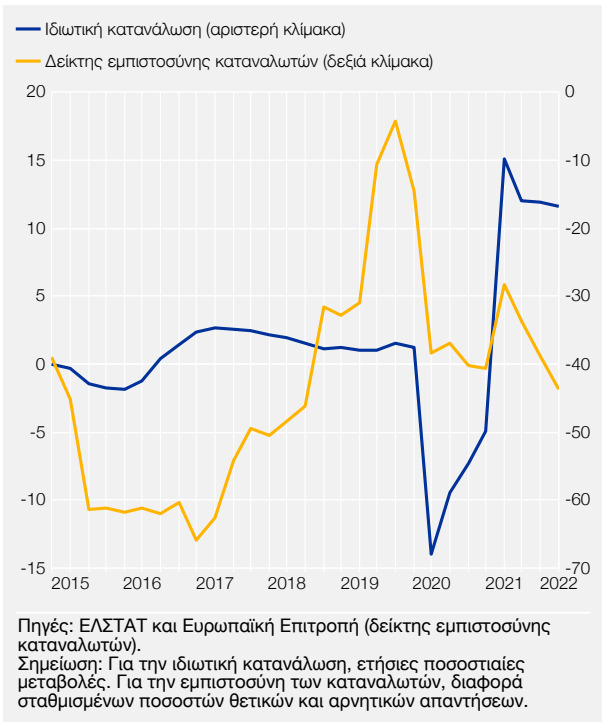
2 Οι ρυθμοί προκύπτουν από τις μεταβολές των υπολοίπων διορθωμένες ως προς τις διαγραφές δανείων, απομειώσεις αξίας χρεογράφων, συναλλαγματικές διαφορές και αναταξινόμησης.

χρία των τριμηνιαίων μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ, το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ) αυξήθηκε κατά 4,8% κατά μέσο όρο το 2021, δηλαδή με χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση με την ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης, με αποτέλεσμα την αποκλιμάκωση των υψηλών ποσοστών αποταμίευσης των νοικοκυριών (βλ. Διάγραμμα IV.3).

Η ιδιωτική κατανάλωση συνέχισε να αυξάνεται το α' τρίμηνο του 2022 (11,6% έναντι της αντίστοιχης περιόδου το 2021), λόγω της ανόδου των εισοδημάτων των νοικοκυριών από εργασία που υποστηρίχθηκε από την ενίσχυση της απασχόλησης, καθώς και από τα κυβερνητικά μέτρα για τη στήριξη των εισοδημάτων των νοικοκυριών, όπως η αύξηση του κατώτατου μισθού, οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και τα μέτρα στήριξης των ευάλωτων νοικοκυριών έναντι της αύξησης των τιμών της ενέργειας. Η δυναμική πορεία του δείκτη όγκου λιανικών πωλήσεων και η άνοδος των πωλήσεων οχημάτων ιδιωτικής χρήσης (βλ. Πίνακα IV.2) επιβεβαιώνουν τη θετική πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης την εν λόγω περίοδο. Ωστόσο, η εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης το τρέχον έτος περιβάλλεται από αβεβαιότητες, όπως άλλωστε αποτυπώνεται στην εξέλιξη του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης (βλ. Διάγραμμα IV.4). Οι αβεβαιότητες αφορούν κυρίως την αυξητική πορεία των τιμών, που έχει ενταθεί μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, και πλήττει το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών. Καθώς η ανοδική πορεία του πληθωρισμού συνεχίζεται, ο υψηλός πληθωρισμός αρχίζει να αποκτά πιο επίμονα χαρακτηριστικά, δεδομένου ότι το υψηλό ενεργειακό και διατροφικό κόστος διαχέεται στις συνιστώσες του πυρήνα του πληθωρισμού, δηλαδή στις υπηρεσίες και στα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά. Επιπλέον, οι αυξήσεις των τιμών, ιδίως στα αγαθά με ανελαστική ζήτηση, έχουν διανεμητικές επιδράσεις, πλήττοντας περισσότερο τα νοικοκυριά με χαμηλότερα εισοδήματα,² με αποτέλεσμα αυτά να μειώνουν τόσο τις αποταμιεύσεις τους για να καλύψουν τις βασικές τους ανάγκες όσο και την καταναλωτική τους δαπάνη. Εντούτοις, αντισταθμιστικά ανα-

2 Βλ. ECB, *Economic Bulletin*, Issue 3/2022, "Energy prices and private consumption: what are the channels?"

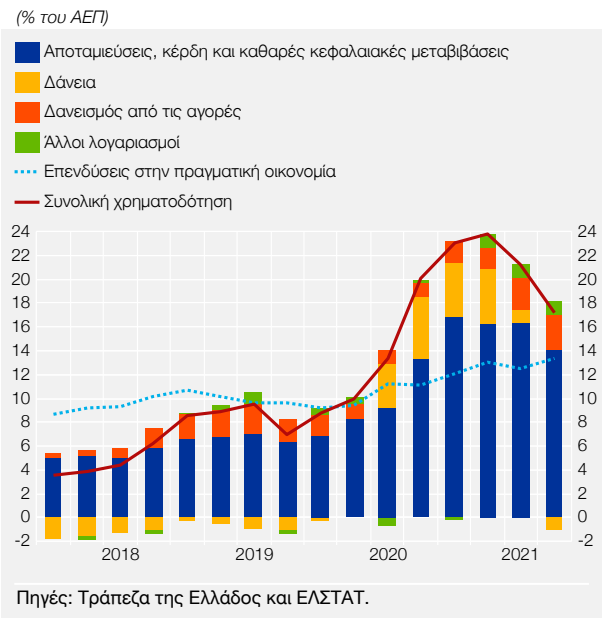
Διάγραμμα IV.4 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών (α' τρίμηνο 2015 - α' τρίμηνο 2022)



μένεται να επιδράσουν τα στοχευμένα μέτρα της κυβέρνησης για τη στήριξη των ευάλωτων νοικοκυριών έναντι των αυξήσεων των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων (μέτρα ύψους 4,3 δισεκ. ευρώ, σύμφωνα με το Πρόγραμμα Σταθερότητας για το 2022), καθώς και η αύξηση των εισοδημάτων από εργασία λόγω της ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας.

Η βελτίωση του οικονομικού κλίματος είχε θετική επίδραση στην αύξηση των επενδύσεων στην ελληνική οικονομία. Το 2021 ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 19,6%, ενώ η ανοδική τάση συνεχίστηκε και το α' τρίμηνο του 2022, όπου ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 12,7% έναντι της αντίστοιχης περιόδου το 2021, με τις περισσότερες κατηγορίες παγίων να έχουν θετική συμβολή. Αξιόλογη βελτίωση σημείωσαν οι επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό και οπτικά συστήματα (+39,0%), ενώ αντίθετα υποχώρηση σημείωσαν οι επενδύσεις σε εξοπλισμό τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνιών (-37,2%) και σε μεταφορικό εξοπλισμό και οπτικά συστήματα (-2,6%). Οι επενδύσεις σε κατοικίες σημείωσαν εκ νέου σημαντική άνοδο 18,6% το α' τρίμηνο του 2022 έναντι της αντίστοιχης περιόδου το 2021, ενώ και οι κατασκευές πλην κατοικιών επίσης αυξήθηκαν, κατά 15,9%.

Διάγραμμα IV.5 Πηγές χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και πραγματικές επενδύσεις (α' τρίμ. 2018 - δ' τρίμ. 2021)



Το 2021 οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα συνέχισαν την ανοδική τους πορεία και ανήλθαν σε 24,5 δισεκ. ευρώ ή 13,4% του ΑΕΠ (από 11,2% το 2021 και 9,7% το 2020, βλ. Διάγραμμα IV.5). Ταυτόχρονα, εντείνεται η επέκταση της παραγωγικής κεφαλαιακής βάσης των επιχειρήσεων, μετά την επιβράδυνση που παρατηρήθηκε στην αρχική φάση της πανδημίας.

Η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα το 2021 (17,2% του ΑΕΠ, έναντι 20,0% το 2020 και 6,9% το 2019). Η σημαντική μείωση της εξωτερικής χρηματοδότησης αντισταθμίστηκε μόνο εν μέρει από τη βελτίωση της εσωτερικής χρηματοδότησης από ίδιους πόρους. Ειδικότερα, η εξωτερική χρηματοδότηση υποχώρησε λόγω της μεγάλης μείωσης των συνολικών δανείων (εσωτερικού

και εξωτερικού), ενώ αντισταθμιστικά λειτούργησε η δυναμική της χρηματοδότησης μέσω της κεφαλαιαγοράς. Παράλληλα, η βελτίωση της εσωτερικής χρηματοδότησης το 2021 είχε ως αποτέλεσμα οι ιδιωτικοί αποταμιευτικοί πόροι που ήταν διαθέσιμοι για επενδύσεις να υπερκαλύψουν το επίπεδο επενδύσεων στην πραγματική οικονομία κατά 0,6% του ΑΕΠ.

Οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές είναι ιδιαίτερα ενθαρρυντικές για την αύξηση των επενδύσεων, καθώς έχει τεθεί σε πλήρη λειτουργία το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0”. Μέχρι στιγμής έχουν ενταχθεί στο Σχέδιο 230 έργα, συνολικού προϋπολογισμού 10,2 δισεκ. ευρώ. Μόνο το Μάιο του 2022 εντάχθηκαν 57 έργα προϋπολογισμού 1,7 δισεκ. ευρώ, που αφορούν και τους τέσσερις πυλώνες του Σχεδίου. Τον Απρίλιο του 2022 η Ελλάδα έγινε η τρίτη χώρα της ΕΕ που έλαβε την πρώτη πληρωμή από το Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, ύψους 3,6 δισεκ. ευρώ (1,72 δισεκ. ευρώ επιδοτήσεις και 1,84 δισεκ. ευρώ δάνεια), αφού εκπλήρωσε τα προβλεπόμενα 15 ορόσημα.

Παράλληλα, αναμένεται επιτάχυνση του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων το 2022 και το 2023. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Προϋπολογισμού 2022, τα έσοδα εκτιμάται να ανέλθουν στα 2.204 εκατ. ευρώ για το 2022 και 1.190 εκατ. ευρώ για το 2023. Το Μάιο του 2022 το Κυβερνητικό Συμβούλιο Οικονομικής Πολιτικής (ΚΥΣΟΙΠ) 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 του μετοχικού μεριδίου στα ΕΛΠΕ και στη ΔΕΠΑ, καθώς και την αξιοποίηση λιμένων, μαρίνων και άλλων ακινήτων.

2.2 Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας ανέκαμψε σημαντικά κατά 7,5% το 2021, εν μέρει ως αποτέλεσμα βάσης, αλλά και λόγω της επανεκκίνησης της οικονομικής δραστηριότητας. Ιδιαίτερα σημαντική συμβολή είχε ο τομέας των υπηρεσιών, κυρίως λόγω του τουρισμού, καθώς και ο βιομηχανικός τομέας (βλ. Πίνακα IV.3). Η ανάκαμψη του προϊόντος της

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

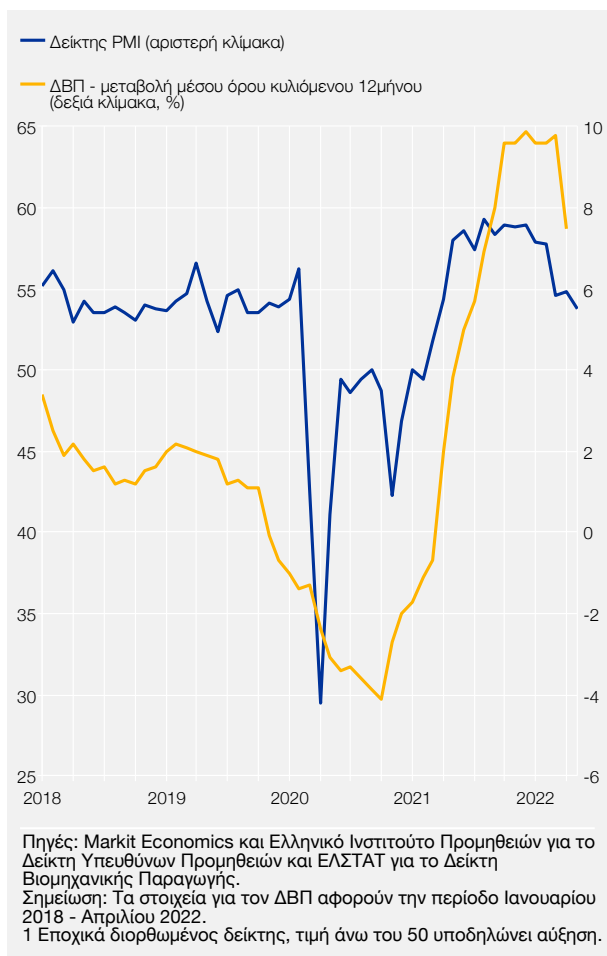
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά κλάδο, σε σταθερές τιμές έτους 2015)

	2019	2020	2021	2021 (β' τρίμ.)	2021 (γ' τρίμ.)	2021 (δ' τρίμ.)	2022 (α' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	5,3 (0,2)	-4,2 (-0,2)	-8,4 (-0,4)	-1,6 (-0,1)	-13,3 (-0,6)	-11,6 (-0,5)	-4,2 (-0,2)
Δευτερογενής τομέας	1,2 (0,2)	2,0 (0,3)	10,3 (1,9)	13,9 (2,7)	10,0 (1,9)	9,4 (1,8)	6,9 (1,3)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	0,3 (0,0)	2,4 (0,4)	10,3 (1,7)	14,4 (2,4)	8,9 (1,5)	9,3 (1,5)	5,7 (1,0)
Κατασκευές	8,4 (0,2)	-1,2 (-0,0)	10,3 (0,2)	10,6 (0,2)	18,7 (0,4)	10,6 (0,2)	15,7 (0,3)
Τριτογενής τομέας	1,0 (0,8)	-11,3 (-8,8)	7,6 (5,8)	15,1 (11,5)	10,0 (7,6)	7,8 (5,9)	7,0 (5,4)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	2,4 (0,6)	-21,0 (-5,3)	19,4 (4,3)	36,2 (7,4)	27,8 (6,0)	22,0 (5,0)	17,8 (4,2)
Ενημέρωση και επικοινωνία	4,3 (0,1)	0,4 (0,0)	7,3 (0,2)	17,1 (0,5)	10,5 (0,3)	-2,3 (-0,1)	-1,1 (-0,0)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-7,2 (-0,4)	-5,8 (-0,3)	-7,9 (-0,4)	2,3 (0,1)	-13,4 (-0,7)	-21,4 (-1,0)	-19,4 (-0,9)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	0,5 (0,1)	-10,3 (-1,8)	0,3 (0,0)	0,3 (0,0)	0,3 (0,0)	0,3 (0,0)	0,3 (0,1)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	5,0 (0,2)	-6,8 (-0,3)	11,7 (0,6)	26,1 (1,3)	17,4 (0,9)	9,2 (0,5)	8,0 (0,4)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-0,2 (-0,0)	-1,1 (-0,2)	2,9 (0,6)	4,3 (1,0)	2,4 (0,5)	1,7 (0,4)	0,6 (0,1)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	4,5 (0,2)	-24,5 (-0,9)	12,5 (0,4)	54,3 (1,2)	17,5 (0,5)	42,8 (1,1)	57,5 (1,5)
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	1,3	-9,0	7,5	13,3	11,0	6,9	6,1

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

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

Διάγραμμα IV.6 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών¹ (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (ΔΒΠ) (Ιανουάριος 2018 - Μάιος 2022)



οικονομίας συνεχίστηκε και το α΄ τρίμηνο του 2022 (6,1% έναντι της αντίστοιχης περιόδου το 2021), όπως άλλωστε αποτυπώνεται και στην ισχυρή άνοδο του κύκλου εργασιών του συνόλου των επιχειρήσεων της ελληνικής οικονομίας κατά 33,5%.

Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της βιομηχανίας συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας συνέχισε να αυξάνεται το α΄ τρίμηνο του 2022 (+5,7% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2021), 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 το α΄ τρίμηνο του 2022 σε σχέση με τους ισχυρούς ρυθμούς άνοδου του 2021. Επιπλέον, σύμφωνα με τα στοιχεία ερευνών του δείκτη PMI (βλ. Διάγραμμα IV.6), η μεταποιητική παραγωγή δέχεται αρνητικές πιέσεις λόγω των διαταράξεων στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας, που προκαλούν ελλείψεις σε πρώτες ύλες, καθώς και λόγω της έντασης των πληθωριστικών πιέσεων.

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	19,4	22,7 (Ιαν.-Μάρτ.)
Λιανικό εμπόριο	1,3	-3,9	11,5	16,6 (Ιαν.-Μάρτ.)
Εμπορία και επίσκευή αυτοκινήτων-μοτοσικλετών	8,4	-12,9	25,5	8,5 (Ιαν.-Μάρτ.)
2. Μεταφορές				
Χερσαίες μεταφορές	1,0	-17,8	11,4	11,3 (Ιαν.-Μάρτ.)
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	6,3	-25,8	8,1	27,6 (Ιαν.-Μάρτ.)
Αεροπορικές μεταφορές	6,3	-65,9	63,5	175,8 (Ιαν.-Μάρτ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	10,2	-14,6	15,6	40,1 (Ιαν.-Μάρτ.)
3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια				
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	1,3	-62,7	82,1	134,8 (Ιαν.-Μάρτ.)
4. Ενημέρωση και επικοινωνία				
Τηλεπικοινωνίες	2,4	-2,6	7,3	-1,1 (Ιαν.-Μάρτ.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλ/κών προγραμμάτων-ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-6,6	-17,5	14,9	38,0 (Ιαν.-Μάρτ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εκπομπών	6,1	0,4	1,2	-8,4 (Ιαν.-Μάρτ.)
5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες				
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	6,0	-2,9	12,2	25,3 (Ιαν.-Μάρτ.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	0,4	4,1	21,7	-7,7 (Ιαν.-Μάρτ.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	9,9	-8,6	12,0	2,4 (Ιαν.-Μάρτ.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	3,1	-75,0	112,2	121,5 (Ιαν.-Μάρτ.)
B. Επιβατική κίνηση				
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών	6,0	-68,4	52,8	316,5 (Ιαν.-Μάιος)
Επιβάτες Aegean Airlines ¹	7,3	-65,5	38,9	226,7 (Ιαν.-Μάρτ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	8,7	-59,3	34,7	159,6 (Ιαν.-Μάρτ.)
Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκίων στις υπηρεσίες				
	0,7	-22,2	37,8	37,3 (Ιαν.-Μάιος)

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

1 Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

Το προϊόν του κατασκευαστικού τομέα αυξήθηκε το α' τρίμηνο του 2022 κατά 15,7% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2021. Η διατήρηση της θετικής δυναμικής του αποτυπώνεται και στη σημαντική αύξηση του όγκου οικοδομικών αδειών και του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές τους πρώτους μήνες του 2022 (βλ. Πίνακα IV.2).

Το 2021 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 6,9% και συνέβαλε θετικά κατά 5,5 ποσ. μον. στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας. Η ισχυρή ανάπτυξη οφείλεται στο σύνολο σχεδόν των κλάδων του τριτογενούς τομέα. Η θετική εικόνα συνεχίστηκε και κατά το α' τρίμηνο του 2022, με την προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών να σημειώνει αύξηση κατά 7,0% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2021 (βλ. Πίνακα IV.4)

Όσον αφορά τον τομέα των υπηρεσιών, ο Δείκτης Οικονομικής Αβεβαιότητας αυξήθηκε αισθητά στη χώρα μας τον Απρίλιο του 2022 σε σύγκριση με το Μάρτιο (από -0,8 σε 36,7 μονάδες), εξαιτίας του πολέμου στην Ουκρανία και της προκαλούμενης αβεβαιότητας για τη μελλοντική οικονομική κατάσταση επιχειρήσεων και καταναλωτών. Τα ίδια μηνύματα δίνει και ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών που συνθέτει το δείκτη ESI, καθώς τον Απρίλιο του 2022 οι υπηρεσίες σημείωσαν σημαντική πτώση σε σύγκριση με τον Ιανουάριο (19,7 από 33,4 μονάδες).

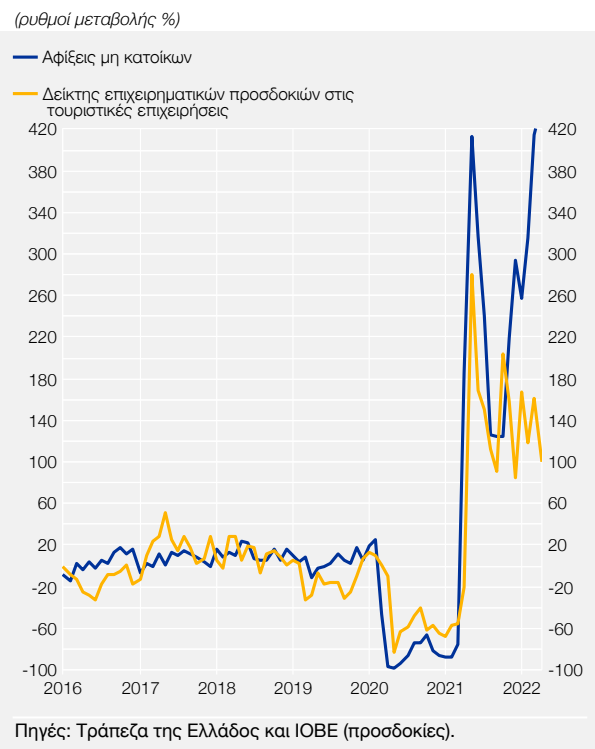
Όσον αφορά τις υπηρεσίες του τουρισμού, οι αφίξεις μη κατοίκων και οι ταξιδιωτικές εισπράξεις για το πρώτο τετράμηνο του 2022 έφθασαν το 73% και 87% αντίστοιχα των μεγεθών του 2019 (βλ. Διάγραμμα IV.7). Την ίδια περίοδο οι αφίξεις επιβατών εξωτερικού σε όλα τα αεροδρόμια της χώρας έφθασαν τα 2,4 εκατομμύρια, εξακολουθούν όμως να υπολείπονται κατά 24% σε σύγκριση με το αντίστοιχο τετράμηνο του 2019. Επιπλέον, στα περιφερειακά αεροδρόμια της χώρας η αύξηση της επιβατικής κίνησης εξωτερικού ήταν εντονότερη από ό,τι στο σύνολο των αεροδρομίων της χώρας.

Η θετική δυναμική του τουρισμού στην Ελλάδα δεν αποκλείεται να επηρεαστεί από τον πόλεμο στην Ουκρανία και τις επιπτώσεις του στην παγκόσμια οικονομία. Συγκεκριμένα, η μείωση της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών λόγω του αυξανόμενου πληθωρισμού στις κυριότερες χώρες προέλευσης θα μπορούσε να οδηγήσει σε επιβράδυνση των αφίξεων τουριστών και των ταξιδιωτικών εισπράξεων. Ωστόσο, οι επιπτώσεις αυτές ενδέχεται να αντισταθμιστούν από τις συσσωρευμένες αποταμιεύσεις των νοικοκυριών κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Σημειώνεται ότι η επίπτωση από την επικείμενη μείωση των Ρώσων και Ουκρανών τουριστών αναμένεται να είναι περιορισμένη, δεδομένου του χαμηλού μεριδίου των αφίξεων αυτών στην Ελλάδα.

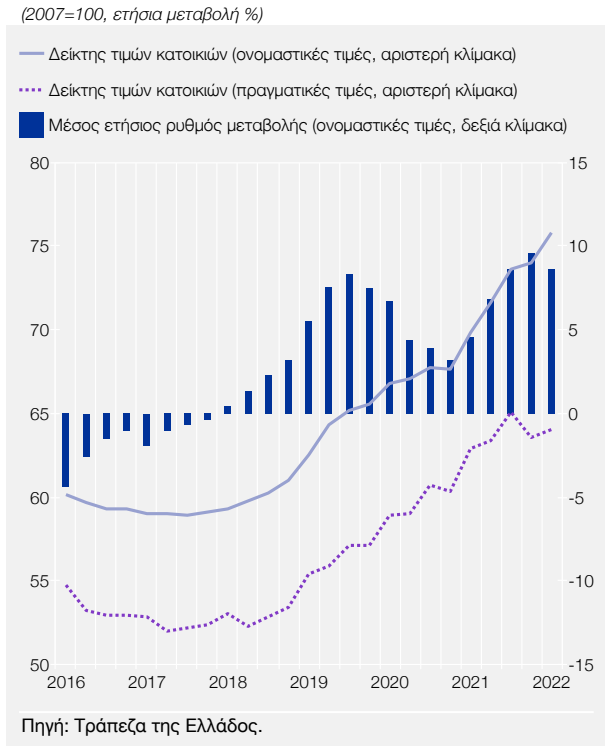
3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Η ελληνική αγορά ακινήτων τους πρώτους μήνες του 2022 βρίσκεται υπό την επίδραση αντίρροπων δυνάμεων, με τις θετικές προσδοκίες να υπερισχύουν προς το παρόν των επιπτώσεων της διεθνώς δυσμενούς συγκυρίας. Οι θετικοί ρυθμοί μεταβολής στις αξίες των ακινήτων,

Διάγραμμα IV.7 Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό (Ιανουάριος 2016 - Απρίλιος 2022)



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



η επενδυτική κινητικότητα και η ενίσχυση της κατασκευαστικής δραστηριότητας που καταγράφθηκαν το 2021 αφήνουν ακόμη ισχυρό το αποτύπωμά τους στην αγορά. Σημαντικές ωστόσο αβεβαιότητες που επηρεάζουν την ακίνητη περιουσία άμεσα, όπως το αυξημένο κατασκευαστικό και ενεργειακό κόστος, αλλά και έμμεσα, όπως οι ενδεχόμενες επιπτώσεις της γεωπολιτικής αστάθειας και των πληθωριστικών πιέσεων στον τουρισμό και την επενδυτική δραστηριότητα, εκτιμάται ότι θα οδηγήσουν εκ νέου την αγορά ακινήτων σε στάση αναμονής, ειδικά στην περίπτωση επενδύσεων σε νέα έργα ανάπτυξης ακινήτων.

Στην αγορά κατοικιών συνέχισαν να καταγράφονται ανοδικές τάσεις στις τιμές, τόσο κατά τη διάρκεια του 2021 όσο και το α' τρίμηνο του 2022. Βάσει των στοιχείων-εκτιμήσεων που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων το α' τρίμηνο του 2022 ήταν αυξημένες σε ετήσια βάση κατά 8,6% (προσωρινά στοιχεία), ενώ για το 2021, με βάση τα αναθεωρημένα στοιχεία, οι τιμές των διαμερισμάτων αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 7,4% (βλ. Διάγραμμα IV.8). Από την ανά-

λυση των στοιχείων κατά παλαιότητα, τόσο κατά τη διάρκεια του 2021 όσο και το α' τρίμηνο του 2022, καταγράφονται εντονότεροι ρυθμοί αύξησης στα νέα διαμερίσματα (ηλικίας έως 5 ετών) έναντι των παλαιών (ηλικίας άνω των 5 ετών). Ειδικότερα, το α' τρίμηνο του 2022 οι τιμές των νέων διαμερισμάτων ήταν σημαντικά ενισχυμένες, με ετήσιο ρυθμό 10,3%, έναντι 7,4% των παλαιών, ενώ για το 2021 οι αντίστοιχες αυξήσεις διαμορφώθηκαν σε 7,9% και 7,0%. Κατά γεωγραφική περιοχή, υψηλούς ετήσιους ρυθμούς κατέγραψαν η Αθήνα (9,7% για το α' τρίμηνο του 2022 και 9,4% για το 2021) και η Θεσσαλονίκη (8,3% και 7,2% αντίστοιχα), κυρίως λόγω του έντονου επενδυτικού ενδιαφέροντος.

Κατά τους πρώτους μήνες του 2022, εκτός από τις αξίες, παραμένουν θετικοί και άλλοι δείκτες που σχετίζονται με την αγορά κατοικιών. Ειδικότερα, το πρώτο δίμηνο του 2022 ο δείκτης οικοδομικής δραστηριότητας κατοικιών της ΕΛΣΤΑΤ συνεχίζει να αυξάνεται, καταγράφοντας σε όρους όγκου μέση ετήσια αύξηση 35,7%. Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών για την κατασκευή κατοικιών του IOBE, κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2022, σημείωσε βελτίωση έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2021 (64,0%). Το α' τρίμηνο του 2022 οι καθαρές ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα για την αγορά ακινήτων καταγράφουν υψηλό ετήσιο ρυθμό αύξησης (74,8%) και ανήλθαν σε 374,0 εκατ. ευρώ. Οι επενδύσεις σε κατοικίες (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, σε σταθερές τιμές) ενισχύονται, σε ετήσια βάση, κατά 18,6% το α' τρίμηνο 2022, αλλά εξακολουθούν να βρίσκονται σε χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ (1,4%). Ωστόσο, το συνολικό κόστος κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών (ΕΛΣΤΑΤ) αυξήθηκε το α' τρίμηνο του 2022 σε ετήσια βάση κατά 7,0%, ενώ για το σύνολο του 2021 η μέση ετήσια αύξηση ήταν 3,2%. Τέλος, παρά τη σημαντική αύξηση των νέων στεγαστικών δανείων το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2022 σε ετήσια βάση, αυτά παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα.

Στον κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2021 και τους πρώτους μήνες του 2022 παρατηρείται σημαντική επενδυτική δραστηριότητα, η οποία αφορά τόσο αγοραπωλησίες όσο και ανακατασκευές ή νέες αναπτύξεις. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, το δεύτερο εξάμηνο του 2021 οι τιμές γραφείων υψηλών προδιαγραφών αυξήθη-

καν κατά 1,2% σε σχέση με το προηγούμενο εξάμηνο, ενώ για το σύνολο του έτους ο μέσος ρυθμός αύξησης ήταν 1,8%. Η ευρύτερη περιοχή της Αθήνας κατέγραψε αντίστοιχα αύξηση 2,3% κατά το δεύτερο εξάμηνο σε σχέση με το πρώτο, ενώ για το 2021 ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης ανήλθε σε 4,5%. Παρόμοια εικόνα προκύπτει και στην αγορά καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών, όπου οι τιμές το δεύτερο εξάμηνο του 2021 αυξήθηκαν κατά 1,2%, ενώ για το 2021 σε ετήσια βάση σημείωσαν μέση αύξηση 2,1%. Οι τιμές καταστημάτων στην περιοχή της Αθήνας κατέγραψαν αύξηση 2,3% το δεύτερο εξάμηνο του 2021 σε σχέση με το πρώτο, ενώ η μέση ετήσια αύξηση για το 2021 ήταν 2,1%.

Με βάση τα στοιχεία που συλλέγονται από την Τράπεζα της Ελλάδος για την αγορά επαγγελματικών ακινήτων, το δεύτερο εξάμηνο του 2021 η μέση ελάχιστη απόδοση των γραφείων υψηλών προδιαγραφών στα εμπορικότερα σημεία του κέντρου της Αθήνας εκτιμήθηκε στο 6,1%, ενώ αντίστοιχα για τα καταστήματα υψηλών προδιαγραφών στο 5,6%. Κατά την ίδια περίοδο, οι προσδοκίες για το πρώτο εξάμηνο του 2022 κρίθηκαν θετικές από την πλειοψηφία των στελεχών της αγοράς, με τη μεγαλύτερη αισιοδοξία να καταγράφεται για τις χρήσεις επαγγελματικών αποθηκών και τα ξενοδοχεία.

Τέλος, η οικοδομική δραστηριότητα για το σύνολο των ακινήτων επαγγελματικών χρήσεων (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) συνέχισε το πρώτο δίμηνο του 2022 την ανοδική της πορεία (ετήσιος ρυθμός 7,0% και 20,8% σε όρους αριθμού νέων αδειών και σε όρους όγκου νέων κατασκευών αντίστοιχα), ωστόσο σημειώθηκαν και αρνητικές μεταβολές σε συγκεκριμένες κατηγορίες επαγγελματικών χρήσεων. Ειδικότερα, θετικοί ρυθμοί καταγράφονται στον αριθμό νέων αδειών για την κατασκευή καταστημάτων και ξενοδοχείων, ενώ μείωση σημειώθηκε στον αριθμό νέων αδειών γραφείων.

Οι μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες προσδοκίες για την ελληνική αγορά ακινήτων παραμένουν θετικές, γεγονός που αποτυπώνεται στις αξίες και τις χαμηλές, αναλογικά με άλλες περιόδους αυξημένης αβεβαιότητας, αποδόσεις των ακινήτων εισοδήματος. Προϋποθέσεις για τη βραχυπρόθεσμη διατήρηση της δυναμικής της ελληνικής κτηματαγοράς είναι η σταδιακή αποκλιμάκωση της γεωπολιτικής κρίσης, αλλά και η αποκατάσταση της ομαλής λειτουργίας των εφοδιαστικών αλυσίδων μετά τη διατάραξη που ήταν απόρροια της υγειονομικής κρίσης και η οποία δεν έχει ακόμη τεθεί πλήρως υπό έλεγχο. Ωστόσο, επισημαίνεται ότι, ειδικά υπό τις παρούσες συνθήκες, είναι απαραίτητες περαιτέρω σημαντικές παρεμβάσεις προς την απλοποίηση και την επιτάχυνση των διαδικασιών μεταβιβάσεων, επενδύσεων και ανάπτυξης ακινήτων, ώστε να στηριχθεί η αγορά και να διασφαλιστεί η τρέχουσα δυναμική της.

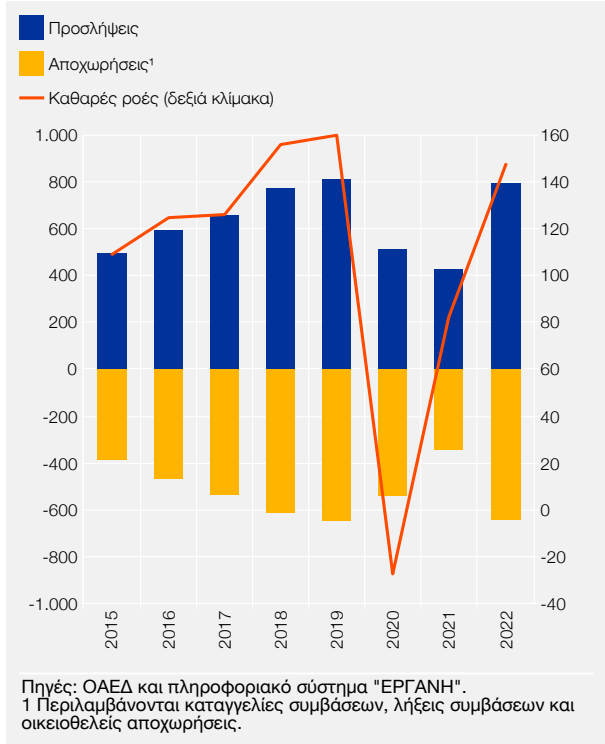
4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Η αγορά εργασίας επέδειξε ανθεκτικότητα κατά τη διάρκεια της υγειονομικής κρίσης, καθώς λόγω των δημοσιονομικών μέτρων προστασίας της απασχόλησης ο αριθμός των απασχολούμενων υποχώρησε με ηπιότερους ρυθμούς σε σχέση με το εισόδημα. Ωστόσο, μετά την άρση των μέτρων περιορισμού το Μάιο του 2021, η αγορά εργασίας σημείωσε σημαντική βελτίωση. Η απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,4% το 2021, ενώ η ανεργία συνέχισε την πτωτική της πορεία. Η τάση βελτίωσης της αγοράς εργασίας συνεχίζεται και το 2022, καθώς το α' τρίμηνο ο αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 11,6% έναντι της αντίστοιχης περιόδου το 2021, εξέλιξη που οφείλεται στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας και σε μεγάλο βαθμό σε επιδράσεις βάσης, δεδομένου ότι το α' τρίμηνο του 2021 η απασχόληση είχε υποχωρήσει κατά 5,9%. Για το σύνολο του 2022 η αύξηση της απασχόλησης αναμένεται να επιταχυνθεί, με κύριο μοχλό τον τουριστικό κλάδο.

Τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ αποτυπώνουν τη θετική εικόνα που παρουσίασε η αγορά εργασίας, καθώς το ισοζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα είναι θετικό. Πιο συγκεκριμένα, την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2022 δημιουργήθηκαν

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

(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία τετραμήνου)

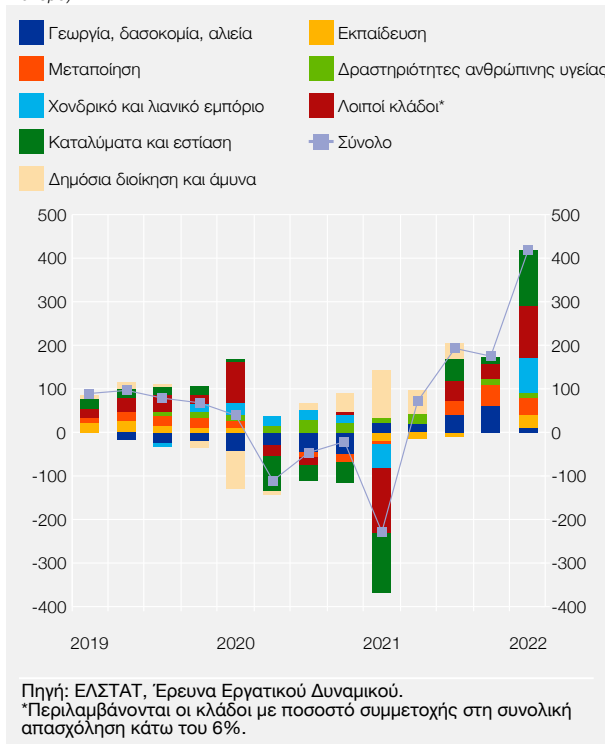


148.123 νέες θέσεις εργασίας, έναντι 81.942 την αντίστοιχη περίοδο του 2021 (βλ. Διάγραμμα IV.9), ενώ το θετικό ισοζύγιο είναι αποτέλεσμα κυρίως των αυξημένων προσλήψεων (+85,3%). Όσον αφορά τους επιμέρους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, η μεγαλύτερη αύξηση παρουσιάστηκε στις δραστηριότητες σχετικές με τον τουρισμό. Τέλος, οι προσλήψεις πλήρους απασχόλησης ανήλθαν στο 57,6% του συνόλου, ενώ οι προσλήψεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης στο 42,4% (έναντι 63,1% και 36,9% αντίστοιχα το πρώτο τετράμηνο του 2021).

Ο αριθμός των απασχολούμενων ανά τομέα οικονομικής δραστηριότητας σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ αυξήθηκε στον πρωτογενή και στο δευτερογενή τομέα (2,1% και 11,3% αντίστοιχα) το α' τρίμηνο του 2022 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2021, ενώ στον τριτογενή τομέα αυξήθηκε κατά 13,0%. Σε κλαδικό επίπεδο η αύξηση της απασχόλησης την ίδια περίοδο προήλθε κυρίως από την αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων στη μεταποίηση (11,2%), στις κατασκευές (9,5%), στο χονδρικό και λιανικό εμπόριο (13,0%), στην εκπαίδευση (9,3%) και, κυρίως, στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες (67,3%) (βλ. Διάγραμμα IV.10).

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

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



Η μισθωτή απασχόληση το α' τρίμηνο του 2022 αυξήθηκε σε ετήσια βάση (14,4%), ενώ ο αριθμός των λοιπών απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 5,8%, αντανακλώντας την αύξηση κυρίως των αυτοαπασχολούμενων με προσωπικό και δευτερευόντως των αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό. Η παρατηρούμενη αύξηση της απασχόλησης οφείλεται, μεταξύ άλλων, και στη συνεχιζόμενη επανένταξη των οικονομικά μη ενεργών στην αγορά εργασίας, καθώς λόγοι όπως το μέτρο της αναστολής των συμβάσεων εργασίας, με την επιστροφή της οικονομίας στην κανονικότητα, έχουν αρθεί.

Το ποσοστό μερικής απασχόλησης το α' τρίμηνο του 2022 ανήλθε σε 9,1% του συνόλου των απασχολούμενων (7,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2021), καθώς αποσύρθηκαν σταδιακά μέτρα πολλά από τα οποία είχαν συμβάλει στη δημιουργία θέσεων εργασίας πλήρους απασχόλησης.

Το ποσοστό ανεργίας το α' τρίμηνο του 2022 αποκλιμακώθηκε (13,8%, από 17,1% το α' τρίμηνο του 2021) τόσο στους άνδρες όσο και στις

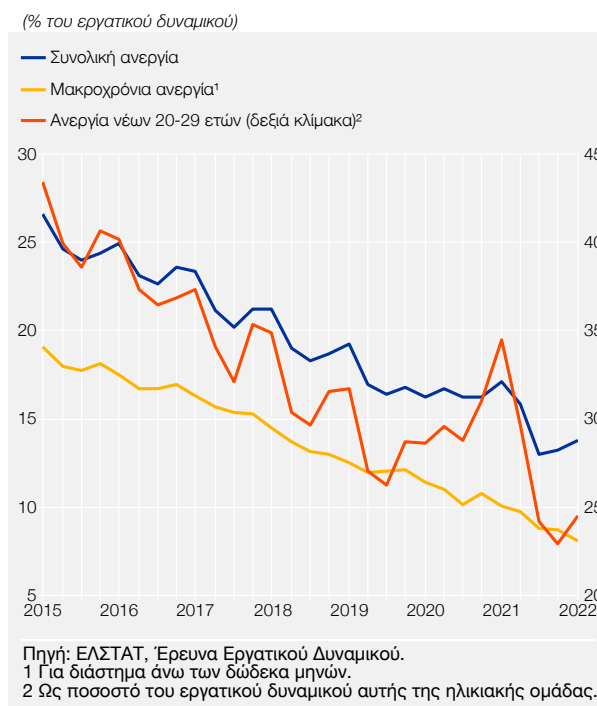
γυναίκες, ωστόσο η απόσταση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο παραμένει μεγάλη. Ειδικότερα, το ποσοστό ανεργίας των γυναικών υποχώρησε σε 18,0%, ενώ των ανδρών σε 10,5%. Ωστόσο, το ποσοστό των μακροχρόνια ανέργων αυξήθηκε (58,7%, από 58,4% το α' τρίμηνο του 2021). Την ίδια περίοδο το ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 20-29 ετών υποχώρησε στο 24,5% (έναντι 34,5% το α' τρίμηνο του 2021, βλ. Διάγραμμα IV.11).

Όσον αφορά τις εξελίξεις σε θεσμικό επίπεδο, σε συνέχεια της αύξησης κατά 2% από την 1η Ιανουαρίου 2022 και 7,5% από την 1η Μαΐου 2022, ο κατώτατος μισθός διαμορφώθηκε σε 713 ευρώ και το κατώτατο ημερομίσθιο σε 31,85 ευρώ (βλ. ενότητα 5.3). Επίσης, ο νόμος 4921/2022 ("Δουλειές ξανά") ρυθμίζει την αναδιοργάνωση της Δημόσιας Υπηρεσίας Απασχόλησης (που αντικαθιστά τον ΟΑΕΔ), την ψηφιοποίηση των υπηρεσιών της, την αναβάθμιση των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού και τη διάγνωση των εργασιακών αναγκών. Οι ρυθμίσεις του νόμου διαρθρώνονται σε τρεις άξονες που είναι: (α) ο εκ-

συγχρονισμός του ΟΑΕΔ με νέα ψηφιακά εργαλεία, όπως το ψηφιακό μητρώο, το ατομικό ψηφιακό σχέδιο δράσης για άτομα που αναζητούν εργασία και η αξιοποίηση της περιουσίας του Οργανισμού για την άσκηση στεγαστικής πολιτικής, (β) η επαναπροσέγγιση του θέματος των επιδομάτων, καθώς εισάγονται εισοδηματικά κριτήρια, τα οποία όμως δεν αφορούν το επίδομα ανεργίας, αλλά επιδόματα όπως ο κοινωνικός τουρισμός, οι μεταφορές κ.λπ., και (γ) ο εκσυγχρονισμός της επαγγελματικής κατάρτισης.³ Τέλος, ο επανασχεδιασμός των προγραμμάτων κατάρτισης ώστε να συνδέονται στενότερα με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας, η διασύνδεση της εκπαίδευσης με τις ανάγκες της πραγματικής οικονομίας, καθώς και η ενίσχυση των ψηφιακών δεξιοτήτων των εργαζομένων, αναδεικνύονται σε κυρίαρχα ζητήματα στο μεταβαλλόμενο περιβάλλον της αγοράς εργασίας.⁴

Παρά την αύξηση της αβεβαιότητας που έχει προκαλέσει ο πόλεμος στην Ουκρανία και τον υψηλό πληθωρισμό, οι προοπτικές της αγοράς εργασίας παραμένουν θετικές. Σε μεγάλο βαθμό, η καλή εικόνα που παρουσίασε η αγορά εργασίας κατά τη διάρκεια της υγειονομικής κρίσης και μετά την άρση της πλειοψηφίας των περιοριστικών μέτρων οφείλεται μεταξύ άλλων στην υλοποίηση σημαντικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων κατά την προηγούμενη δεκαετία, που θωράκισαν την αγορά εργασίας έναντι απρόβλεπτων δυσμενών καταστάσεων και την κατέστησαν πιο ευέλικτη. Εντούτοις, ο κίνδυνος από μια παράταση του πολέμου ή επιδείνωση της κατάστασης στην Ουκρανία και μια σημαντική αύξηση του ενεργειακού κόστους, που θα επηρέαζε

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



3 Καθιερώνεται για πρώτη φορά το επίδομα εργασίας, 50% του επιδόματος ανεργίας, για τους επιδοτούμενους ανέργους που βρίσκουν δουλειά. Επίσης, θα προβλέπεται μπόνους ύψους 300 ευρώ για τους μακροχρόνια ανέργους (πάνω από 5 χρόνια) που καταρτίζουν ψηφιακό ατομικό σχέδιο δράσης ώστε να βοηθηθούν στην επανένταξη στην αγορά εργασίας. Επιπλέον, εισάγονται εισοδηματικά κριτήρια για την παραμονή στο ψηφιακό μητρώο ανέργων και τη διατήρηση των βοηθημάτων και παροχών που συνδέονται με αυτό, ενώ ενεργοποιείται η διαγραφή από το μητρώο της Δημόσιας Υπηρεσίας Απασχόλησης για δύο χρόνια μετά από τρεις αρνήσεις κατάλληλων θέσεων εργασίας, κατά την πάγια ευρωπαϊκή πρακτική (δελτίο τύπου Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών Υποθέσεων 14.4.2022).

4 Στο πλαίσιο αυτό, η δημιουργία χώρων φύλαξης σε επιχειρήσεις αποτελεί ένα συμπληρωματικό μέτρο φροντίδας των παιδιών και μαζί με τις "Νταντάδες τις γειτονιάς", τις γονικές άδειες, τις άδειες πατρότητας και τις ευέλικτες ρυθμίσεις εργασίας του ν. 4808/2021 ενισχύει το γενικότερο πλέγμα εναρμόνισης οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής (δελτίο τύπου Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών Υποθέσεων 13.4.2022).

την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και την τουριστική κίνηση, θα είχε αρνητικές επιπτώσεις στην εγχώρια αγορά εργασίας. Παράλληλα, η επίμονα υψηλή ανεργία των τελευταίων ετών, παρά τη διαχρονική υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας, έχει επιτείνει το πρόβλημα της αναντιστοιχίας μεταξύ των ζητούμενων και των προσφερόμενων θέσεων εργασίας, καθώς σημαντικό τμήμα του εργατικού δυναμικού έχει χάσει μέρος των δεξιοτήτων του. Επίσης, παράγοντες όπως η γήρανση του πληθυσμού, η συνταξιοδότηση των εργαζομένων και η μετανάστευση εργατικού δυναμικού κατά τα χρόνια της κρίσης έχουν οδηγήσει σε ελλείψεις εργαζομένων χαμηλής και υψηλής εξειδίκευσης. Εντονότερο είναι το πρόβλημα στον κλάδο του τουρισμού, όπου ο εποχικός χαρακτήρας της δραστηριότητας οδήγησε σε έξοδο των εργαζομένων προς κλάδους με μεγαλύτερη ζήτηση όπως το λιανικό εμπόριο. Για την άμβλυση των αδυναμιών, απαραίτητη είναι η αναβάθμιση της τεχνικής εκπαίδευσης και η ενίσχυση της διαρκούς επιμόρφωσης του εργατικού δυναμικού με στόχο την απόκτηση των προσόντων και των δεξιοτήτων που συμβάλλουν στην ένταξη και την παραμονή στην αγορά εργασίας. Η αύξηση της απασχόλησης και η συμμετοχή στην αγορά εργασίας προϋποθέτουν την ενίσχυση της ζήτησης σε κλάδους και εργασίες με υψηλή προστιθέμενη αξία, την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων και την τόνωση της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας. Η υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0” θα ενισχύσει την ανάπτυξη και τις επενδύσεις και θα βοηθήσει στη διατήρηση και δημιουργία νέων θέσεων εργασίας.

5 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ, ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

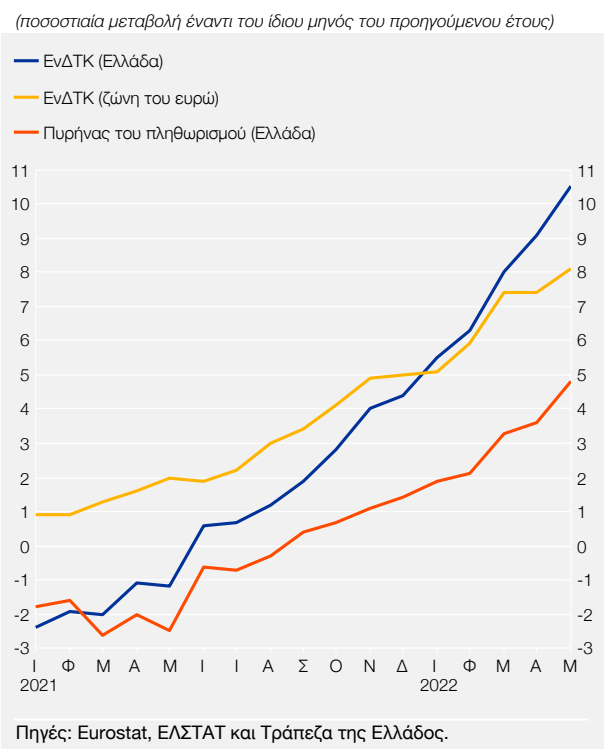
5.1 Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), μετά την πτώση που κατέγραψε το 2020 (-1,3%) και τη μερική ανάκαμψη το 2021 (0,6%), ακολούθησε έντονα αυξητική πορεία κατά τους πέντε πρώτους μήνες του 2022. Αντίστοιχη αυξητική πορεία, αλλά πιο υποτονική, ακολούθησε και ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ εξαιρουμένων των μη επεξεργασμένων τροφίμων και της ενέργειας, βλ. Διάγραμμα IV.12).

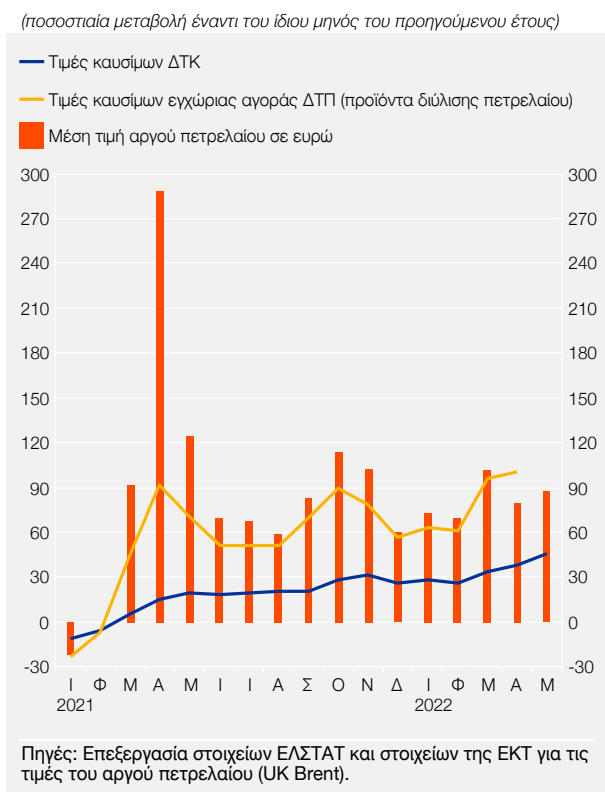
Η ανοδική πορεία του εναρμονισμένου πληθωρισμού ξεκίνησε στα μέσα του 2021, καθώς οι αυξήσεις της ενεργειακής συνιστώσας συνοδεύθηκαν και από τις αυξήσεις στα είδη διατροφής. Προϊόντος του χρόνου τόσο η ενίσχυση του ενεργειακού πληθωρισμού όσο και η επιστροφή σε θετικό έδαφος των δύο βασικών συνιστωσών του πυρήνα του πληθωρισμού (υπηρεσιών και μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών) μαζί με τις ανατιμήσεις στη διατροφή συνέβαλαν στην καταγραφή, μέχρι και το Δεκέμβριο του 2021, ετήσιων ρυθμών που δεν είχαν καταγραφεί για περισσότερο από μια δεκαετία.

Η ανοδική πορεία του πληθωρισμού συνεχίστηκε αμείωτη και κατά το πρώτο δίμηνο του 2022, ουσιαστικά πριν από την έναρξη του πολέμου στην Ουκρανία. Ο υψηλός πληθωρισμός προϋπήρξε των πολεμικών συγκρούσεων, αλλά από το Μάρτιο και μετά επιταχύνθηκε ακόμη περισσότερο. Η ενεργειακή συνιστώσα αποτελεί

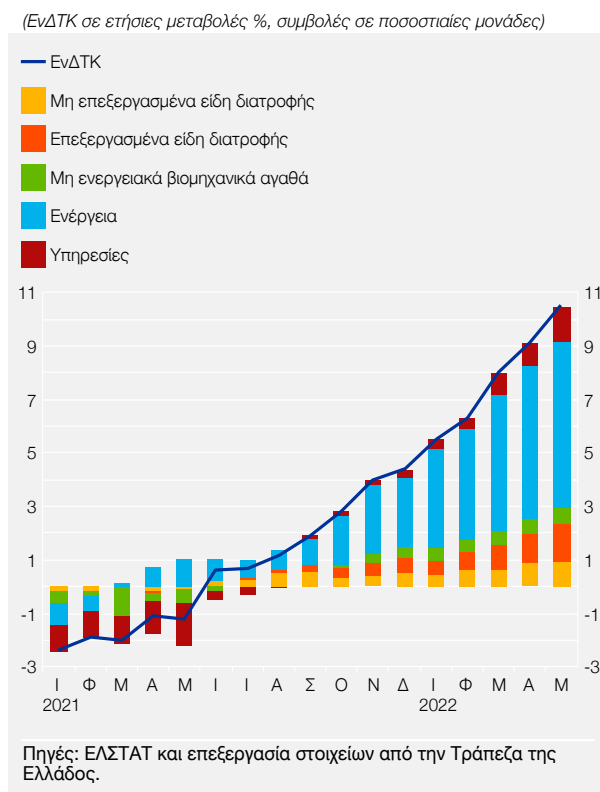
Διάγραμμα IV.12 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2021 - Μάιος 2022)



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



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



τον πλέον καθοριστικό παράγοντα της εντυπωσιακής αύξησης των τιμών. Ο ενεργειακός πληθωρισμός βρίσκεται σε συνεχή ανοδική πορεία από το Μάρτιο του 2021 και κατά το διαθέσιμο πεντάμηνο του 2022 καταγράφει κατά μέσο όρο ετήσιο ρυθμό 50,8%. Η εντυπωσιακή αύξηση του ενεργειακού πληθωρισμού αποδίδεται στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου, αλλά κατά τους τελευταίους μήνες οι αυξήσεις αυτές συνδέονται κατά κύριο λόγο με το ηλεκτρικό ρεύμα (μέσος ετήσιος ρυθμός πενταμήνου 2022: 75,3%) και το φυσικό αέριο (μέσος ετήσιος ρυθμός πενταμήνου 2022: 119,4%). Επιπλέον, το πετρέλαιο θέρμανσης αυξήθηκε κατά 53,2% το διάστημα Ιανουαρίου-Μαΐου 2022 και τα καύσιμα αυτοκινήτων κατά 28,6% (βλ. Διάγραμμα IV.13).

Σταθερά ανοδική παραμένει και η πορεία του πληθωρισμού των ειδών διατροφής. Το 2021 ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των διατροφικών αγαθών ήταν 1,2%, ενώ κατά το διαθέσιμο πρώτο πεντάμηνο του 2022 ο μέσος ρυθμός τους έχει ανέλθει στο 7,2%. Τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής κινούνται με μέσο ετήσιο ρυθμό 10,2% κατά το διάστημα Ιανουαρίου-Μαΐου 2022 (από 2,2% το 2021), τα δε επεξεργασμένα είδη διατροφής καταγράφουν μέσο ρυθμό 5,9% (από 0,7% το 2021). Ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής βρίσκεται σε αδιάλειπτη ανοδική πορεία από τον Ιούνιο του 2021. Κατά το διαθέσιμο πρώτο πεντάμηνο του 2022 σημαντικές αυξήσεις καταγράφουν οι υποδείκτες “ψωμί και δημητριακά” (8,2% από 0,7% το 2021), “κρέατα” (8,4% από 1,3%), “γαλακτοκομικά και αυγά” (8,9% από 0,6%), “έλαια και λίπη” (19,1% από 6,5%), “φρούτα” (8,2% από -1,2%), “λαχανικά” (12,9% από 2,3%) και “μη αλκοολούχα ποτά” (3,8% από -0,3%).

Οι δύο βασικές συστατικές του πυρήνα του πληθωρισμού, υπηρεσίες και μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά, μετά την παραμονή τους για 15 μήνες σε αποπληθωρισμό, επανήλθαν σε θετικό έδαφος το Σεπτέμβριο του 2021. Έκτοτε καταγράφουν αυξανόμενους ετήσιους ρυθμούς πληθωρισμού, ενώ μέσα στο 2022 οι ετήσιοι ρυθμοί τους έχουν ενισχυθεί περαιτέρω (βλ. Διάγραμμα IV.14).

Ο υψηλός πληθωρισμός φαίνεται να αποκτά πιο επίμονα χαρακτηριστικά, καθώς το αυξημένο ενεργειακό και διατροφικό κόστος διαχέεται στις συνιστώσες του πυρήνα του πληθωρισμού, δηλαδή στις υπηρεσίες και στα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά.

5.2 Επιχειρηματικά κέρδη

Η σημαντική ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας το 2021 επηρέασε θετικά την κερδοφορία των επιχειρήσεων, ύστερα από τα αρνητικά αποτελέσματα του 2020, κατά το οποίο πολλές επιχειρήσεις ήταν σε καθεστώς αναστολής λειτουργίας. Ιδιαίτερα σημαντική ήταν η συμβολή των επιχειρήσεων εστίασης και καταλυμάτων, που λειτούργησαν υπό κανονικές συνθήκες ύστερα από τους περιορισμούς του 2020, καθώς και των επιχειρήσεων στη μεταποίηση, όπου καταγράφηκε σημαντική άνοδος στην παραγωγή τους. Πιο συγκεκριμένα, το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των επιχειρήσεων αυξήθηκε κατά 41,1% το 2021 (έναντι μείωσης κατά 16,8% το 2020). Η βελτίωση αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας κατά 17,3%, παρά την αύξηση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας κατά 2,4%. Αντίθετα, η επίδραση των φόρων μείον επιδοτήσεων στην παραγωγή ήταν αρνητική. Σημειώνεται ότι καθοριστικός ήταν ο ρόλος των μέτρων δημοσιονομικής πολιτικής στη στήριξη του λειτουργικού πλεονάσματος των επιχειρήσεων από την αρχή της πανδημίας.

Το μερίδιο καθαρού κέρδους (που ορίζεται ως ο λόγος του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος προς την καθαρή προστιθέμενη αξία) αυξήθηκε σημαντικά το 2021 και ανήλθε σε 36,0%, έναντι 23,6% το 2020.

5.3 Κόστος εργασίας

Το 2021 η οριακή άνοδος του αριθμού των μισθωτών και η συγκρατημένη αύξηση των κατά κεφαλήν αμοιβών τους οδήγησαν σε αύξηση του συνόλου των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας, ενώ εντυπωσιακή ήταν η ανάκαμψη της παραγωγικότητας και σημαντική η μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Έτσι, όπως επισημάνθηκε στην Έκθεση του Διοικητή για το 2021, όλοι οι δείκτες κινήθηκαν προς την επιθυμητή κατεύθυνση (βλ. και Πίνακα IV.5).

Για το τρέχον έτος τα διαθέσιμα στοιχεία υποδηλώνουν ότι τουλάχιστον τους πρώτους μήνες συνεχιζόταν η συγκρατημένη αύξηση των αμοιβών της εργασίας.

Ειδικότερα στον επιχειρηματικό τομέα υπενθυμίζεται ότι από 1ης Ιανουαρίου αυξήθηκαν οι κατώτατοι μισθοί κατά 2% και από 1ης Μαΐου κατά 7,5%, με αποτέλεσμα ο κατώτατος μισθός να έχει πλέον διαμορφωθεί στα 713 ευρώ και το κατώτατο ημερομίσθιο στα 31,85 ευρώ. Επίσης, σύμφωνα με το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ, το πεντάμηνο Ιανουαρίου-Μαΐου 2022 υπογράφηκαν 78 επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις εργασίας, οι οποίες αφορούσαν 66.285 μισθωτούς. Από αυτές τις συμβάσεις οι 33 προέβλεπαν αυξήσεις μισθών, ενώ οι υπόλοιπες τούς διατηρούσαν σταθερούς ή αφορούσαν μη μισθολογικά ζητήματα.⁵

Εξάλλου, στον τομέα της γενικής κυβέρνησης οι δαπάνες για αμοιβές προσωπικού αυξήθηκαν κατά 1,6% το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου εφέτος σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2021.

Πίνακας IV.5 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2020-2022)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2020	2021	2022 (πρόβλ.)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	-2,5	1,7	5,8
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	-0,7	1,4	2,4
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	-7,9	7,8	0,4
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	7,8	-5,9	2,0
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	1,7	1,1	...
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	-4,5	-1,8	...

Πηγές: Για το 2020-2021: ΕΛΣΤΑΤ, στοιχεία τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών και λογαριασμών θεσμικών τομέων, 4.3-21.4.2022. Για το 2022: προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

5 Σε κλαδικό επίπεδο, υπογράφηκε στις 4 Απριλίου 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.

Στον επιχειρηματικό τομέα, η δεύτερη αύξηση των κατώτατων αποδοχών από το Μάιο και οι εξελίξεις του πληθωρισμού είναι πιθανόν να συντελέσουν σε μεγαλύτερες αυξήσεις μισθών τους τελευταίους οκτώ μήνες του έτους από ό,τι τους πρώτους τρεις ή τέσσερις. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, οι κατά κεφαλήν αμοιβές των μισθωτών θα αυξηθούν το 2022 σαφώς περισσότερο από ό,τι το 2021, όχι όμως υπερβολικά, η παραγωγικότητα θα εμφανίσει μικρή αύξηση (μετά τη μεγάλη περυσινή ανάκαμψη) και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα παρουσιάσει αύξηση, η οποία όμως θα αντισταθμίσει μόνο ένα μέρος της μείωσης του 2021 (βλ. Πίνακα IV.5).

5.4 Διεθνής ανταγωνιστικότητα

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας βελτιώθηκε γενικά το 2021, εξέλιξη που αναμένεται να συνεχιστεί ηπιότερα και το 2022, σε περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας ως προς την εμμονή, τη μεταβλητότητα και τις επιπτώσεις του υψηλού πληθωρισμού διεθνώς. Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας σημειώνεται πρόοδος σε πολλαπλά πεδία, όπως στον ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας και τη μείωση των φορολογικών συντελεστών, πρόοδος η οποία αναμένεται να συνεχιστεί και το 2022 επικουρούμενη από μεταρρυθμίσεις χρηματοδοτούμενες και από το Ταμείο Ανάκαμψης.

Αναλυτικότερα, για το 2022 ο δείκτης ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας αναμένεται να καταγράψει μικρότερη αύξηση (ανατίμηση) από το 1,1% του 2021, σύμφωνα με τους σχετικούς δείκτες που υπολογίζει για την ελληνική οικονομία η Τράπεζα της Ελλάδος. Το 2022 η αβεβαιότητα η οποία εντάθηκε από την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, αλλά και οι διαφορές στο βαθμό αντίδρασης στην άνοδο του πληθωρισμού μεταξύ Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ και ΕΚΤ αντανακλώνται μεταξύ άλλων και στην ενίσχυση του δολαρίου ΗΠΑ έναντι του ευρώ. Ταυτόχρονα, ανατίμηση έναντι του ευρώ παρατηρείται και για τη στερλίνα, το ελβετικό φράγκο, τη νορβηγική κορώνα και το δολάριο Αυστραλίας, σε αντίθεση με το γιεν, τη σουηδική κορώνα και την τουρκική λίρα. Επιπρόσθετα, βελτίωση (μείωση) καταγράφεται και στους εθνικούς εναρμονισμένους δείκτες ανταγωνιστικότητας (ΕνΔΑ) τους οποίους καταρτίζει η ΕΚΤ, τόσο της Ελλάδος όσο και άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.15).

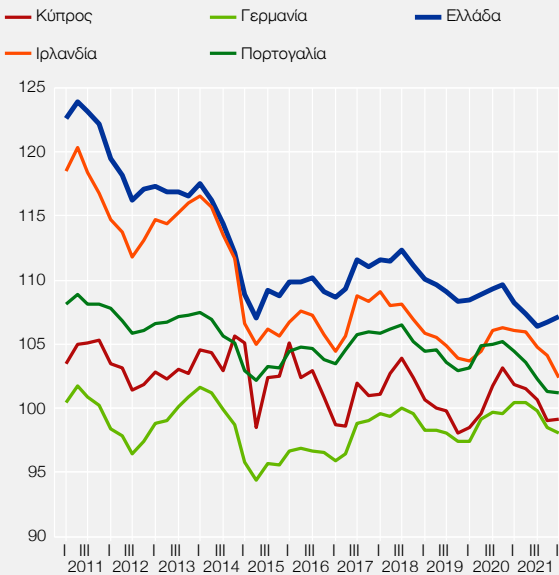
Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τους σχετικούς δείκτες τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) συνέχισε να μειώνεται (βελτιώνεται) για τρίτο συνεχόμενο έτος το 2021, κατά 1,3%, και αναμένεται να μειωθεί και το 2022, επειδή διατηρείται ευνοϊκή για την Ελλάδα η διαφορά πληθωρισμού σε σχέση με τους κυριότερους εμπορικούς εταίρους της (βλ. Πίνακα IV.6). Η αύξηση του πληθωρισμού, προκαλούμενη κυρίως από την εκτίναξη των τιμών της ενέργειας, έχει μεγαλύτερη επίπτωση στους εμπορικούς εταίρους σε σχέση με την Ελλάδα, καθώς είναι πιο ανοικτές οικονομίες και καταναλώνουν περισσότερη ενέργεια. Σε κάθε περίπτωση, οι επιπτώσεις του εισαγόμενου πληθωρισμού στο γενικό πληθωρισμό στην Ελλάδα, για όσο παραμένουν μικρότερες, θα παρέχουν ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Ο ΕνΔΤΚ για την Ελλάδα παρέμεινε χαμηλότερος της ζώνης του ευρώ και το 2021 (0,6% έναντι 2,6%), θα είναι όμως υψηλότερος το 2022 σε συνθήκες σημαντικής αύξησης σε όλες τις οικονομίες (7,6% για την Ελλάδα και 6,8% για τις χώρες της ζώνης του ευρώ).

Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας, μετά την αύξηση (χειροτέρευση) που σημείωσε το 2020, βελτιώθηκε έντονα, κατά 5,9% το 2021, υποχωρώντας κάτω από τα επίπεδα του 2000. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας υποχώρησε πολύ περισσότερο στην Ελλάδα (-5,9%) σε σχέση με την υποχώρηση ή στασιμότητα που παρατηρήθηκε στους κύριους εμπορικούς ανταγωνιστές. Υπενθυμίζεται ότι κατά τη διετία 2020-2021 οι εξελίξεις αυτές υπήρξαν έκτακτες και καθορίστηκαν εν πολλοίς από τα περιοριστικά μέτρα για την οικονομική δραστηριότητα και από τα προγράμματα στήριξης της απασχόλησης, τα οποία επέδρασαν συνδυαστικά στη μεγάλη διακύμανση της παραγωγικότητας της εργασίας (μεγάλη πτώση το 2020 και μεγάλη άνοδο το 2021) σχεδόν σε όλες τις προηγμένες οικονομίες. Συνεπώς οι μεταβολές στο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος υπήρξαν

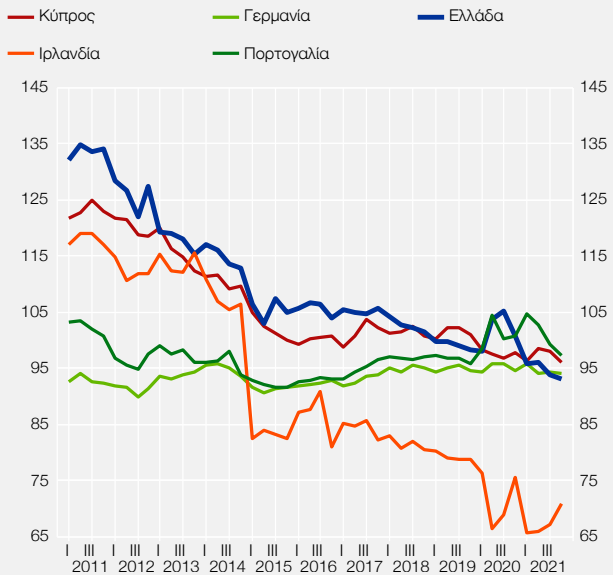
**Διάγραμμα IV.15 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας
(δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας)**

(τριμηνιαία στοιχεία, 2000=100)

α. Με βάση τους δείκτες τιμών καταναλωτή
(α' τρίμ. 2011 - α' τρίμ. 2022)



β. Με βάση τους δείκτες κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος
(α' τρίμ. 2011 - δ' τρίμ. 2021)



Πηγή: ΕΚΤ, Statistical Data Warehouse.

Σημειώσεις: Αύξηση (μείωση) των δεικτών υποδηλώνει χειροτέρευση (βελτίωση) της ανταγωνιστικότητας. Η μεταβολή του ΕνΔΑ της Ιρλανδίας το 2015 αντανακλά αναθεώρηση του τρόπου υπολογισμού των εθνικολογιστικών της στοιχείων.

περισσότερο τεχνικού χαρακτήρα και όχι αποτέλεσμα μεγάλων μεταβολών στα θεμελιώδη μεγέθη των ονομαστικών αποδοχών ή της υποκείμενης πραγματικής παραγωγικότητας της εργασίας. Η αύξηση του κατώτατου μισθού και άλλες τυχόν μισθολογικές αυξήσεις με σκοπό τον περιορισμό των απωλειών για τα πραγματικά εισοδήματα αναμένεται να αφήσουν το αποτύπωμά τους στις εξελίξεις του 2022, καθώς η αύξηση των αποδοχών θα συμβάλει στην αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, αν και λιγότερο σε σχέση με τους εμπορικούς μας εταίρους, όπου επίσης αναμένονται αυξήσεις προκειμένου να περιοριστούν οι επιπτώσεις του πληθωρισμού. Συγκεκριμένα, για το 2022 εκτιμάται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ότι το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, παρά την αύξηση του κατώτατου μισθού που αποφασίστηκε στην Ελλάδα, θα αυξηθεί λιγότερο στην Ελλάδα (1,2%, έναντι 2,3% στις χώρες της ζώνης του ευρώ και 2,5% στην ΕΕ⁶).

Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι θα αυξηθεί ελαφρώς το 2022. Παρά τη μικρή αυτή επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας, ο σχετικός δείκτης θα παραμείνει χαμηλότερα του επιπέδου του 2019, αλλά και του 2000, υποδηλώνοντας τη διατήρηση των σημαντικών πλεονεκτημάτων της προηγούμενης περιόδου κατά την οποία ανακτήθηκε η σωρευτική απώλεια της ανταγωνιστικότητας.

Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, αν και εμφάνισε βελτίωση σε ορισμένους τομείς το 2021, παραμένει συγκριτικά χαμηλή σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο. Η μείωση του κόστους των επιχειρήσεων σε όρους φορολογίας και εργοδοτικών εισφορών και η αύξηση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα είναι μερικοί από αυτούς. Οι παράγοντες διαταραχής και κινδύνου στο διεθνές μακροοικονομικό περιβάλλον λόγω της αύξησης του κόστους της ενέργειας και των δυσχερειών στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες είναι κοινού, παρόλο που δεν επηρεάζουν ισόρροπα τις χώρες, και επομένως δεν επηρεάζεται σημαντικά η

6 European Commission, *Economic Forecasts*, Spring 2022.

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	119,0	-0,3	126,1	0,6	119,0	-0,3	118,7	0,3
2015	110,6	-2,7	106,7	-4,7	106,9	-4,2	106,7	-4,7	103,4	-3,2
2016	112,0	1,3	107,1	0,4	103,2	-3,4	107,1	0,4	102,9	-0,5
2017	113,6	1,4	107,8	0,7	102,2	-1,0	107,8	0,7	102,2	-0,7
2018	116,0	2,1	108,8	0,9	100,3	-1,8	108,8	0,9	99,1	-3,0
2019	115,8	-0,2	107,4	-1,3	98,2	-2,1	107,4	-1,3	96,8	-2,3
2020	117,4	1,5	106,8	-0,6	101,5	3,4	106,8	-0,6	100,6	3,9
2021	118,7	1,1	105,4	-1,3	95,5	-5,9	105,4	-1,3	100,6	0,0
2022**	119,8	0,9	105,0	-0,4	96,7	1,2	104,2	-1,1	102,9	2,3

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

* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

** Εκτίμηση.

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

σχετική τους θέση στην ανταγωνιστικότητα, όπως αυτή αποτυπώνεται στους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας.

Σύμφωνα με την κατάταξη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του Ινστιτούτου IMD (*World Competitiveness Ranking*, 15.6.2022), η Ελλάδα υποχώρησε κατά μία θέση το 2021, κατατασσόμενη 47η μεταξύ 64 οικονομιών. Βελτίωση καταγράφηκε στη μακροοικονομική επίδοση (στην 51η από 52η), ενώ οι άλλοι τρεις υποδείκτες της επιχειρηματικής και κυβερνητικής αποτελεσματικότητας καθώς και των υποδομών ελαφρώς υποχώρησαν. Σύμφωνα με το IMD, οι σημαντικότερες προκλήσεις αφορούν την εισαγωγή ειδικών προγραμμάτων για το μετασχηματισμό του οικοσυστήματος της βιομηχανίας, την επέκταση σε νέες αγορές, την προσαρμογή των τοπικών οικοσυστημάτων της βιομηχανίας σε αρμονία με τις αρχές της ενεργειακής αποδοτικότητας και της κυκλικής οικονομίας, τη βελτίωση της δυνατότητας απασχόλησης του εργατικού δυναμικού με την εισαγωγή προγραμμάτων κατάρτισης και την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων μέσω της δυναμικής μεγάλων επενδύσεων και επιτάχυνσης της υλοποίησής τους. Στη δημοσίευση του ίδιου οργανισμού σχετικά με την κατάταξη όσον αφορά τον ψηφιακό μετασχηματισμό και την αξιοποίηση των ταλέντων, η θέση της Ελλάδας βελτιώθηκε κατά δύο και τρεις θέσεις αντίστοιχα.

Σύμφωνα με τον διεθνή δείκτη φορολογικής ανταγωνιστικότητας του Tax Foundation (18.10.2021), η Ελλάδα κατατάχθηκε και πάλι 29η μεταξύ 36 κρατών το 2021, όπως και το 2020. Ωστόσο, η επίδοσή της σε απόλυτους όρους βελτιώθηκε οριακά, καθώς, σύμφωνα με την έκθεση, πραγματοποιήθηκαν περαιτέρω μειώσεις στον εταιρικό φορολογικό συντελεστή (στο 22% από 24%), επεκτάθηκαν οι επιδοτήσεις φόρων για έρευνα και ανάπτυξη και θεσπίστηκε μικρή μείωση στο φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων. Ως συγκριτικά πλεονεκτήματα για την Ελλάδα καταγράφονται η χαμηλότερη φορολόγηση μερισμάτων κατά 5 ποσοστιαίες

μονάδες σε σχέση με τις χώρες του ΟΟΣΑ και η χαμηλή πολυπλοκότητα του εργατικού δικαίου. Τέλος, η Ελλάδα αναβαθμίστηκε κατά μία θέση (58η) στο δείκτη αντίληψης της διαφθοράς του Transparency International (Corruption Perception Index, 25.1.2022), με κύριους τομείς βελτίωσης μεταξύ άλλων την πρόσβαση στην πληροφορία και τη χρηματοδότηση των κομμάτων. Αν και κατατασσόμενες χαμηλά στην Ευρώπη, η Ελλάδα και η Ιταλία έχουν καταγράψει την τελευταία δεκαετία τη σημαντικότερη πρόοδο στον τομέα της διαφθοράς, υιοθετώντας σημαντικές μεταρρυθμίσεις. Σύμφωνα με το δείκτη ψηφιακής ωριμότητας του ΣΕΒ (15.2.2022), η Ελλάδα βελτίωσε την κατάταξή της κατά δύο θέσεις (25η) μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών. Οι τομείς με τις καλύτερες επιδόσεις, όπου η θέση της Ελλάδας παρουσιάζει βελτίωση αφορούν την ψηφιακή ωριμότητα του δημόσιου τομέα και της κοινωνίας, καθώς και τις υποδομές συνδεσιμότητας.

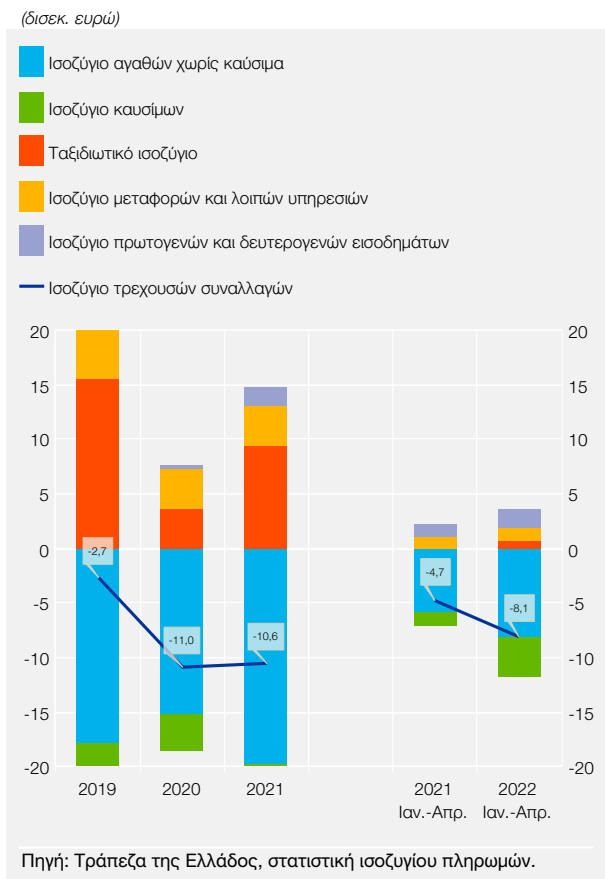
6 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) το 2021 παρουσίασε μικρή βελτίωση και το έλλειμμα του διαμορφώθηκε σε 5,9% του ΑΕΠ (έναντι 6,6% του ΑΕΠ το 2020). Θετική συμβολή είχαν κυρίως η συνεχιζόμενη ανοδική πορεία των εξαγωγών αγαθών, η ανάκαμψη των ταξιδιωτικών εισπράξεων και η αύξηση των καθαρών εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές, εξελίξεις οι οποίες αντισταθμίστηκαν από την ταχεία αύξηση των εισαγωγών αγαθών, λόγω της ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2022 το έλλειμμα του ΙΤΣ ήταν αυξημένο κατά 3,3 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2021. Ο ρυθμός ανόδου των εξαγωγών αγαθών περιορίστηκε και ο ρυθμός αύξησης των αντίστοιχων εισαγωγών επιταχύνθηκε, με αποτέλεσμα την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από την αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών, καθώς

συνεχίστηκαν η αποκατάσταση των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες και η άνοδος των καθαρών εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές. Παράλληλα, βελτίωση σημείωσε και το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων λόγω των εισροών από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) (βλ. Πίνακα 2 Στατιστικού Παραρτήματος και Διάγραμμα IV.16).

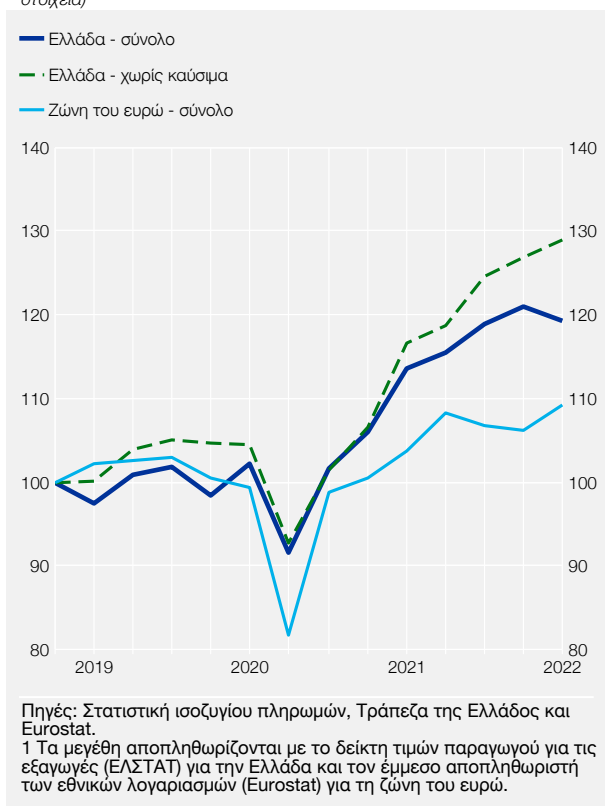
Διάγραμμα IV.16 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών



Η προαναφερόμενη αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών οφείλεται στην κατά 45,1% αύξηση της αξίας των εισαγωγών που ήταν ταχύτερη και μεγαλύτερη σε απόλυτο μέγεθος από την επίσης σημαντική άνοδο των εξαγωγών αγαθών, κατά 31,4%. Σε σταθερές τιμές, οι συνολικές εξαγωγές αυξήθηκαν κατά 2,5% και οι εισαγωγές κατά 20,5%. Το ισοζύγιο καυσίμων επιδεινώθηκε, λόγω των αυξημένων διεθνών τιμών των καυσίμων, αλλά και λόγω αφενός της μείωσης των εξαγωγών καυσίμων σε σταθερές τιμές (κατά 15,7%) και αφετέρου της αύξησης των αντίστοιχων εισαγωγών (κατά 12,3%). Επίσης, σε σταθερές τιμές, οι εξαγωγές χωρίς καύσιμα αυξήθηκαν κατά 8%, με τη μεγαλύτερη συμβολή να προέρχεται από τις εξαγωγές των κλάδων του μηχανολογικού εξοπλισμού, της κλωστοϋφαντουργίας και ενδύματος,

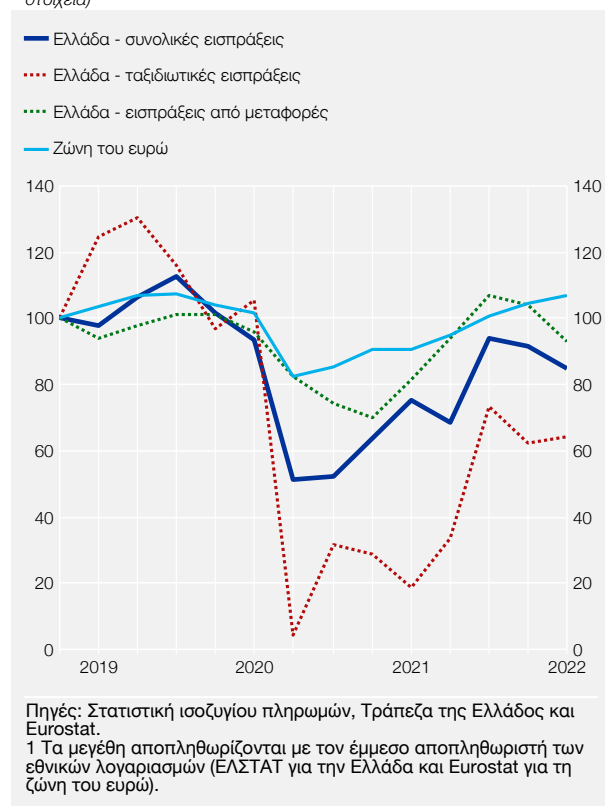
Διάγραμμα IV.17 Εξαγωγές αγαθών
(δ' τρίμηνο 2018 - α' τρίμηνο 2022)

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



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

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



των τροφίμων και ποτών και των μετάλλων. Οι εισαγωγές χωρίς καύσιμα σημείωσαν αύξηση κατά 22,0% σε σταθερές τιμές, κυρίως προερχόμενη από τις εισαγωγές καταναλωτικών και ενδιάμεσων αγαθών, που αντανακλούν την ανάκαμψη της κατανάλωσης και τη θετική πορεία του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, και σε μικρότερο βαθμό από τις εισαγωγές επενδυτικών αγαθών (βλ. Διάγραμμα IV.17).

Η βελτίωση του ισοζυγίου υπηρεσιών την ίδια περίοδο συνδέεται κυρίως με την αύξηση των καθαρών εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες (βλ. Διάγραμμα IV.18). Η τάση αποκατάστασης της δυναμικής του 2019 στην εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση γίνεται εμφανής ήδη με τη σημαντική αύξηση των αφίξεων και των ταξιδιωτικών εισπράξεων. Συγκεκριμένα, οι αφίξεις ανήλθαν στο 73,0% του επιπέδου του 2019, ενώ οι εισπράξεις στο 86,6%. Η μέση δαπάνη ανά ταξίδι αυξήθηκε κατά 17,1% το πρώτο τετράμηνο και βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα, υπερβαίνοντας και τα επίπεδα του 2019. Η ΕΕ παραμένει η κύρια πηγή ταξιδιωτών, αν και ήδη από το πρώτο τετράμηνο διαφαίνεται μία δυναμική στους ταξιδιώτες από χώρες εκτός ΕΕ και κυρίως από τις ΗΠΑ, με ρυθμό αύξησης μεγαλύτερο από εκείνον των ταξιδιωτών από χώρες της ΕΕ. Επίσης, τα έσοδα από τις κρουαζιέρες αποκαθίστανται από το πρώτο τετράμηνο και οι εισπράξεις φθάνουν το 58,0% του 2019.

Το ισοζύγιο μεταφορών βελτιώθηκε κατά 17%, αφού η αύξηση των καθαρών εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές υπεραντιστάθμισε την επιδείνωση του ισοζυγίου των λοιπών μεταφορών. Ειδικότερα, οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές αυξήθηκαν κατά 42,5%, εξέλιξη που οφείλεται τόσο την αύξηση των ναύλων όσο και στην ενίσχυση του δολαρίου ΗΠΑ έναντι του ευρώ.⁷

⁷ Σημειώνεται ότι το δολάριο ΗΠΑ είναι το βασικό νόμισμα συναλλαγών στον κλάδο της εμπορικής ναυτιλίας.

Συγκεκριμένα, το μέσο επίπεδο των ναύλων –σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea– σχεδόν διπλασιάστηκε συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του 2021 και αντανάκλα τη θετική πορεία των ναύλων στην αγορά τόσο του ξηρού (χύδην) φορτίου όσο και των πετρελαιοφόρων.⁸ Η επιδείνωση του ισοζυγίου των λοιπών μεταφορών συνδέεται κυρίως με την αύξηση των πληρωμών για μεταφορές εισαγόμενων αγαθών.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων μειώθηκε, ενώ το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων κατέγραψε πλεόνασμα έναντι ελλείμματος το πρώτο τετράμηνο του 2022 λόγω των εισροών από το Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, οι οποίες οδήγησαν σε αύξηση και το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαίων σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2021. Όσον αφορά τις εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ,⁹ την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2022 οι απολήψεις ανήλθαν σε 343 εκατ. ευρώ και οι αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ σε 1,5 δισεκ. ευρώ.¹⁰ Η Ελλάδα έχει απορροφήσει σωρευτικά το 79% των πόρων που της αναλογούν από τους διαρθρωτικούς πόρους του ΕΣΠΑ 2014-2020. Για το υπολειπόμενο ποσό έχουν ήδη αποφασιστεί έργα έτσι ώστε να διασφαλιστεί η εξ ολοκλήρου απορρόφησή του μέχρι το τέλος του 2023.

Τον Απρίλιο του 2022 εκταμιεύθηκε η πρώτη δόση της χρηματοδότησης μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Συγκεκριμένα, ποσό 0,8 δισεκ. ευρώ καταγράφηκε με τη μορφή άμεσων μεταβιβάσεων στο λογαριασμό της γενικής κυβέρνησης, το οποίο αποτελεί άμεση θετική συνεισφορά στο ΙΤΣ, και ποσό 0,9 δισεκ. ευρώ καταγράφηκε στο ισοζύγιο κεφαλαίων, καθώς συνδέεται με επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου και μειώνει τις χρηματοδοτικές ανάγκες της οικονομίας από το εξωτερικό, ενώ ποσό 1,85 δισεκ. ευρώ ήταν το ποσό που αφορά δάνεια και καταγράφεται στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Μαζί με την προχρηματοδότηση, η απορρόφηση του RFF ανήλθε σε 22% για τις επιδοτήσεις και 28% για τα δάνεια. Τέλος, μέχρι στιγμής στον RRF έχουν ενταχθεί έργα που αντιστοιχούν στο 56% της χρηματοδότησης με τη μορφή επιδοτήσεων.

Όσον αφορά τις προοπτικές για το 2022, οι αυξητικές τάσεις των εξαγωγών και εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, καθώς και η θετική συμβολή από τον RRF, αναμένεται να συνεχιστούν και το 2022, αλλά ο πόλεμος στην Ουκρανία θα επηρεάσει αρνητικά τα μεγέθη των μεταβολών. Γενικά, η αύξηση των διεθνών τιμών των ενεργειακών αγαθών και άλλων βασικών εμπορευμάτων θα μειώσει το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και συνεπώς την κατανάλωση, ενώ και οι επενδύσεις είναι πιθανόν να επηρεαστούν αρνητικά από το κλίμα αβεβαιότητας. Οι εξελίξεις αυτές αναμένεται να συντελέσουν στη μείωση της εξωτερικής αλλά και της εγχώριας ζήτησης, ασκώντας περιοριστικές επιδράσεις στις εξαγωγές και εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών. Ειδικότερα, η αύξηση των τιμών των καυσίμων θα εντείνει άμεσα τις πιέσεις, μέσω της διεύρυνσης του ελλείματος του ισοζυγίου των καυσίμων.¹¹ Συνολικά, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να αυξηθεί το 2022.

Ειδικότερα, οι εξαγωγές αγαθών εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν την ανοδική τους πορεία, εφόσον δεν αντιστραφεί η τάση ενίσχυσης της εξωτερικής ζήτησης και αποκατάστασης των διεθνών

8 Οι ναύλοι στα πλοία ξηρού (χύδην) φορτίου αυξήθηκαν κατά 24%, λόγω της ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας και των καθυστερήσεων στους λιμένες, οι οποίες περιορίζουν τη διαθέσιμη προσφορά πλοίων. Οι ναύλοι των πετρελαιοφόρων κατέγραψαν αξιοσημείωτη άνοδο, που όμως εν μέρει συνδέεται και με το χαμηλό επίπεδό τους την αντίστοιχη περίοδο του 2021.

9 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.

10 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.

11 Για πληρέστερη ανάλυση αναφορικά με το βαθμό μεταβλητότητας των εξαγωγών καυσίμων, βλ. Πλαίσιο IV.3, “Δείκτης αστάθειας των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών – Η επίδραση της πανδημίας”, *Νομισματική Πολιτική 2021 – Ενδιάμεση Έκθεση*, Δεκέμβριος 2021.

αλυσίδων προσφοράς, χάρη στη δυναμική της εξαγωγικής δραστηριότητας, η οποία επιτεύχθηκε τα προηγούμενα χρόνια. Παράλληλα όμως, η ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης και ειδικότερα των επενδύσεων, οι οποίες θα ενισχυθούν και από τα έργα που χρηματοδοτούνται από τον RRF, θα οδηγήσει στην αύξηση των εισαγωγών αγαθών, που δεν αναμένεται –τουλάχιστον βραχυχρόνια– να αντισταθμιστεί από την άνοδο των εξαγωγών, με αποτέλεσμα τη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών.

Το ισοζύγιο υπηρεσιών αναμένεται να βελτιωθεί σημαντικά το 2022. Οι προσδοκίες για την ταξιδιωτική κίνηση και τις σχετικές εισπράξεις είναι ευνοϊκές και αναμένεται να πλησιάσουν ακόμη περισσότερο τα επίπεδα του 2019. Εκτός από τη μεγάλη αύξηση των αφίξεων, παρατηρείται και αύξηση της μέσης δαπάνης ανά ταξίδι που σημαίνει ότι είναι καλύτερη η εισοδηματική κατάσταση των ταξιδιωτών που προσελκύει η Ελλάδα τα τελευταία χρόνια. Ειδικότερα, σημαντική αύξηση αναμένεται στον αριθμό των ταξιδιωτών από τις ΗΠΑ, οι οποίοι παραδοσιακά έχουν μεγαλύτερη μέση διάρκεια παραμονής και δαπάνης. Αντίθετα, οι αφίξεις ταξιδιωτών από τη Ρωσία αναμένεται να μειωθούν, χωρίς μεγάλες αρνητικές επιδράσεις στις συνολικές εισπράξεις, δεδομένου ότι το μερίδιο της Ρωσίας στις αφίξεις και τις εισπράξεις είναι περιορισμένη σε σύγκριση με άλλες συνήθεις αγορές προέλευσης ταξιδιωτών. Παράλληλα, η ανάπτυξη υποδομών για την κρουαζιέρα με τη δημιουργία λιμανιών αναχώρησης (home port) στην ελληνική επικράτεια (π.χ. στον Πειραιά και το Ηράκλειο) αναμένεται να αποδώσουν σημαντική αύξηση των σχετικών εσόδων. Οι προοπτικές για τις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές το 2022 εξακολουθούν να είναι θετικές, λόγω της αναμενόμενης ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου, καθώς και του χαμηλού ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου στόλου. Επιπροσθέτως, οι εισπράξεις από αεροπορικές μεταφορές αναμένεται να ενισχυθούν λόγω της ανάκαμψης των ταξιδιωτικών αφίξεων.

Θετική συμβολή στο ΙΤΣ το 2022 αναμένεται να έχουν εισροές τόσο από το υπάρχον (2014-20) και το νέο ΕΣΠΑ (2021-2027), όσο και από τα έκτακτα προγράμματα της ΕΕ λόγω της πανδημίας (π.χ. NGEU), οι οποίες θα καταγραφούν στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Επιπροσθέτως, οι μεταβιβάσεις με κεφαλαιακό χαρακτήρα θα μειώσουν τις συνολικές χρηματοδοτικές ανάγκες της οικονομίας, αφού καταγράφονται στο ισοζύγιο κεφαλαίων.

Όσον αφορά τις ξένες άμεσες επενδύσεις (ΞΑΕ), οι υποχρεώσεις των κατοίκων έναντι του εξωτερικού, οι οποίες αντιπροσωπεύουν την καθαρή εισροή ΞΑΕ στην Ελλάδα διαμορφώθηκαν το 2021 σε 4,1 δισεκ. ευρώ (2,5% του ΑΕΠ). Η ενισχυτική τάση συνεχίστηκε και την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2022, με τις εισροές να διαμορφώνονται σε 3,1 δισεκ. ευρώ και να αντιπροσωπεύουν πρωτίστως επενδύσεις σε συγχωνεύσεις και μετοχές και χορήγηση ενδοομικών δανείων. Οι συνολικές εισροές κατευθύνονται κυρίως στον κλάδο της μεταποίησης και στους κλάδους των υπηρεσιών (χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων και διαχείρισης ακινήτων μεταξύ άλλων). Οι κυριότερες χώρες προέλευσης των ΞΑΕ είναι το Λουξεμβούργο, η Γερμανία, η Ολλανδία και η Ελβετία. Για το σύνολο του 2022, η συμβολή των ΞΑΕ στη χρηματοδότηση του ΙΤΣ εκτιμάται ότι θα είναι σημαντική, όπως φαίνεται από τις εξελίξεις στην αρχή του τρέχοντος έτους. Οι ΞΑΕ εκτιμάται ότι θα ενισχυθούν ακόμη περισσότερο και λόγω της επιτάχυνσης των ιδιωτικοποιήσεων ως αποτέλεσμα συναλλαγών ή έργων που έχουν ήδη συμφωνηθεί και βρίσκονται σε τελικό στάδιο.¹²

Όσον αφορά τη Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ),¹³ στο τέλος του α' τριμήνου του 2022 οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας έναντι του εξωτερικού διαμορφώθηκαν σε 324 δισεκ. ευρώ (171% του ΑΕΠ), καταγράφοντας αύξηση κατά 4 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος του 2021. Η εξέλιξη

12 Βλ. Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2022, Πίνακας 5.4, σελ. 163.

13 Η ΔΕΘ αποτυπώνει, σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή, το ύψος των απαιτήσεων και υποχρεώσεων της χώρας έναντι μη κατοίκων. Σημειώνεται ότι μεταβολές στη ΔΕΘ αντανακλούν 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.

αυτή οφείλεται στην αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων αφενός των λοιπών τομέων της οικονομίας και αφετέρου των ξένων άμεσων επενδύσεων (βλ. παραπάνω). Σημειώνεται ότι, λόγω της σημαντικής αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ, η καθαρή ΔΕΘ ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε παρά την επιδείνωσή της σε απόλυτους όρους.

7 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Οι κινητήριες δυνάμεις της ισχυρής ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας το 2021 ήταν η ιδιωτική κατανάλωση, οι εξαγωγές και οι επενδύσεις. Σύμφωνα με τις αναθεωρημένες προβλέψεις του βασικού σεναρίου της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2022 αναμένεται να διαμορφωθεί σε 3,2% (βλ. Πίνακα IV.7). Αυτό αποτελεί αναθεώρηση προς τα κάτω σε σχέση με την πρόβλεψη (3,8%) που είχε δημοσιευθεί στην *Έκθεση του Διοικητή* τον Απρίλιο του 2022. Η αναθεώρηση αντανακλά την περαιτέρω αύξηση της αβεβαιότητας στην οικονομία λόγω της συνεχιζόμενης πολεμικής σύγκρουσης μεταξύ Ρωσίας και Ουκρανίας και την επιδείνωση των υποθέσεων για το κόστος ενέργειας και τις τιμές εν γένει, καθώς και τις συνέπειες που αυτές έχουν στην άσκηση νομισματικής πολιτικής.

Εντούτοις, σύμφωνα με πιο πρόσφατη ανακοίνωση για το ΑΕΠ του α' τριμήνου του 2022, σημειώθηκε αύξηση κατά 7,0% (εποχικά διορθωμένο και σε σταθερές τιμές) έναντι του ίδιου τριμήνου του προηγούμενου έτους και κατά 2,3% έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Η καλή επίδοση του α' τριμήνου υποστηρίζει το ενδεχόμενο ο προσδοκώμενος ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ για το 2022 να διαμορφωθεί υψηλότερα του 3,2% (τρέχον βασικό σενάριο), με την προϋπόθεση ότι αυτή η δυναμική θα συνεχιστεί και στα επόμενα τρίμηνα και δεν θα υπάρξουν πρόσθετοι καθοδικοί κίνδυνοι. Αν και η οικονομία φάνηκε να διατηρεί μια ισχυρή ορμή, θα πρέπει να επισημανθεί ότι η καλή επίδοση της ελληνικής οικονομίας κατά το α' τρίμηνο οφείλεται έως ένα βαθμό σε επιδράσεις βάσης, ενώ ταυτόχρονα ενσωματώνει μόνο εν μέρει τις οικονομικές συνέπειες της αβεβαιότητας που προκάλεσε η ρωσική εισβολή στην Ουκρανία.

Το 2023 ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να επιταχυνθεί στο 4,1%, ενώ σχετικά υψηλός εκτιμάται ότι θα είναι και το 2024 (3,6%), υπό την προϋπόθεση ότι η γεωπολιτική κρίση, θα αποκλιμακωθεί σύντομα, έως το τέλος του 2022, και ότι θα μειωθούν οι τιμές της ενέργειας.

Η καταναλωτική δαπάνη αναμένεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται το 2022, αλλά με αρκετά ηπιότερο ρυθμό συγκριτικά με το προηγούμενο έτος, εξαιτίας του χαμηλότερου διαθέσιμου πραγματικού εισοδήματος και της αυξημένης αβεβαιότητας. Τα επόμενα έτη η καταναλωτική δαπάνη θα καταγράψει ελαφρά υψηλότερους ρυθμούς ανόδου, ενισχυόμενη από την αναμενόμενη αύξηση της απασχόλησης, τη μείωση του πληθωρισμού, καθώς και από τη μείωση της υψηλής αποταμίευσης των τελευταίων ετών που ήταν αποτέλεσμα κυρίως της αναβολής δαπανών κατά τη διάρκεια της πανδημίας.

Οι επενδύσεις αναμένεται να αυξηθούν με πολύ υψηλούς ρυθμούς καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης 2022-2024, υποβοηθούμενες 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 32 δισεκ. ευρώ από το NGEU και αυτοί οι πόροι αναμένεται ότι θα προσελκύσουν επιπρόσθετα ιδιωτικά κεφάλαια. Παράλληλα αναμένεται η προσέλκυση αυξημένων ξένων άμεσων και έμμεσων επενδύσεων. Επίσης, η επιστροφή στην κανονικότητα και η βελτίωση του επενδυτικού κλίματος αναμένεται να συντείνουν στην υλοποίηση σχεδίων που ενδεχομένως είχαν αναβληθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας, αλλά και στην ανάληψη νέων ιδιωτικών πρωτοβουλιών.

Πίνακας IV.7 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2021	2022	2023	2024
ΑΕΠ (σταθερές τιμές) ¹	8,3	3,2	4,1	3,6
Ιδιωτική κατανάλωση	7,8	2,0	3,2	2,1
Δημόσια κατανάλωση	3,7	3,0	-1,2	0,7
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	19,6	14,1	12,0	11,3
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	21,9	7,2	5,1	3,6
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	16,1	7,6	3,6	2,7
ΕνΔΤΚ	0,6	7,6	2,4	1,7
ΕνΔΤΚ χωρίς τρόφιμα και ενέργεια	-1,1	2,4	1,9	2,1
Απασχόληση	1,4	2,8	2,6	2,4
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	14,7	13,2	11,9	10,7
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-5,9	-7,2	-5,8	-6,3

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

¹ Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός ανάπτυξης το 2022 αναμένεται να είναι 3,2%. Όμως, με βάση τα νέα εθνικολογιστικά στοιχεία του ΑΕΠ, τα οποία δόθηκαν στη δημοσιότητα προσφάτως από την ΕΛΣΤΑΤ και τα οποία δεν έχουν ληφθεί υπόψη στις μακροοικονομικές προβολές του Ευρωσυστήματος για την Ελλάδα, ο ρυθμός ανάπτυξης για το 2022 ενδεχομένως να είναι υψηλότερος.

Οι εξαγωγές αγαθών επέδειξαν ανθεκτικότητα κατά τη διάρκεια της πανδημίας και εκτιμάται ότι θα αυξηθούν με ικανοποιητικό ρυθμό την περίοδο 2022-2024. Οι εξαγωγές υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα κινηθούν ανοδικά. Οι τουριστικές εισπράξεις το 2022 αναμένεται να διαμορφωθούν στο 80% περίπου των εισπράξεων του 2019, μιας χρονιάς με τις καλύτερες επιδόσεις για τον ελληνικό τουρισμό, ενώ θα ακολουθήσουν ανοδική πορεία και το διάστημα 2023-2024. Τέλος, οι εισπράξεις από τις θαλάσσιες μεταφορές αναμένονται υψηλές, καθώς παρουσιάζουν ανοδική τάση τους τελευταίους μήνες λόγω της ισχυρής αγοράς ναύλων. Παράλληλα όμως άνοδο αναμένεται να σημειώσουν και οι εισαγωγές, ως αποτέλεσμα της τόνωσης της εγχώριας ζήτησης, ιδίως των επενδύσεων.

Ο αριθμός των απασχολούμενων εκτιμάται ότι θα αυξηθεί την περίοδο 2022-2024. Η καταγραφή υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, τα μέτρα που έχουν τεθεί σε εφαρμογή με σκοπό τη στήριξη της απασχόλησης και των εισοδημάτων, αλλά και η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, θα συνδράμουν στην αποκλιμάκωση της ανεργίας.

Ο πληθωρισμός, βάσει του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή, αναμένεται να διαμορφωθεί σε υψηλό επίπεδο το 2022, κυρίως λόγω της ανοδικής πορείας των ενεργειακών αγαθών, αλλά και των ανατιμήσεων στα είδη διατροφής, ενώ θα αποκλιμακωθεί το 2023 και περαιτέρω το 2024, κυρίως λόγω της αναμενόμενης αποκλιμάκωσης των τιμών της ενέργειας. Ο πυρήνας του πληθωρισμού θα είναι και αυτός υψηλός το 2022 και, παρότι θα αποκλιμακωθεί το 2023 και το 2024, θα παραμείνει σχετικά υψηλός, λόγω της ενσωμάτωσης των έντονων πληθωριστικών πιέσεων του 2022 στον πυρήνα.

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν το βασικό σενάριο των προβλέψεων της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί και σχετίζονται περισσότερο με εξωγενείς παράγοντες. Έτσι, ο ρυθμός μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας μπορεί να επιβραδυνθεί περισσότερο σε περίπτωση (α) περαιτέρω κλιμάκωσης του πολέμου στην Ουκρανία, καθώς αυτό θα οδηγήσει σε ισχυρότερες και πιο επίμονες πληθωριστικές πιέσεις, αύξηση της αβεβαιότητας και ενδεχόμενο περιορισμό στον ενεργειακό εφοδιασμό, (β) νέου κύματος της πανδημίας ή (γ) χαμηλού ποσοστού απορρόφησης κονδυλίων της ΕΕ στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Ταμείου Ανάκαμψης.

Σε ένα ιδιαίτερος δυσμενές σενάριο εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας θα είναι 1,8% το 2022, 0,3% το 2023 και 4,9% το 2024. Αυτές οι εκτιμήσεις βασίζονται σε υποθέσεις δυσμενών εξελίξεων σχετικά με τον πόλεμο στην Ουκρανία. Ειδικότερα, αυτό το σενάριο υποθέτει συνέχιση των πολεμικών συγκρούσεων έως και το 2023, αλλά και διατήρηση των γεωπολιτικών αναταράξεων έως και το 2024. Επιπλέον, υποθέτει πλήρη διακοπή των εισαγωγών φυσικού αερίου και πετρελαίου από τη Ρωσία, χωρίς άμεση αντικατάσταση από άλλους προμηθευτές.

Πλαίσιο IV.1

ΕΜΜΟΝΗ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ: ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΜΙΚΡΟΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΤΙΜΩΝ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ

Ο πληθωρισμός είναι αποτέλεσμα της σύνθεσης εκατομμυρίων μεμονωμένων μεταβολών τιμών. Ουσιαστικά, ο μηνιαίος πληθωρισμός μπορεί να υπολογιστεί με βάση το ποσοστό των τιμών που αλλάζουν ένα δεδομένο μήνα επί το μέσο ποσοστιαίο μέγεθος αυτής της μεταβολής.¹ Στο παρόν πλαίσιο εξετάζεται η πορεία του πληθωρισμού τα τελευταία χρόνια υπό το πρίσμα των εξελίξεων στη συχνότητα και στο μέγεθος της μεταβολής των τιμών.

Για την ανάλυσή μας αξιοποιούμε τη βάση μικροδεδομένων τιμών που έχει αναπτυχθεί από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) και χρησιμοποιείται για την κατασκευή του ελληνικού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ). Τα διαθέσιμα μικροδεδομένα παρέχουν πληροφορίες για 742 προϊόντα (αγαθά και υπηρεσίες) από διαφορετικά σημεία πώλησης,² τα οποία αντιστοιχούν συνολικά σε 46.729 μοναδικούς κωδικούς προϊόντων (συνολικά 8 εκατομμύρια τιμές).³ Τα πρωτογενή στοιχεία είναι μηνιαία για την περίοδο από τον Ιανουάριο του 2002 μέχρι το Μάρτιο του 2020. Καλύπτουν σχεδόν δύο δεκαετίες και κατά μέσο όρο περίπου το 75% του ΔΤΚ.

Ο μηνιαίος πληθωρισμός μπορεί να υπολογιστεί ως το γινόμενο του ποσοστού των τιμών που αλλάζουν ένα δεδομένο μήνα (συχνότητα μεταβολής των τιμών) και του μέσου μεγέθους αυτής της μεταβολής: $\pi_t = f_t * dp_t$, όπου π_t είναι ο μηνιαίος πληθωρισμός, f_t η συχνότητα μεταβολής των τιμών και dp_t το μέγεθος της μέσης ποσοστιαίας μεταβολής των τιμών.⁴ Κατ' επέκταση, οι μεταβολές τιμών διακρίνονται σε αυξήσεις και μειώσεις και η ανωτέρω εξίσωση μπορεί να διατυπωθεί ως εξής: $\pi_t = f_t^+ dp_t^+ - f_t^- |dp_t^-|$.⁵ Με βάση τις μηνιαίες τιμές σε επίπεδο προϊόντος, μπορούν να υπολογιστούν τόσο η μέση μηνιαία συχνότητα μεταβολής των τιμών όσο και η μέση μεταβολή τιμής (αύξηση/μείωση). Ο ετήσιος πληθωρισμός μπορεί να υπολογιστεί, κατά προσέγγιση, βάσει του μηνιαίου πληθωρισμού.⁶

1 Η ανάλυση στο παρόν πλαίσιο στηρίζεται στα αποτελέσματα της υπό εξέλιξη ερευνητικής εργασίας "Endogenous frequencies and large shocks: price-setting in Greece during the crisis", H. Dixon, T. Kosma and P. Petroulas. Για τους ορισμούς που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση, βλ. Klenow, P. J. and O. Kryvtsov (2008), "State-Dependent or Time-Dependent Pricing: Does It Matter for Recent U.S. Inflation?", *The Quarterly Journal of Economics*, 123(3), 863-904 και Wulfsberg, F. (2016), "Inflation and Price Adjustments: Micro Evidence from Norwegian Consumer Prices 1975-2004", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 8(3), 175-194.

2 Για κάθε προϊόν, κάθε μήνα συλλέγονται τιμές από πολλά σημεία τιμοληψίας ανά περιφέρεια. Μια ενδεικτική στατιστική παρατήρηση στο δείγμα είναι π.χ. το "ρύζι μακρόσπερμο τύπου καρολίνα" σε ένα κατάστημα/σημείο τιμοληψίας στην Αττική τον Ιανουάριο του 2017.

3 Στη βάση μικροδεδομένων δεν περιλαμβάνονται ως επί το πλείστον η ενέργεια, τα νωπά φρούτα και λαχανικά, κάποιες υπηρεσίες και οι διοικητικά καθοριζόμενες τιμές. Ως εκ τούτου, τα αποτελέσματα του πλαισίου σχετίζονται με τον πυρήνα του πληθωρισμού ΔΤΚ.

4 Η παρούσα ανάλυση διενεργείται σε μη σταθμισμένα στοιχεία. Σε γενικές γραμμές, τα βασικά ευρήματα δεν επηρεάζονται από τη στάθμιση.

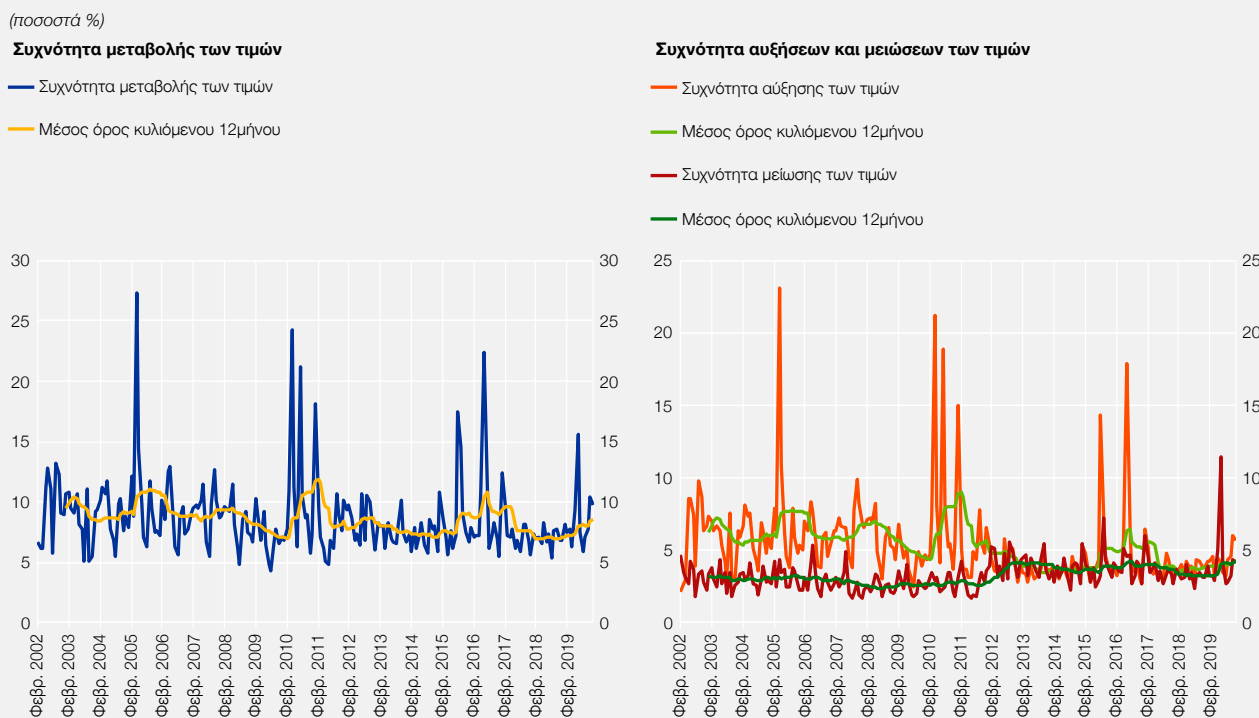
5 Τα + και - στους εκθέτες της εξίσωσης υποδηλώνουν αυξήσεις και μειώσεις τιμών αντίστοιχα.

6 Ο εκτιμώμενος από τα μικροδεδομένα ετήσιος πληθωρισμός είναι πολύ κοντά στον "επίσημο" πυρήνα του πληθωρισμού ΔΤΚ (χωρίς την ενέργεια και τα νωπά φρούτα και λαχανικά).

Συχνότητα και μέγεθος μεταβολής των τιμών

Στο Διάγραμμα Α,⁷ αριστερό γράφημα, φαίνεται ότι η συχνότητα μεταβολής των τιμών εκ πρώτης όψεως δεν έχει αλλάξει σημαντικά διαχρονικά.⁸ Παρά ταύτα, αν διαχωρίσουμε τη συνολική συχνότητα μεταβολής των τιμών σε αυξήσεις και μειώσεις, βλέπουμε στο Διάγραμμα Α, δεξιό γράφημα, ότι μετά την κρίση χρέους και κατά τη διάρκεια της περιόδου χαμηλού πληθωρισμού παρατηρείται σημαντική μείωση της συχνότητας αύξησης των τιμών, ενώ ταυτόχρονα η συχνότητα μείωσης των τιμών αρχίζει σταδιακά να αυξάνεται, ώστε τα δύο ποσοστά να συγκλίνουν κατά τη διάρκεια της περιόδου χαμηλού πληθωρισμού.⁹

Διάγραμμα Α Συχνότητα μεταβολής των τιμών



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Στο Διάγραμμα Β, το οποίο παρουσιάζει τα ποσοστά (μερίδια) των αυξήσεων και των μειώσεων τιμών στο σύνολο των μεταβολών των τιμών, φαίνεται επίσης ότι το μερίδιο των αυξήσεων μειώνεται σημαντικά μετά το 2011. Συνεπώς, η περίοδος χαμηλού πληθωρισμού συσχετίζεται με μια αξιοσημείωτη μείωση του ποσοστού των αυξήσεων και μια κατ' αντιστοιχία σημαντική αύξηση του ποσοστού των μειώσεων.

Όπως προαναφέρθηκε, ο πληθωρισμός προσδιορίζεται, πέρα από τα σχετικά ποσοστά μεταβολών των τιμών, και με βάση το μέγεθος αυτών των μεταβολών (αυξήσεων και μειώσεων). Στο Διάγραμμα Γ φαίνεται ότι κατά τη διάρκεια της περιόδου χαμηλού πληθωρισμού έχει αυξηθεί σημαντικά τόσο το μέσο μέγεθος των αυξήσεων όσο και των μειώσεων και μάλιστα κατά αντίστοιχα ποσοστά.

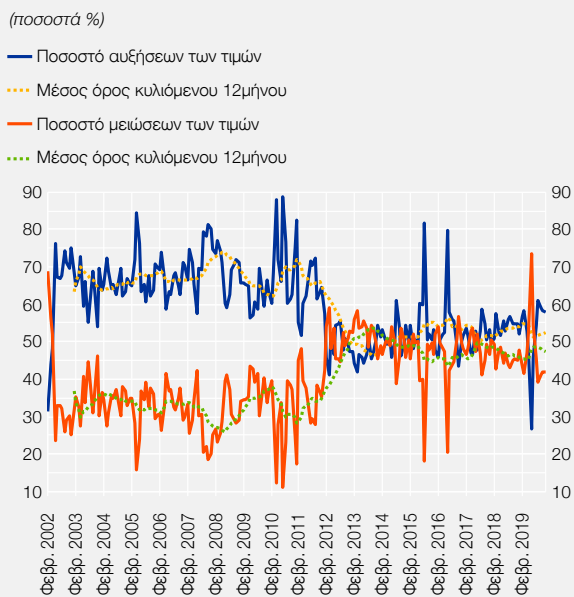
Δεδομένου ότι την τελευταία δεκαετία παρατηρούνται σημαντικές μεταβολές στη συχνότητα και το μέγεθος μεταβολής των τιμών, μια ερώτηση που μπορεί να τεθεί είναι κατά πόσον αυτές οι εξελίξεις επηρεάζονται από το

⁷ Από την ανάλυση έχουν εξαιρεθεί οι εκπτώσεις.

⁸ Οι ακραίες τιμές στη συχνότητα μεταβολών των τιμών συνδέονται με μεταβολές του ΦΠΑ σε ένα μεγάλο ποσοστό προϊόντων του δείγματος.

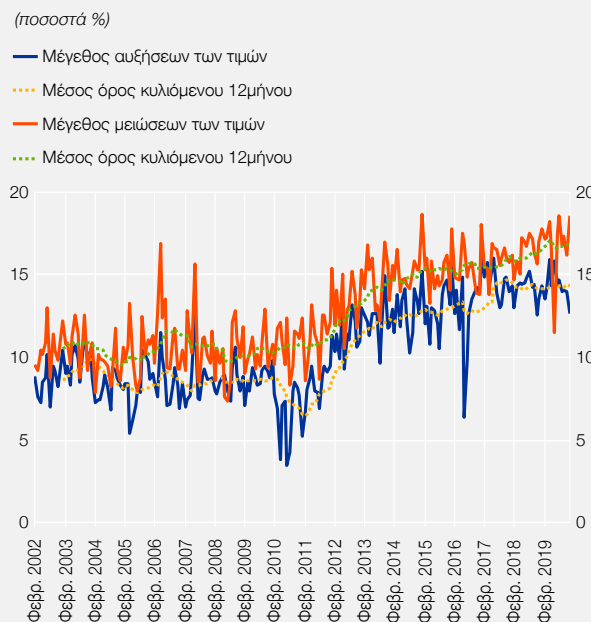
⁹ Την περίοδο 2002-2010 ο μέσος πληθωρισμός κυμαίνονταν στο 3,4%, ενώ την περίοδο 2011-2019 στο 0,4%.

Διάγραμμα Β Ποσοστά αυξήσεων και μειώσεων των τιμών



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα Γ Μέγεθος αυξήσεων και μειώσεων των τιμών



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

μακροοικονομικό περιβάλλον. Θα πρέπει να τονιστεί ότι η ανάλυση περιλαμβάνει μια περίοδο σοβαρών οικονομικών διαταραχών για την Ελλάδα. Συγκεκριμένα, το ΑΕΠ μειώθηκε κατά περίπου 26% την περίοδο 2010-2013. Για το σκοπό αυτό εκτιμώνται τέσσερις διαφορετικές παλινδρομήσεις με εξαρτημένες μεταβλητές τη συχνότητα αύξησης, τη συχνότητα μείωσης, το μέγεθος αύξησης και το μέγεθος μείωσης τιμών. Σε καθεμία από τις τέσσερις αυτές εξισώσεις χρησιμοποιούνται ως ανεξάρτητες μεταβλητές ο ετήσιος πληθωρισμός, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του όγκου των λιανικών πωλήσεων, η ανεργία και η χρονική υστέρηση της ίδιας της εξαρτημένης μεταβλητής.¹⁰ Όλες οι μεταβλητές είναι σε μηνιαία συχνότητα. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ο ετήσιος πληθωρισμός του προηγούμενου μήνα έχει μια στατιστικά σημαντική θετική επίδραση στη συχνότητα των αυξήσεων των τιμών και αρνητική στη συχνότητα των μειώσεων. Με άλλα λόγια, όταν αυξάνεται ο ετήσιος πληθωρισμός, αυξάνεται η συχνότητα αύξησης των τιμών και μειώνεται η συχνότητα μείωσης. Όσον αφορά την επίδραση του πληθωρισμού, αυτή φαίνεται να είναι μεγαλύτερη στην περίπτωση της συχνότητας των αυξήσεων, με μια ελαστικότητα της τάξεως του 0,342 για τη συχνότητα αύξησης έναντι -0,167 για τη συχνότητα μείωσης. Όσον αφορά το μέγεθος των αυξήσεων και των μειώσεων των τιμών, ο πληθωρισμός δεν φαίνεται να έχει στατιστικά σημαντική επίδραση σε αυτό. Συμπερασματικά, αν ο ετήσιος πληθωρισμός τον προηγούμενο μήνα ήταν υψηλός, τον τρέχοντα μήνα ένα ελαφρώς μεγαλύτερο ποσοστό επιχειρήσεων θα αυξήσει τις τιμές και ένα ελαφρώς μικρότερο ποσοστό θα τις μειώσει. Αυτή η απόφαση αυτομάτως θα αυξήσει τον σημερινό μηνιαίο πληθωρισμό. Κατ' επέκταση θα αυξήσει και λίγο περισσότερο τον σημερινό ετήσιο πληθωρισμό, τον επόμενο μήνα ακολουθείται η ίδια διαδικασία κ.ο.κ.

Αποτελέσματα προσομοιώσεων

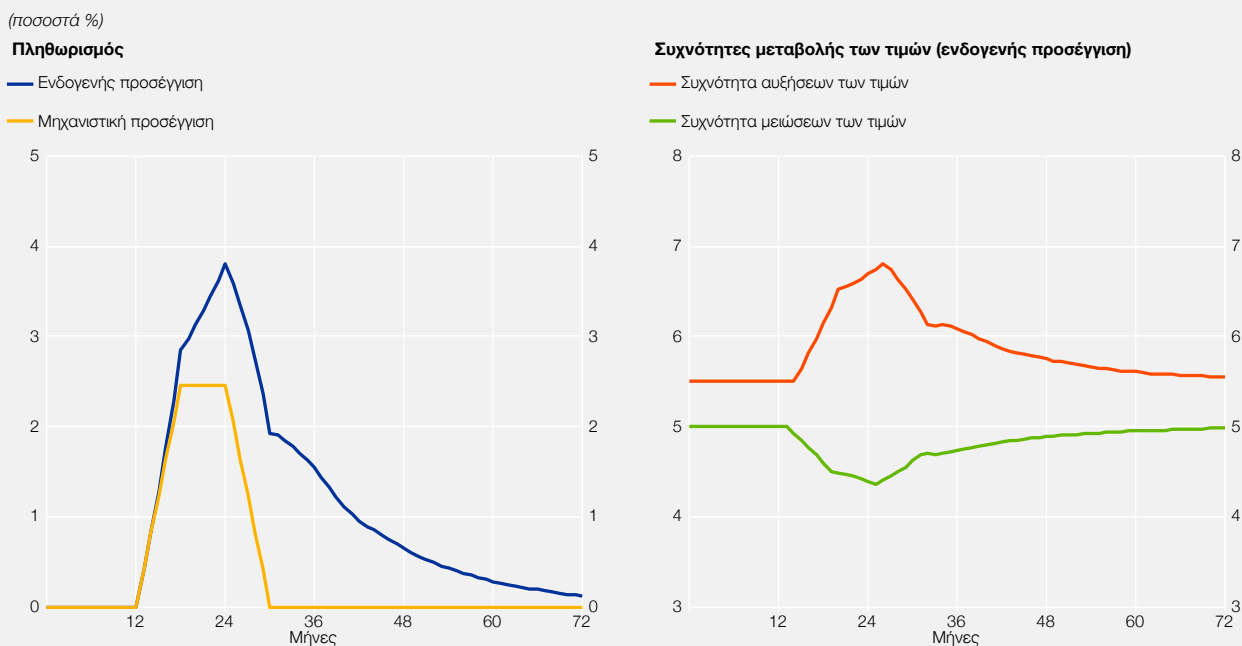
Με βάση τη συσχέτιση της συχνότητας μεταβολής των τιμών με τον ετήσιο πληθωρισμό, όπως προκύπτει από τις εκτιμώμενες παλινδρομήσεις, μπορούμε να εξετάσουμε τη συμπεριφορά του πυρήνα του πληθωρισμού σε

¹⁰ Επιπλέον περιλαμβάνουμε μηνιαίες ψευδομεταβλητές ώστε να ληφθεί υπόψη η εποχικότητα, καθώς και ψευδομεταβλητές για τους μήνες εφαρμογής αλλαγών του ΦΠΑ. Για την εκτίμηση χρησιμοποιούμε τη μέθοδο των βοηθητικών μεταβλητών (instrumental variables estimation), όπου ο ετήσιος πληθωρισμός, ο ρυθμός μεταβολής του όγκου λιανικού εμπορίου και η ανεργία προσεγγίζονται με χρονικές υστερήσεις των ίδιων μεταβλητών.

μια εξωγενή διαταραχή, όπως π.χ. μια αύξηση των τιμών της ενέργειας. Για το σκοπό αυτό, διενεργούμε απλές προσομοιώσεις υποθέτοντας μια προσωρινή διαταραχή που αυξάνει το μέγεθος της μέσης αύξησης των τιμών κατά 8,2 ποσοστιαίες μονάδες. Η επιλογή του μεγέθους της διαταραχής στηρίζεται στις ακόλουθες υποθέσεις. Χρησιμοποιώντας πίνακες εισροών-εκροών διαπιστώνεται ότι η ενέργεια αντιπροσωπεύει περίπου το 8,2% της ενδιάμεσης κατανάλωσης της ελληνικής οικονομίας. Υποθέτουμε αύξηση 100% της τιμής της ενέργειας, με πλήρη μετακύλιση.¹¹ Διενεργούμε τις ακόλουθες ασκήσεις προσομοίωσης. Μία “μηχανιστική” προσέγγιση, στην οποία οι συχνότητες αυξήσεων και μειώσεων των τιμών παραμένουν σταθερές, και μία “ενδογενή” στην οποία οι συχνότητες μεταβολής αυξήσεων και μειώσεων είναι ενδογενείς, καθώς –όπως παρατηρείται– ο ετήσιος πληθωρισμός αποτελεί στατιστικά σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα της συχνότητας αυξήσεων και μειώσεων των τιμών. Υποθέτουμε, σε τρία εναλλακτικά σενάρια, ότι η διαταραχή ξεκινά το δεύτερο έτος και διαρκεί 6, 12 και 24 μήνες αντίστοιχα, δηλαδή οι τιμές της ενέργειας επιστρέφουν στα αρχικά τους επίπεδα μετά από 6, 12, και 24 μήνες. Τα Διαγράμματα Δ, Ε και ΣΤ δείχνουν τα αποτελέσματα αυτών των προσομοιώσεων. Φαίνεται ότι τόσο η απόκριση όσο και η εμμoneή του πληθωρισμού είναι μεγαλύτερες στην ενδογενή προσέγγιση. Επίσης η απόκριση και εμμoneή του πληθωρισμού αυξάνονται με τη διάρκεια της διαταραχής.

Τόσο η μεγαλύτερη απόκριση όσο και η μεγαλύτερη εμμoneή οφείλονται στην ενδογενή απόκριση των συχνοτήτων αυξήσεων και μειώσεων τιμών (βλ. δεξιά γραφήματα στα Διαγράμματα Δ, Ε και ΣΤ). Συνεπώς, από την ανάλυση φαίνεται ότι σε ένα περιβάλλον όπου οι αποφάσεις των επιχειρήσεων σχετικά με την τιμολογιακή τους πολιτική επηρεάζονται από τον πληθωρισμό, μια διαταραχή στις τιμές μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερη αντίδραση και εμμoneή του πληθωρισμού.

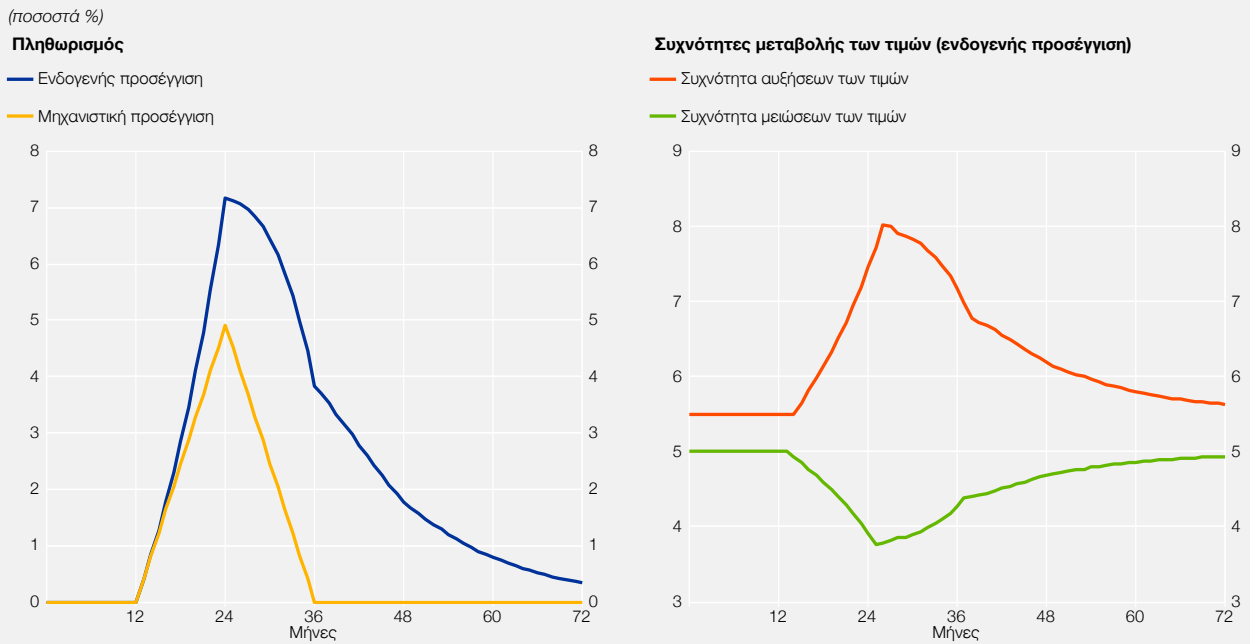
Διάγραμμα Δ Αποτελέσματα προσομοιώσεων - διάρκεια διαταραχής 6 μήνες



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, οικονομετρική ανάλυση από την Τράπεζα της Ελλάδος.

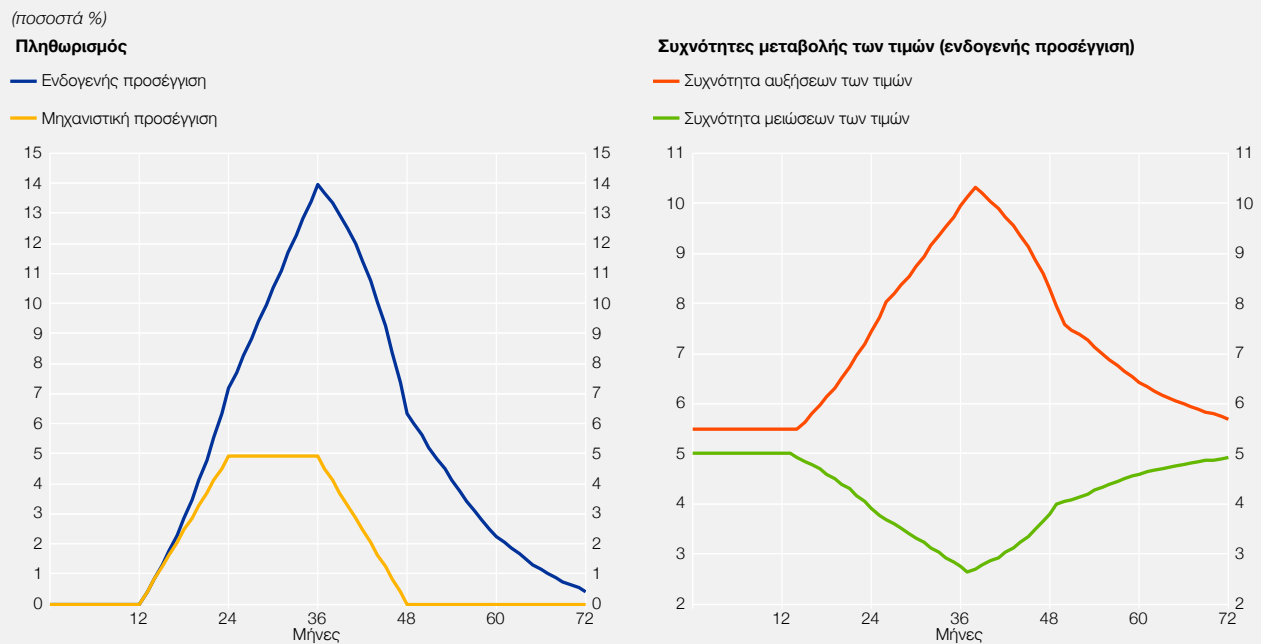
11 Σύμφωνα με συνθετικούς δείκτες των τιμών της ενέργειας (ECB Working Group of Forecasting), οι τιμές της ενέργειας αυξήθηκαν το Μάρτιο του 2021 κατά 100% σε ετήσια βάση και η μέση αύξηση έως και τον Απρίλιο του 2022 είναι περίπου 130%.

Διάγραμμα Ε Αποτελέσματα προσομοιώσεων - διάρκεια διαταραχής 12 μήνες



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, οικονομετρική ανάλυση από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα ΣΤ Αποτελέσματα προσομοιώσεων - διάρκεια διαταραχής 24 μήνες



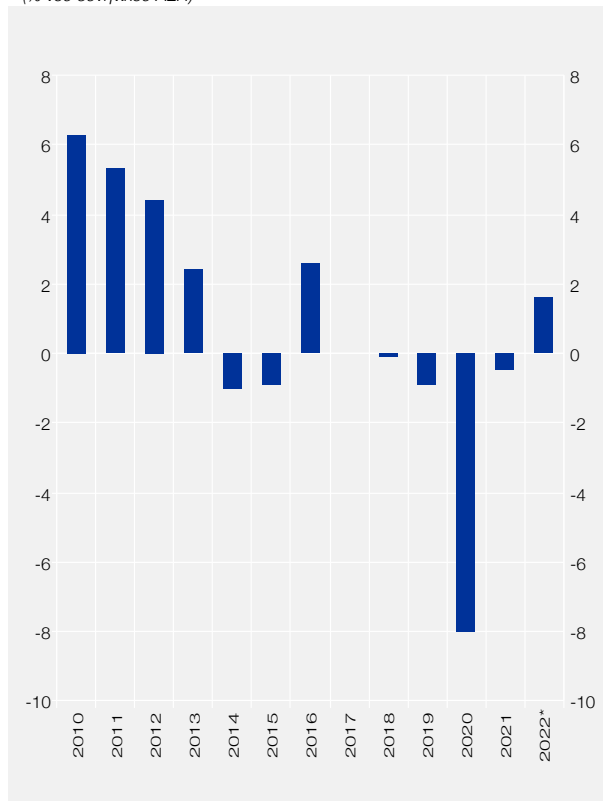
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, οικονομετρική ανάλυση από την Τράπεζα της Ελλάδος.

V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Το πρώτο εξάμηνο του 2022 χαρακτηρίστηκε από αυξημένη αβεβαιότητα, λόγω των οικονομικών επιπτώσεων της στρατιωτικής εισβολής της Ρωσίας στην Ουκρανία, που υπονομεύει την παγκόσμια ασφάλεια και σταθερότητα και προκαλεί κινδύνους ως προς τις προοπτικές ανάπτυξης των οικονομιών των κρατών-μελών της ΕΕ. Η αρνητική αυτή συγκυρία επέτεινε τις πληθωριστικές πιέσεις που είχαν ήδη ξεκινήσει από το 2021 και προκάλεσε αύξηση των επιτοκίων διεθνώς. Η δημοσιονομική πολιτική προσαρμόστηκε στις δυσμενείς συνθήκες, με αποτέλεσμα να επιβραδυνθεί η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας. Η διαφύλαξη της αξιοπιστίας της δημοσιονομικής πολιτικής είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας και την ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας, εν όψει μάλιστα και της επικείμενης εξόδου της Ελλάδος από το καθεστώς ενισχυμένης εποπτείας. Γι' αυτό θα πρέπει να διασφαλιστούν η σωστή στόχευση και ο προσωρινός χαρακτήρας των έκτακτων μέτρων εισοδηματικής ενίσχυσης και να δοθεί έμφαση στην προώθηση των επενδύσεων. Η έγκαιρη αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων και η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων κρίνονται αναγκαίες προϋποθέσεις για τη διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα, που θα συμβάλουν στην πτωτική δυναμική του δημόσιου χρέους.

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

(% του δυνητικού ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

* Πρόβλεψη.

Σημειώσεις: Το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης υπολογίζεται βάσει μεθοδολογίας του Ευρωστατιστήριου. Δεν περιλαμβάνεται η στήριξη προς το χρηματοπιστωτικό τομέα και τα έσοδα από το NGEU.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Το πρώτο εξάμηνο του 2022 χαρακτηρίστηκε από αυξημένη αβεβαιότητα ως προς τις προοπτικές ανάπτυξης της διεθνούς αλλά και της ελληνικής οικονομίας, λόγω της στρατιωτικής εισβολής της Ρωσίας στην Ουκρανία και των επιπτώσεών της σε οικονομικό επίπεδο. Κυριότερη επίπτωση είναι η αύξηση των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων, που είχε ήδη ξεκινήσει από το 2021 λόγω δυσλειτουργιών στις εφοδιαστικές αλυσίδες και στο διεθνές εμπόριο. Στην προσπάθειά τους να αναχαιτίσουν τις έντονες πληθωριστικές πιέσεις, μεγάλες κεντρικές τράπεζες ακολούθησαν λιγότερο διευκολυντική νομισματική πολιτική, προκαλώντας αύξηση του κόστους δανεισμού διεθνώς.

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 16.6.2022.

Σε ένα τέτοιο δυσμενές περιβάλλον, η δημοσιονομική πολιτική του 2022, όπως περιγραφόταν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού, συμπληρώθηκε από παρεμβάσεις με σκοπό την αντιμετώπιση των επιπτώσεων από την απότομη αύξηση των τιμών της ενέργειας με την επιπλέον στήριξη του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και της λειτουργίας των επιχειρήσεων. Εντούτοις, καθώς μεγάλο μέρος των έκτακτων παρεμβάσεων αναμένεται να χρηματοδοτηθεί από τους πόρους του Ταμείου Ενεργειακής Μετάβασης χωρίς να επιβαρύνει τον Κρατικό Προϋπολογισμό, η επίπτωση στα δημοσιονομικά μεγέθη εκτιμάται ότι θα είναι περιορισμένη. Η δημοσιονομική πολιτική το 2022 αναμένεται να μεταστραφεί σε συσταλτική και τα δημοσιονομικά μεγέθη να παρουσιάσουν σημαντική βελτίωση (βλ. Διάγραμμα V.1).

Παρά την αύξηση του κόστους δανεισμού διεθνώς, η οποία επηρέασε περισσότερο την Ελλάδα λόγω της έλλειψης επενδυτικής βαθμίδας, το Ελληνικό Δημόσιο –χάρη και στη συνεχιζόμενη στήριξη της ΕΚΤ προς τα ελληνικά ομόλογα– είχε αδιάλειπτη παρουσία στις αγορές, ενισχύοντας τα ταμειακά διαθέσιμα και τη ρευστότητα στην αγορά ομολόγων. Παράλληλα, δύο οργανισμοί αξιολόγησης αναβάθμισαν την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας σε μόλις μία βαθμίδα κάτω από την επενδυτική, αξιολογώντας θετικά τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά της ελληνικής οικονομίας.

Προκειμένου να διαφυλαχθεί η δημοσιονομική αξιοπιστία, οι έκτακτες δημοσιονομικές παρεμβάσεις θα πρέπει να είναι προσωρινού χαρακτήρα και κατάλληλα στοχευμένες, ενώ παράλληλα το ταμειακό απόθεμα θα πρέπει να διατηρηθεί σε υψηλό επίπεδο. Με βάση το ευνοϊκό προφίλ αποπληρωμών του χρέους, εκτιμάται ότι η μεσοπρόθεσμη βιωσιμότητα του χρέους δεν απειλείται, μεσοπρόθεσμα όμως τόσο ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ όσο και οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες αναμένεται να αυξηθούν σημαντικά σε σχέση με τις προ της πανδημίας εκτιμήσεις. Αυτό συνεπάγεται αυξημένη έκθεση στον κίνδυνο υλοποίησης αρνητικών σεναρίων, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια χαλάρωσης των υποθέσεων για πρωτογενή πλεονάσματα. Μακροπρόθεσμα δε, εκτιμάται αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς η σταδιακή αναχρηματοδότηση του συσσωρευμένου χρέους του επίσημου τομέα με όρους αγοράς αυξάνει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο.

Ως εκ τούτου, μεσοπρόθεσμα, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει και πάλι να εστιάσει στην επαναφορά πρωτογενών πλεονασμάτων και την αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας, μέσω της άρσης των έκτακτων μέτρων στήριξης και της επίτευξης υψηλών ρυθμών ανάπτυξης. Καθοριστικά προς το σκοπό αυτό δύνανται να συμβάλουν η ενίσχυση των επενδύσεων σε δημόσιες υποδομές, η αύξηση των παραγωγικών δαπανών, η μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης και των τρεχουσών δημόσιων δαπανών, καθώς και η ταχύτερη υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Σε όλους αυτούς τους τομείς η αποτελεσματική και έγκαιρη αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων κρίνεται αποφασιστικής σημασίας.

2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2022

Τον Απρίλιο του 2022 κοινοποιήθηκαν τα δημοσιονομικά στοιχεία για το 2021, έτος κατά το οποίο επιτεύχθηκε σημαντική αποκλιμάκωση τόσο του πρωτογενούς ελλείμματος όσο και του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ, μεγαλύτερη από ό,τι αναμενόταν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2022, λόγω κυρίως της ταχύτερης ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας. Ειδικότερα, σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων της περιόδου 2018-2021 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος, το πρωτογενές έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης για το 2021 μειώθηκε σε 5,0% του ΑΕΠ, από 7,2% του ΑΕΠ το 2020 και έναντι πρόβλεψης 6,2% του ΑΕΠ, και το δημόσιο χρέος το 2021 μειώθηκε σε 193,3% του ΑΕΠ, από 206,3% του ΑΕΠ το 2020 και έναντι πρόβλεψης 197,1% του ΑΕΠ. Ως εκ τούτου, η δημοσιονομική πολιτική το 2021 διαμορφώθηκε τελικά σε λιγότερο επεκτατική από ό,τι είχε αρχικά διαφανεί (βλ. Πίνακα V.1 και Διάγραμμα V.1).

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)

	2018	2019	2020	2021
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης¹ (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	0,9	1,1	-10,2	-7,4
– Κεντρική κυβέρνηση	-1,3	0,4	-10,5	-8,2
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	2,2	0,7	0,4	0,8
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης	4,3	4,2	-7,2	-5,0
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας	4,2	3,6	-7,9	-
Στόχος ενισχυμένης εποπτείας²	3,5	3,5	-	-

Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

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

2 Ο στόχος για πρωτογενές πλεόνασμα δεν ισχύει για τα έτη 2020-2023, λόγω της αναστολής των δημοσιονομικών κανόνων της ΕΕ εξαιτίας της πανδημίας και των οικονομικών επιπλοκών λόγω του πολέμου στην Ουκρανία.

Η άνοδος του πληθωρισμού, που ξεκίνησε το 2021, εντάθηκε σημαντικά το 2022 μετά τη στρατιωτική εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία και επέτεινε τις πιέσεις για τη λήψη πρόσθετων δημοσιονομικών μέτρων το 2022 με στόχο την περαιτέρω ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και της λειτουργίας των επιχειρήσεων. Στο πλαίσιο αυτό, αποφασίστηκε η διεύρυνση της δέσμης μέτρων για την έκτακτη ενίσχυση των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων σε 4,3 δισεκ. ευρώ το 2022, έναντι 1 δισεκ. ευρώ το 2021. Ωστόσο, το μεγαλύτερο μέρος αυτών των παρεμβάσεων (3,6 δισεκ. ευρώ, έναντι 0,63 δισεκ. ευρώ το 2021) αναμένεται να χρηματοδοτηθεί από τους πόρους του Ταμείου Ενεργειακής Μετάβασης² χωρίς να επιβαρύνει τον Κρατικό Προϋπολογισμό.

Η αυξημένη αβεβαιότητα που δημιούργησε η νέα συγκυρία σχετικά με την αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας, σε συνδυασμό με την ανάγκη για νέα δημοσιονομική παρέμβαση, συνετέλεσαν στην αναθεώρηση των δημοσιονομικών προβλέψεων του Προϋπολογισμού για το 2022. Στο βαθμό που η αύξηση του πληθωρισμού εκτιμάται προσωρινή, η επίδρασή της στο ύψος του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος δεν φαίνεται να είναι στατιστικά σημαντική (βλ. Πλαίσιο V.1).

Σύμφωνα με το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2022 που δημοσιεύθηκε το Μάιο του 2022, προβλέπεται μικρότερη μείωση του πρωτογενούς ελλείμματος, σε 2,0% του ΑΕΠ (έναντι 1,4% του ΑΕΠ στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2022), ενώ παράλληλα προβλέπεται ταχύτερη αποκλιμάκωση του λόγου του χρέους προς ΑΕΠ σε 180,2% (έναντι 187,3%) εξαιτίας κυρίως της αυξητικής επίδρασης στο ονομαστικό ΑΕΠ της προς τα άνω αναθεώρησης της πρόβλεψης του πληθωρισμού.

Παρά τη δυσμενή αναθεώρηση του λόγου του προβλεπόμενου πρωτογενούς αποτελέσματος, η βελτίωσή του έναντι του 2021 εξακολουθεί να εκτιμάται ως σημαντική και οφείλεται κυρίως στην αναμενόμενη αύξηση, αν και αναθεωρημένη προς τα κάτω, του πραγματικού ΑΕΠ (κατά 3,1%), καθώς και στην άρση του μεγαλύτερου μέρους των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας. Ειδικότερα, προβλέπεται από το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2022 ότι το ύψος των μέτρων το 2022 θα περιοριστεί σημαντικά σε 4,1 δισεκ. ευρώ (ή 2,1% του ΑΕΠ), έναντι 16 δισεκ. ευρώ (ή 8,8% του ΑΕΠ) το 2021, που αφορούν κυρίως φορολογικές και ασφαλιστικές ελαφρύνσεις και δαπάνες για τη θωράκιση του συστήματος υγείας. Ως εκ τούτου, η δημοσιονομική πολιτική το 2022 αναμένεται να μεταστραφεί σε συσταλτική (βλ. Διάγραμμα V.1).

2 Πρόκειται για έναν λογαριασμό που συστάθηκε το 2021 για τη χρηματοδότηση των ενεργειακών επιδοτήσεων. Οι πόροι του προέρχονται κυρίως από τις δημοπρασίες των εκπομπών ρύπων καθώς και από το πλεόνασμα του ενεργειακού λογαριασμού πληρωμών των παραγωγών ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές.

Το Πρόγραμμα περιλαμβάνει επίσης μεσοπρόθεσμες προβλέψεις. Συγκεκριμένα, προβλέπεται επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας και επιστροφή σε πρωτογενή πλεονάσματα τα επόμενα έτη, ύψους 1,1% του ΑΕΠ το 2023, 2,1% του ΑΕΠ το 2024 και 2,3% του ΑΕΠ το 2025, με αποτέλεσμα την περαιτέρω σταδιακή αποκλιμάκωση του λόγου του χρέους προς ΑΕΠ σε 146,5% το 2025. Η πρόβλεψη για τα επόμενα έτη ενσωματώνει τη μονιμοποίηση των δύο κυριότερων δημοσιονομικών παρεμβάσεων της διετίας 2021-2022 που αφορούν τη μείωση των ασφαλιστικών εισφορών κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες και την κατάργηση της εισφοράς αλληλεγγύης στον ιδιωτικό τομέα. Οι συγκεκριμένες παρεμβάσεις συνέβαλαν στη σημαντική μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης των μισθωτών (της αποκαλούμενης “φορολογικής σφήνας” – tax wedge), με αποτέλεσμα ο αντίστοιχος μέσος φορολογικός συντελεστής στην Ελλάδα για το 2021 να διαμορφώνεται στο 22,4%, χαμηλότερα από το μέσο όρο των χωρών του ΟΟΣΑ (24,6%).³

Σύμφωνα με τις εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,⁴ το πρωτογενές έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται το 2022 να διαμορφωθεί σε 1,9% του ΑΕΠ, ενώ σύμφωνα με την αναθεωρημένη πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2022 (υπολογιζόμενο με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας) αναμένεται να διαμορφωθεί σε έλλειμμα περίπου 2,0% του ΑΕΠ.

Στις αρχές του 2022 παρατηρήθηκε αύξηση του κόστους δανεισμού διεθνώς. Στο πλαίσιο αυτού του γενικού φαινομένου, αυξήθηκαν οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων, τα οποία εμφάνισαν μεγαλύτερη ευαισθησία στη διεθνή μεταβλητότητα σε σύγκριση με τους αντίστοιχους τίτλους των άλλων ευρωπαϊκών χωρών, λόγω της χαμηλότερης πιστοληπτικής τους διαβάθμισης αλλά και του περιορισμένου βάθους της αγοράς των ελληνικών τίτλων.

Παρ' όλα αυτά, στις 14.1.2022 η Fitch επιβεβαίωσε την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδος σε “BB”, βελτιώνοντας την προοπτική της χώρας από “σταθερή” σε “θετική”. Το Φεβρουάριο ο οίκος Score Ratings επιβεβαίωσε τη διαβάθμισή του μόλις μία βαθμίδα κάτω από την επενδυτική, σε “BB+” (με σταθερές προοπτικές). Το Μάρτιο ο DBRS αναβάθμισε εκ νέου την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδος, σε “BB (high)” (με σταθερές προοπτικές), ενώ τον Απρίλιο και ο S&P σε “BB+”, επίσης μόλις μία βαθμίδα κάτω από την επενδυτική.

Παράλληλα, η ΕΚΤ διατήρησε τη στήριξη που παρείχε στα ελληνικά ομόλογα. Συγκεκριμένα, στις 24.3.2022 η ΕΚΤ αποφάσισε να συνεχίσει να επιτρέπει στις εθνικές κεντρικές τράπεζες να δέχονται ως αποδεκτές εξασφαλίσεις στις πράξεις αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος τα ελληνικά κρατικά ομόλογα, τα οποία δεν πληρούν τις ελάχιστες απαιτήσεις πιστοληπτικής διαβάθμισης του Ευρωσυστήματος, αλλά πληρούν όλα τα άλλα ισχύοντα κριτήρια επιλεξιμότητας, για τουλάχιστον όσο διάστημα συνεχίζονται οι επανεπενδύσεις των ομολόγων αυτών στο πλαίσιο του PEPP. Επιπρόσθετα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι διατηρεί το δικαίωμα να αποκλίνει και στο μέλλον από τις διαβαθμίσεις των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, εφόσον το θεωρεί σωστό, σύμφωνα με τη διακριτική ευχέρεια που του παρέχει το πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής, αποφεύγοντας έτσι τη μηχανιστική εξάρτηση από αυτές τις διαβαθμίσεις.

Το Ελληνικό Δημόσιο συνέχισε την εκδοτική του δραστηριότητα το πρώτο τετράμηνο του 2022, αυξάνοντας τη ρευστότητα της ελληνικής αγοράς κρατικών ομολόγων και διατηρώντας τα ταμειακά διαθέσιμα σε υψηλό επίπεδο.⁵ Ειδικότερα, ο ΟΔΔΗΧ άντλησε 3 δισεκ. ευρώ τον Ιανουάριο μέσω της έκδοσης νέου 10ετούς ομολόγου (με απόδοση 1,836%), 1,5 δισεκ. ευρώ τον Απρίλιο μέσω της επανέκδοσης του 7ετούς ομολόγου του 2020 (με απόδοση 2,366%), 500 εκατ. ευρώ μέσω της επανέκδοσης 15ετούς ομολόγου του 2017 (με απόδοση 3,61%) και

3 Βλ. OECD, *Economic Outlook*, June 2022.

4 Βλ. European Commission, *European Economic Forecast*, Spring 2022.

5 Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στο τέλος του α' τριμήνου του 2022 τα ταμειακά διαθέσιμα του Ελληνικού Δημοσίου είχαν διαμορφωθεί σε περίπου 19 δισεκ. ευρώ (από 17,3 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2021).

400 εκατ. ευρώ μέσω της επανέκδοσης ομολόγων λήξεων 2037 και 2042 (με αποδόσεις 3,51% και 3,56% αντίστοιχα).

Στις 4.4.2022 πραγματοποιήθηκε η τρίτη πρόωρη αποπληρωμή δανείων του ΔΝΤ ύψους 1,86 δισεκ. ευρώ, μετά τις αντίστοιχες πρόωρες αποπληρωμές το Νοέμβριο του 2019 και το Μάρτιο του 2021, με αποτέλεσμα την ολοσχερή εξόφληση των οφειλών της Ελλάδος προς το Ταμείο. Η κίνηση αυτή έχει κυρίως συμβολικό χαρακτήρα, ενώ παράλληλα βελτιώνει περαιτέρω τους ποιοτικούς δείκτες διαχείρισης του χρέους μέσω της εξοικονόμησης δαπανών για τόκους, αλλά κυρίως μέσω της μείωσης του επιτοκιακού και του συναλλαγματικού κινδύνου.

Παράλληλα, η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου συνέχισε να υλοποιείται μέσω εκδόσεων εντόκων γραμματίων διάρκειας 13, 26 και 52 εβδομάδων, τα οποία συνέχισαν να καταγράφουν αρνητικές αποδόσεις το πρώτο εξάμηνο του 2022, καθώς και μέσω πράξεων διαχείρισης ταμειακής ρευστότητας υπό τη μορφή συμφωνιών επαναγοράς (repos), που συνάπτονται κυρίως με τους φορείς της γενικής κυβέρνησης για την αξιοποίηση των διαθέσιμων τους.

Πλαίσιο V.1

ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΥΨΗΛΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ

Η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας μετά την πανδημία συνοδεύθηκε από μια ενεργειακή κρίση και αναζωπύρωση των πληθωριστικών πιέσεων, με αποτέλεσμα τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Στο ήδη επιβαρυνμένο περιβάλλον αυξανόμενου πληθωρισμού, η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία έχει προκαλέσει πολλαπλές κρίσεις (ενεργειακή, επισιτιστική, πληθωριστική και μεταναστευτική), των οποίων η διαχείριση συνεπάγεται υψηλό δημοσιονομικό κόστος, κυρίως για τις ευρωπαϊκές οικονομίες, ανατρέποντας τον αρχικό δημοσιονομικό σχεδιασμό. Ο πόλεμος στην Ουκρανία αλλά και οι κυρώσεις που επιβλήθηκαν στη Ρωσία πυροδοτούν ένα νέο κύμα ανατιμήσεων, κυρίως στην ενέργεια, τα τρόφιμα και τα βασικά βιομηχανικά εμπορεύματα, εντείνοντας τις πληθωριστικές πιέσεις και αυξάνοντας τους κινδύνους που απορρέουν από τα συνεχιζόμενα προβλήματα στις εφοδιαστικές αλυσίδες και στο διεθνές εμπόριο. Η κάμψη της δυναμικής της ανάπτυξης στην παγκόσμια και ευρωπαϊκή οικονομία θα εξαρτηθεί από το πόσο γρήγορα θα τερματιστεί ο πόλεμος, από τη διάρκεια και την ένταση των πληθωριστικών πιέσεων, καθώς και από την αντίδραση της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής. Το παρόν πλαίσιο διερευνά τις επιπτώσεις του υψηλού πληθωρισμού στα δημόσια οικονομικά της Ελλάδος, κάνοντας αναφορά στις ιδιαίτερες οικονομικές συνθήκες που προκύπτουν από τον πόλεμο στην Ουκρανία. Για το σκοπό αυτό, πρώτον, περιγράφονται τα βασικά διλήμματα δημοσιονομικής πολιτικής και, δεύτερον, διερευνάται εμπειρικά μια *ceteris paribus* επίπτωση του αυξανόμενου πληθωρισμού στο πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα, παρουσιάζοντας σενάρια των βραχυχρόνιων επιπτώσεων για το 2022.

Πανδημία, πόλεμος και πληθωρισμός

Πριν από το ξέσπασμα του πολέμου και καθώς οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης εξέρχονταν από την πανδημία, η εκτροπή από τη δημοσιονομική ισορροπία δεν αποτελούσε κυρίαρχο θέμα ανησυχίας, αφού ο πληθωρισμός παρέμενε συγκρατημένος. Η άποψη που επικρατούσε ήταν ότι οι πληθωριστικές πιέσεις ήταν προσωρινού και συγκυριακού χαρακτήρα και οφείλονταν στην αδυναμία της προσφοράς να καλύψει την αυξημένη ζήτηση λόγω της διατάραξης των εφοδιαστικών αλυσίδων και του διεθνούς εμπορίου ως απόρροια της πανδημίας.¹ Με τη σταδιακή

1 Βλ. Ha, J., M.A. Kose and F. Ohnsorge (2021), "Inflation during the pandemic: What happened? What is next?", CEPR Discussion Paper no 16328. Αξίζει να αναφερθεί ότι η Τράπεζα της Ελλάδος είχε προειδοποιήσει ήδη από τον Ιούνιο του 2021 για τον κίνδυνο μιας παγκόσμιας έξαρσης του πληθωρισμού, επισημαίνοντας μάλιστα ότι υπάρχουν και διαρθρωτικοί παράγοντες, όπως η αποδιεθνοποίηση της παραγωγής και η κλιματική αλλαγή, οι οποίοι ενδέχεται να οδηγήσουν σε υψηλότερο πληθωρισμό μακροχρόνια. Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος (2021), *Νομισματική Πολιτική 2020-2021*.

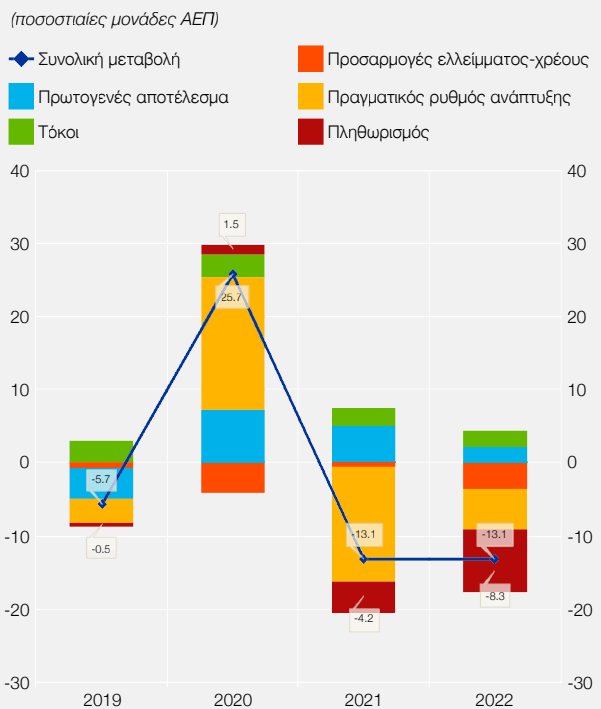
εξομάλυνση της λειτουργίας των εφοδιαστικών αλυσίδων και των μονάδων παραγωγής αναμενόταν ότι η προσφορά θα προσαρμοζόταν στην αυξημένη ζήτηση και ο πληθωρισμός θα προσέγγιζε το μεσοπρόθεσμο στόχο. Παράλληλα, καθώς τα ονομαστικά επιτόκια παρέμεναν μηδενικά και ο προσδοκώμενος ρυθμός μεγέθυνσης ήταν υψηλότερος του επιτοκίου δανεισμού, οι συνθήκες ήταν ευνοϊκές για τη χρηματοδότηση των αυξημένων δαπανών λόγω πανδημίας με την έκδοση νέου χρέους, χωρίς να απαιτείται αύξηση φόρων μεταγενέστερα.^{2,3} Υπήρχε δηλαδή η προσδοκία ότι ο συνδυασμός ισχυρής ανάπτυξης και ενός προσωρινού και ελεγχόμενου πληθωρισμού θα ωθούσε το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ σε χαμηλότερα επίπεδα, παρά το γεγονός ότι το δημοσιονομικό αποτέλεσμα παρέμενε ελλειμματικό. Ωστόσο, με την κλιμάκωση του πολέμου και τη γενικότερη γεωπολιτική αστάθεια διεθνώς, ο πληθωρισμός ισχυροποιείται και φαίνεται να γίνεται πιο επίμονος. Αναδεικνύεται συνεπώς ως ο σημαντικότερος κίνδυνος για την οικονομική ασφάλεια, αφού συνιστά έμμεση (implicit) φορολογική επιβάρυνση των νοικοκυριών και ιδιαίτερα των πιο ευάλωτων, απειλεί τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και αποσταθεροποιεί τις πληθωριστικές προσδοκίες, καθιστώντας δυσκολότερο τον έλεγχο του και εμποδίζοντας την οικονομική ανάπτυξη.

Πληθωρισμός και διλήμματα δημοσιονομικής πολιτικής

Με δεδομένα τα προβλήματα που κληροδότησε η πανδημία στα δημόσια οικονομικά (υψηλά ελλείμματα, υψηλό δημόσιο χρέος), η δημοσιονομική πολιτική καλείται σήμερα, σε ένα περιβάλλον γενικευμένης αβεβαιότητας και πληθωριστικής έκρηξης, να διαχειριστεί τις επιπτώσεις του επίμονα υψηλού πληθωρισμού στους προϋπολογισμούς των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, ώστε να μην ανακοπεί η πορεία ανάκαμψης μετά την πανδημία, και ταυτόχρονα να επιταχύνει τη διαδικασία αποκατάστασης της δημοσιονομικής ισορροπίας, επιδεικνύοντας ευελιξία και προσαρμοστικότητα.⁴

Βραχυπρόθεσμα, μια πληθωριστική έκπληξη, οριζόμενη ως η θετική διαφορά μεταξύ πραγματοποιούμενου (ex-post) και προβλεπόμενου (ex-ante) πληθωρισμού, ευνοεί τη δυναμική του δημόσιου χρέους. Αυτό συμβαίνει επειδή ένας μη αναμενόμενος αλλά μέτριος πληθωρισμός επιφέρει βραχυπρόθεσμες ευεργετικές επιδράσεις στο πρωτογενές αποτέλεσμα ως ποσοστό του ΑΕΠ, αφού τα φορολογικά έσοδα υπολογίζονται επί του ονομαστικού ΑΕΠ. Όταν μάλιστα η πληθωριστική έκπληξη οφείλεται σε διαταραχές στην πλευρά της ζήτησης, η άσκηση αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής για τη σταθεροποίηση του οικονομικού κύκλου και την αποφυγή υπερθέρμανσης της οικονομίας συγκρατεί τις δημόσιες δαπάνες. Στην περίπτωση όμως του πληθωρισμού κόστους, οι δημόσιες δαπάνες με τη μορφή επιχορηγήσεων και επιδομάτων για το μετριασμό των υφεσιακών επιπτώσεων στο πραγματικό εισόδημα αυξάνονται, αντισταθμίζοντας εν μέρει τη θετική βραχυπρόθεσμη επίδραση στο πρωτογενές αποτέλεσμα. Οι δαπάνες αυτές ωστόσο θα πρέπει να είναι κατάλληλα στοχευμένες ώστε να αποφευχθεί η μετατροπή ενός πληθωρισμού κόστους σε πληθωρισμό τιμών-μισθών με επίμονες αρνητικές επιπτώσεις. Σύμφωνα με τα ανωτέρω, στην περίπτωση της Ελλάδος αναμένεται το 2022 βελτίωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, η οποία σε μεγάλο βαθμό, εξαιτίας και των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του δημόσιου χρέους, οφείλεται στον πληθωρισμό (βλ. Διάγραμμα Α).

Διάγραμμα Α Συνεισφορά στις ετήσιες μεταβολές του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ



Πηγή: Επεξεργασία δεδομένων ΕΛΣΤΑΤ και προβλέψεων του Προγράμματος Σταθερότητας για το 2022.

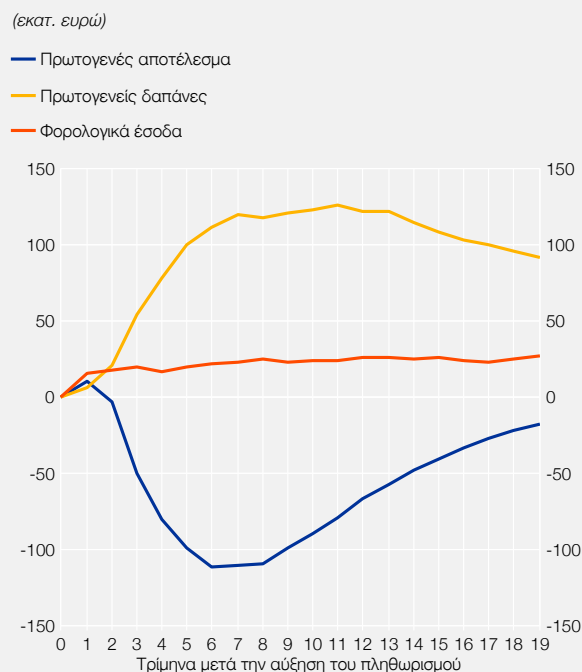
2 Βλ. Blanchard, O. (2019), "Public debt and low interest rates", *American Economic Review*, 109, 1197-1229.
 3 Βλ. Hall, G.J. and T.J. Sargent (2021), "Debt and Taxes in Eight US Wars and Two Insurrections", in A. Bisin and G. Federico (eds), *The Handbook of Historical Economics*, ch. 27, 825-880, Academic Press, and Hall, G.J. and T.J. Sargent (2022), "Three World Wars: Fiscal-Monetary Consequences".
 4 IMF (2022), "Fiscal policy from pandemic to war", *Fiscal Monitor*, ch.1, 1-23, April.

Μεσομακροπρόθεσμα όμως, η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και των δημόσιων οικονομικών εξαρτάται από τη σταθερότητα των τιμών, αφού ένας επίμονα υψηλός πληθωρισμός μειώνει το πραγματικό εισόδημα νοικοκυριών και επιχειρήσεων, περιορίζει την καταναλωτική και επενδυτική δαπάνη και ως εκ τούτου το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης. Επιπλέον, προκαλεί πιέσεις στη δημοσιονομική πολιτική για αύξηση των δημόσιων δαπανών με σκοπό την ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης, με κίνδυνο την τροφοδότηση ενός πληθωρισμού τιμών-μισθών. Έντονες πιέσεις εξάλλου ασκούνται και στη νομισματική πολιτική για τον έλεγχο του πληθωρισμού με αυξήσεις των ονομαστικών επιτοκίων δανεισμού, επιφέροντας μεσοπρόθεσμα αυξητικές επιδράσεις στη δυναμική του χρέους.

Όσον αφορά τη δυναμική του χρέους, η εξέλιξη του λόγου χρέους προς ΑΕΠ καθορίζεται από τρεις κρίσιμες μεταβλητές: το πρωτογενές αποτέλεσμα, το πραγματικό επιτόκιο δανεισμού και τον προσδοκώμενο ή δυνητικό ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ, η πορεία των οποίων διαμορφώνεται, μεταξύ άλλων, από τον πληθωρισμό. Ένας υψηλός και επίμονος πληθωρισμός επιδρά τελικά αρνητικά στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα, αφού επιβραδύνει το ρυθμό της πραγματικής μεγέθυνσης και αυξάνει το ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού, αλλά και τη μεταβλητότητα του πραγματικού επιτοκίου. Στην περίπτωση μάλιστα που η επιβράδυνση του πραγματικού ρυθμού μεγέθυνσης συνοδεύεται από μεγάλη αύξηση του ονομαστικού κόστους δανεισμού, είναι δυνατόν να επηρεαστεί αρνητικά ο λόγος δαπανών εξυπηρέτησης χρέους προς ΑΕΠ, που αποτελεί δείκτη βιωσιμότητας του χρέους και κινδύνου χώρας. Η εμπειρία ωστόσο έχει δείξει επίσης ότι τα πραγματικά επιτόκια γίνονται αρνητικά σε περιόδους έξαρσης του πληθωρισμού και παραμένουν σε αρνητικό επίπεδο για αρκετό διάστημα. Σε συνδυασμό μάλιστα με ένα σταθερό (“κλειδωμένο”) ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού, όπως ισχύει για ένα μεγάλο τμήμα του ελληνικού δημόσιου χρέους, ένα αρνητικό πραγματικό επιτόκιο είναι δυνατόν να λειτουργήσει ευνοϊκά στη βιωσιμότητα του χρέους.

Η δημοσιονομική πολιτική καλείται σήμερα να συγκεράσει δύο αντικρουόμενους στόχους: αφενός να αποκαταστήσει τη δημοσιονομική ισορροπία που διαταράχθηκε κατά τα χρόνια της πανδημίας, ώστε το χρέος να παραμένει βιώσιμο, και αφετέρου να αντιμετωπίσει τις αρνητικές επιπτώσεις του πληθωρισμού κόστους με ενίσχυση της συνολικής ενεργού ζήτησης. Στην περίπτωση μάλιστα που απαιτούνται χρηματοδοτικές παρεμβάσεις μεγαλύτερης έκτασης και διάρκειας και ταυτόχρονα η νομισματική πολιτική γίνεται βαθμιαία πιο περιοριστική, οι φορείς χάραξης της δημοσιονομικής πολιτικής αντιμετωπίζουν το δίλημμα είτε της αύξησης των φορολογικών εσόδων ώστε να αποτραπεί μία νέα αύξηση του χρέους, επιβαρύνοντας έτσι τους σημερινούς φορολογούμενους, είτε της αύξησης του χρέους, η οποία όμως τροφοδοτεί το μελλοντικό πληθωρισμό μέσω του πληθωρισμού τιμών-μισθών και καθιστά πιο επίπονη την αναγκαία δημοσιονομική προσαρμογή, επιβαρύνοντας τους μελλοντικούς φορολογούμενους.⁵

Διάγραμμα Β Επιδράσεις στο πρωτογενές αποτέλεσμα, στις πρωτογενείς δαπάνες και στα φορολογικά έσοδα από μια θετική διαταραχή του ΕνΔΤΚ κατά μία τυπική απόκλιση



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημείωση: Συναρτήσεις άμεσης αντίδρασης (impulse response functions).

5 Βλ. Blanchard, O. and J. Pisani-Ferry (2022), “Fiscal support and monetary vigilance: economic policy implications of the Russia-Ukraine war for the European Union”, Bruegel, *Policy Contribution*, 06/2022, Blanchard, O. (2022), “Deciding when debt becomes safe”, IMF, *Finance and Development*, March, και Leeper, E.M., C.B. Leith and D. Liu (2019), “Optimal time consistent monetary, fiscal and debt maturity policy”, NBER Working Paper no 25658, March.

Εμπειρική διερεύνηση

Η ποσοτικοποίηση των επιδράσεων του υψηλού πληθωρισμού στα δημόσια οικονομικά γίνεται με τη χρήση ενός υποδείγματος BVAR για την ελληνική οικονομία.⁶ Μια προσωρινή *ceteris paribus* αύξηση του εναρμονισμένου πληθωρισμού κατά 0,8 της ποσοστιαίας μονάδας, ίση με την ιστορική τυπική απόκλιση από την αρχή της υπό διερεύνηση χρονικής περιόδου, οδηγεί σε στατιστικά σημαντική μείωση του πραγματικού ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ. Η μείωση αυτή διατηρείται για μια περίοδο έως και 15 τριμήνων από την έναρξη της διαταραχής, γεγονός που φανερώνει τη σχετική εμμονή (*persistence*) των επιδράσεων.⁷ Η επίδραση της αύξησης του πληθωρισμού στο ύψος του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος εκτιμάται βραχυχρόνια θετική (διάμεση εκτίμηση) και μεσοπρόθεσμα αρνητική χωρίς όμως να είναι στατιστικά σημαντική (βλ. Διάγραμμα Β). Η εν λόγω επίδραση προκύπτει από μια αύξηση των εσόδων λόγω της βραχυχρόνιας *ceteris paribus* αύξησης των φορολογικών βάσεων σε ονομαστικούς όρους, η οποία όμως μεσοπρόθεσμα υπερκαλύπτεται από την άνοδο των πρωτογενών δαπανών ως αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, της λειτουργίας των αυτόματων σταθεροποιητών. Η επίδραση στα φορολογικά έσοδα και στις πρωτογενείς δαπάνες είναι μη στατιστικά σημαντική.

Οι επιπτώσεις του πολέμου στην Ουκρανία αναμένεται να επιτείνουν τις επιδράσεις του υψηλότερου πληθωρισμού μέσα από μια σειρά πρόσθετων διαύλων, όπως είναι: α) οι υψηλότερες τιμές ενέργειας, β) η επιδείνωση του οικονομικού κλίματος και η έξαρση της οικονομικής αβεβαιότητας και γ) η επιδείνωση των τρεχουσών χρηματοδοτικών συνθηκών.⁸ Η ενσωμάτωση αυτών εμπλουτίζει τις δυναμικές αλληλεπιδράσεις, με αποτέλεσμα ο πληθωρισμός να επιδρά άμεσα αλλά και έμμεσα μέσω της επιδείνωσης του οικονομικού κλίματος, το οποίο με τη σειρά του θα μπορούσε να επηρεάσει τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Προκύπτει από το σχετικό υπόδειγμα ότι οι δύο εκ των τριών ανωτέρω παραγόντων, σε διαφορετικό βαθμό ο καθένας, αναμένεται να επιδράσουν αρνητικά στο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα Γ).⁹ Σύμφωνα με τα ευρήματα, οι άμεσες επιπτώσεις της αύξησης του πληθωρισμού στο πρωτογενές αποτέλεσμα παραμένουν στατιστικά μη σημαντικές. Ως προς τις έμμεσες επιπτώσεις, εκτιμάται ότι θα υπάρξει μια αρνητική αλλά οριακή επίδραση στο πρωτογενές αποτέλεσμα μέσω των επιδράσεων στο δείκτη οικονομικού κλίματος (ESI), η οποία παρατηρείται περίπου 3 τρίμηνα μετά την εμφάνιση της πληθωριστικής διαταραχής και διατηρείται έως και 6 τρίμηνα (βλ. Διάγραμμα Δ). Κάνοντας αναγωγή για την εκτιμώμενη πορεία του πληθωρισμού (5,6% για το 2022) ειδικά για το 2022, η επιβάρυνση του πρωτογενούς ελλείμματος λόγω του πολέμου στην Ουκρανία και των διαταραχών στον πληθωρισμό και την αγορά ενέργειας μπορεί να είναι ανεπαίσθητη, μόνο κατά περίπου 0,1% του εκτιμώμενου ΑΕΠ για το 2022.¹⁰

Σχετικά με τη δυναμική του δημόσιου χρέους, η αύξηση του πληθωρισμού αναμένεται να συμβάλει στην ταχύτερη αποκλιμάκωσή του, δεδομένης και της οριακής επίπτωσης στο πρωτογενές αποτέλεσμα. Ωστόσο, αν αυτή

6 Το υπόδειγμα BVAR περιλαμβάνει ως μεταβλητές το ύψος του εναρμονισμένου πληθωρισμού (ετήσιες μεταβολές), το πραγματικό ΑΕΠ εποχικά διορθωμένο (ρυθμός μεταβολής), καθώς και το πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα. Ως εξωγενής μεταβλητή χρησιμοποιείται το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης της ΕΚΤ. Η περίοδος εκτίμησης εκτείνεται από το α' τρίμηνο του 1999 έως το γ' τρίμηνο του 2021.

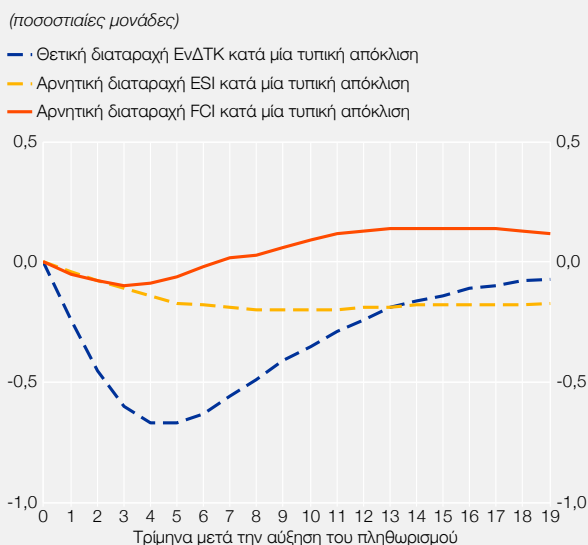
7 Βλ. Attinasi, M.G., V. Borgy, O. Bouabdallah, C. Checherita, M. Freier, G. Palaiodimos, D. Prammer, P. Tommasino and J. Zimmer (2016), "The effect of low inflation on public finances", in S. Momigliano (ed.), *Beyond the austerity dispute: New priorities for fiscal policy*, ch. 10, Banca d'Italia.

8 Δεν λαμβάνονται υπόψη επιπλέον δίαυλοι, όπως η επιβολή ποσοτικών περιορισμών στην προμήθεια ενέργειας (*quantity rationing*), οι διαταραχές στην παγκόσμια παραγωγή και το διεθνές εμπόριο, ούτε άλλες δευτερογενείς επιδράσεις στη ζώνη του ευρώ.

9 Επεκτείνουμε το υπόδειγμα BVAR συμπεριλαμβάνοντας τις μεταβλητές: δείκτης οικονομικού κλίματος (Economic Sentiment Indicator – ESI) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, δείκτης χρηματοπιστωτικών συνθηκών (Financial Conditions Indicator – FCI). Ως εξωγενείς μεταβλητές χρησιμοποιούμε το επιτόκιο της ΕΚΤ στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης (*marginal lending facility*), τις τιμές πετρελαίου (δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι) και φυσικού αερίου (\$/mmbtu) και το δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής για την ευρωζώνη. Οι κύριες πηγές των τριμηνιαίων στοιχείων είναι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Παγκόσμια Τράπεζα, η ΕΚΤ και η Τράπεζα της Ελλάδος. Η περίοδος εκτίμησης εκτείνεται από το α' τρίμηνο του 2003 έως το γ' τρίμηνο του 2021.

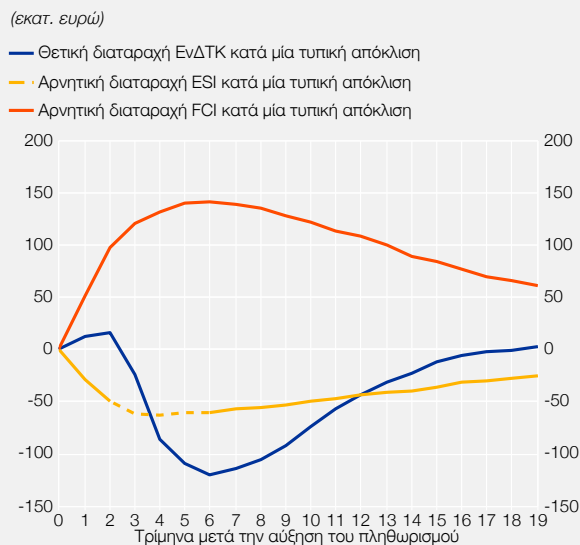
10 Προκύπτει ότι, για τις υπάρχουσες συνθήκες υψηλού πληθωρισμού, η αναμενόμενη επίπτωση για το 2022 θα είναι 6-7 φορές μεγαλύτερη από την εκτιμώμενη επίπτωση του υποδείγματος BVAR για μία τυπική απόκλιση (ιστορικά η τυπική απόκλιση του ΕνΔΤΚ είναι 0,8). Η επίδραση αυτή εκφράζει προσεγγιστικά την αναλογία της διαφοράς του μέσου εναρμονισμένου πληθωρισμού για την περίοδο 2009-2019 από τον εκτιμώμενο εναρμονισμένο πληθωρισμό για το 2022 (Πρόγραμμα Σταθερότητας 2022) προς την τυπική απόκλιση.

Διάγραμμα Γ Επιδράσεις στο ΑΕΠ από διαταραχές στον ΕνΔΤΚ, στο δείκτη οικονομικού κλίματος (ESI) και στο δείκτη χρηματοπιστωτικών συνθηκών (FCI)



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημείωση: Συναρτήσεις άμεσης αντίδρασης (impulse response functions). Με διακεκομμένη γραμμή απεικονίζονται οι στατιστικά σημαντικές επιδράσεις σε επίπεδο 68%.

Διάγραμμα Δ Επιδράσεις στο πρωτογενές αποτέλεσμα από διαταραχές στον ΕνΔΤΚ, στο δείκτη οικονομικού κλίματος (ESI) και στο δείκτη χρηματοπιστωτικών συνθηκών (FCI)



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημείωση: Συναρτήσεις άμεσης αντίδρασης (impulse response functions). Με διακεκομμένη γραμμή απεικονίζονται οι στατιστικά σημαντικές επιδράσεις σε επίπεδο 68%.

συνοδευθεί από μια απότομη συσταλτική μεταβολή των νομισματικών συνθηκών και συνακόλουθη αύξηση του κόστους δανεισμού, η θετική συνεισφορά της διαφοράς μεταξύ έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και ρυθμού ανάπτυξης στη δυναμική του χρέους θα περιοριστεί. Για την περίπτωση της Ελλάδος, η επιδείνωση αυτή αναμένεται να είναι περιορισμένη, λόγω της ευνοϊκής σύνθεσης και των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του δημόσιου χρέους (μακρά περίοδος αποπληρωμής, μικρό μέρος του χρέους αναχρηματοδοτείται από τις αγορές κάθε χρόνο, μεγάλο μερίδιο του χρέους είναι σταθερού και χαμηλού επιτοκίου). Οι ανωτέρω επιδράσεις είναι πιθανόν να είναι μεγαλύτερες στο σύνολο του πρωτογενούς αποτελέσματος εάν υιοθετηθούν πρόσθετα δημοσιονομικά μέτρα¹¹ (π.χ. μειώσεις φόρων, οριζόντιες εισοδηματικές ενισχύσεις/επιδοτήσεις προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις) και εάν η πληθωριστική διαταραχή επιμείνει για μεγαλύτερο διάστημα επηρεάζοντας σειρά έμμεσων διαύλων, όπως ο δείκτης οικονομικού κλίματος.

Συμπεράσματα

Συμπερασματικά, στην Ελλάδα η *ceteris paribus* επίδραση της πληθωριστικής διαταραχής, υπό τις τρέχουσες συνθήκες πολέμου στην Ουκρανία, στο ύψος του πρωτογενούς αποτελέσματος σε ονομαστικούς όρους, αναμένεται να είναι μόνο οριακά αρνητική. Παράγοντες που αναμένεται να επιτείνουν την επίδραση αυτή είναι, εκτός από το ύψος του πληθωρισμού και τη διάρκεια της διαταραχής, και οι δευτερογενείς αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα μέσω της επιδείνωσης του οικονομικού κλίματος. Μια ενδεχόμενη στροφή της νομισματικής πολιτικής σε πιο περιοριστική κατεύθυνση με στόχο τη συγκράτηση του υψηλού πληθωρισμού αναμένεται να μετριάσει την πορεία αποκλιμάκωσης του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Εντούτοις, το δημόσιο χρέος λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του αναμένεται να μειωθεί ως ποσοστό του ΑΕΠ και το 2022 να επιστρέψει στο επίπεδο του 2019.

11 Από όσα έχουν ήδη προγραμματιστεί για το 2022.

3 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Το πρώτο εξάμηνο του 2022 περιορίστηκαν σημαντικά τα μέτρα στήριξης που είχαν τεθεί σε εφαρμογή κατά την προηγούμενη διετία για την αντιμετώπιση της πανδημίας. Παράλληλα θεσπίστηκαν νέες έκτακτες δημοσιονομικές παρεμβάσεις που στόχευσαν ως επί το πλείστον στον περιορισμό των επιπτώσεων της διεθνούς ενεργειακής κρίσης στο εισόδημα των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Σε αυτό το πλαίσιο, διατηρήθηκαν και διευρύνθηκαν τα μέτρα στήριξης που είχαν υιοθετηθεί ήδη από το τελευταίο τετράμηνο του 2021, ωστόσο χαρακτηρίστηκαν πλέον από μεγαλύτερη στόχευση και συγκεκριμένα κριτήρια. Τέλος, οι βασικές παρεμβάσεις αυτής της περιόδου που δεν σχετίζονται με την πανδημική και την ενεργειακή κρίση περιλάμβαναν τη μεγάλη μεταρρύθμιση στη φορολόγηση της ακίνητης περιουσίας, με σημαντικές αλλαγές στη δομή του φόρου, τη θέσπιση ισχυρών φορολογικών κινήτρων για συγχωνεύσεις και συνεργασίες ατομικών, μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων και την ενίσχυση των επιχειρηματικών επενδύσεων στην πράσινη οικονομία, την ενέργεια και τον ψηφιακό μετασχηματισμό.

Μεταξύ των παρεμβάσεων που σχετίζονται με την πανδημία, διατηρήθηκε και κατά το 2022 το μέτρο της αναστολής της εισφοράς αλληλεγγύης και των μειωμένων ασφαλιστικών εισφορών στον ιδιωτικό τομέα. Επιπλέον, παρατάθηκαν εκ νέου: (α) η εφαρμογή των μειωμένων συντελεστών ΦΠΑ (13%) στις μεταφορές, στον καφέ και τα μη αλκοολούχα ποτά, στους κινηματογράφους, στο τουριστικό πακέτο, στα εισιτήρια αθλητικών αγώνων και εισόδου σε ζωολογικούς κήπους, στις σχολές χορού και τα γυμναστήρια μέχρι τις 31.12.2022, (β) το μέτρο της επιδότησης των πάγιων δαπανών των επιχειρήσεων μέχρι τις 30.6.2022 και (γ) ο μηχανισμός “ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ” μέχρι τις 31.5.2022. Παράλληλα, έγιναν πιο ευνοϊκοί οι όροι αποπληρωμής της επιστρεπτέας προκαταβολής,⁶ ενώ ενεργοποιήθηκαν εκ νέου για τον Ιανουάριο του 2022 οι αναστολές συμβάσεων εργασίας και η αποζημίωση ειδικού σκοπού σε συγκεκριμένους πληττόμενους κλάδους. Τέλος, το Μάρτιο θεσπίστηκαν δύο νέες δράσεις: (α) το νέο ειδικό πρόγραμμα ενίσχυσης επιχειρήσεων επιλεγμένων πληττόμενων κλάδων⁷ και (β) η έκτακτη μη επιστρεπτέα επιχορήγηση σε επιχειρήσεις πληττόμενες συνδυαστικά από την πανδημία και από τις φυσικές καταστροφές του 2021.

Όσον αφορά τις παρεμβάσεις για τη στήριξη του διαθέσιμου εισοδήματος στο πλαίσιο των ανατιμήσεων στην ενέργεια, από την αρχή του 2022 τέθηκε σε εφαρμογή ένας μηχανισμός πιο στοχευμένων επιδοτήσεων με συγκεκριμένα κριτήρια και με αναπροσαρμογή της στήριξης σε μηνιαία βάση. Για τους πιο ευάλωτους καταναλωτές ρεύματος υπήρξε ειδική πρόνοια. Αναλυτικότερα, η στήριξη περιλάμβανε τα εξής μέτρα: (α) Επιδοτήσεις επί της κατανάλωσης ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου προς οικιακούς καταναλωτές, επιχειρήσεις και αγρότες. (β) Αύξηση του επιδόματος θέρμανσης με διεύρυνση των κριτηρίων ένταξης. (γ) Επιδόματα προς τις ευάλωτες κοινωνικές ομάδες τον Απρίλιο του 2022. (δ) Επιδότηση της κατανάλωσης καυσίμων για φυσικά πρόσωπα με δηλωθέν ετήσιο οικογενειακό εισόδημα έως 30.000 ευρώ έως τον Ιούνιο του 2022. (ε) Επιδότηση της τιμής πώλησης του πετρελαίου κίνησης (ντίζελ) που καταναλώνεται στην εγχώρια αγορά για την περίοδο Απριλίου-Ιουνίου. (στ) Αποζημίωση ειδικού σκοπού στις υπηρεσίες ταξί τον Απρίλιο του 2022. (ζ) Επιβολή στους ηλεκτροπαραγωγούς έκτακτης εισφοράς ύψους 90% επί της αυξημένης κερδοφορίας της περιόδου Οκτωβρίου 2021-Ιουνίου 2022. (η) Πρόσθετη παρέμβαση (επιβολή πλαφόν και επιδοτήσεις) στην αγορά ενέργειας, χονδρική και λιανική, με στόχο τη σταθεροποίηση των τιμών σε επίπεδα πολύ χαμηλότερα από τα ισχύοντα, από τον Ιούλιο του 2022 και για ένα έτος.

Επιπλέον, με τον ν. 4892/2022 του Φεβρουαρίου θεσπίστηκαν ρυθμίσεις αναφορικά με το λειτουργικό και οργανωτικό εκσυγχρονισμό του Ηλεκτρονικού Εθνικού Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης.

⁶ Αποπληρωμή σε 96 μηνιαίες δόσεις αντί 60, παράταση της προθεσμίας για την πρώτη δόση μέχρι τις 29 Ιουλίου 2022.

⁷ Οι επιλέξιμοι κλάδοι αφορούν μεταξύ άλλων την οργάνωση συνεδρίων και εμπορικών εκθέσεων, την οργάνωση εκδηλώσεων, υπηρεσίες τροφοδοσίας εκδηλώσεων, σχολές χορού και νυχτερινά κέντρα διασκέδασης, δραστηριότητες που επηρεάστηκαν σημαντικά από την επιβολή των περιοριστικών μέτρων της πανδημίας.

λισης (e-ΕΦΚΑ) με την εισαγωγή στοιχείων επιβράβευσης και λογοδοσίας και μέσω της αναβάθμισης του στελεχιακού δυναμικού.

Με τον ν. 4916/2022 του Μαρτίου υιοθετήθηκε μεγάλη μεταρρύθμιση στη φορολόγηση της ακίνητης περιουσίας με σημαντικές αλλαγές στη δομή του ΕΝΦΙΑ. Αναλυτικότερα προβλέφθηκαν τα εξής: (α) νέα κλίμακα υπολογισμού του φόρου με ενοποίηση των κλιμακίων για χαμηλές και μεσαίες ζώνες και χαμηλότερους συντελεστές, (β) συγχώνευση του συμπληρωματικού και του κύριου φόρου για τα φυσικά πρόσωπα, (γ) αύξηση των εκπτώτικων συντελεστών για συνολική αξία ακίνητης περιουσίας έως 150.000 ευρώ και, (δ) πληρωμή του φόρου σε 10 ισόποσες μηνιαίες δόσεις.

Τον Απρίλιο με τον ν. 4921/2022 ψηφίστηκαν διατάξεις για την επιτάχυνση της απονομής συντάξεων και την εξάλειψη εκκρεμοτήτων στη συνταξιοδότηση των δημοσίων υπαλλήλων. Το Μάιο με τον ν. 4935/2022 θεσμοθετήθηκαν φορολογικά κίνητρα για συγχωνεύσεις και συνεργασίες μικρομεσαίων επιχειρήσεων, ελεύθερων επαγγελματιών και αγροτών. Με τον ίδιο νόμο ψηφίστηκε διάταξη για την περαιτέρω επιτάχυνση της επεξεργασίας των αιτήσεων συνταξιοδότησης. Τέλος, τον Ιούνιο με τον ν. 4941/2022 θεσπίστηκαν επιπλέον κίνητρα προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις που θα επενδύσουν στην πράσινη οικονομία, την ενέργεια και τον ψηφιακό μετασχηματισμό κατά τα φορολογικά έτη 2023, 2024 και 2025 και τριπλασιάστηκε το ποσό της επιδότησης για το πρόγραμμα “Πρώτο Ένσημο” (που είχε νομοθετηθεί με τον ν. 4855/2021).

Το πρώτο εξάμηνο του 2022 δημοσιεύθηκαν δύο εκθέσεις προόδου στο πλαίσιο της ενισχυμένης εποπτείας από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Σύμφωνα με τη 13η Έκθεση Ενισχυμένης Εποπτείας που δημοσιεύθηκε το Φεβρουάριο, διαπιστώθηκε ότι η Ελλάδα ανέκαμψε γρήγορα από την πανδημία και έχει θετικές προοπτικές, οι οποίες εντούτοις υπόκεινται σε μεγάλη αβεβαιότητα που σχετίζεται κυρίως με την πορεία της πανδημίας και την άνοδο των τιμών της ενέργειας. Στην 14η έκθεση του Μαΐου διαπιστώνεται ότι η Ελλάδα προέβη στις απαραίτητες ενέργειες για την τήρηση των μεταρρυθμιστικών της δεσμεύσεων, παρά τις δύσκολες συνθήκες λόγω των οικονομικών επιπτώσεων της πανδημίας και της στρατιωτικής επίθεσης της Ρωσίας κατά της Ουκρανίας. Όσον αφορά τη βιωσιμότητα του χρέους, στο επικαιροποιημένο βασικό σενάριο της έκθεσης αναγνωρίζεται ότι ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ διαγράφει σταθερά καθοδική τροχιά και οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες παραμένουν κάτω από το όριο του 20%. Η έκθεση αποτέλεσε τη βάση για την αποδέσμευση της 7ης δόσης στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους, ύψους 748 εκατ. ευρώ, η οποία εγκρίθηκε στη συνεδρίαση του Eurogroup στις 16 Ιουνίου. Αναφορικά με την αποδέσμευση της 8ης και τελευταίας δόσης, συμφωνήθηκε να παραταθεί έως τον Οκτώβριο του 2022 η προθεσμία για την ολοκλήρωση των απαιτούμενων μεταρρυθμιστικών δράσεων. Από αυτές, οι δημοσιονομικές δράσεις αφορούν την ουσιαστική μείωση των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης, τη διεκπεραίωση όλων των εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης⁸ και την πλήρη λειτουργία του ολοκληρωμένου πληροφοριακού συστήματος της φορολογικής διοίκησης.

Παράλληλα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρέτεινε την αναστολή των δημοσιονομικών κανόνων της ΕΕ και για το 2023, αναγνωρίζοντας την αυξημένη αβεβαιότητα και τους κινδύνους των οικονομικών προοπτικών λόγω του πολέμου στην Ουκρανία, τις αυξήσεις των τιμών της ενέργειας και την παρατεταμένη διατάραξη των εφοδιαστικών αλυσίδων.⁹ Συγκεκριμένα για την Ελλάδα, προτάθηκε ως προτεραιότητα για το 2023 η άσκηση συνετής δημοσιονομικής πολιτικής, που θα διασφαλίζει ότι ο ρυθμός αύξησης των τρεχουσών δαπανών δεν υπερβαίνει το μεσοπρόθεσμο δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης, συνυπολογίζοντας τις προσωρινές και στοχευμένες δημοσιονομικές παρεμβάσεις για την προστασία των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων από τις ανατιμήσεις, σε συνδυασμό με αύξηση των δημοσίων επενδυτικών δαπανών αξιοποιώντας και

⁸ Όσον αφορά τις εκκρεμείς αιτήσεις συνταξιοδότησης, επιτεύχθηκε σημαντική πρόοδος την περίοδο 2021-2022.

⁹ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Δελτίο Τύπου, *Ευρωπαϊκό Εξάμηνο-Εαρινή Δέσμη: προώθηση της πράσινης και βιώσιμης ανάκαμψης ενόψει της αυξημένης αβεβαιότητας*, 23.5.2022.

τους διαθέσιμους ευρωπαϊκούς πόρους. Μεσοπρόθεσμα, βασική προτεραιότητα παραμένει η αξιόπιστη σταδιακή μείωση του χρέους και η διαφύλαξη της δημοσιονομικής βιωσιμότητας.¹⁰

Επίσης, το Μάιο του 2022 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατέθεσε πρόταση για ένα σχέδιο επιτάχυνσης της ενεργειακής μετάβασης της ΕΕ μεσοπρόθεσμα και απεξάρτησης των κρατών-μελών από τις εισαγωγές ορυκτών καυσίμων από τη Ρωσία, μέσω της προώθησης των Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας (REPowerEU).¹¹ Το σχέδιο προτείνει τη χρησιμοποίηση των αδιάθετων πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) (ύψους 225 δισεκ. ευρώ)¹² προκειμένου να μετριαστεί η επίπτωση των υψηλών τιμών ενέργειας και να δημιουργηθεί ένα πιο αποτελεσματικό, ανθεκτικό και ολοκληρωμένο ευρωπαϊκό σύστημα ενεργειακού εφοδιασμού, βασιζόμενο σε “καθαρές” πηγές ενέργειας. Για το σκοπό αυτό, η πρόταση προβλέπει τη στοχευμένη τροποποίηση του Κανονισμού του RRF ώστε τα κράτη-μέλη να προσθέσουν ειδικό κεφάλαιο στα εθνικά σχέδια ανάκαμψης με νέες δράσεις για την επίτευξη των στόχων του REPowerEU. Στο πλαίσιο αυτό, θα πρέπει να προωθηθούν και οι διασυνοριακές επενδύσεις οι οποίες είναι απαραίτητες για την ενίσχυση της διασύνδεσης και την εξασφάλιση του ενεργειακού εφοδιασμού της ΕΕ στο σύνολό της. Σημειώνεται ότι ο επενδυτικός προσανατολισμός των πόρων του RRF δεν αλλάζει και τα διαθέσιμα κεφάλαια θα χρησιμοποιηθούν για την περαιτέρω ενίσχυση της οικονομικής ανθεκτικότητας της ΕΕ και του γεωπολιτικού ρόλου της.

Τον Αύγουστο του 2022 αναμένεται η έξοδος της Ελλάδος από το καθεστώς ενισχυμένης εποπτείας. Στη συνέχεια, παράλληλα με τις τακτικές διαδικασίες παρακολούθησης από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Ελλάδα θα υπαχθεί σε καθεστώς κανονικής μεταπρογραμματικής εποπτείας (regular post-programme surveillance), έως ότου εξοφλήσει τουλάχιστον το 75% της χρηματοδοτικής συνδρομής που έχει λάβει.¹³

4 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Καθώς η Ελλάδα βαίνει προς την έξοδο από το καθεστώς ενισχυμένης εποπτείας, το 2022 αποτελεί κρίσιμο έτος για τη δημοσιονομική πολιτική. Οι καλές δημοσιονομικές επιδόσεις της χώρας και η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών της αποτελούν κρίσιμους παράγοντες της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας, πολύ περισσότερο από ό,τι για άλλες ευρωπαϊκές χώρες, καθώς η Ελλάδα υπολείπεται ακόμη της επενδυτικής βαθμίδας και συνεπώς παρουσιάζει συγκριτικά μεγαλύτερη ευαισθησία στη μεταβλητότητα των αγορών. Επομένως, πρέπει να περιοριστεί το δημοσιονομικό βάρος των έκτακτων μέτρων στήριξης και του αυξημένου δημόσιου χρέους, λαμβάνοντας μάλιστα υπόψη ότι σταδιακά ανατρέπονται οι συνθήκες φθηνής χρηματοδότησης.

Μετά από δύο χρόνια πανδημικής κρίσης, η ενεργειακή κρίση φέρνει για άλλη μια φορά την οικονομία αντιμέτωπη με συνθήκες αβεβαιότητας τόσο σε διεθνές όσο και σε εθνικό επίπεδο, επιβεβαιώνοντας την επιτακτική ανάγκη να ενταθεί η προσπάθεια για την ολοκλήρωση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και το μετασχηματισμό της ελληνικής οικονομίας. Δράσεις προς τις κατευθύνσεις του ψηφιακού μετασχηματισμού, της πράσινης μετάβασης και της ενίσχυσης της

10 Έγγραφο Εργασίας των Υπηρεσιών της Επιτροπής Έκθεση χώρας 2022 – Ελλάδα που συνοδεύει το έγγραφο Σύσταση για Σύσταση του Συμβουλίου σχετικά με το εθνικό πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων 2022 της Ελλάδας και τη διατύπωση γνώμης του Συμβουλίου σχετικά με το πρόγραμμα σταθερότητας 2022 της Ελλάδας, 23.5.2022.

11 Ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Σχέδιο REPowerEU, COM(2022)230, 18 May 2022.

12 Στο πλαίσιο του NextGenerationEU, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει τη δυνατότητα έκδοσης έως 385 δισεκ. ευρώ για τη χρηματοδότηση των δανείων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) προς τα κράτη-μέλη. Μέχρι το τέλος του 2021, σχεδόν το 40% του συνολικού δανειακού χαρτοφυλακίου του RRF είχε διατεθεί σε 6 κράτη-μέλη (Κύπρος, Ελλάδα, Ιταλία, Πορτογαλία, Ρουμανία και Σλοβενία), των οποίων οι αιτήσεις έχουν εγκριθεί. Τα κράτη-μέλη μπορούν να ζητήσουν δάνεια από τον RRF μέχρι τις 31 Αυγούστου 2023.

13 Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 472/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Μαΐου 2013.

απασχόλησης θα καταστήσουν τον κρατικό μηχανισμό περισσότερο αποτελεσματικό και ευέλικτο και την οικονομία ανθεκτική στην αντιμετώπιση μελλοντικών απρόβλεπτων διαταραχών.

Για το σκοπό αυτό, θα πρέπει να διαφυλαχθεί η διαρθρωτική εξυγίανση των δημόσιων οικονομικών που επιτεύχθηκε την περίοδο 2010-19, ενώ ταυτόχρονα θα πρέπει να επιδιώκεται μια αντικυκλική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής, γεγονός που συνεπάγεται την ενίσχυση του ρόλου των αυτόματων σταθεροποιητών και τη συσσώρευση αποθεμάτων σε περιόδους ανάπτυξης.

Υπό ένα τέτοιο πρίσμα, η απόφαση για τη λήψη έκτακτων, πολλώ δε μάλλον μόνιμων δημοσιονομικών, μέτρων θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη την ύπαρξη ικανού δημοσιονομικού χώρου, συνυπολογίζοντας τις ευρύτερες αβεβαιότητες που περιβάλλουν τόσο την εκτέλεση του προϋπολογισμού όσο και τη δυναμική της ανάπτυξης της οικονομίας. Τυχόν επιπλέον μέτρα εισοδηματικής ενίσχυσης θα πρέπει: (α) να είναι στοχευμένα προς τις ευάλωτες ομάδες του πληθυσμού, (β) να έχουν προσωρινό χαρακτήρα και (γ) να μην υπονομεύουν τους φιλόδοξους περιβαλλοντικούς στόχους που έχουν τεθεί, στο βαθμό που χρηματοδοτούνται από το Ταμείο Ενεργειακής Μετάβασης, οι πόροι του οποίου προορίζονται για τη χρηματοδότηση του σχεδίου της πράσινης μετάβασης της ελληνικής οικονομίας. Βραχυπρόθεσμα, στοχευμένα μέτρα με τη μορφή έκτακτων επιδομάτων που χορηγούνται με εισοδηματικά κριτήρια μπορούν πιο αποτελεσματικά να ενισχύσουν το διαθέσιμο εισόδημα και την κατανάλωση σε σύγκριση με οριζόντιες μειώσεις φορολογικών συντελεστών, καθώς στηρίζουν περισσότερο τα νοικοκυριά με χαμηλά εισοδήματα, τα οποία έχουν μεγαλύτερη οριακή ροπή προς κατανάλωση.

Ωστόσο, μεσομακροπρόθεσμα, ο πιο αποτελεσματικός και βιώσιμος τρόπος ενίσχυσης των εισοδημάτων είναι η οικονομική ανάπτυξη μέσω επενδύσεων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Επομένως, θα πρέπει να δοθεί έμφαση στην υλοποίηση των δράσεων που προβλέπονται στο σχέδιο “Ελλάδα 2.0” και στην αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, καθώς και του νέου εργαλείου REPowerEU. Τα επόμενα έτη τόσο οι δημόσιες όσο και οι ιδιωτικές επενδύσεις που θα υλοποιηθούν με ευρωπαϊκή χρηματοδότηση αναμένεται να συμβάλουν καθοριστικά στην οικονομική ανάπτυξη.

5 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟ 2022

5.1 Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)

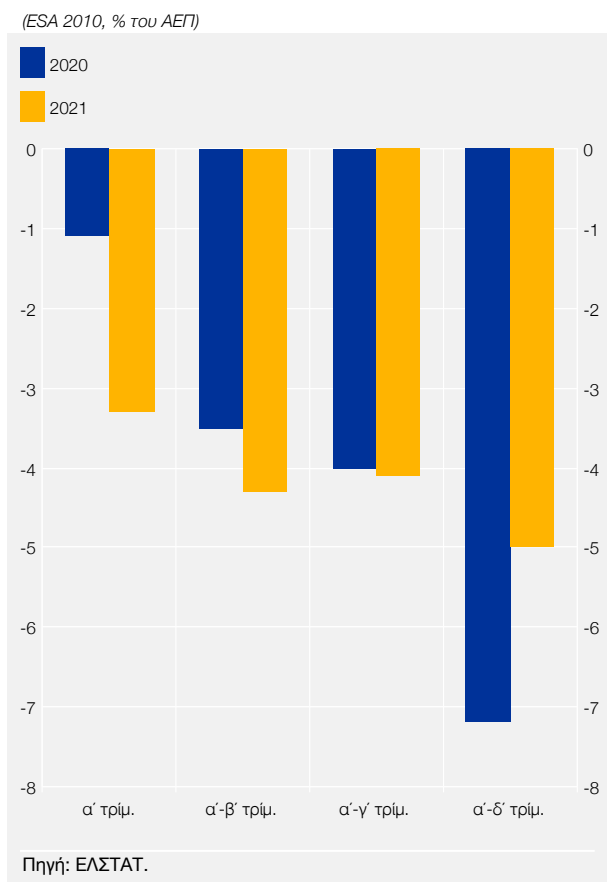
Τον Απρίλιο του 2022 δημοσιεύθηκαν τα εθνικολογιστικά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης για το 2021, σύμφωνα με τα οποία το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης παρουσίασε βελτίωση κατά 2,2 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ έναντι του 2020 και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 5,0% του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα V.2). Η βελτίωση προέκυψε ως το καθαρό αποτέλεσμα από τη μείωση των πρωτογενών δαπανών κατά 2,5 ποσοστιαίες μονάδες και τη μείωση των εσόδων κατά 0,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ.

Σε απόλυτα μεγέθη, τα έσοδα αυξήθηκαν (κατά 9,9%) έναντι του 2020, λόγω της βελτίωσης της οικονομικής δραστηριότητας και της παύσης της αναστολής πληρωμών φορολογικών και ασφαλιστικών υποχρεώσεων. Αύξηση παρουσίασαν και οι πρωτογενείς δαπάνες (κατά 5,7%) έναντι του 2020, αντανακλώντας κυρίως τα αυξημένα μέτρα για την αντιμετώπιση των συνεπειών της πανδημίας, αλλά και την άνοδο των εξοπλιστικών και επενδυτικών δαπανών, καθώς και των δαπανών για συντάξεις εξαιτίας των προκαταβολών για εκκρεμείς συντάξεις και της ταχύτερης εκκαθάρισής τους.

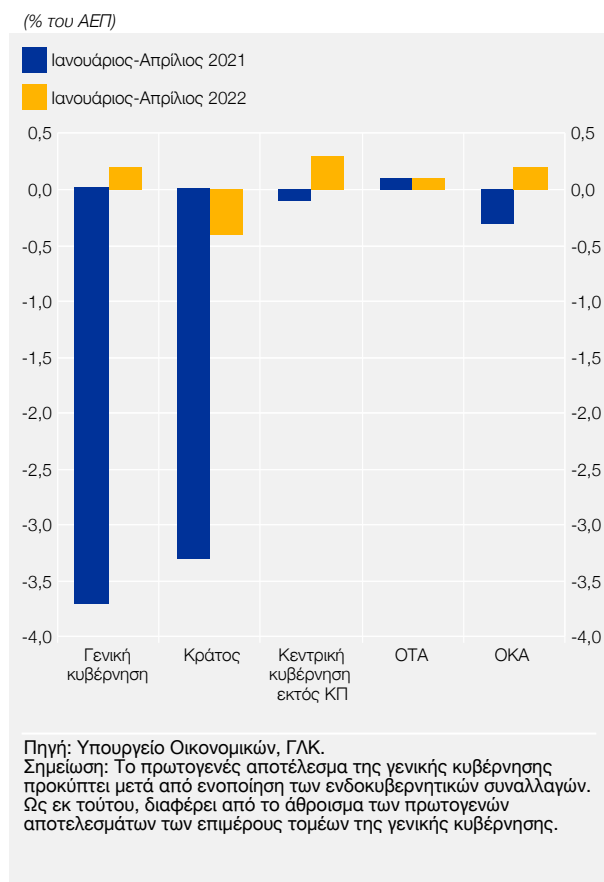
5.2 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) που συλλέγει το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (ΓΛΚ), την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2022 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρουσίασε βελτίωση, καθώς διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 1,0% του ΑΕΠ από 5,0% του ΑΕΠ

Διάγραμμα V.2 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση



Διάγραμμα V.3 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση



πέρυσι. Το πρωτογενές αποτέλεσμα επίσης βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,2% του ΑΕΠ, έναντι ελλείματος 3,7% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2021.

Η ευνοϊκή εξέλιξη του πρωτογενούς αποτελέσματος προήλθε από τη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος (α) του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ) κατά 2,9 ποσ. μον. του ΑΕΠ, που οφείλεται κυρίως στην αύξηση των φορολογικών εσόδων, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης της οικονομικής δραστηριότητας και της αύξησης των τιμών, και των εσόδων από μεταβιβάσεις, λόγω της είσπραξης της πρώτης δόσης επιχορηγήσεων από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, καθώς και στη μείωση των δαπανών για μεταβιβάσεις και επιδοτήσεις λόγω της απόσυρσης των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας, (β) των νομικών προσώπων της κεντρικής κυβέρνησης κατά 0,4 ποσ. μον. του ΑΕΠ, κυρίως λόγω αυξημένων εσόδων από φόρους και από μεταβιβάσεις και (γ) των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης (ΟΚΑ) κατά 0,5 ποσ. μον. του ΑΕΠ, που οφείλεται πρωτίστως σε αυξημένες ασφαλιστικές εισφορές λόγω της επανεκκίνησης της οικονομίας φέτος, καθώς και στη σταθεροποίηση του πρωτογενούς αποτελέσματος των οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ) (βλ. Διάγραμμα V.3).

Οι συνολικές ληξιπρόθεσμες οφειλές της ΓΚ στο τέλος Απριλίου 2022 (συμπεριλαμβάνονται οι επιστροφές φόρων, αλλά όχι οι εκκρεμείς αιτήσεις συνταξιοδότησης) διαμορφώθηκαν σε 2.400 εκατ. ευρώ, έναντι 1.853 εκατ. ευρώ στο τέλος Δεκεμβρίου 2021.

5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2022 ο ΚΠ παρουσίασε σημαντικά βελτιωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου. Το έλλειμά του μειώθηκε σε 1,7% του ΑΕΠ από 4,8% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2021 (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα

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

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Απρίλιος		Ποσοστιαία μεταβολή	Απόκλιση από τους ετήσιους στόχους του 2022 ¹
	2021	2022	2022/2021	2022 ¹
1. Καθαρά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (α-β)	15.125	17.691	17,0	699
α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV)	16.468	19.372	17,6	1.125
I. Φόροι	13.939	16.040	15,1	1.748
II. Μεταβιβάσεις	1.555	2.443	57,1	-706
III. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	191	236	23,6	60
IV. Λοιπά έσοδα	941	665	-29,3	23
β. Επιστροφές φόρων	1.343	1.681	25,2	423
Πληροφοριακά στοιχεία: Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) και από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας ²	1.343	2.557	90,4	-636
2. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII)	23.922	21.007	-12,2	-958
Πρωτογενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (2-VI)	21.169	18.479	-12,7	-956
I. Παροχές σε εργαζομένους	4.388	4.464	1,7	36
II. Μεταβιβάσεις	12.254	9.537	-22,2	-301
III. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	278	344	23,7	134
IV. Αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	1.225	1.414	15,4	-454
V. Λοιπές πρωτογενείς δαπάνες	124	151	21,8	-860
VI. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	2.753	2.528	-8,2	-2
VII. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων και Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας	2.900	2.569	-11,4	490
3. Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (1-2)	-8.797	-3.316		1.657
% του ΑΕΠ	-4,8	-1,7		
4. Πρωτογενές αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (3+2.V)	-6.201	-799		1.653
% του ΑΕΠ	-3,4	-0,4		

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Απρίλιος 2022.

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”.

του ΚΠ επίσης βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,4% του ΑΕΠ, από έλλειμμα 3,4% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2021.

Αναλυτικότερα, σε σύγκριση με το πρώτο τετράμηνο του 2021, τα φορολογικά έσοδα είναι σημαντικά αυξημένα, κυρίως από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων, τους έμμεσους φόρους και τις πρώτες πληρωμές των ανεξόφλητων μη ρυθμισμένων υποχρεώσεων που συσσωρεύθηκαν στην πανδημία. Οι πρωτογενείς δαπάνες του ΚΠ παρουσιάζονται μειωμένες έναντι του 2021, κυρίως λόγω των μειωμένων δαπανών για μεταβιβάσεις και των δαπανών του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ), καθώς φέτος τα μέτρα στήριξης λόγω της πανδημίας περιορίστηκαν σημαντικά, αντισταθμιζόμενα μόνο μερικώς από τις ενεργειακές επιδοτήσεις. Σημειώνεται ωστόσο ότι οι δαπάνες του ΠΔΕ που δεν σχετίζονται με τα μέτρα COVID-19 (επενδυτικές δαπάνες) κατέγραψαν αύξηση.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε υπέρβαση κατά 1.653 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2022. Η υπέρβαση ήταν αναμενόμενη, καθώς σχετίζεται με την πρόβλεψη του Προϋπολογισμού του 2022 για το δημοσιονομικό αποτέλεσμα, η οποία έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω στο Πρόγραμμα Σταθερότητας 2022.

5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση

Το καθαρό ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ το πρώτο τετράμηνο του 2022 παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 2,1% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 5,1% του ΑΕΠ το 2021 (βλ. Πίνακα V.3). Επίσης, το καθαρό πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,5% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 3,4% του ΑΕΠ το 2021.

Ο Τακτικός Προϋπολογισμός (ΤΠ) παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος, αφενός λόγω μειωμένων πρωτογενών δαπανών που σχετίζονται με την απόσυρση των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας και αφετέρου λόγω αυξημένων εσόδων ως αποτέλεσμα της βελτίωσης της οικονομικής δραστηριότητας, της άρσης του μεγαλύτερου όγκου των αναστολών των συμβάσεων εργασίας και των πληρωμών των ανεξόφλητων μη ρυθμισμένων υποχρεώσεων που συσσωρεύθηκαν στην πανδημία.

Ο Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) παρουσίασε επίσης βελτίωση σε σχέση με πέρυσι, λόγω αυξημένων εσόδων που οφείλονται στην είσπραξη επιχορήγησης (ύψους 1.700 εκατ. ευρώ) από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, αλλά και μειωμένων δαπανών ως αποτέλεσμα της απόσυρσης των μέτρων στήριξης για την αντιμετώπιση της πανδημίας.

5.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης

Το χρέος της ΓΚ το 2021 αυξήθηκε σε 353.389 εκατ. ευρώ, από 341.133 εκατ. ευρώ το 2020. Η ονομαστική αύξηση του δημόσιου χρέους αποτυπώνει, μεταξύ άλλων, τον αυξημένο δανεισμό από τις αγορές για τη χρηματοδότηση των επεκτατικών δημοσιονομικών παρεμβάσεων το 2021 και δάνεια από το πρόγραμμα SURE και το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας της ΕΕ, καθώς και την αύξηση των διαθεσίμων του Ελληνικού Δημοσίου σε ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα (SDR) μετά τη σχετική απόφαση του ΔΝΤ τον Αύγουστο του 2021.

Ως ποσοστό του ΑΕΠ, το χρέος της ΓΚ μειώθηκε σημαντικά το 2021 σε 193,3% του ΑΕΠ, από 206,3% το 2020, αντανakλώντας την επίδραση του παρονομαστή (λόγω της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ). Κυριότερη συνιστώσα αυτής της μείωσης, με συμβολή κατά 17,3 ποσοστιαίες μονάδες, ήταν η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect), αντανakλώντας τη μεγέθυνση του ονομαστικού ΑΕΠ.

Η μεγάλη αύξηση του πληθωρισμού σε συνδυασμό με τη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας που προβλέπονται για το 2022 αναμένεται να ενισχύσουν περαιτέρω την πορεία αποκλιμάκωσης του δημόσιου χρέους που είχε προβλεφθεί στον Προϋπολογισμό. Ως εκ τούτου, ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ εκτιμάται, σύμφωνα με το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2022, ότι θα αποκλιμακωθεί σε 180,2% του ΑΕΠ το 2022, αντανakλώντας κυρίως την εκτιμώμενη βελτίωση του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 7,7%. Η αποκλιμάκωσή του προβλέπεται εντονότερη τα επόμενα έτη, σε 168,6% του ΑΕΠ το 2023, 155,2% το 2024 και 146,5% το 2025, υπό την προϋπόθεση της σταδιακής επαναφοράς του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος σε πλεόνασμα και της διατήρησης υψηλών ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης.

Πίνακας V.3 Καθαρό αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Απρίλιος	
	2020	2021	2021	2022
Κρατικός προϋπολογισμός ¹	-24.138	-15.880	-9.378	-4.062
% του ΑΕΠ	-14,6	-8,7	-5,1	-2,1
– Τακτικός προϋπολογισμός	-19.044	-13.780	-7.826	-4.054
– Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων	-5.095	-2.100	-1.553	-8

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.

Σύμφωνα με επικαιροποιημένες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος,¹⁴ 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 (NGEU).

Ειδικότερα, εκτιμάται ταχεία αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ και επαναφορά του μακροπρόθεσμα στην προ πανδημίας τροχιά του. Ωστόσο, εξαιτίας των έκτακτων δημοσιονομικών μέτρων της περιόδου 2020-2022 (συνολικού ύψους 40 δισεκ.) και του πρόσθετου δανεισμού από ευρωπαϊκούς πόρους (NGEU, SURE), τόσο το δημόσιο χρέος όσο και οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου έχουν επιβαρυνθεί. Παρότι η πτωτική πορεία του δημόσιου χρέους διατηρείται, οι χρηματοδοτικές ανάγκες για την επόμενη 10ετία παραμένουν πλέον οριακά στο επίπεδο αναφοράς 15% του ΑΕΠ, υπό την προϋπόθεση ότι θα διατηρηθούν τα ταμειακά διαθέσιμα σε υψηλό επίπεδο. Αυτό συνεπάγεται αυξημένη έκθεση στον κίνδυνο υλοποίησης αρνητικών μακροοικονομικών σεναρίων, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια χαλάρωσης των υποθέσεων για πρωτογενή πλεονάσματα.

Με βάση την ευνοϊκή σύνθεση του δημόσιου χρέους, που αποτελείται κατά περίπου 77% 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). Ωστόσο, μακροπρόθεσμα εκτιμάται αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς η σταδιακή αναχρηματοδότηση του συσσωρευμένου χρέους του επίσημου τομέα με όρους αγοράς θα αυξήσει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο.

Σύμφωνα δε με την έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη δημοσιονομική βιωσιμότητα των κρατών μελών της ΕΕ,¹⁵ η Ελλάδα εμφανίζει υψηλή ανθεκτικότητα, καθώς είναι η μόνη χώρα με υψηλό χρέος του οποίου η πτωτική πορεία δεν ανακόπτεται υπό οποιοδήποτε δυσμενές οικονομικό σενάριο.¹⁶ Ωστόσο, σε σχέση με τα σενάρια που εξετάζονται, η πορεία του χρέους εμφανίζει μεγάλη ευαισθησία στις δημοσιονομικές παραδοχές. Ως προς τους μακροπρόθεσμους δημοσιονομικούς κινδύνους, οι οποίοι λαμβάνουν υπόψη το δημοσιονομικό κόστος της γήρανσης του πληθυσμού και τη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού και συνταξιοδοτικού συστήματος, η Ελλάδα είναι η μόνη μεταξύ των υπερχρεωμένων χωρών που δεν θα χρειαστεί επιπλέον δημοσιονομική προσαρμογή για να σταθεροποιήσει το λόγο χρέους/ΑΕΠ. Ειδικότερα, εκτιμάται ότι η αρχική δημοσιονομική θέση της χώρας και τα δημοσιονομικά οφέλη από τις προηγούμενες μεταρρυθμίσεις στο συνταξιοδοτικό/ασφαλιστικό σύστημα θα έχουν τη μεγαλύτερη θετική συμβολή στη μακροπρόθεσμη δημοσιονομική βιωσιμότητα.

Ως εκ τούτου, είναι απαραίτητο να διαφυλαχθούν τα ευνοϊκά χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου του δημόσιου χρέους, προκειμένου να διατηρηθούν η εμπιστοσύνη των επενδυτών, το σχετικά χαμηλό κόστος χρηματοδότησης και η απρόσκοπτη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίων. Για το λόγο αυτό, θα πρέπει να ενταθούν οι προσπάθειες για τη διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας μέσω της επιστροφής σε ρεαλιστικά πρωτογενή πλεονάσματα και για την εξασφάλιση της επενδυτικής βαθμίδας αξιολόγησης. Καθοριστική κρίνεται επίσης η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του NGEU, η οποία θα διευρύνει τις αναπτυξιακές δυνατότητες της οικονομίας και θα διευκολύνει την επίτευξη όλων των προτεραιοτήτων πολιτικής.

14 Λαμβάνονται υπόψη επικαιροποιημένες δημοσιονομικές και μακροοικονομικές προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, καθώς και οι αποδόσεις των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου μέχρι τις 18 Μαΐου 2022.

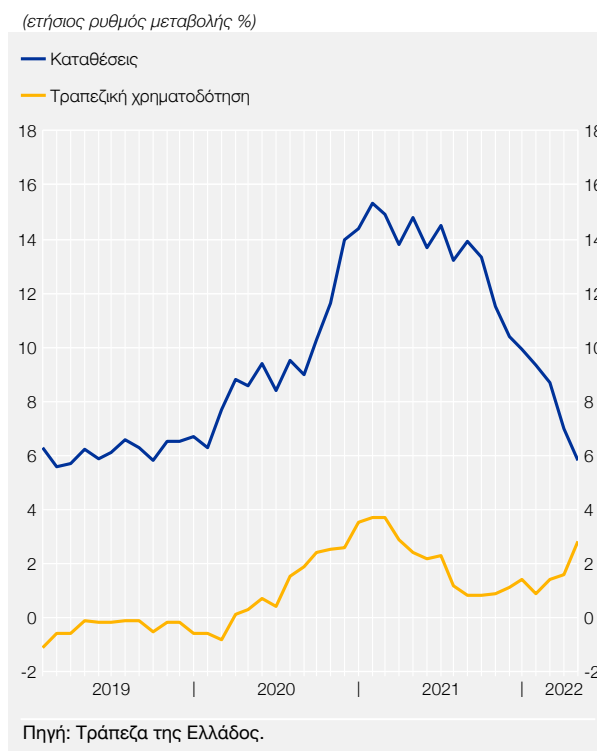
15 European Commission (2022), *Fiscal Sustainability Report 2021*.

16 Μεταξύ των εναλλακτικών σεναρίων συμπεριλαμβάνεται ένα ακραίο σενάριο αύξησης του κόστους αναχρηματοδότησης του χρέους, που έχει ως αποτέλεσμα την επιδείνωση του διαφορικού “έμμεσου επιτοκίου-ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης” κατά 1 ποσοστιαία μονάδα.

VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Η αύξηση του αποθέματος των τραπεζικών καταθέσεων την οποία προκάλεσαν διάφοροι οικονομικοί μηχανισμοί συνυφασμένοι με την πανδημία άρχισε να αντιστρέφεται το 2022. Η ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, που επίσης συνδέεται με τα μέτρα στήριξης έναντι των οικονομικών επιπτώσεων της πανδημίας, εξακολουθεί, αν και κάπως μετριασμένη σε σύγκριση με τα δύο προηγούμενα έτη. Οι πληθωριστικές πιέσεις που ενέτεινε ο πόλεμος στην Ουκρανία έχουν ήδη προκαλέσει την αντίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Πρόκειται να αντιμετωπιστούν πλέον και με αυξήσεις των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος, που θα οδηγήσουν σε άνοδο των εγχώριων τραπεζικών επιτοκίων, με σύνθετα αποτελέσματα για την εγχώρια πιστωτική επέκταση και την εξέλιξη των καταθέσεων στις ελληνικές τράπεζες, τα οποία θα κατανεμηθούν στο χρόνο. Πάντως, τουλάχιστον μέχρι το 2026, σημαντική στήριξη στην εγχώρια τραπεζική χρηματοδότηση και στη συγκράτηση των εγχώριων τραπεζικών επιτοκίων θα εξασφαλίσει η λειτουργία του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Σημαντικές προκλήσεις για τις τράπεζες παραμένουν η περαιτέρω μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η ενίσχυση της οργανικής κερδοφορίας και η ποιοτική και ποσοτική ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης, ιδίως αν ληφθούν υπόψη οι πληθωριστικές πιέσεις και οι αβεβαιότητες για την οικονομική δραστηριότητα που δημιουργούνται από τις τρέχουσες γεωπολιτικές εξελίξεις.

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



1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Το πρώτο τετράμηνο του 2022 η μηνιαία καθαρή ροή και ο ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) παρέμειναν σε υψηλότερα επίπεδα από ό,τι προ της πανδημίας. Παρομοίως, η ακαθάριστη ροή νέων επιχειρηματικών δανείων καθορισμένης διάρκειας ήταν κάπως μικρότερη ιδίως σε σύγκριση με το 2020, αλλά σημαντικά αυξημένη έναντι του 2019. Ευνοϊκή επίδραση στη χορήγηση δανείων συνέχισε να ασκεί η λειτουργία του Πανευρωπαϊκού Ταμείου Εγγυήσεων του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ), καθώς και άλλων προγραμμάτων εγγυοδοσίας και συγχρηματοδότησης αναπτυξιακών φορέων. Η αύξηση του ΑΕΠ και η άνοδος των τιμών των κατοικιών επίσης υποστήριξαν τη ζήτηση τραπεζικών δανείων, ενώ θετικά στην προσφορά τραπεζικής πίστης επέ-

¹ Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 20.6.2022.

δρασαν η παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα, η οποία εξακολούθησε να είναι άφθονη, η διαθεσιμότητα τραπεζικών καταθέσεων, καθώς και η πρόοδος που έχει συντελεστεί ως προς την εξυγίανση των τραπεζικών ισολογισμών από τα περισσότερα μη εξυπηρετούμενα δάνεια.

Αξιόλογη θετική συμβολή στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων το διάστημα 2022-26 αναμένεται να έχει η αξιοποίηση του δανειακού σκέλους του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Το 2021 το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) των εγχώριων τραπεζών μειώθηκε σημαντικά, κυρίως μέσω συναλλαγών που αξιοποίησαν το πρόγραμμα παροχής κρατικής εγγύησης σε τιτλοποιήσεις δανείων πιστωτικών ιδρυμάτων (γνωστό με την ονομασία “Ηρακλής”). Κατά συνέπεια, οι δύο από τις τέσσερις συστημικές τράπεζες έχουν ήδη πετύχει τον επιχειρησιακό στόχο μονοψήφιου ποσοστού ΜΕΔ με στοιχεία τέλους 2021, ενώ αναμένεται, με βάση τις δρομολογηθείσες ενέργειες εξυγίανσης και διαχείρισης των ΜΕΔ, να επιτευχθεί μονοψήφιο ποσοστό για το σύνολο του τραπεζικού τομέα μέχρι το τέλος του 2022. Περαιτέρω μικρή μείωση του ποσοστού ΜΕΔ παρατηρήθηκε και το α΄ τρίμηνο του 2022. Βέβαια, το ποσοστό ΜΕΔ στο σύνολο των δανείων παραμένει υψηλό σε σύγκριση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο και ως εκ τούτου απαιτείται εντατικοποίηση της προσπάθειας περαιτέρω μείωσής του. Το α΄ τρίμηνο του 2022 οι ελληνικοί τραπεζικοί όμιλοι κατέγραψαν κέρδη, κυρίως ως απόρροια της μείωσης των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο και της καταγραφής μη επαναλαμβανόμενων εσόδων. Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας εμφάνισαν μικρή μείωση, ωστόσο παραμένουν σε ικανοποιητικό επίπεδο. Οι αβεβαιότητες για την οικονομική δραστηριότητα που έχουν δημιουργηθεί από τον πόλεμο στην Ουκρανία και η αποφυγή ανάληψης κινδύνου, σε συνδυασμό με την αύξηση του κόστους δανεισμού λόγω αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής και τη μεταβλητότητα στις διεθνείς αγορές, αναμένεται να επηρεάσουν δυσμενώς το επιχειρησιακό περιβάλλον των τραπεζών, με δευτερογενείς επιπτώσεις στην ποιότητα του χαρτοφυλακίου τους και στη δυνατότητά τους για άντληση κεφαλαίων από τις αγορές.

Οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα υποχώρησαν το πρώτο τετράμηνο του 2022 λόγω της μείωσης των αποθεμάτων ρευστότητας των ΜΧΕ και ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους επιβραδύνθηκε (βλ. Διάγραμμα VI.1). Πέραν της αναμενόμενης μείωσης των επιχειρηματικών καταθέσεων εν όψει της επανεκκίνησης της οικονομίας το 2022, οι εν λόγω καταθέσεις επηρεάστηκαν αρνητικά από την απότομη άνοδο των τιμών της ενέργειας και την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης. Η μείωση της αγοραστικής δύναμης των νοικοκυριών εξαιτίας της ανόδου του ενεργειακού κόστους και των τιμών των τροφίμων, η οποία επηρεάζει αρνητικά τα έσοδα πολλών εγχώριων επιχειρήσεων, εν μέρει καλύφθηκε από αντισταθμιστικά δημοσιονομικά μέτρα. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων των νοικοκυριών έχει αρχίσει να επιβραδύνεται ήδη από το τελευταίο τρίμηνο του 2021, καθώς τα νοικοκυριά προέβησαν στην πραγματοποίηση αναβληθεισών δαπανών, αλλά και λόγω της απόσυρσης των μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας και της επίδρασης των προαναφερθεισών σημαντικών ανατιμήσεων.

Το μέσο επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού προς τις ΜΧΕ σταθεροποιήθηκε το α΄ τετράμηνο του 2022 σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο υπό τη θετική επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και των προγραμμάτων εγχώριων και διεθνών αναπτυξιακών φορέων για τη στήριξη των πιστώσεων. Το μέσο επιτόκιο δανεισμού προς τα νοικοκυριά αυξήθηκε ελαφρώς, λόγω των αυξήσεων στα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων, ενώ το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων παρέμεινε γενικά σταθερό.

Η επιτάχυνση του εγχώριου πληθωρισμού θα τείνει να οδηγήσει σε διόγκωση της πιστωτικής επέκτασης και των τραπεζικών καταθέσεων, στο μέτρο που θα αντικατοπτρίζεται σε αντίστοιχη αύξηση του ρυθμού ανόδου του ονομαστικού ΑΕΠ στην Ελλάδα *ceteris paribus*. Στο βαθμό που η επιτάχυνση του πληθωρισμού θα συνοδευθεί από υποχώρηση των πραγματικών επιτοκίων, η προαναφερθείσα τάση ανόδου της πιστωτικής επέκτασης θα ενισχυθεί. Βέβαια, η συνεχιζόμενη αύξηση του μέσου πληθωρισμού σε επίπεδο ζώνης του ευρώ και η επακόλουθη χειροτέρευση των προοπτικών για τον πληθωρισμό έχουν προκαλέσει την περαιτέρω αντίδραση της

ενιαίας νομισματικής πολιτικής, με αποτέλεσμα να αναμένεται ότι θα ασκηθεί ανοδική πίεση στα πραγματικά επιτόκια. Στο μέτρο τούτο, η εγχώρια πιστωτική επέκταση θα τείνει να περιοριστεί άμεσα, λόγω της αύξησης του κόστους τραπεζικής χρηματοδότησης, και έμμεσα, λόγω της επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας που θα επέλθει, σε σύγκριση με συνθήκες όπου τα πραγματικά επιτόκια παραμένουν πολύ χαμηλά. Προς την αντίθετη κατεύθυνση, της στήριξης των επενδύσεων, του ΑΕΠ, της πιστωτικής επέκτασης και των τραπεζικών καταθέσεων, αλλά και της συμπίεσης των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών, θα επιδράσει η ροή προς τη χώρα μας των κεφαλαίων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) καθ' όλο το διάστημα μέχρι και το έτος 2026.

2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

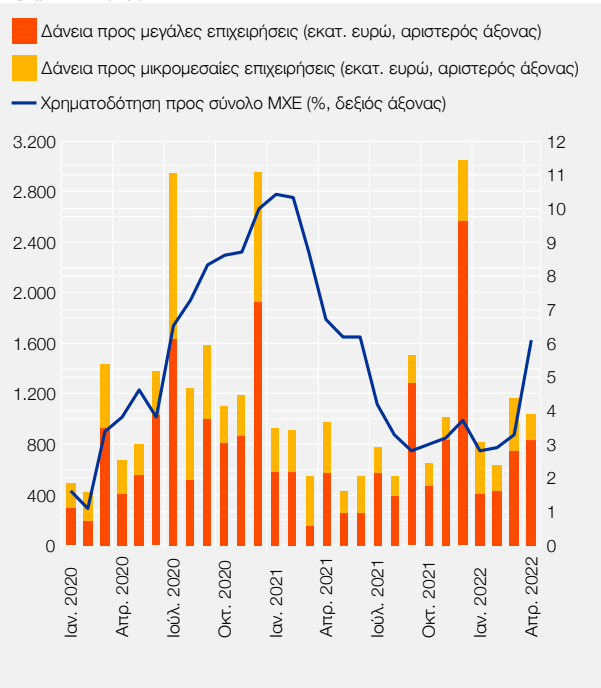
Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των τραπεζικών πιστώσεων προς τις ΜΧΕ παρέμεινε το 2021 σχεδόν σταθερός, κατά μέσο όρο, έναντι του προηγούμενου έτους και το πρώτο τετράμηνο του 2022 επιβραδύνθηκε. Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά εξακολούθησε να συρρικνώνεται, με βραδύτερο ρυθμό ωστόσο. Το πρώτο τετράμηνο του 2022 ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τη γενική κυβέρνηση, αφού το 2021 έλαβε πολύ υψηλές τιμές κατά μέσο όρο, επιβραδύνθηκε και επανήλθε σχεδόν στα επίπεδα του 2020.

Αναλυτικότερα, το πρώτο τετράμηνο του 2022 η μέση μηνιαία καθαρή ροή χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ διαμορφώθηκε σε 278 εκατ. ευρώ, έναντι 206 εκατ. ευρώ κατά μέσο όρο το 2021. Η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων τακτής λήξης προς τις ΜΧΕ, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τα στοιχεία της στατιστικής των επιτοκίων (με βάση τα ποσά δανείων που αναγράφονται στις νέες συμβάσεις), μειώθηκε ελαφρώς το εν λόγω τετράμηνο στα 9/10 της αντίστοιχης ροής για το 2021 (912 εκατ. ευρώ, 2021: 988 εκατ. ευρώ, βλ. Διάγραμμα VI.2). Αντίθετα, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια (δηλ. των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων) προς τις ΜΧΕ αυξήθηκε το πρώτο τετράμηνο του 2022 κατά 18,0% έναντι του 2021.²

Το πρώτο τετράμηνο του 2022 καταγράφηκε ενίσχυση των πιστώσεων προς τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ). Η μέση μηνιαία ροή νέων δανείων τακτής λήξης προς τις ΜΜΕ ανήλθε σε 309 εκατ. ευρώ, από 280 εκατ. ευρώ το 2021. Η αύξηση αυτή σημειώθηκε χάρη και στην επίδραση των χρηματοδοτήσεων από τα προγράμματα συγχρηματοδότησης μέσω των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Η ενίσχυση της σωρευτικής ακαθάριστης ροής

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

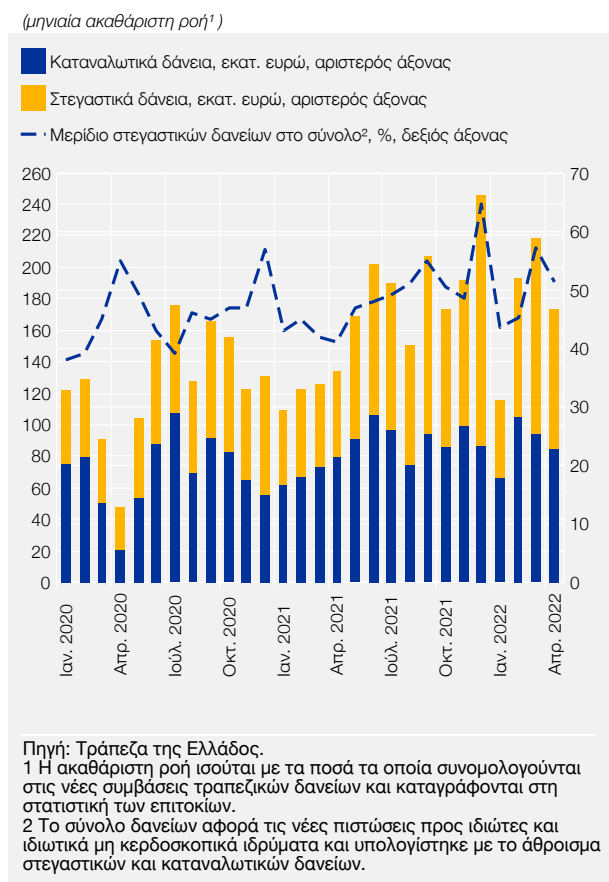
(ακαθάριστη ροή δανείων τακτής λήξης¹, ετήσιος ρυθμός μεταβολής της χρηματοδότησης)



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 στοιχεία για το σύνολο των νέων δανείων όλων των διαρκειών προς τις ΜΧΕ από τη νέα βάση (αναλυτικών ανά δάνειο) δεδομένων AnaCredit καταδεικνύουν σημαντική μείωση της μέσης μηνιαίας ροής την επισκοπούμενη περίοδο (-35%). Τα στοιχεία αυτά καταγράφουν τα ποσά των νέων δανείων που εκταμιεύθηκαν τον ίδιο μήνα κατά τον οποίο υπογράφηκε η δανειακή σύμβαση.

Διάγραμμα VI.3 Τραπεζικά δάνεια προς νοικοκυριά με καθορισμένη διάρκεια (Ιανουάριος 2020 - Απρίλιος 2022)



δανείων τετραμήνου (προς τις ΜΜΕ συν τους ελεύθερους επαγγελματίες) από τα προγράμματα της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) ήταν μόλις 1,9%, έναντι 8,0% κατά μέσο όρο το 2021. Το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2022 η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή δανείων (τακτής λήξης) προς τις μεγάλες επιχειρήσεις διαμορφώθηκε σε 603 εκατ. ευρώ, μειωμένη κατά 104 εκατ. ευρώ σε σύγκριση με το 2021. Το μερίδιο της ακαθάριστης ροής δανείων τακτής λήξης προς τις ΜΜΕ (στο σύνολο των δανείων αυτών) αυξήθηκε σε 34% το επισκοπούμενο τετράμηνο από 28% το 2021.

Όσον αφορά την εξέλιξη των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά, ο μετριασμός του ετήσιου ρυθμού συρρίκνωσης αντανάκλα τη μεταστροφή του ρυθμού μεταβολής των καταναλωτικών δανείων από αρνητικές σε θετικές τιμές, καθώς εκείνος των στεγαστικών παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος. Η ακαθάριστη ροή δανείων με καθορισμένη διάρκεια τόσο στεγαστικών όσο και καταναλωτικών, σε μέση μηνιαία βάση, κατέγραψε άνοδο το α' τετράμηνο του 2022 έναντι του 2021 (βλ. Διάγραμμα VI.3), αλλά το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο των τραπεζικών πιστώσεων χωρίς καθορισμένη διάρκεια προς τα νοικοκυριά περιορίστηκε το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2022 κατά 8,3% έναντι του 2021 κατά μέσο όρο.

Η σταθεροποίηση των επιτοκίων των τραπεζικών δανείων προς τις ΜΧΕ σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο συνέβαλε ενισχυτικά στη ζήτηση νέων δανείων. Επίσης, η ζήτηση στηρίχθηκε και από την ταχύτατη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας το 2021. Οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης των ΜΧΕ, μέσω της έκδοσης εταιρικών τίτλων, λειτούργησαν ως αντίβαρο στη ζήτηση τραπεζικών δανείων. Από την πλευρά της προσφοράς, το διάστημα Ιανουαρίου-Απριλίου 2022 οι τράπεζες εξακολούθησαν να αντλούν πόρους από το Ευρωσύστημα με ευνοϊκούς όρους και το απόθεμα των καταθέσεων παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα. Η σημαντική πρόοδος στη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) το 2021 συνέβαλε ευνοϊκά στην παροχή πιστώσεων. Αντίθετα, η εξάντληση των δανειακών πόρων μέσω των προγραμμάτων της ΕΑΤ για την άμβλυση των συνεπειών της πανδημίας συνέβαλε στην επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης εκ μέρους των τραπεζών.

Γενικότερα, μετά τον Αύγουστο του 2021, ο ρυθμός ανόδου της χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ σταθεροποιήθηκε μέχρι το Μάρτιο του 2022 σε επίπεδα πλησίον του 3%, δηλ. υψηλότερα σε σύγκριση με το διάστημα αμέσως πριν την πανδημία. Στη συνέχεια, τον Απρίλιο του 2022 ο εν λόγω ρυθμός αυξήθηκε σε 6,1% (λόγω χαμηλότερης βάσης), και μάλιστα ενδέχεται να διατηρηθεί προς το παρόν κοντά σε αυτό το επίπεδο, καθώς το υπόλοιπο της χρηματοδότησης τον ίδιο μήνα του 2021 μειώθηκε και παρέμεινε σε μικρότερο ύψος, ως αποτέλεσμα εταιρικού μετασχηματισμού μιας εκ των τραπεζών.³ Ως προς τη μελλοντική πορεία του εν λόγω ρυθμού, η παροχή πιστώσεων προς τις ΜΧΕ και το σύνολο του ιδιωτικού τομέα από τις τράπεζες θα πε-

3 Επίσης, το συνολικό υπόλοιπο χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ τον Απρίλιο του 2021 περιορίστηκε και από μια σημαντική μείωση υφιστάμενων δανείων προς τον τομέα της ενέργειας.

ριοριστεί από την επίταση της αβεβαιότητας, κυρίως λόγω του πολέμου. Η ζήτηση δανείων αναμένεται να επηρεαστεί αρνητικά από την επικείμενη άνοδο του κόστους τραπεζικού δανεισμού για τον ιδιωτικό τομέα ως αποτέλεσμα της αναπροσαρμογής της νομισματικής πολιτικής. Από την άλλη πλευρά, είναι πιθανόν ότι σε πραγματικούς όρους τα δανειακά επιτόκια δεν θα αυξηθούν και τόσο. Ο υψηλότερος πληθωρισμός ασκεί ανοδική επίδραση στη ζήτηση δανείων, και ειδικότερα στο ύψος τους, από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά προκειμένου να καλυφθεί η ονομαστική αύξηση των χρηματοδοτικών τους αναγκών. Η συμμετοχή των τραπεζών στη συγχρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων τα οποία εντάσσονται στο Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) –εκτιμάται ότι θα προσεγγίσει τα 6,2 δισεκ. ευρώ μεταξύ 2022 και 2026– επίσης θα συμβάλει σε διαμόρφωση υψηλών ρυθμών ανόδου της χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ.

3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

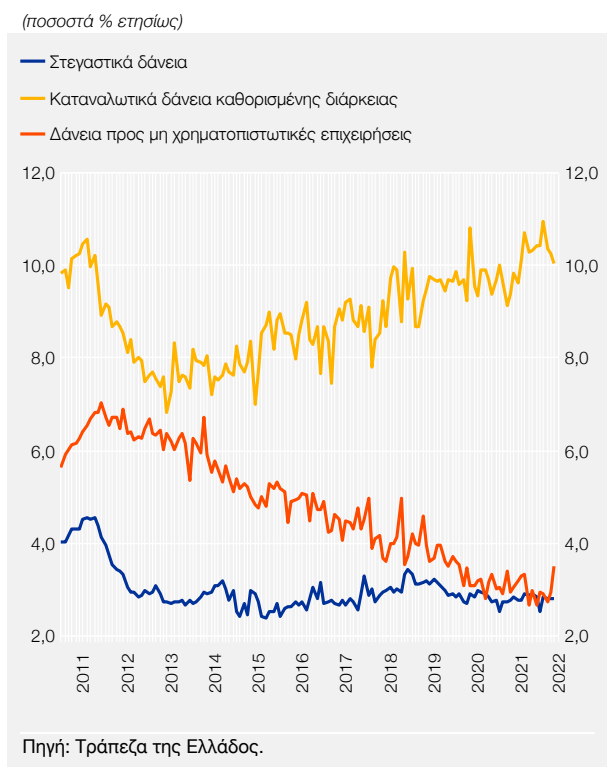
Τα επιτόκια καταθέσεων που προσφέρονται στις ΜΧΕ και στα νοικοκυριά διαμορφώθηκαν το πρώτο τετράμηνο του 2022 σε οριακά θετικές τιμές στις καταθέσεις προθεσμίας και μηδενίστηκαν στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (λογαριασμοί τρεχούμενοι, όψεως και ταμειοτηρίου). Η διατήρηση των επιτοκίων καταθέσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα σε τόσο χαμηλά επίπεδα, η οποία υποβοηθεί και τη διατήρηση χαμηλών δανειακών επιτοκίων, συνδέεται με τις βελτιωμένες συνθήκες ρευστότητας που αντιμετώπισαν οι ελληνικές τράπεζες, ως απόρροια: (α) της αύξησης των καταθέσεων λιανικής κατά τα προηγούμενα έτη και (β) της συνέχισης της διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Σε πραγματικούς όρους, το επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας για τις ΜΧΕ και τα νοικοκυριά ήταν έντονα αρνητικό το τρέχον έτος (Ιανουάριος-Απρίλιος 2022: -7,15% και -7,09% αντίστοιχα, μέσος όρος 2021:-0,5% και -0,4%). Η διαμόρφωση των πραγματικών επιτοκίων σε αρνητικό επίπεδο κατ' ουσίαν κατέστησε υψηλό το κόστος διακράτησης ρευστών σε μορφή καταθέσεων και ελκυστικότερες τις εναλλακτικές τοποθετήσεις, συμπεριλαμβανομένων των ακινήτων και λοιπών πραγματικών περιουσιακών στοιχείων. Γενικότερα, η μείωση των πραγματικών επιτοκίων καταθέσεων, αν όλοι οι λοιποί προσδιοριστικοί παράγοντες παραμείνουν σταθεροί, καθιστά λιγότερο ελκυστική την αποταμίευση και ενισχύει την κατανάλωση και τις επενδύσεις.

Όσον αφορά το κόστος τραπεζικού δανεισμού των ΜΧΕ, τους τελευταίους μήνες σταθεροποιήθηκε σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο (βλ. Διάγραμμα VI.4). Στην πλειονότητα των κατηγοριών σημειώθηκαν μικρές μειώσεις, με συνέπεια κατά μέσο όρο το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού των επιχειρήσεων να διαμορφωθεί σε 3,0%.

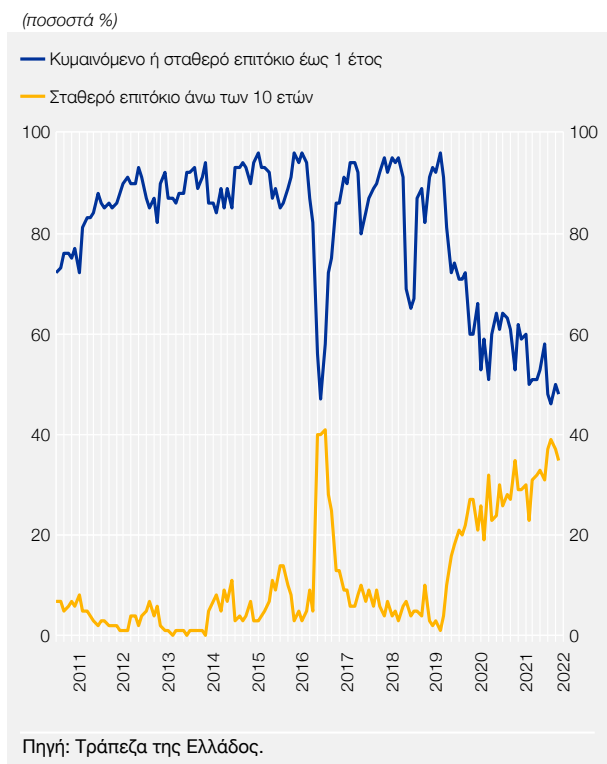
Αναλυτικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των ΜΧΕ στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας μειώθηκε σε 3,9%, κατά 35 μ.β. χαμηλότερα έναντι του μέσου επιτοκίου του 2021. Μειώσεις παρατηρήθηκαν στα επιτόκια των αλληλόχρεων λογαριασμών (κατά 34 μ.β.), των υπεραναλήψεων από λογαριασμούς όψεως (κατά 67 μ.β.) και της αντίστοιχης κατηγορίας δανείων προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις (κατά 21 μ.β.). Το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια με καθορισμένη διάρκεια διαμορφώθηκε σε 2,9%, δηλ. περίπου όσο το 2021, ενώ το αντίστοιχο επιτόκιο προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις μειώθηκε κατά 20 μ.β. και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 3,2% (τα εν λόγω δάνεια αντιπροσώπευαν περίπου το 34% της ακαθάριστης ροής επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη τη διαθέσιμη περίοδο του 2022).

Όσον αφορά τις κατηγορίες δανείων ανά μέγεθος και συγκρίνοντας τα επιτόκια το πρώτο τετράμηνο του 2022 έναντι της μέσης τιμής του 2021, το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού: (α) παρέμεινε σταθερό σε 4,6% στα δάνεια έως 250.000 ευρώ, (β) αυξήθηκε σε 3,5% στα δάνεια μεταξύ 250.000 ευρώ και 1 εκατ. ευρώ (2021: 3,3%) και (γ) αυξήθηκε σε 2,8% στα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ (2021: 2,7%). Τα μερίδια των νέων δανείων μικρότερου ύψους, δηλ. έως 250.000 ευρώ και 250.000-1 εκατ. ευρώ, στο σύνολο των επιχειρηματικών δανείων τακτής

Διάγραμμα VI.4 Επιτόκιο τραπεζικών δανείων (Ιανουάριος 2011 - Απρίλιος 2022)



Διάγραμμα VI.5 Μεριδίο στεγαστικών δανείων ανά κατηγορία επιτοκίου (Ιανουάριος 2011 - Απρίλιος 2022)



λήξης παρέμειναν σε παρόμοια επίπεδα σε σύγκριση με το 2021 (5,0% και 9,0% αντίστοιχα της ετήσιας ακαθάριστης ροής των επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη το πρώτο τετράμηνο του 2022, έναντι 6,0% και 8,0% το 2021 κατά μέσο όρο).

Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των νοικοκυριών αυξήθηκε ελαφρά το τρέχον έτος, κυρίως λόγω αυξήσεων στα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού των νοικοκυριών διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 4,9%, κατά 11 μ.β. υψηλότερα σε σύγκριση με τη μέση τιμή του προηγούμενου έτους (4,8%). Το επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας αυξήθηκε περαιτέρω, κατά 41 μ.β. έναντι της μέσης τιμής του 2021 και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 10,4% (βλ. Διάγραμμα VI.4). Η εν λόγω αύξηση εν μέρει οφείλεται στη μείωση του μεριδίου των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας με παροχή εξασφαλίσεων, τα οποία κατά κανόνα προσφέρονται με χαμηλότερο κατά περισσότερο από μία ποσοστιαία μονάδα επιτόκιο έναντι των καταναλωτικών δανείων χωρίς εξασφαλίσεις. Παράλληλα, 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, αυξήθηκε κατά 16 μ.β. σε 14,7%. Το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων παρέμεινε σταθερό σε 2,8%. Η σταθεροποίηση του επιτοκίου στεγαστικών δανείων σε επίπεδα κάτω του 3% τα τελευταία έτη (βλ. Διάγραμμα VI.4), σε συνδυασμό με τη σημαντική ενίσχυση του μεριδίου των νέων δανείων με επιτόκιο σταθερό άνω των 10 ετών (από 7% κατά μέσο όρο την περίοδο 2011-17 σε 30% το 2021 και 37% το α' τετράμηνο του 2022, βλ. Διάγραμμα VI.5), περιορίζει τον επιτοκιακό κίνδυνο για τα νοικοκυριά και υποβοηθεί την ομαλή εξυπηρέτηση του χρέους στεγαστικής πίστης. Όσον αφορά τη σχετική σπουδαιότητα των δύο κατηγοριών πιστώσεων καθορισμένης διάρκειας (στεγαστικών-καταναλωτικών), η ακαθάριστη ροή νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας προς τα νοικοκυριά ισοκατανέμεται μεταξύ στεγαστικών (50%) και καταναλωτικών (50%) δανείων το 2022, όπως και το 2021.

Σε πραγματικούς όρους, το μέσο επιτόκιο τραπεζικών δανείων για τις ΜΧΕ διαμορφώθηκε σε

-4,2% το πρώτο τετράμηνο του 2022, έναντι 2,5% το 2021. Ομοίως, το μέσο επιτόκιο τραπεζικών δανείων για νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε -2,3% από 4,2% το 2021. Η μείωση των πραγματικών επιτοκίων δανεισμού συνεπάγεται ανακατανομή της αγοραστικής δύναμης μεταξύ αποταμιευτών και δανειοληπτών υπέρ των δεύτερων. Νοικοκυριά και επιχειρήσεις ευνοήθηκαν, καθώς το πραγματικό κόστος εξυπηρέτησης του υφιστάμενου χρέους τους υποχώρησε σε πραγματικούς όρους, ενώ παράλληλα η ζήτηση νέων πιστώσεων είναι εύλογο να επηρεάστηκε θετικά.

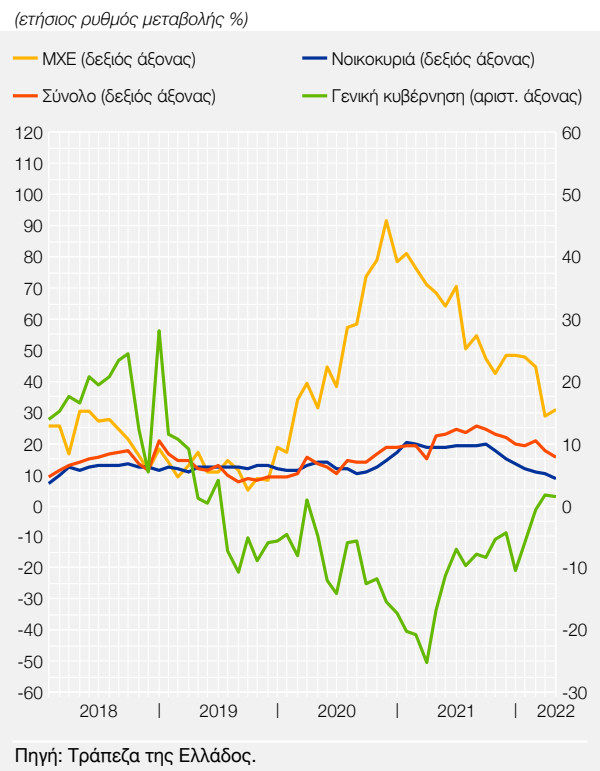
Στο μέλλον, το ενδεχόμενο ανόδου των ονομαστικών επιτοκίων είναι ορατό λόγω της επικείμενης αυστηροποίησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Παράλληλα, ανοδικές πιέσεις στα ονομαστικά επιτόκια χορηγήσεων αναμένονται από τυχόν επιδείνωση του πιστωτικού κινδύνου, καθώς η άνοδος των τιμών έχει περιορίσει το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και τα κέρδη των επιχειρήσεων, ενώ ταυτόχρονα υλοποιείται η απόσυρση των μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας. Εκτιμάται ότι οι πιέσεις στο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους θα είναι εντονότερες στην καταναλωτική πίστη, δεδομένου ότι αυτή η κατηγορία δανείων συνδέεται περισσότερο με μικρότερες διάρκειες δανείων και κυμαινόμενο επιτόκιο. Από την άλλη πλευρά, οι όροι και η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις αναμένεται να συνεχίσουν να υποστηρίζονται από δημόσιους πόρους μέσω προγραμμάτων συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας, ιδίως από τα χαμηλότοκα δάνεια που αναμένονται από το δανειακό σκέλος του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2022 οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα σημείωσαν σωρευτική μείωση κατά 2,1 δισεκ. ευρώ, σε αντίθεση με τις σημαντικές αυξήσεις που είχαν παρατηρηθεί την αντίστοιχη περίοδο το 2021 (4,3 δισεκ. ευρώ) και το 2020 (3,2 δισεκ. ευρώ).

Ειδικότερα, οι καταθέσεις των ΜΧΕ παρουσίασαν σημαντική υποχώρηση κατά 3,5 δισεκ. ευρώ. Πέρα από την αρνητική εποχικότητα που χαρακτηρίζει τις επιχειρηματικές καταθέσεις στις αρχές κάθε έτους, οι καταθέσεις των ΜΧΕ εκτιμάται ότι επηρεάστηκαν αρνητικά λόγω των περιορισμών που υφίστανται από την πλευρά της διεθνούς εφοδιαστικής αλυσίδας και της ανόδου του πληθωρισμού. Συνολικά, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών καταθέσεων επιβραδύνθηκε το 2021 και σημαντικά κατά τους πρώτους μήνες του 2022 (Απρίλιος 2022: 15,5%, Δεκέμβριος 2021: 24,2%, Ιανουάριος 2021: 40,5%, βλ. Διάγραμμα VI.6) αντανάκλωντας το γεγονός ότι λόγω της επανεκκίνησης της οικονομίας, της άρσης των μέτρων στήριξης και της αποκλιμάκωσης της πιστωτικής επέκτασης σε σύγκριση με το 2021, οι επιχειρήσεις άρχισαν να κάνουν χρήση των αποθεμάτων ρευστότητας που είχαν σχηματίσει προηγουμένως. Οι καταθέσεις των ΜΧΕ επηρεάζονται αρνητικά από τις γεωπολιτικές εξελίξεις, καθώς η άνοδος των ενεργειακών τιμών αντανάκλαται σε αξιοσημείωτη αύξηση του κόστους λειτουργίας τους.

Διάγραμμα VI.6 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Ιανουάριος 2018 - Απρίλιος 2022)



Την επισκοπούμενη περίοδο οι καταθέσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν κατά 691 εκατ. ευρώ καθώς η σωρευτική αύξηση (1,2 δισεκ. ευρώ) που σημειώθηκε μεταξύ Μαρτίου και Απριλίου 2022 ήταν υπερδιπλάσια της μείωσης (501 εκ. ευρώ) που καταγράφηκε κατά τους δύο πρώτους μήνες του έτους. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των καταθέσεων των νοικοκυριών επιβραδύνθηκε ακολουθώντας τάση αποκλιμάκωσης ιδίως από το τελευταίο τρίμηνο του 2021 και μετά (Απρίλιος 2022: 4,3%, Δεκέμβριος 2021: 6,8%, Ιανουάριος 2021: 10,1%, βλ. Διάγραμμα VI.6). Η επιβράδυνση αυτή αντανακλά την πραγματοποίηση κυρίως καταναλωτικών δαπανών από τα νοικοκυριά, που δεν ήταν δυνατόν ή δεν ήταν φρόνιμο να πραγματοποιηθούν κατά τη διάρκεια των προηγούμενων δύο ετών, καθώς και τις αυξημένες δαπάνες για ενέργεια και τρόφιμα, σε συνδυασμό με τον περιορισμό των μέτρων στήριξης έναντι των επιπτώσεων της πανδημίας.⁴ Αρνητική επίδραση στις καταθέσεις των νοικοκυριών συνέχισε να ασκεί η συρρίκνωση του υπολοίπου των στεγαστικών και των καταναλωτικών δανείων.

Όσον αφορά 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 συναλλαγών, η οποία ενισχύθηκε περαιτέρω την περίοδο της πανδημίας. Ειδικότερα όμως κατά τους πρώτους μήνες του 2022, ο ρυθμός ανόδου των καταθέσεων με διάρκεια μίας ημέρας φαίνεται να ακολουθεί τάση σταδιακής αποκλιμάκωσης, με σημείο εκκίνησης το β' τρίμηνο του 2021 για τις ΜΧΕ και το γ' τρίμηνο του 2021 για τα νοικοκυριά. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων προθεσμίας παραμένει αρνητικός για τα νοικοκυριά από το Σεπτέμβριο του 2019, ενώ τον Απρίλιο του 2022 οι ΜΧΕ σημείωσαν θετικό ρυθμό για πρώτη φορά από τον Απρίλιο του 2021.

Μεσοπρόθεσμα, αν η επιτάχυνση του πληθωρισμού διατηρηθεί, θα αποθαρρύνει τη διακράτηση χρήματος στο μέτρο που δεν αντισταθμιστεί από αντίστοιχη αύξηση των επιτοκίων. Από την άλλη πλευρά, η άνοδος του ονομαστικού ΑΕΠ οδηγεί σε αύξηση της ζήτησης χρήματος. Η αύξηση των επιτοκίων προκειμένου να συγκρατηθεί η επιτάχυνση του πληθωρισμού θα μετριάσει αντίστοιχα και την άνοδο του ονομαστικού ΑΕΠ, ιδίως αν αποβεί σημαντική σε πραγματικούς όρους, επιφέροντας σταδιακή αύξηση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους του ιδιωτικού τομέα και του κόστους χρηματοδότησης, καθώς και επιβράδυνση στη δυναμική των επενδύσεων. Προς την αντίθετη κατεύθυνση θα επιδράσουν η παρατηρούμενη ενίσχυση της απασχόλησης και η ανθεκτικότητα συγκεκριμένων κλάδων, καθώς και οι πόροι του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και του Εταιρικού Συμφώνου Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΕΣΠΑ) 2021-2027.

Μεταξύ Ιανουαρίου και Απριλίου 2022 καταγράφηκε αύξηση των καταθέσεων της κεντρικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες κατά 1 δισεκ. ευρώ (ή 20% 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 0,4 δισεκ. ευρώ. Οι εξελίξεις αυτές συνδέονται μεταξύ άλλων με άντληση κεφαλαίων από τις αγορές και με τις εισροές πόρων από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Το α' τρίμηνο του 2022 οι ελληνικοί τραπεζικοί όμιλοι κατέγραψαν κέρδη ως αποτέλεσμα της εμφάνισης μη επαναλαμβανόμενων εσόδων, της μείωσης των λειτουργικών εξόδων και, κυρίως, της μείωσης των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο (βλ. Πίνακα VI.1). Αναλυτικότερα, τα

⁴ Το πρώτο τετράμηνο του 2022 μειώθηκαν δραστικά οι δημοσιονομικές δαπάνες για καταβολή αποζημίωσης ειδικού σκοπού σε μισθωτούς και αυτοαπασχολούμενους που περιλαμβάνονται στον τομέα των νοικοκυριών. Ωστόσο, την εξεταζόμενη περίοδο καταβλήθηκε προς τα φυσικά πρόσωπα ενίσχυση εισοδήματος λόγω των ανατιμήσεων στην ενέργεια.

Λειτουργικά έσοδα μειώθηκαν οριακά, καθώς η μείωση των καθαρών εσόδων από τόκους αντισταθμίστηκε σε μεγάλο βαθμό από τη σημαντική αύξηση των καθαρών εσόδων από προμήθειες και την αύξηση των εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις. Επίσης, αυξήθηκαν τα κέρδη από διακοπτόμενες δραστηριότητες.

Αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια, τόσο ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) όσο και ο Συνολικός Δείκτης Κεφαλαίου (Total Capital Ratio) σε ενοποιημένη βάση υποχώρησαν το Μάρτιο του 2022 σε 12,2% και 15% αντίστοιχα (από 12,6% και 15,2% το Δεκέμβριο του 2021). Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, ο αντίστοιχος μεσοσταθμικός δείκτης CET1 διαμορφώθηκε το Δεκέμβριο του 2021 σε 15,7%, ενώ ο δείκτης TCR σε 19,6%.

Στο τέλος του Μαρτίου 2022, η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων σε ατομική βάση βελτιώθηκε, καθώς τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (ΜΕΔ) ανήλθαν σε 17,7 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά 0,7 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος του Δεκεμβρίου 2021 και κατά περίπου 91 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου του 2016, όταν είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ.⁵ Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων αποκλιμακώθηκε περαιτέρω το α' τρίμηνο του 2022 (Μάρτιος 2022: 12,1%, Δεκέμβριος 2021: 12,8% – βλ. Πίνακα VI.2), αλλά παρέμεινε υψηλός, καθώς, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, στο τέλος του Δεκεμβρίου του 2021 ο δείκτης ΜΕΔ σε επίπεδο ΕΕ ανήλθε σε 2,0%. Στο πλαίσιο αυτό, χρήζει αναφοράς ότι δύο σημαντικές τράπεζες έχουν ήδη πετύχει τον επιχειρησιακό στόχο μονοψήφιου ποσοστού ΜΕΔ, ενώ αναμένεται με βάση τις δρομολογηθείσες ενέργειες εξυγίανσης και διαχείρισης των ΜΕΔ να επιτευχθεί μονοψήφιο ποσοστό για το σύνολο του τραπεζικού τομέα μέχρι το τέλος του 2022.

Σχετικά με τη διάρθρωση των ΜΕΔ, τα 3/4 περίπου αφορούν επιχειρηματικά δάνεια, το 1/5 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 στις περισσότερες κατηγορίες χαρτοφυλακίων, ωστόσο αύξηση καταγράφηκε στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και στα καταναλωτικά δάνεια. Στο τέλος του Μαρτίου 2022 περίπου 38% του συνόλου των ΜΕΔ συνδεόταν με ρυθμίσεις,⁶ ενώ επισημαίνεται ότι υψηλό ποσοστό των δανείων που τίθενται σε

Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζών

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	α' τρίμ. 2021	α' τρίμ. 2022	Μετα- βολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	2.773	2.745	-1,0
Καθαρά έσοδα από τόκους	1.441	1.236	-14,2
– Έσοδα από τόκους	1.838	1.663	-9,6
– Έξοδα τόκων	-397	-426	7,3
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	1.332	1.509	13,2
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	341	434	27,4
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	987	1.054	6,8
– Λοιπά έσοδα	5	21	>100
Λειτουργικά έξοδα	-1.099	-923	-16,0
Δαπάνες προσωπικού	-557	-432	-22,5
Διοικητικά έξοδα	-396	-344	-13,1
Αποσβέσεις	-147	-147	0,3
Καθαρά έσοδα (Λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)	1.674	1.822	8,9
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-1.571	-455	-71,0
Λοιπές ζημιές απομείωσης ¹	-52	-50	-3,3
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	-62	-102	64,5
Κέρδη/ζημιές προ φόρων	-12	1.214	-
Φόροι	-97	-188	93,9
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες	44	243	>100
Κέρδη/ζημιές μετά από φόρους	-64	1.269	-

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.

5 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.

6 Σημειώνεται ότι το σύνολο των δανείων στα οποία έχουν εφαρμοστεί ρυθμίσεις (δηλ. συμπεριλαμβανομένων εκείνων που εξυπηρετούνται κανονικά) ανέρχεται σε 15,3 δισεκ. ευρώ.

Πίνακας VI.2 Βασικοί δείκτες ποιότητας χαρτοφυλακίων δανείων

(ποσοστό %, στοιχεία εντός ισολογισμού, ατομική βάση)

	Μαρτ. 2021	Δεκ. 2021	Μαρτ. 2022
Δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ)	30,3	12,8	12,1
Δείκτης ΜΕΔ ανά χαρτοφυλάκιο			
<i>Επιχειρηματικά</i>	27,9	13,0	12,1
Μεγάλες επιχειρήσεις	14,2	7,1	6,1
Μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις	41,1	21,0	22,0
Ελεύθεροι επαγγελματίες και πολύ μικρές επιχειρήσεις	50,8	30,7	30,3
Ναυτιλιακά	13,3	6,2	4,1
<i>Στεγαστικά</i>	31,1	10,4	10,2
<i>Καταναλωτικά</i>	47,3	19,5	20,1
Δείκτης διάρθρωσης ΜΕΔ ανά περίοδο ή κατηγορία αθέτησης			
Σε καθυστέρηση > 90 ημέρες	22,1	31,1	33,4
91-180 ημέρες	3,1	4,5	6,5
181-360 ημέρες	2,7	4,7	4,7
>1 έτος	16,8	21,9	22,2
Αβέβαιης είσπραξης	27,0	35,5	31,6
Καταγγελλόμενες απαιτήσεις	50,3	33,4	35,0
Λοιποί δείκτες			
Σε καθεστώς ρύθμισης (ως προς το σύνολο των δανείων)	17,3	10,6	9,7
Εξυπηρετούμενα δάνεια ¹	10,4	6,4	5,8
Μη εξυπηρετούμενα δάνεια ²	33,0	39,1	38,1
Υπό καθεστώς νομικής προστασίας	10,9	0,5	0,4
Δείκτης κάλυψης ΜΕΔ από προβλέψεις	47	42,4	43,2
Δείκτης αθέτησης (default rate)	1,0	0,6	0,5
Δείκτης αποκατάστασης της τακτικής εξυπηρέτησης δανείων (cure rate)	1,9	3,2	3,3

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
 1 Εξυπηρετούμενα δάνεια σε καθεστώς ρύθμισης ως προς σύνολο εξυπηρετούμενων δανείων.
 2 Μη εξυπηρετούμενα δάνεια σε καθεστώς ρύθμισης ως προς σύνολο μη εξυπηρετούμενων δανείων.

καθεστώς ρύθμισης εμφανίζει πάλι καθυστέρηση σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα μετά τη συνομολόγηση της ρύθμισης. Από την άλλη πλευρά, υποχώρηση εμφανίζει το ποσοστό των δανείων που έχουν υπαχθεί σε καθεστώς νομικής προστασίας.

Το 2021 η διαμόρφωση ευνοϊκών συνθηκών στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, σε συνδυασμό με τη βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου των ελληνικών τραπεζών, διευκόλυνε την πρόοδο προς την κάλυψη των κεφαλαιακών υποχρεώσεων των τραπεζών (μεταξύ των οποίων η Ελάχιστη Απαιτήση Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων – MREL).⁷ Όμως, στο τρέχον περιβάλλον των μεταβαλλόμενων διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών (βλ. Κεφάλαιο VII), η έκδοση νέων τίτλων με σκοπό την κάλυψη της MREL αναμένεται να είναι πιο δύσκολη και με αυξημένο κόστος. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με εκθέσεις διεθνών οίκων αξιολόγησης, το 2022 αναμένεται αποδυνάμωση της εκδοτικής δραστηριότητας ομολόγων από εκδότες με πιστοληπτική αξιολόγηση κάτω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας, ενώ παρατηρείται ανοδική τάση στο κόστος δανεισμού των νέων εκδόσεων τραπεζικών ομολόγων διεθνώς.⁸

Επίσης, σημαντικές προκλήσεις παρουσιάζονται από τις αβεβαιότητες σχετικά με την οικονομική δραστηριότητα διεθνώς, που προκαλούνται από την ένταση των πληθωριστικών πιέσεων, τις γεωπολιτικές εξελίξεις και την αύξηση στο κόστος της ενέργειας. Οι εξελίξεις αυτές μπορούν να οδηγήσουν στη δημιουργία νέων ΜΕΔ, ενώ μεσοπρόθεσμα θα πρέπει να συνυπολογιστούν και οι επιπτώσεις από την κλιματική αλλαγή.⁹ Επιπρόσθετα, η αρνητική επίπτωση στη συνολική ζήτηση από τις εντεινόμενες πληθωριστικές πιέσεις, σε συνδυασμό με

- 7 Σύμφωνα με τα στοιχεία του Ενιαίου Συμβουλίου Εξυγίανσης στο τέλος του 2020 (SRB MREL Dashboard 2020: Q4), για να επιτευχθεί ο στόχος για την MREL οι ελληνικές τράπεζες χρειαζόταν να αυξήσουν τα επιλέξιμα στοιχεία παθητικού τους κατά 14,6 δισεκ. ευρώ. Για το σκοπό αυτό, το 2021 οι ελληνικές τράπεζες προέβησαν σε εκδόσεις ομολόγων ύψους 3,5 δισεκ. ευρώ. Επίσης, ορισμένες τράπεζες προέβησαν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κατά τη διάρκεια του 2021. Συνολικά, απομένουν περίπου 11 δισεκ. ευρώ που πρέπει να καλυφθούν από αντίστοιχες ομολογιακές εκδόσεις ή άλλους τύπους επιλέξιμων στοιχείων παθητικού έως το τέλος του 2025 (βλ. SRB MREL Dashboard 2021: Q4).
- 8 Βλ. S&P Global Ratings, *Credit trends: Global financing conditions: Bond issuance looks set to contract almost 5% in 2022 as conditions tighten quickly*, 27.4.2022. Ενδεικτικά, στην εν λόγω έκθεση σημειώνεται ότι το 2022 αναμένεται μείωση κατά 5% της εκδοτικής δραστηριότητας σε ομόλογα διεθνώς (έναντι αύξησης κατά 6,7% το 2021), ενώ για τον ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό κλάδο αναμένεται σταθεροποίηση. Επίσης, στην ίδια έκθεση σημειώνεται ότι η ανατιμολόγηση των κινδύνων (repricing of risks) στις διεθνείς κεφαλαιαγορές έχει επηρεάσει περισσότερο τις ευρωπαϊκές εκδόσεις ομολόγων.
- 9 Η ΕΚΤ και ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός διενεργούν το πρώτο εξάμηνο του 2022 άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για τους κλιματικούς κινδύνους ανά πιστωτικό ίδρυμα, συμπεριλαμβανομένων των τεσσάρων ελληνικών σημαντικών τραπεζών.

την πλήρη άρση των μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας εντός του 2022, επιτείνει τους παραπάνω κινδύνους, επηρεάζοντας έτσι δυσμενώς τα μεγέθη των ελληνικών τραπεζών.¹⁰

Συνολικά, οι προαναφερθείσες προκλήσεις απαιτούν συνεχή επαγρύπνηση και εντατικότερη δράση εκ μέρους των τραπεζών. Η περαιτέρω μείωση των ΜΕΔ και η ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης θα συμβάλουν στην κατεύθυνση της ενίσχυσης της ανθεκτικότητάς τους.

¹⁰ Επισημαίνεται ότι, από τα δάνεια ύψους περίπου 21,8 δισεκ. ευρώ υπό καθεστώς στήριξης το οποίο έχει αρθεί, περίπου 3,6 δισεκ. ευρώ είναι μη εξυπηρετούμενα (στοιχεία ΕΚΤ, Supervisory Banking Statistics, τέλος Δεκεμβρίου 2021).

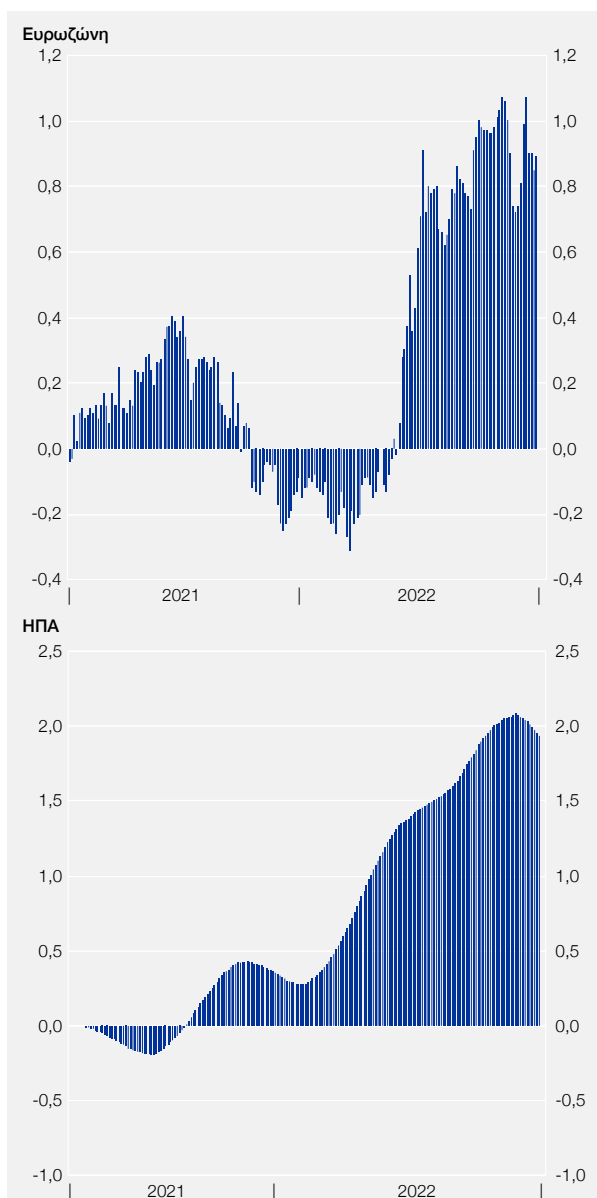
VII ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ο αυξημένος πληθωρισμός οδηγεί τις κεντρικές τράπεζες διεθνώς σε σταδιακή συσταλτική μεταβολή της νομισματικής πολιτικής. Οι αγορές προεξοφλούν επιτάχυνση και διεύρυνση των αυξήσεων των επιτοκίων, καθώς αναμένουν ότι όλο και περισσότερες κεντρικές τράπεζες θα προβούν σε αυξήσεις των βασικών επιτοκίων εντός του 2022. Ταυτόχρονα, η αύξηση του κόστους της ενέργειας αλλά και ο πόλεμος στην Ουκρανία έχουν οδηγήσει σε αυξημένη αποστροφή των επενδυτών προς τον κίνδυνο. Σε αυτό το περιβάλλον, οι χειρότερες των αναμενόμενων επιδόσεις μεγάλων οικονομιών διεθνώς έχουν επιβαρύνει το επενδυτικό κλίμα, προσθέτοντας στους λοιπούς παράγοντες αβεβαιότητας τις ανησυχίες για την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς.

Έτσι, από τις αρχές του έτους έως τα μέσα Ιουνίου 2022 οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες έχουν επιδεινωθεί σημαντικά τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ευρωζώνη (βλ. Διάγραμμα VII.1). Η εξέλιξη αυτή εξηγείται μόνο εν μέρει από τη συσταλτική μεταβολή των νομισματικών συνθηκών, οι οποίες άλλωστε παραμένουν διευκολυντικές, αν και σε μικρότερο βαθμό από ό,τι πριν τις αυξήσεις επιτοκίων (βλ. Πλαίσιο VII.1). Συγκεκριμένα, παρατηρείται σημαντική άνοδος των αποδόσεων και της μεταβλητότητας των κρατικών και εταιρικών ομολόγων διεθνώς και επιβράδυνση των νέων εκδόσεων ομολόγων, ιδίως από εκδότες με χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση. Στις διεθνείς αγορές ομολόγων η άνοδος των αποδόσεων είναι μεγαλύτερη όσο χαμηλότερη είναι η πιστοληπτική αξιολόγηση του εκδότη. Στις αγορές μετοχών παρατηρείται σημαντική αύξηση της μεταβλητότητας και πτώση των τιμών διεθνώς, κυρίως λόγω των ανησυχιών των επενδυτών για την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας.

Όπως έχει αναφερθεί σε προηγούμενες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, τα ελληνικά ομόλογα έχουν μεγαλύτερη ευαισθησία στην επιδείνωση των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών, λόγω έλλειψης πιστοληπτικής αξιολόγησης εντός της επενδυτικής κατηγορίας, γεγονός που τα καθιστά περισσότερο ευάλωτα από ό,τι άλλα ευρωπαϊκά ομόλογα σε παράγοντες που διαμορφώνουν ανο-

Διάγραμμα VII.1 Δείκτες χρηματοπιστωτικών συνθηκών (Σεπτέμβριος 2021 - Ιούνιος 2022)



Πηγές: Chicago Fed, Banque de France, επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.
Για την ευρωζώνη έχει χρησιμοποιηθεί ο δείκτης χρηματοπιστωτικών συνθηκών της ζώνης του ευρώ που δίνει η Τράπεζα της Γαλλίας (Banque de France Financial Conditions Index for the euro area) και για τις ΗΠΑ έχει χρησιμοποιηθεί ο δείκτης χρηματοπιστωτικών συνθηκών των ΗΠΑ που δίνει η Chicago Fed (Chicago Fed National Financial Conditions Index). Οι θετικές τιμές των δεικτών αποτυπώνουν επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών σε σχέση με το μακροχρόνιο μέσο όρο και οι αρνητικές τιμές βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Τα ραβδογράμματα απεικονίζουν τις συμφρεντικές μεταβολές των δεικτών αυτών από 1.9.2021 έως πρόσφατα.

δικές τάσεις στις ομολογιακές αποδόσεις διεθνώς. Έτσι, οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων, κρατικών και εταιρικών, έχουν αυξηθεί συγκριτικά περισσότερο από ό,τι οι αποδόσεις άλλων ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Ταυτόχρονα όμως, για τους ίδιους λόγους, θεωρείται ιδιαίτερα θετική εξέλιξη η πρόσφατη αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου από δύο διεθνείς οίκους, καθώς μειώθηκε σε μία μόλις βαθμίδα η απόσταση της πιστοληπτικής διαβάθμισης του Ελληνικού Δημοσίου από την επενδυτική κατηγορία. Η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων, καθώς και των πολιτικών που αποσκοπούν στην αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας, αναμένεται να συμβάλει στην περαιτέρω αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Κατά τη διάρκεια του 2022 οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες έχουν επιδεινωθεί σε σχέση με το 2021, με αύξηση της μεταβλητότητας στις αγορές μετοχών και ομολόγων, άνοδο στις αποδόσεις των ομολόγων και πτώση των τιμών των μετοχών. Η εξέλιξη αυτή είναι σημαντική τόσο για τις συνθήκες χρηματοδότησης των κρατών και των επιχειρήσεων όσο και για τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς.²

Η επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών εξηγείται εν μέρει από τη συστατική μεταβολή των νομισματικών συνθηκών διεθνώς. Συγκεκριμένα, οι προσδοκίες των αγορών ομολόγων για τον πληθωρισμό ασκούν αυξητική πίεση σε όλο το εύρος της καμπύλης αποδόσεων. Ταυτόχρονα, οι αγορές επιτοκιακών παραγώγων προεξοφλούν εντονότερες αυξήσεις επιτοκίων σε σχέση με τις αρχές του έτους και οριστική στροφή της νομισματικής πολιτικής διεθνώς σε πιο περιοριστική κατεύθυνση, με αυξήσεις επιτοκίων από περισσότερες κεντρικές τράπεζες. Σε αυτό το περιβάλλον, η επίδραση στα πιο βραχυπρόθεσμα επιτόκια είναι ισχυρότερη, με αποτέλεσμα τη μείωση της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων σε μεγάλες οικονομίες διεθνώς.

Όμως, στην επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών συμβάλλουν και οι ανησυχίες των επενδυτών για τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς. Οι ανησυχίες αυτές σχετίζονται με την αύξηση του κόστους παραγωγής λόγω του αυξημένου κόστους της ενέργειας και εντάθηκαν μετά το ξέσπασμα του πολέμου στην Ουκρανία. Έτσι, παρατηρείται άνοδος της μεταβλητότητας στις αγορές μετοχών και ομολόγων και πτώση των τιμών των μετοχών. Ταυτόχρονα παρατηρείται 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.³ 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 αύξηση των αποδόσεων άλλων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Επίσης, οι τιμές των μετοχών παρουσιάζουν σημαντική διόρθωση, ιδιαίτερα μετά την ανακοίνωση αρνητικού ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης στις ΗΠΑ για το α' τρίμηνο του 2022.

Από την άλλη πλευρά, οι εξελίξεις στην πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου ήταν θετικές, καθώς το 2022, έως σήμερα, δύο οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν αναβαθμίσει την πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου, μειώνοντας την απόσταση από την επενδυτική κατηγορία.

1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 16.6.2022.

2 Ενδεικτικά βλ. Adrian, T., N. Boyarchenk, D. Giannone (2019), "Vulnerable growth", *American Economic Review*, 109(4), 1263-1289, και Soques, D. (2022), "Timing and signals of monetary regime switching", *Macroeconomic Dynamics*, 26, 885-919. Σύμφωνα με τις μελέτες αυτές, μία σημαντική επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών φαίνεται να σχετίζεται σημαντικά με χαμηλότερους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης.

3 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2021*, Πλαίσιο ΙΧ.1 "Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες και τα ελληνικά κρατικά ομόλογα".

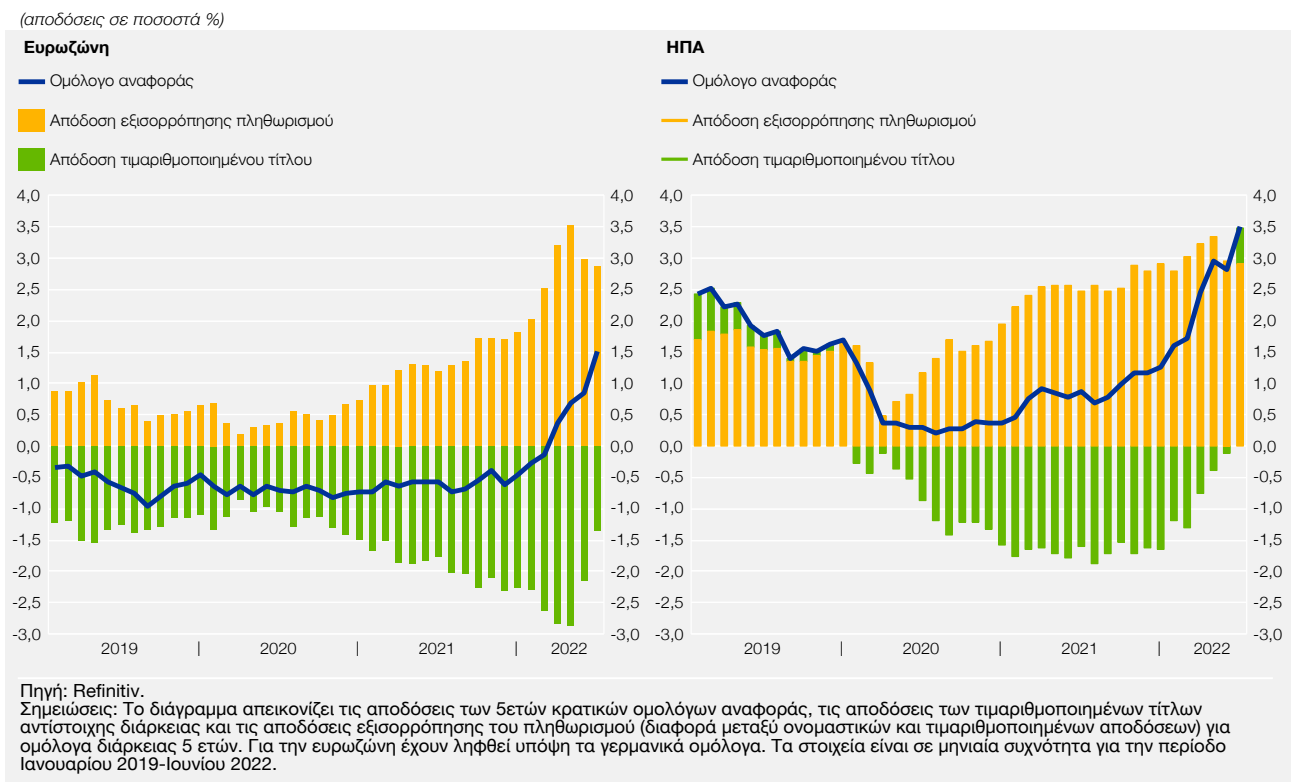
Η εξέλιξη αυτή συμβάλλει στην αναβάθμιση και άλλων εκδοτών ομολόγων με έδρα την Ελλάδα, όπως οι τράπεζες, των οποίων οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις επίσης αναβαθμίστηκαν στο ίδιο διάστημα.

Η μεταβολή των διεθνών νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών επηρεάζει το κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου και των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Ταυτόχρονα, παρουσιάζονται νέες προκλήσεις, όπως φαίνεται από την εντονότερη του αναμενόμενου επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας σε μεγάλες οικονομίες διεθνώς, οι οποίες συνδέονται και με την επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Κατά συνέπεια, 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

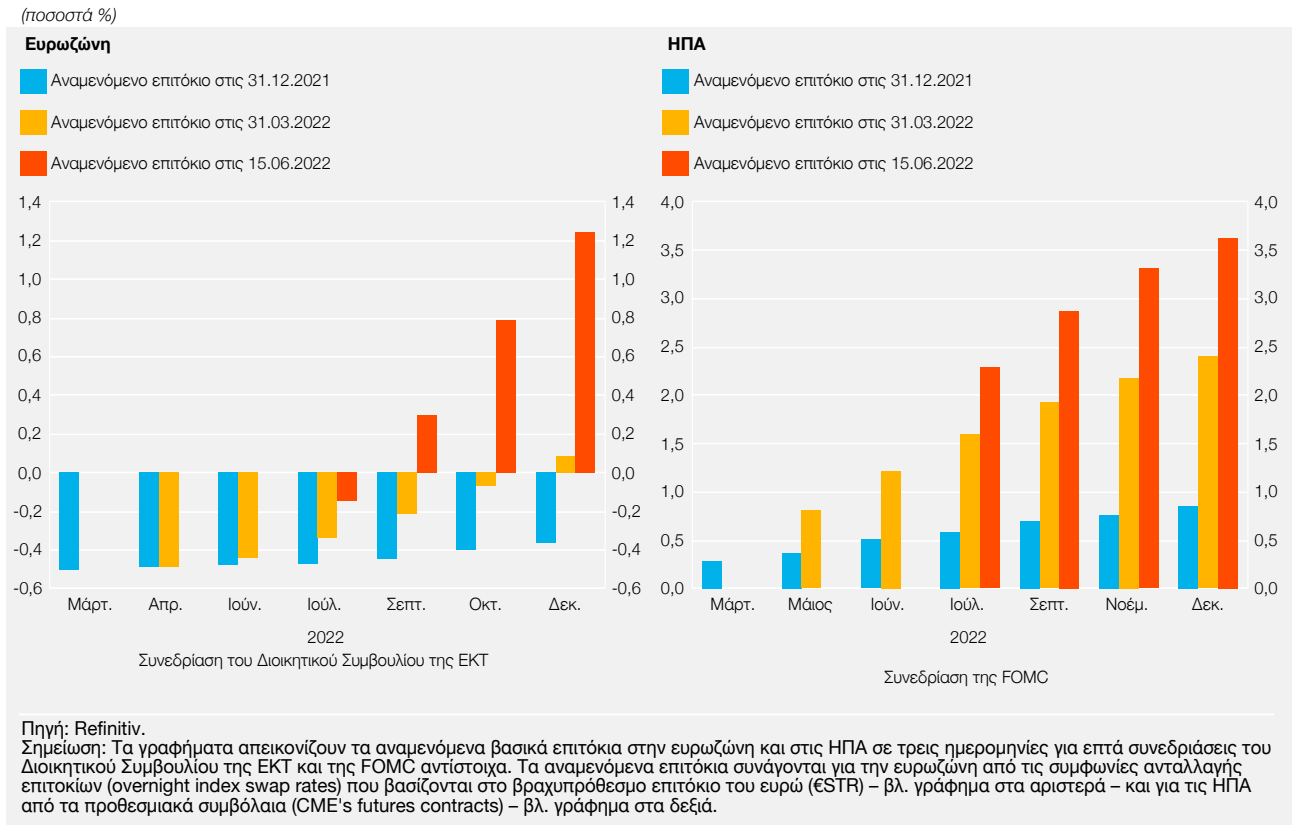
Οι προσδοκίες των αγορών για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ (κατά μέσο όρο για την επόμενη 5ετία) έχουν αυξηθεί σημαντικά από τις αρχές του έτους, προσεγγίζοντας ή και υπερβαίνοντας κατά καιρούς το αντίστοιχο επίπεδο του αναμενόμενου πληθωρισμού για τις ΗΠΑ στο μεσοπρόθεσμο διάστημα (βλ. Διάγραμμα VII.2). Οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό (σε 5 έτη από σήμερα για χρονικό διάστημα 5 ετών) βέβαια, παραμένουν και στις δύο περιοχές προσδεδεμένες στο στόχο που έχουν θέσει οι αντίστοιχες κεντρικές τράπεζες.⁴

Διάγραμμα VII.2 Αποδόσεις ομολόγων αναφοράς, τιμαριθμοποιημένων τίτλων και αναμενόμενος πληθωρισμός



⁴ Στις 15.6.2022 ο αναμενόμενος πληθωρισμός με βάση τα ομόλογα αναφοράς 5ετούς διάρκειας (5-year breakeven inflation rate) στην ευρωζώνη ήταν 2,84% και στις ΗΠΑ 2,86%, αυξημένος κατά 1,57 ποσ. μον. και 0,36 ποσ. μον. αντίστοιχα σε 12μηνη βάση. Οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες της αγοράς παραγώγων για τον πληθωρισμό, όπως φαίνεται από την αποτίμηση του αναμενόμενου μέσου πληθωρισμού σε 5 έτη από σήμερα για χρονικό διάστημα 5 ετών, αυξήθηκαν σε 12μηνη βάση στην ευρωζώνη, ενώ παρέμειναν σχετικά σταθερές στις ΗΠΑ (5-year, 5-year forward inflation-linked rate στις 15.6.2022: ευρωζώνη: 2,11% και ΗΠΑ: 2,66%, έναντι 1,57% και 2,35% αντίστοιχα ένα έτος νωρίτερα).

Διάγραμμα VII.3 Αναμενόμενα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ



Όμως, η πρόσδεση αυτή εξαρτάται και από την ακολουθούμενη νομισματική πολιτική και οι αγορές χρήματος και επιτοκιακών παραγώγων προεξοφλούν σημαντικά αυξημένο επίπεδο επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ, σε σχέση με τις αρχές του έτους. Έτσι, ήδη από το τέλος του γ' τριμήνου του 2021, η άνοδος του πληθωρισμού διεθνώς αλλά και η εκτιμώμενη περαιτέρω ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων οδήγησαν στη διαμόρφωση προσδοκιών για σταδιακή μεταβολή της νομισματικής πολιτικής μεγάλων κεντρικών τραπεζών. Οι προσδοκίες των επενδυτών για σταδιακή έξοδο από τις εξαιρετικά διευκολυντικές νομισματικές συνθήκες ενισχύθηκαν κατά τη διάρκεια του 2022 με βάση και τις ανακοινώσεις της Fed σχετικά με τη σταδιακή μεταβολή της νομισματικής πολιτικής της.⁵

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ προέβη ήδη στις πρώτες αυξήσεις επιτοκίων. 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 μονάδες βάσης (μ.β.) και 50 μ.β. αντίστοιχα, επιβεβαιώνοντας τις σχετικές προσδοκίες των επενδυτών. Επίσης, στις 15 Ιουνίου ανακοίνωσε περαιτέρω αύξηση κατά 75 μ.β., διαμορφώνοντας το εύρος-στόχο του επιτοκίου σε 1,5-1,75%. Συνολικά, το επιτόκιο για αναχρηματοδότηση από την κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ έχει ήδη αυξηθεί κατά 150 μ.β. από τις αρχές του 2022. Επί του παρόντος τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του βασικού επιτοκίου στις ΗΠΑ προεξοφλούν περαιτέρω άνοδο του βασικού επιτοκίου κατά 200 μονάδες βάσης, έως το τέλος του 2022 (βλ. Διάγραμμα VII.3, δεξιό γράφημα).

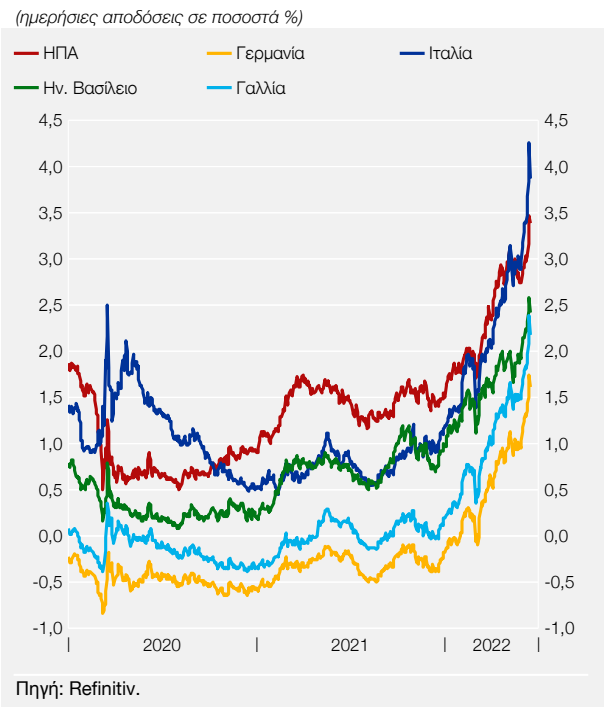
5 Για παράδειγμα, οι οικονομικές προβλέψεις των μελών της FOMC (Economic Projection Materials – dot plot), που δημοσιεύθηκαν μετά τη συνεδρίαση της FOMC στις 15-16 Μαρτίου, έδειχναν τη διαμόρφωση πλειοψηφίας, μεταξύ των μελών της επιτροπής, για αύξηση του βασικού επιτοκίου των ΗΠΑ τουλάχιστον κατά 150 μ.β. έως το τέλος του 2022. Έως τη συνεδρίαση της επιτροπής FOMC στις 14-15 Ιουνίου, η σχετική πρόβλεψη για το ύψος του βασικού επιτοκίου είχε αυξηθεί κατά 150 μ.β., καθώς το επιτόκιο που προέτασε η πλειοψηφία των μελών ως κατάλληλο έως το τέλος του 2022 ήταν 3,3%.

Η αναζωπύρωση του πληθωρισμού παγκοσμίως οδήγησε ήδη αρκετές κεντρικές τράπεζες ανεπτυγμένων οικονομιών να αυξήσουν τα επιτόκια. Ενδεικτικά, μέσα στο 2022, εκτός από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, σε αυξήσεις επιτοκίων έχουν προχωρήσει οι κεντρικές τράπεζες της Ελβετίας, του Ηνωμένου Βασιλείου, της Σουηδίας, της Νορβηγίας, της Αυστραλίας και της Νέας Ζηλανδίας. Σταδιακά λοιπόν αυξάνεται ο αριθμός των κεντρικών τραπεζών, κυρίως ανεπτυγμένων οικονομιών, οι οποίες μεταβάλλουν τη νομισματική πολιτική τους, με παύση των καθαρών αγορών τίτλων και αυξήσεις επιτοκίων, προκειμένου να αντιμετωπίσουν τον αυξημένο πληθωρισμό. Βέβαια, καθώς οι αγορές τίτλων και τα πολύ χαμηλά επιτόκια είχαν διαμορφώσει ένα περιβάλλον εξαιρετικά διευκολυντικών νομισματικών συνθηκών, υπάρχει σημαντικό περιθώριο αύξησης των επιτοκίων έως ότου οι νομισματικές συνθήκες καταστούν εν τέλει περιοριστικές για την οικονομική δραστηριότητα (βλ. Πλαίσιο VII.1).

Στην ευρωζώνη, η ΕΚΤ αποφάσισε την παύση των καθαρών αγορών τίτλων στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος PEPP, ήδη από τον περασμένο Μάρτιο, αλλά και υπό το βασικό πρόγραμμα (APP) από τον ερχόμενο Ιούλιο. Επίσης, η ΕΚΤ έχει παράσχει καθοδηγητικές ενδείξεις περί αύξησης των επιτοκίων από τον Ιούλιο, δηλαδή αμέσως μετά την παύση των καθαρών αγορών τίτλων. Οι αγορές επιτοκιακών παραγώγων έχουν διαμορφώσει, ήδη από το α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους, προσδοκίες ότι η ΕΚΤ θα προχωρήσει σε αύξηση επιτοκίων στις αρχές του γ' τριμήνου (βλ. Διάγραμμα VII.3, αριστερό γράφημα). Μετά τις τελευταίες εξελίξεις, οι προσδοκίες αυτές έχουν ενισχυθεί σημαντικά. Έτσι, το αναμενόμενο, από τις αγορές επιτοκιακών παραγώγων, επίπεδο των επιτοκίων του ευρώ έως το τέλος του 2022 βρίσκεται περίπου 175 μονάδες βάσης πάνω από τα τρέχοντα επίπεδα.

Οι προσδοκίες για αύξηση επιτοκίων σε μεγάλες οικονομίες διεθνώς επιδρούν αυξητικά, είτε άμεσα είτε έμμεσα, και στις αποδόσεις των κρατικών και εταιρικών ομολόγων της ευρωζώνης (για τα κρατικά ομόλογα, βλ. Διάγραμμα VII.4).⁶ Οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ έχουν μειωθεί, ενώ στη ζώνη του ευρώ παρατηρείται αύξηση,⁷ γεγονός που υποδεικνύει τη διαφοροποίηση, μεταξύ των δύο νομισματικών περιοχών, του χρονικού ορίζοντα των προσδοκιών για την εξέλιξη των επιτοκίων (βλ. Διάγραμμα VII.5). Τέλος, οι αποδόσεις των τιμαριθμοποιημένων ομολόγων, οι οποίες είναι ουδέτερες ως προς τον πληθωρισμό, αυξήθηκαν τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ευρωζώνη, αφότου διεφάνη η πρόθεση των αντίστοιχων κεντρικών τραπεζών να προχωρήσουν σε αυξήσεις επιτοκίων.⁸

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

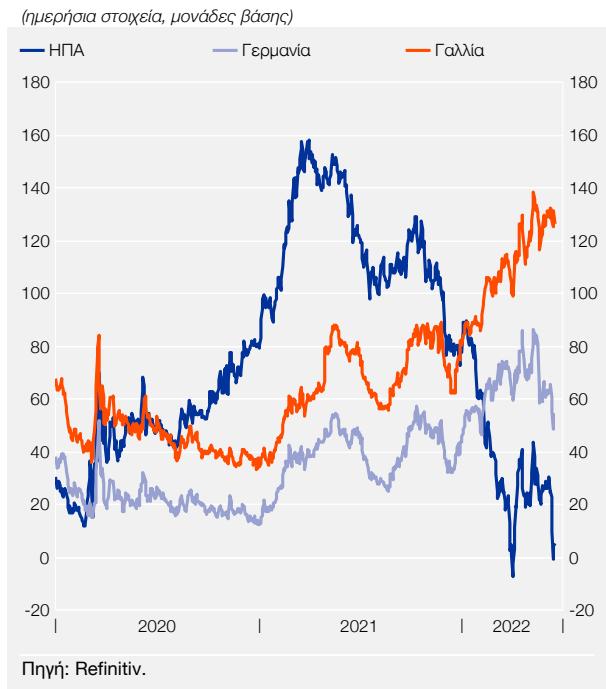


6 Αύξηση των αποδόσεων των 10ετών ομολόγων μεταξύ 1.1.2022 και 15.6.2022: Γερμανία: 183 μ.β., Γαλλία: 203 μ.β., Ιταλία: 273 μ.β., Ισπανία: 229 μ.β. και Πορτογαλία: 237 μονάδες βάσης.

7 Μεταβολή των διαφορών αποδόσεων μεταξύ των 10ετών και 2ετών ομολόγων μεταξύ 1.1.2022 και 15.6.2022: ΗΠΑ: -70 μ.β., Γερμανία: 13 μ.β., Γαλλία: 53 μονάδες βάσης.

8 Στις 15.6.2022 η απόδοση των 5ετών τιμαριθμοποιημένων ομολόγων της Γερμανίας ήταν -1,46%, αυξημένη κατά 41 μ.β. σε σχέση με τις 31.12.2021. Στο ίδιο διάστημα, η απόδοση των 5ετών τιμαριθμοποιημένων ομολόγων των ΗΠΑ έχει αυξηθεί κατά 213 μ.β. στο 0,41%.

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



Ταυτόχρονα όμως φαίνεται ότι οι ανησυχίες των επενδυτών για την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς έχουν ενταθεί, επιδεινώνοντας περαιτέρω τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Σε αυτή την εξέλιξη έχουν συντελέσει τόσο οι γεωπολιτικές εξελίξεις, καθώς ο πόλεμος στην Ουκρανία αύξησε τις αβεβαιότητες και τις τιμές των πρώτων υλών, αλλά και οι χαμηλότεροι των αναμενόμενων ρυθμοί ανάπτυξης σε μεγάλες οικονομίες διεθνώς.⁹ 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. Ως αποτέλεσμα, οι δείκτες μέτρησης του συστημικού χρηματοπιστωτικού κινδύνου τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ έχουν αυξηθεί σημαντικά.¹⁰ Σε αυτό το περιβάλλον, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις διεθνών οίκων, αναμένεται περιορισμός της εκδοτικής δραστηριότητας και αύξηση του πιστωτικού κινδύνου στα εταιρικά ομόλογα των ΗΠΑ και της Ευρώπης.¹¹

- 9 Στις 28.4.2022 το Bureau of Economic Analysis των ΗΠΑ ανακοίνωσε την πτώση κατά 1,4% του πραγματικού ΑΕΠ των ΗΠΑ για το α' τρίμηνο του 2022. Μετά από αυτή την ανακοίνωση, οι αποδόσεις των μετοχών στις ΗΠΑ και στην ευρωζώνη μειώθηκαν σημαντικά (ενδεικτικά, ποσοστιαία μεταβολή δεικτών από τις 28.4.2022 έως 14.6.2022: S&P-500: -12,9%, Stoxx Europe 600: -8,9%, MSCI EM: -3,4%). Το ίδιο διάστημα οι μετοχές του δείκτη S&P 500 που θεωρούνται πιο ευάλωτες στην κυκλική παράμετρο της οικονομικής δραστηριότητας (οι λεγόμενες "growth stocks") σημείωσαν απόδοση -15,5%.
- 10 Οι δείκτες συστημικού κινδύνου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Composite Indicator of Systemic Stress) μετρούν τις διακυμάνσεις των τιμών σε διάφορους χρηματοπιστωτικούς τομείς και παρακολουθούνται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου ως δείκτης μέτρησης του συστημικού χρηματοπιστωτικού κινδύνου. Η τιμή του δείκτη για την ευρωζώνη στις 14 Ιουνίου ήταν 0,545, με μακροχρόνιο μέσο όρο 0,198, και η αντίστοιχη τιμή για τις ΗΠΑ την ίδια ημερομηνία ήταν 0,229, με μακροχρόνιο μέσο όρο 0,126.
- 11 Ενδεικτικά ο οίκος S&P έχει αναθεωρήσει επί τα χείρω τις προβλέψεις του για τη μείωση των εκδόσεων ομολόγων. Βλ. "Credit Trends: Global Financing Conditions: Bond Issuance Looks Set To Contract 5% This Year As Monetary Policy Tightens", Standard and Poor's, 27.4.2022. Σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο, βλ. για την Ευρώπη S&P Global Ratings, "The European Speculative-Grade Corporate Default Rate Could Rise To 3% By March 2023", 18.5.2022, και για τις ΗΠΑ S&P Global Ratings, "Default, Transition, and Recovery: The U.S. Speculative-Grade Corporate Default Rate Could Reach 3% By 2023 As Risks Continue To Increase", 19.5.2022.

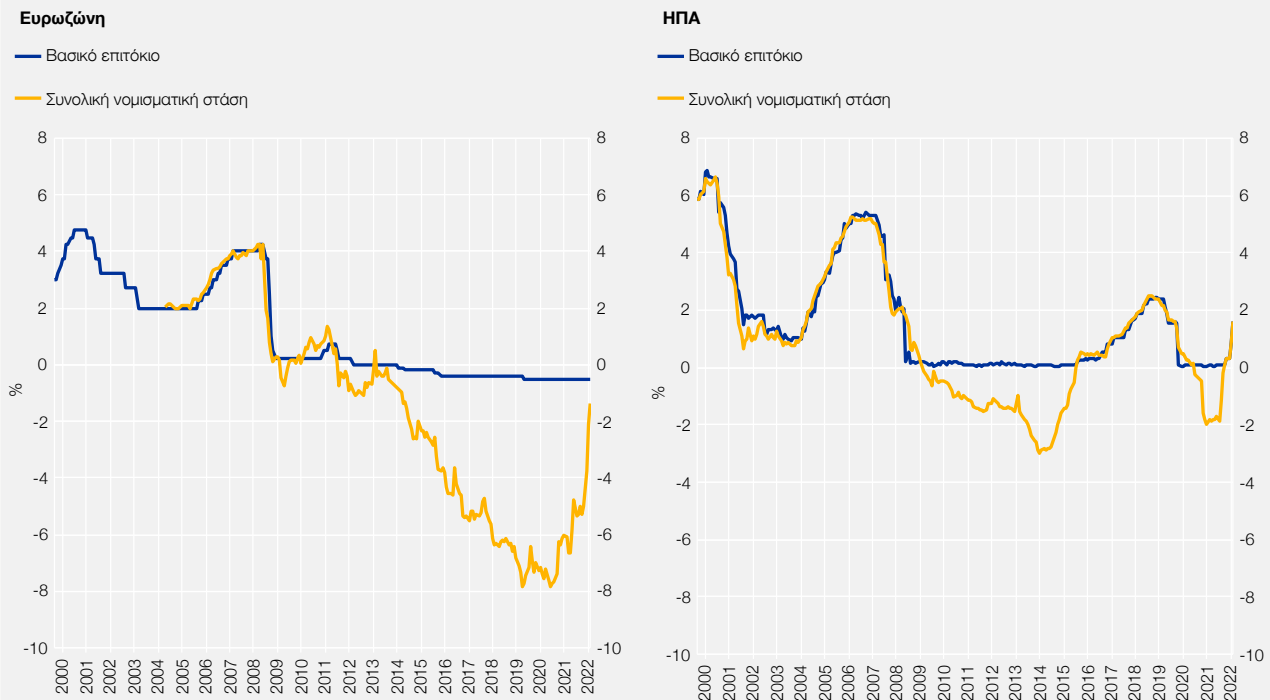
Πλαίσιο VII.1

ΟΙ ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΓΙΑ ΤΟΝ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ ΚΑΙ ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Οι διεθνείς νομισματικές συνθήκες, όπως διαμορφώνονται από τα επιτόκια και τις ροές αναχρηματοδότησης των μεγάλων κεντρικών τραπεζών, αποτελούν καθοριστικό παράγοντα για τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες, επηρεάζοντας εν τέλει την κυκλική συνιστώσα της οικονομικής δραστηριότητας. Κατά την τρέχουσα περίοδο η στάση της νομισματικής πολιτικής (monetary policy stance) των μεγάλων κεντρικών τραπεζών διεθνώς σταδιακά αυστηροποιείται, ξεκινώντας από ένα ιδιαίτερα διευκολυντικό επίπεδο.

Όσον αφορά τη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα Α), οι αποφάσεις της ΕΚΤ για μείωση του επιτοκίου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων σε αρνητικά επίπεδα και οι πράξεις αγοράς τίτλων σε συνδυασμό με τις καθοδη-

Διάγραμμα Α Συνολικές νομισματικές συνθήκες στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ



Πηγές: Για τη ζώνη του ευρώ, ΕΚΤ (Statistical Data Warehouse). Για τις ΗΠΑ, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Σημείωση: Η μπλε καμπύλη απεικονίζει το επίπεδο του βασικού επιτοκίου και η κίτρινη καμπύλη τη συνολική στάση της νομισματικής πολιτικής της κεντρικής τράπεζας στην ευρωζώνη (αριστερά) και στις ΗΠΑ (δεξιά). Το μέγεθος που χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της συνολικής νομισματικής στάσης είναι το επιτοκιακό ισοδύναμο (shadow interest rate) των πράξεων και ανακοινώσεων τόσο συμβατικής (κυρίως καθορισμός επιτοκίων) όσο και μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής (πράξεις αγοράς τίτλων, καθοδηγητικές ενδείξεις κ.ά.). Για τη μεθοδολογία κατασκευής του, βλ. Wu, J.C. and J. Zhang (2019), "A shadow rate New Keynesian model", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 107, 103728. Επίπεδο του επιτοκιακού ισοδύναμου που είναι μικρότερο, ίσο ή μεγαλύτερο από το βασικό επιτόκιο συνεπάγεται αντίστοιχα ότι η άσκηση μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής έχει διευκολυντικά-επεκτατικά χαρακτηριστικά, ουδέτερη επίδραση ή περισσότερο περιοριστική επίδραση σε σύγκριση με το επίπεδο των επιτοκίων.

γητικές ενδείξεις (forward guidance), μέσω δηλώσεων αξιωματούχων της ΕΚΤ, έχουν διαμορφώσει εξαιρετικά διευκολυντικές νομισματικές συνθήκες στην ευρωζώνη. Επίσης διευκολυντικές είναι οι συνθήκες και στις ΗΠΑ, εφόσον συνεκτιμηθεί το τρέχον επίπεδο του πληθωρισμού, αν και ήδη από το Νοέμβριο του 2021 η επίδραση των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής κατέστη ουδέτερη, λίγο προτού η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ ξεκινήσει τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων. Ταυτόχρονα, ήδη από το Δεκέμβριο του 2021, μετά την απόφαση της ΕΚΤ για παύση των καθαρών αγορών τίτλων μέσω του έκτακτου προγράμματος REPP, η συμβολή των πράξεων μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής στη διαμόρφωση διευκολυντικών νομισματικών συνθηκών στην ευρωζώνη έχει αρχίσει να μειώνεται, με αποτέλεσμα σταδιακά να συγκλίνουν οι συνολικές νομισματικές συνθήκες στο επίπεδο που προσδιορίζεται από το βασικό επιτόκιο.

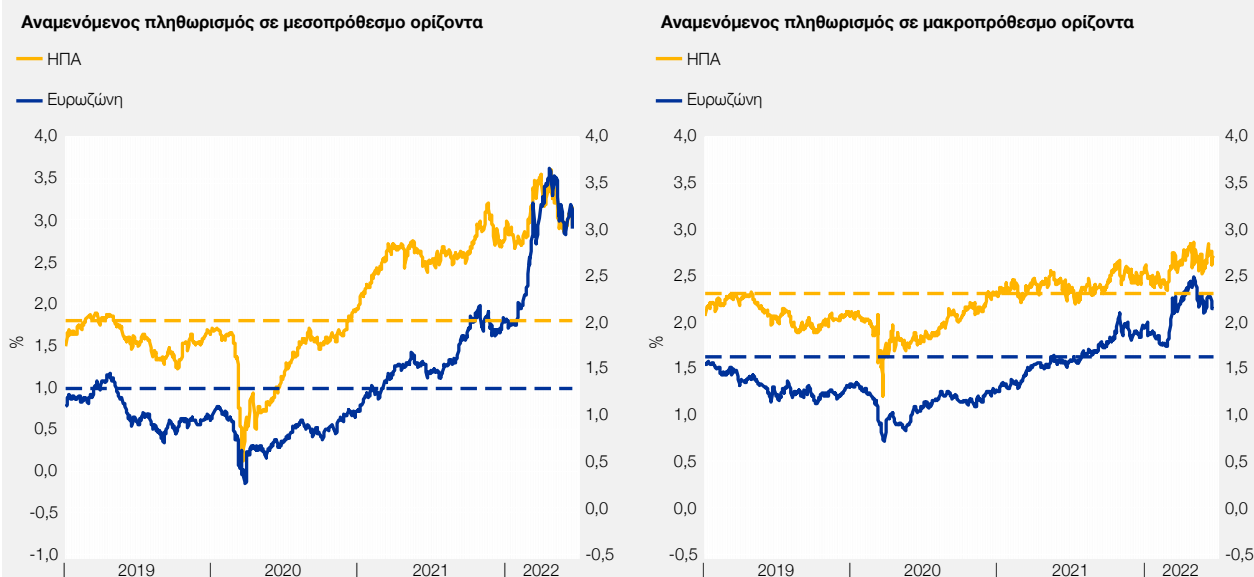
Έτσι, φαίνεται ότι η αύξηση του πληθωρισμού, μετά την πανδημία, οδηγεί σε εξομάλυνση των νομισματικών συνθηκών διεθνώς, αν και από ιδιαίτερα διευκολυντικά επίπεδα. Σε αυτό το περιβάλλον, οι κεντρικές τράπεζες διεθνώς έχουν αρχίσει να αυξάνουν τα βασικά επιτόκια.

Προσδοκίες για τον πληθωρισμό και βασικά επιτόκια

Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό έχουν σημαντικό ρόλο στο σύγχρονο πλαίσιο άσκησης νομισματικής πολιτικής και διαμόρφωσης των βασικών επιτοκίων. Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό και κυρίως η απόκλισή τους από το μεσοπρόθεσμο στόχο της κεντρικής τράπεζας ως προς το ρυθμό πληθωρισμού αποτελούν βασικές παραμέτρους στη διαμόρφωση των επιτοκίων των κεντρικών τραπεζών, μαζί με την απόκλιση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης από το μακροχρόνιο επίπεδο.¹ Ο λόγος είναι ότι, όπως έχει φανεί από μελέτες των πληθωριστικών συνθηκών της δεκαετίας του 1970, οι ανοδικές προσδοκίες για τον πληθωρισμό μπορεί να οδη-

1 Βλ. Clarida, R., J. Gali and M. Gertler (2000), "Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory", *Quarterly Journal of Economics*, 115(1), 147-180.

Διάγραμμα Β Προσδοκίες για τον πληθωρισμό στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ από τις αγορές ομολόγων



Πηγές: Refinitiv και Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Ο αναμενόμενος ρυθμός πληθωρισμού σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα (αριστερά) είναι οι αποδόσεις εξισορρόπησης του πληθωρισμού (breakeven inflation rates) των ομολόγων αναφοράς πενταετούς διάρκειας στην ευρωζώνη (μπλε καμπύλη) και στις ΗΠΑ (κίτρινη καμπύλη). Αντίστοιχα, ο αναμενόμενος ρυθμός πληθωρισμού σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα (δεξιά) είναι η γεωμετρική μεσοσταθμική διαφορά μεταξύ των αποδόσεων εξισορρόπησης πληθωρισμού δεκαετούς και πενταετούς διάρκειας (5-year, 5-year forward inflation expectation rate). Οι διακεκομμένες γραμμές και στα δύο διαγράμματα αποτυπώνουν το επίπεδο του μακροχρόνιου μέσου όρου της κάθε σειράς, η οποία απεικονίζεται με το αντίστοιχο χρώμα.

γήσουν σε έξαρση των πληθωριστικών πιέσεων και αυξημένη επιμονή του πληθωρισμού.² Συνεπώς, οι κεντρικές τράπεζες διαμορφώνουν τα επιτόκια με βάση μία συνάρτηση αντίδρασης που λαμβάνει υπόψη τον αναμενόμενο πληθωρισμό. Για παράδειγμα, οι δείκτες των αγορών για τον αναμενόμενο πληθωρισμό λαμβάνονται υπόψη στα οικονομικά υποδείγματα πρόβλεψης του πληθωρισμού των κεντρικών τραπεζών, αλλά και στις αποφάσεις τους για τη διαμόρφωση των βασικών επιτοκίων.³

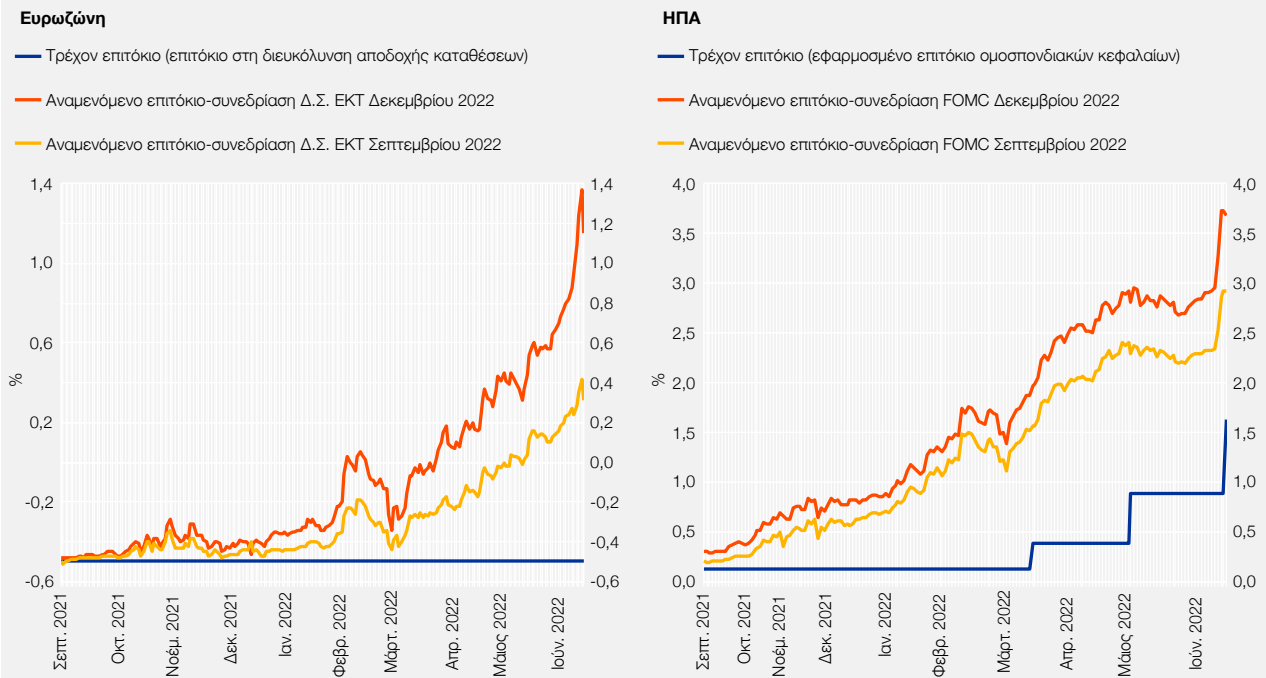
Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Β (αριστερό γράφημα) ο αναμενόμενος πληθωρισμός, σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, ακολούθησε σταθερά ανοδική τάση από το β' τρίμηνο του 2020, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ. Ο αναμενόμενος πληθωρισμός, μεσοσταθμικά για ορίζοντα πενταετίας, ξεπέρασε το 2% ήδη από τις αρχές του 2021 στις ΗΠΑ, ενώ στη ζώνη του ευρώ η εξέλιξη αυτή παρατηρήθηκε μόλις το Φεβρουάριο του 2022, δηλαδή σε στενή συνάφεια με τη διατάραξη που προκάλεσε στις διεθνείς τιμές της ενέργειας ο πόλεμος στην Ουκρανία.

Από την άλλη πλευρά, οι μακροπρόθεσμοι δείκτες προσδοκιών για τον πληθωρισμό (Διάγραμμα Β, δεξιό γράφημα), δηλ. ο αναμενόμενος ρυθμός πληθωρισμού για το χρονικό ορίζοντα των πέντε ετών που έπονται του μεσοπρόθεσμου διαστήματος, φαίνεται ότι δεν έχουν αυξηθεί το ίδιο έντονα όσο στο μεσοπρόθεσμο διάστημα. Συνεπώς, οι αγορές εξακολουθούν να συνδέουν τις μακροπρόθεσμες προσδοκίες τους για τον πληθωρισμό με το στόχο της ΕΚΤ και της Fed για ρυθμό πληθωρισμού στο μεσομακροπρόθεσμο διάστημα περί το 2%. Μάλιστα, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ, η ανοδική τάση που είχε διαμορφωθεί στις προσδοκίες για τον πληθωρισμό στο μακροπρόθεσμο διάστημα φαίνεται να έχει εξασθενήσει και οι προσδοκίες σταθεροποιούνται σε συνάφεια με την καθοδήγηση των κεντρικών τραπεζών για τη σταδιακή μεταβολή της νομισματικής πολιτικής τους. Συγκεκριμένα, στις ΗΠΑ η σταθεροποίηση των μακροπρόθεσμων προσδοκιών επήλθε από τον Οκτώβριο του 2021, ενώ στη ζώνη του ευρώ φαίνεται μία σημαντική κάμψη των μακροπρόθεσμων προσ-

2 Βλ. Leduc, S., K. Sill and T. Stark (2007), "Self-fulfilling expectations and the inflation of the 1970s: Evidence from the Livingston Survey", *Journal of Monetary Economics*, 54(2), 433-459.

3 Ενδεικτικά, βλ. "Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting", Eurosystem Workstream on inflation forecasting, ECB Occasional Paper no. 264, September 2021.

Διάγραμμα Γ Τρέχοντα και αναμενόμενα βασικά επιτόκια σε ευρώζώνη και ΗΠΑ



Πηγή: Refinitiv.

Σημείωση: Τα αναμενόμενα επιτόκια λαμβάνονται από τα παράγωγα συμβόλαια της αγοράς χρήματος (δικαιώματα ανταλλαγής επιτοκίων για την ευρώζώνη και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης για τις ΗΠΑ). Οι τιμές των συμβολαίων, από τις οποίες προκύπτουν τα αναμενόμενα επιτόκια, διαμορφώνονται ημερησίως και αφορούν χωριστές συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ και της FOMC. Ο οριζόντιος άξονας αποτυπώνει το χρονικό σημείο διαμόρφωσης των προσδοκιών ως προς το επίπεδο των επιτοκίων.

δοκιών από το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Απριλίου 2022.⁴ Αυτή η παρατήρηση είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς υποδηλώνει την εμπιστοσύνη των αγορών προς τις κεντρικές τράπεζες τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ όσον αφορά τη δυνατότητά τους να τιθασεύσουν τον πληθωρισμό και να τον διατηρήσουν πλησίον του στόχου τους. Ταυτόχρονα όμως αναδεικνύεται η σύνδεση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό στο μακροπρόθεσμο διάστημα με τη διαμόρφωση προσδοκιών για αντίδραση των κεντρικών τραπεζών με αύξηση των επιτοκίων.

Συγκεκριμένα, όπως τεκμαίρεται από τα παράγωγα των επιτοκίων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα Γ, δεξιό γράφημα), οι αγορές, ήδη από το Σεπτέμβριο του 2021 αρχικά διαμόρφωσαν προσδοκίες για αύξηση των επιτοκίων κατά 25 μ.β. εντός του πρώτου εξαμήνου του 2022. Όμως, καθώς ο πληθωρισμός φάνηκε να είναι πιο επίμονος από ό,τι αρχικά είχε εκτιμηθεί, οι προσδοκίες για αύξηση των βασικών επιτοκίων στις ΗΠΑ ενισχύθηκαν και έως το Δεκέμβριο του 2021 οι αγορές εκτιμούσαν ότι η πρώτη αύξηση επιτοκίων από τη Fed θα πραγματοποιηθεί πιο νωρίς, δηλ. το Μάρτιο του 2022, όπως και έγινε. Συνολικά κατά τη διάρκεια της περιόδου από το Σεπτέμβριο του 2021 έως σήμερα, οι προσδοκίες των αγορών για αυξήσεις των βασικών επιτοκίων των ΗΠΑ έχουν ενισχυθεί. Έτσι, ενώ αρχικά αναμενόταν ότι το εύρος του βασικού επιτοκίου των ΗΠΑ θα διαμορφωνόταν περίξ του 1,875% (δηλ. από 1,75% έως 2%) έως το τέλος του 2022, στα μέσα Ιουνίου 2022 αναμενόταν, με εκτιμώμενη πιθανότητα 100%, ότι το βασικό επιτόκιο των ΗΠΑ έως το τέλος του 2022 θα βρίσκεται κατ' ελάχιστο περίξ του 3,625% (δηλ. εύρος επιτοκίου από 3,5% έως 3,75%).

Από την άλλη πλευρά, οι προσδοκίες των αγορών που είχαν αρχίσει να διαμορφώνονται προς το τέλος Νοεμβρίου 2021 για αύξηση των βασικών επιτοκίων από την ΕΚΤ εντός του 2022, αποδείχθηκαν παροδικές, καθώς

4 Επισημαίνεται επίσης ότι, με το ξέσπασμα του πολέμου στην Ουκρανία, οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα αυξήθηκαν έντονα. Στη συνέχεια, μετά την αύξηση των επιτοκίων στις ΗΠΑ στη συνεδρίαση της FOMC το Μάρτιο και μετά από δηλώσεις αξιωματούχων της ΕΚΤ τον Απρίλιο, υποχώρησαν σημαντικά.

υποχώρησαν μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Δεκεμβρίου 2021. Όμως, το ξέσπασμα του πολέμου στην Ουκρανία και οι επιπτώσεις του στην επιμονή της αύξησης των τιμών της ενέργειας και στην αύξηση των τιμών άλλων αγαθών οδήγησαν ξανά, το πρώτο δεκαήμερο του Μαρτίου 2022, σε ενίσχυση των προσδοκιών για αύξηση των επιτοκίων εντός του γ' τριμήνου του 2022, δηλ. στην πρώτη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ μετά την παύση των καθαρών αγορών τίτλων από το Ευρωσύστημα. Συνολικά, οι αγορές επιτοκιακών παραγώγων αναμένουν ότι μέχρι το τέλος του 2022 το βασικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ θα έχει αυξηθεί σε τουλάχιστον 1,25%, από -0,5% που είναι επί του παρόντος.

Συνέπειες της αύξησης των επιτοκίων

Θα πρέπει να επισημανθεί ότι, όπως αναφέρθηκε στην αρχή του παρόντος πλαισίου, η συνολική άσκηση νομισματικής πολιτικής, δηλ. επιτόκια και μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, είχε διαμορφώσει ιδιαίτερα διευκολυντικές νομισματικές συνθήκες σε παγκόσμιο επίπεδο. Ως εκ τούτου, η σταδιακή στροφή της νομισματικής πολιτικής δεν συνεπάγεται αυτόματα την αυστηροποίηση ή, πολύ περισσότερο, τη διαμόρφωση ενός περιβάλλοντος περιοριστικής νομισματικής πολιτικής. Επισημαίνεται ότι, για τον υπολογισμό της επίπτωσης του τρέχοντος επιπέδου του επιτοκίου στην οικονομική δραστηριότητα, πρέπει να συγκρίνεται το επίπεδο του πραγματικού επιτοκίου με το φυσικό επιτόκιο ($\text{natural interest rate} - r^*$).⁵ Οι επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής καθίστανται περιοριστικές για την οικονομική δραστηριότητα μόνο αφότου το πραγματικό τρέχον επιτόκιο (δηλ. η διαφορά του ονομαστικού επιτοκίου από τον πληθωρισμό της περιόδου) υπερβεί το φυσικό επιτόκιο.

Έτσι, για παράδειγμα στις ΗΠΑ, εκτιμάται ότι το φυσικό επιτόκιο κυμαίνεται γύρω στο 0,3%.⁶ Επίσης, ο αναμενόμενος πληθωρισμός έως το τέλος του 2022 κυμαίνεται από 3,7% έως 5,4%, αναλόγως με την πηγή.⁷ Δηλαδή, ακόμη και αν επιβεβαιωθούν οι εκτιμήσεις των αγορών και το βασικό επιτόκιο στις ΗΠΑ βρίσκεται κοντά στο αναμενόμενο επίπεδο, το πραγματικό επιτόκιο θα παραμένει αρνητικό και αρκετά χαμηλότερο από το επίπεδο του επιτοκίου ισορροπίας. Αυτό ισχύει πολύ περισσότερο για τη ζώνη του ευρώ, όπου οι αυξήσεις επιτοκίων αναμένεται να μην είναι τόσο μεγάλες όσο στις ΗΠΑ, ενώ οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό για το 2022 έχουν ενισχυθεί.⁸ Κατά συνέπεια, οι εγχώριες επιπτώσεις των αυξήσεων των επιτοκίων δεν αναμένονται ιδιαίτερα περιοριστικές.⁹

Βέβαια, πρέπει να συνυπολογιστεί ότι η ταχύτερη αύξηση επιτοκίων από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ οδηγεί σε διαμόρφωση ελκυστικότερου περιβάλλοντος επιτοκιακών αποδόσεων στις ΗΠΑ σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ. Σύμφωνα με τη διεθνή χρηματοοικονομική θεωρία, οι διαφορές στις πραγματικές επιτοκιακές αποδόσεις οδηγούν σε εκροές κεφαλαίων από τη ζώνη με τις χαμηλότερες αποδόσεις (εν προκειμένω τη ζώνη του ευρώ) και εισροές στη ζώνη με μεγαλύτερες αποδόσεις (εν προκειμένω τη ζώνη του δολαρίου). Την τρέχουσα περίοδο, η ανισορροπία αυτή οδηγεί σε ανατίμηση του δολαρίου περίπου 8,5% έναντι του ευρώ κατά τη διάρκεια του 2022, αμβλύνοντας έτσι την αυστηροποίηση των νομισματικών συνθηκών της ευρωζώνης.

Συμπεράσματα

Από τις μελέτες παρελθόντων πληθωριστικών φαινομένων έχει φανεί ότι η καθυστέρηση στην αύξηση των επιτοκίων μπορεί να οδηγήσει σε διαμόρφωση πληθωριστικών προσδοκιών, οι οποίες στη συνέχεια συμβάλλουν στην τροφοδότηση και εμμονή του φαινομένου. Έτσι, οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες διεθνώς έχουν ήδη ξεκινήσει να αυξάνουν τα βασικά επιτόκιά τους, προκειμένου να τιθασεύσουν τον πληθωρισμό. Σε αυτό

5 Βλ. μεταξύ άλλων Williams, J.C. (2016), "Monetary policy in a low r-star world", *FRBSF Economic Letter*, 2016-23, και Ajelo, A., I. Cairó, V. Cúrdia and A. Queralto (2021), "The Asymmetric Costs of Misperceiving R-star", *FRBSF Economic Letter*, 2021-1.

6 Βλ. Federal Reserve Bank of Richmond, "Lubik-Matthes Natural Rate of Interest", https://www.richmondfed.org/research/national_economy/natural_rate_interest (ανάκτηση: 15.5.2022).

7 Η πιο πρόσφατη έρευνα Survey of Professional Forecasters (δηλ. αυτή του Μαΐου 2022) υποδεικνύει αναμενόμενη ετήσια μεταβολή του ΔΤΚ στις ΗΠΑ για το 2022 ύψους 3,7%, ενώ η αντίστοιχη έρευνα του Πανεπιστημίου του Μίσιγκαν μεταξύ των καταναλωτών υποδεικνύει ετήσιο ρυθμό μεταβολής των τιμών 5,4%.

8 Η έρευνα Survey of Professional Forecasters της ΕΚΤ του β' τριμήνου του 2022 υποδεικνύει 6% αναμενόμενο ρυθμό ετήσιας μεταβολής του ΕνΔΤΚ.

9 Βλ. επίσης C. Lagarde, "Monetary policy normalisation in the euro area", *The ECB Blog*, 23.5.2022, (ανάκτηση: 24.5.2022).

το περιβάλλον, οι αγορές επιτοκιακών παραγώγων αναμένουν μέχρι το τέλος του 2022 σημαντική περαιτέρω αύξηση των επιτοκίων στις ΗΠΑ και μικρότερη αύξηση επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ, η οποία όμως θα οδηγήσει τα βασικά επιτόκια σε θετικό ονομαστικό επίπεδο. Βέβαια, καθώς το επίπεδο επιτοκιακού ισοδύναμου τόσο στην ευρωζώνη όσο και στις ΗΠΑ είναι ιδιαίτερα διευκολυντικό, οι άμεσες επιπτώσεις από ενδεχόμενη αύξηση των επιτοκίων απέχουν αρκετά από το να χαρακτηριστούν περιοριστικές για την οικονομική δραστηριότητα. Πολύ δε περισσότερο που, ακόμη και μετά από τις ενδεχόμενες αυτές αυξήσεις, δεν αναμένονται θετικά πραγματικά επιτόκια.

3 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

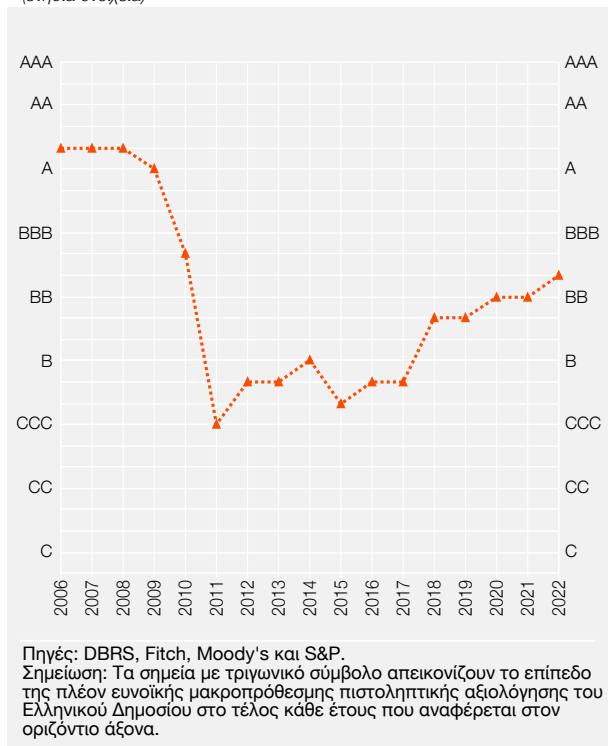
Από τις αρχές του δ' τριμήνου του 2021 παρατηρείται τάση ανόδου των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων, σε συνάφεια με τις διεθνείς εξελίξεις, τάση που έχει συνεχιστεί και την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2022, με αποτέλεσμα οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων να αυξηθούν σημαντικά σε σύγκριση με τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα που παρατηρήθηκαν το 2021 και εντονότερα από ό,τι οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων των άλλων κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ αντίστοιχης διάρκειας.

Σ' αυτή την εξέλιξη συμβάλλει αφενός 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 η σταδιακή αυστηροποίηση των νομισματικών συνθηκών επιδρά στο κόστος χρηματοδότησης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων εν γένει, αυτό μετακυλιέται και στις αποδόσεις που απαιτούν οι επενδυτές, αυξάνοντας αναλογικά περισσότερο τις αποδόσεις των ομολόγων που έχουν χαμηλότερες πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Αφετέρου, οι ανησυχίες για την οικονομική δραστηριότητα διεθνώς, που έχουν ενταθεί εξαιτίας του πολέμου στην Ουκρανία, ενισχύουν τη ροπή αποφυγής ανάληψης κινδύνων από τους επενδυτές.

Δεδομένου ότι η πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας αποτελεί βασικό παράγοντα διαμόρφωσης της ευαισθησίας των αποδόσεων και των διαφορών αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες, η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου από τους διεθνείς οίκους, εντός των πρώτων μηνών του 2022, αποτελεί μία σημαντική θετική εξέλιξη. Ως αποτέλεσμα της αναβάθμισης, η απόσταση της πλέον ευνοϊκής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας περιορίστηκε στη μία βαθμίδα.¹² Συγκεκριμένα, στις 18.3.2022 ο οίκος DBRS προέβη σε αναβάθμιση κατά μία βαθμίδα της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου σε BB high από

Διάγραμμα VII.6 Πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου (2006-2022)

(ετήσια στοιχεία)



¹² Η απόσταση της διαβάθμισης της ελληνικής οικονομίας από την επενδυτική κατηγορία –δηλ. διαβάθμιση ίση με ή καλύτερη από BBB-/Baa3/BBB (low)– 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.

BB.¹³ 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 Απριλίου 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.

Η περαιτέρω αναβάθμιση κατά μία βαθμίδα έστω από έναν από τους προαναφερθέντες οίκους θα είναι ιδιαίτερα σημαντική εξέλιξη, διότι θα φέρει την ελληνική οικονομία εντός της επενδυτικής κατηγορίας (βλ. Διάγραμμα VII.6). Επισημαίνεται ότι και οι δύο οίκοι διατηρούν σταθερές τις προοπτικές της πιστοληπτικής διαβάθμισης του Ελληνικού Δημοσίου. Στους παράγοντες που θα οδηγούσαν σε περαιτέρω αναβαθμίσεις περιλαμβάνονται τόσο η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας, με την επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων, όσο και η μεγαλύτερη ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας σε διαταράξεις όπως ο πόλεμος στην Ουκρανία, ανθεκτικότητα την οποία οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης εκτιμούν ότι ενισχύεται από τη χρηματοδότηση στο πλαίσιο του NextGenerationEU.

Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ελληνικών κρατικών ομολόγων ακολουθούν ανοδική τάση από το Σεπτέμβριο του 2021, οπότε διαφάνηκε η προοπτική αύξησης των επιτοκίων από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ εντός του 2022. Αντίστοιχα, ανοδική τάση ακολουθούν από το τέλος του Οκτωβρίου και οι αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων ομολόγων (βλ. Διάγραμμα VII.7). Κατά συνέπεια, έως τα μέσα Ιουνίου του τρέχοντος έτους η καμπύλη αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχει σημαντικά μετατοπιστεί προς τα άνω σε σχέση τόσο με τις αρχές του 2021 όσο και με τις αρχές του 2022.

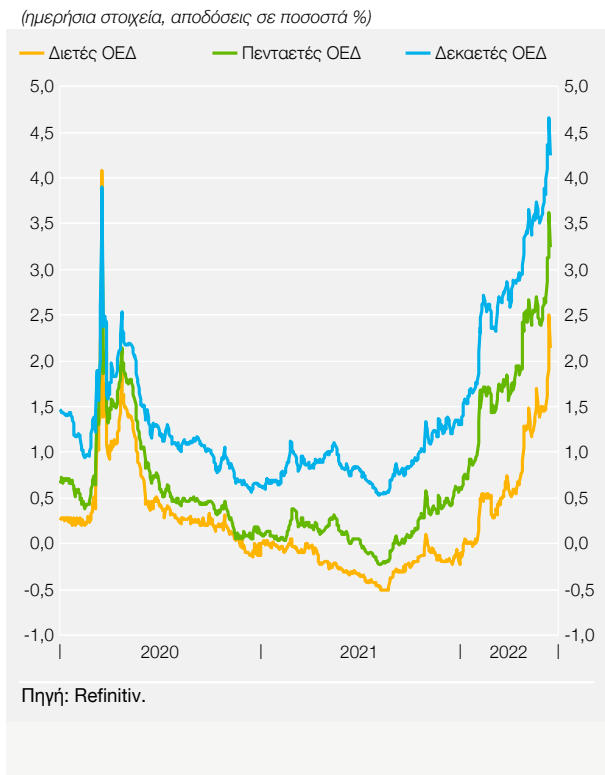
Παρόμοια εξελίχθηκε και η διαφορά των αποδόσεων (spread) του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου σε σχέση με τις αποδόσεις τόσο του γερμανικού όσο και του ιταλικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας, εμφανίζοντας ανοδική τάση από το τέλος του Οκτωβρίου του 2021. Όπως προαναφέρθηκε, η άνοδος αυτή είναι μεγαλύτερη από ό,τι αυτή της διαφοράς μεταξύ του ιταλικού 10ετούς κρατικού ομολόγου από το αντίστοιχο γερμανικό λόγω της μεγαλύτερης ευαισθησίας των ελληνικών ομολόγων στις διακυμάνσεις του διεθνούς επενδυτικού κλίματος (βλ. Διάγραμμα VII.8). Ειδικά μετά τα μέσα Φεβρουαρίου, οπότε η γεωπολιτική ένταση στην Ουκρανία άρχισε να επιδρά στο επενδυτικό κλίμα, η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των ελληνικών και των ιταλικών τίτλων διευρύνθηκε σημαντικά, ενώ η μείωσή της στο τέλος Μαρτίου έως τα τέλη Απριλίου τεκμαίρεται ότι οφείλεται στις προαναφερθείσες αναβαθμίσεις και ως εκ τούτου καταδεικνύει τα οφέλη μιας ενδεχόμενης περαιτέρω αναβάθμισης που θα έφερνε την πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας εντός της επενδυτικής κατηγορίας.

Το 2021, εν μέσω των πολύ ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών, το Ελληνικό Δημόσιο προέβη σε εκδόσεις ομολόγων μακράς διάρκειας με χαμηλό κόστος δανεισμού, βελτιώνοντας περαιτέρω το προφίλ του δημόσιου χρέους. Η εκδοτική δραστηριότητα έχει συνεχιστεί κατά την περίοδο 1.1.2022 έως 15.6.2022, αν και με μικρότερο ρυθμό και με υψηλότερο κόστος δανεισμού σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2021.¹⁴ Επίσης, εκδόθηκαν έντοκα γραμμάτια 3, 6, και 12 μηνών ύψους 11,6 δισεκ. ευρώ, έναντι 12,6 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2021, με το μεσο-

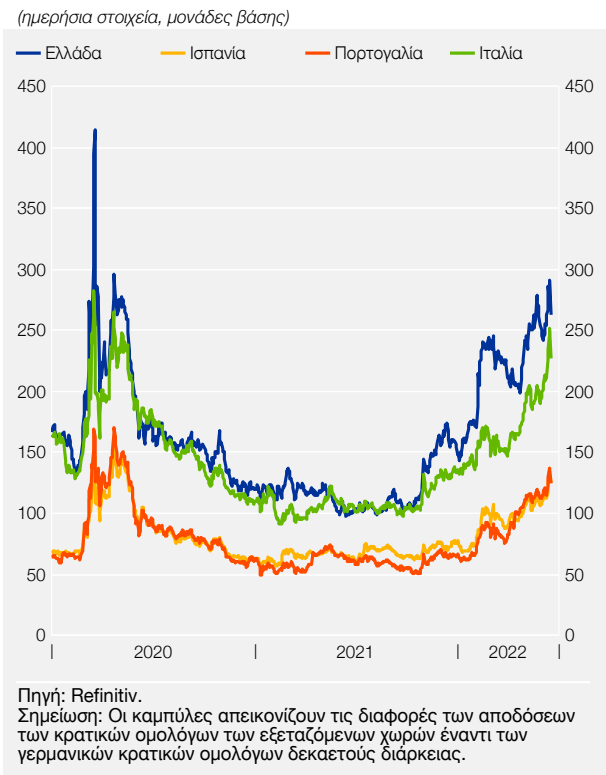
13 Είχε προηγηθεί στις 14.1.2022 ο οίκος Fitch, που μετέβαλε τις προοπτικές της αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας σε θετικές από σταθερές (τρέχουσα αξιολόγηση BB).

14 Ιανουάριος 2022: έκδοση 10ετούς ομολόγου, ύψους 3 δισεκ. ευρώ, με τοκομερίδιο 1,75% (απόδοση 1,836%), Απρίλιος 2022: επανέκδοση ομολόγου λήξης Απριλίου 2027, ύψους 1,5 δισεκ. ευρώ (απόδοση 2,366%), Μάιος 2022: επανέκδοση μέσω δημοπρασίας: (α) ΟΕΔ 3,90%, λήξεως 30 Ιανουαρίου 2033, ύψους 0,5 δισεκ. ευρώ (απόδοση 3,61%), (β) ΟΕΔ 4,00%, λήξεως 30 Ιανουαρίου 2037, ύψους 0,25 δισεκ. ευρώ (απόδοση 3,51%), (γ) ΟΕΔ 4,20%, λήξεως 30 Ιανουαρίου 2042, ύψους 0,15 δισεκ. ευρώ (απόδοση 3,56%). Από τη αρχή του έτους 2021 έως τις 15.6.2021 εκδόθηκαν ομόλογα συνολικού ύψους 9 δισεκ. ευρώ, με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 0,81%.

Διάγραμμα VII.7 Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020 - Ιούνιος 2022)



Διάγραμμα VII.8 Διαφορά αποδόσεων (spread) δεκαετών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020 - Ιούνιος 2022)



σταθμικό κόστος των εκδόσεων να εμφανίζει αύξηση (-0,11% από -0,30% το 2021). Σημειώνεται ότι οι περισσότερες εκδόσεις εντόκων γραμματίων του έτους 2022 είχαν αρνητική απόδοση.

Τέλος, οι συνθήκες ρευστότητας 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) ανήλθε σε 93 εκατ. ευρώ από την αρχή του έτους έως τα μέσα Ιουνίου 2022, έναντι 119 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2021. Στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), μέσω του οποίου διακανονίζονται τόσο εγχώριες όσο και διεθνείς συναλλαγές, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών για το διάστημα από τον Ιανουάριο έως τα μέσα Ιουνίου 2022 ανήλθε σε 627 εκατ. ευρώ, από 830 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2021.

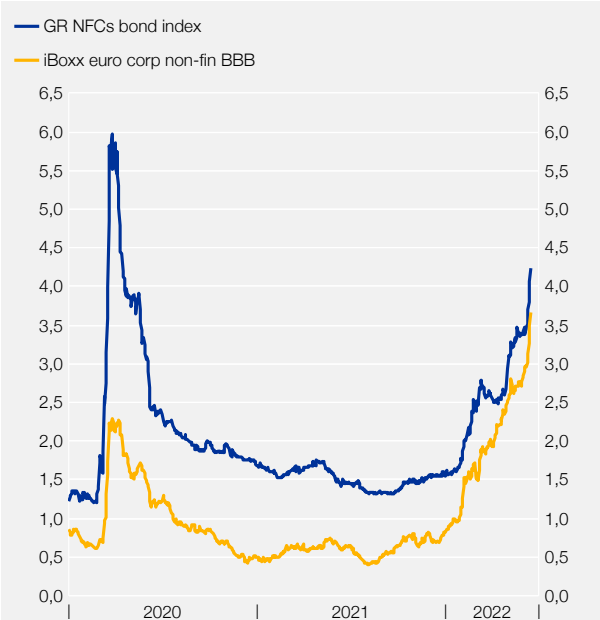
4 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Όπως και στις αγορές κρατικών ομολόγων, έτσι και για τα εταιρικά ομόλογα, από την αρχή του έτους έως τα μέσα Ιουνίου 2022 οι εξελίξεις έχουν διαμορφωθεί από την επιδείνωση των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ακολούθησαν ανοδική τάση ήδη από το τέλος του γ' τριμήνου του 2021. Η άνοδος αυτή ήταν, σε γενικές γραμμές, σε αντιστοιχία με την ανοδική πορεία των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ συγκρίσιμης αξιολόγησης (βλ. Διάγραμμα VII.9).

Το 2021, εν μέσω ιδιαίτερα ευνοϊκών νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών, είχε παρατηρηθεί μεγάλη αύξηση στην εκδοτική δραστηριότητα ομολόγων ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Κατά τη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου έως τα μέσα Ιουνίου 2022, οι νέες

Διάγραμμα VII.9 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2020 - Ιούνιος 2022)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστά %)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (GR NFCs bond index) και Datastream από Refinitiv (iBoxx euro corp non-fin BBB).
 Σημείωση: Ο δείκτης 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. Η περιοδικότητα της στάθμισης είναι ημερήσια και οι σταθμίσεις υπολογίζονται με βάση την αγοραία αξία των υποκείμενων τίτλων. Η μεθοδολογία κατασκευής του δείκτη περιγράφεται στο Οικονομικό Δελτίο 40, Τράπεζα της Ελλάδος, Δεκέμβριος 2014, σελ. 69-90. Ο δείκτης είναι διαθέσιμος στο Bloomberg (ticker: BOGGRNFC index).

εκδόσεις ελληνικών εταιρικών ομολόγων είναι σημαντικά μειωμένες σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2021, σε συνάφεια με την επιδείνωση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος.¹⁵ Βέβαια, είναι σημαντικό ότι οι ελληνικές εκδότριες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν περιορισμένες ανάγκες αναχρηματοδότησης ομολόγων που λήγουν εντός του 2022.¹⁶

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 συνηπολογιστούν οι εκδόσεις, οι λήξεις και οι αποπληρωμές, ανέρχεται σε περίπου 6,7 δισεκ. ευρώ. Όσον αφορά την εγχώρια αγορά, από την έναρξη λειτουργίας της το 2017 μέχρι και τα μέσα Ιουνίου 2022 έχουν πραγματοποιηθεί εκδόσεις ομολόγων από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνολικού ύψους περίπου 4,1 δισεκ. ευρώ, με το υφιστάμενο υπόλοιπο να ανέρχεται σε περίπου 3,4 δισεκ. ευρώ.

Τέλος, επισημαίνεται ότι ορισμένες ελληνικές επιχειρήσεις έχουν δραστηριοποιηθεί ήδη στην αγορά των βιώσιμων (sustainable) χρηματοοικονομικών προϊόντων, χρηματοδοτώντας επενδυτικά σχέδια με σκοπό τη βελτίωση των περιβαλλοντικών δεικτών τους. Συγκεκριμένα, μέσω των διεθνών αγορών ομολόγων έχουν εκδοθεί τίτλοι ύψους 2,45 δισεκ. ευρώ, οι οποίοι συνδέονται με στόχους βιώσιμης ανάπτυξης των εκδοτριών ελληνικών επιχειρήσεων, και στην εγχώρια αγορά έχουν εκδοθεί αντίστοιχοί τίτλοι ύψους 570 εκατ. ευρώ.

οικονομικών προϊόντων, χρηματοδοτώντας επενδυτικά σχέδια με σκοπό τη βελτίωση των περιβαλλοντικών δεικτών τους. Συγκεκριμένα, μέσω των διεθνών αγορών ομολόγων έχουν εκδοθεί τίτλοι ύψους 2,45 δισεκ. ευρώ, οι οποίοι συνδέονται με στόχους βιώσιμης ανάπτυξης των εκδοτριών ελληνικών επιχειρήσεων, και στην εγχώρια αγορά έχουν εκδοθεί αντίστοιχοί τίτλοι ύψους 570 εκατ. ευρώ.

5 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

5.1 Τιμές μετοχών

Η αβεβαιότητα που έχει προκύψει σχετικά με τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς, μετά και την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, έχει επιδεινώσει το επενδυτικό κλίμα στις αγορές μετοχών διεθνώς. Παρατηρείται σημαντική άνοδος της μεταβλητότητας (μεταβολή μέσου όρου των δεικτών τεκμαρτής μεταβλητότητας μετοχών μεταξύ των διαστημάτων 1.1-31.12.2021 και 1.1-15.6.2022: VIX: +33%, VDAX: +38%, VSTOXX: +45%). Αντίστοιχα, κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου του 2022, η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών στην ελληνική αγορά μετοχών

15 Την περίοδο 1.1-15.6.2022 έχουν πραγματοποιηθεί δύο νέες εκδόσεις συνολικού ύψους 200 εκατ. ευρώ στην εγχώρια αγορά, με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 2,9%. Την αντίστοιχη περίοδο του 2021 πραγματοποιήθηκαν στις διεθνείς αγορές και στην εγχώρια αγορά πέντε νέες εκδόσεις συνολικού ύψους περίπου 1,78 δισεκ. ευρώ, με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 2,8%.

16 Συνολικά εντός του 2022, οι λήξεις ομολόγων που έχουν εκδοθεί είτε στη διεθνή είτε στην εγχώρια αγορά ανέρχονται σε 606 εκατ. ευρώ.

είναι σημαντικά αυξημένη έναντι του 2021, ενώ και η συνδιακύμανση με τις ευρωπαϊκές μετοχές έχει ενισχυθεί (τυπικές αποκλίσεις ημερήσιων αποδόσεων για την περίοδο 1.1-15.6.2022: ΓΔΧΑ: 1,52%, EURO STOXX: 1,56%, συντελεστής συσχέτισης ΓΔΧΑ-EURO STOXX 2022: 94,7%).¹⁷

Σε αυτό το περιβάλλον αυξημένης μεταβλητότητας, οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) κινήθηκαν καθοδικά το υπό εξέταση διάστημα του 2022 (Γενικός Δείκτης: -6,1%, βλ. Διάγραμμα VII.10) σε συνάφεια με τις αρνητικές αποδόσεις στις ΗΠΑ (S&P 500: -20,5%) και την ευρωζώνη (EURO STOXX: -17,7%). Ο κλάδος των τροφίμων παρουσιάζει τις μεγαλύτερες αρνητικές αποδόσεις (-32,6%), ενώ ο κλάδος της ενέργειας καταγράφει θετικές αποδόσεις (+21,5%) σε συνάφεια με την άνοδο των διεθνών τιμών ενέργειας.

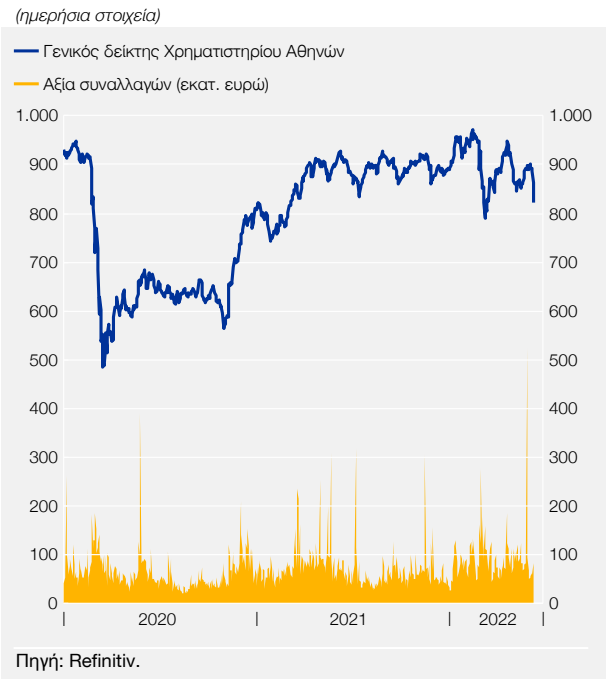
Η συναλλακτική δραστηριότητα (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών) την περίοδο από 1.1.2022 έως 15.6.2022 ανήλθε σε 92,8 εκατ. ευρώ, παρουσιάζοντας αύξηση σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2021 (82,7 εκατ. ευρώ). Την ίδια περίοδο του 2022 μία εταιρία εισήχθη στην κύρια αγορά του ΧΑ. Τέλος, πραγματοποιήθηκαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου από εισηγμένες εταιρίες του μη χρηματοπιστωτικού τομέα συνολικού ύψους περίπου 53 εκατ. ευρώ, έναντι περίπου 21 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2021.¹⁸

5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Τα αποτελέσματα και η αποδοτικότητα των εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών εταιριών με έδρα στην Ελλάδα ανέκαμψαν το 2021, μετά την υποχώρηση που παρουσίασαν το 2020 εξαιτίας της πανδημίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 99 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων για το 2021, ο κύκλος εργασιών, τα μικτά κέρδη και τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) αυξήθηκαν κατά 34,6%, 39,8% και 62,7% αντίστοιχα έναντι του 2020. Τα κέρδη από λειτουργικές δραστηριότητες (EBIT) ανήλθαν σε περίπου 4,1 δισεκ. ευρώ, έναντι περίπου 1,2 δισεκ. ευρώ το 2020, ενώ τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε περίπου 3,6 δισεκ. ευρώ έναντι οριακά θετικού μεγέθους το 2020. Σε σύγκριση με τα προ της πανδημίας μεγέθη του 2019, τόσο ο κύκλος εργασιών όσο και τα μεγέθη κερδοφορίας εμφανίζονται βελτιωμένα.¹⁹

Οι δείκτες αποδοτικότητας συνολικών και ιδίων κεφαλαίων²⁰ και ο δείκτης περιθωρίου κέρδους²¹ για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων αυξήθηκαν το 2021 έναντι του 2020, παρουσιά-

Διάγραμμα VII.10 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (Ιανουάριος 2020 - Ιούνιος 2022)



17 Τυπικές αποκλίσεις ημερήσιων αποδόσεων το 2021: ΓΔΧΑ: 0,99%, EURO STOXX: 0,79%, συντελεστής συσχέτισης ΓΔΧΑ-EURO STOXX 2021: 55,9%.

18 Οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου πραγματοποιήθηκαν με μετρητά και άσκηση δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών.

19 Ρυθμοί μεταβολής (έτος 2021 σε σχέση με το έτος 2019): πωλήσεις: 5,8%, μικτά κέρδη: 1,6%, EBITDA: 5,0%, EBIT: 25,4%, κέρδη προ φόρων: 33,9%.

20 Οι δείκτες 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). Αποδοτικότητα συνολικών κεφαλαίων: 4,7% το 2021, από 0,9% το 2020 και 2,0% το 2019. Αντίστοιχα μεγέθη για την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων: 14,3%, 3,2% και 7,2%.

21 Ο δείκτης ορίζεται ως η διάμεσος του λόγου "κέρδη προ φόρων προς πωλήσεις" και διαμορφώθηκε σε 7,0% το 2021 από 1,3% το 2020 και 2,7% το 2019.

ζοντας βελτιωμένη εικόνα και έναντι του 2019. Επίσης, ο δείκτης ρευστότητας έμεινε σχετικά σταθερός το 2021 έναντι του 2020 και αυξήθηκε έναντι του 2019²², ενώ ο δείκτης μόχλευσης²³ βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση τόσο με το 2020 όσο και με το 2019.

22 Ο δείκτης ορίζεται ως η διάμεσος του λόγου “κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις”. Για το σύνολο των εισηγμένων ανήλθε σε 1,5 το 2021 και το 2020 και σε 1,3 το 2019.

23 Ο δείκτης ορίζεται ως η διάμεσος του λόγου “συνολικός δανεισμός προς σύνολο ενεργητικού” και διαμορφώθηκε σε 35,6% το 2021, από 41,6% το 2020 και 37,3% το 2019.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	134
2	Ισοζύγιο πληρωμών	135
3	Ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	136
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	137
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα από τα εγχώρια NXI	138
6	Τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	139
7	Τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	140

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
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

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Απρίλιος			
	2019	2020	2021	2020	2021	2022	
I	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A + I.B + I.Γ + I.Δ)	-2.725,5	-10.964,4	-10.755,5	-4.649,5	-4.714,2	-8.063,8
	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A + I.B)	-1.717,4	-11.249,7	-12.632,6	-5.330,4	-5.932,9	-9.806,9
	Εξαγωγές	72.596,2	51.615,7	74.081,6	16.833,1	18.481,1	25.424,2
	Εισαγωγές	74.313,6	62.865,5	86.714,2	22.163,5	24.414,0	35.231,1
I.A	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ (I.A.1 - I.A.2)	-22.833,3	-18.528,1	-25.623,2	-6.860,6	-6.968,0	-11.707,2
	I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	32.433,6	28.904,4	39.079,8	9.632,6	11.683,0	15.356,5
	Καύσιμα	9.078,8	6.102,5	10.142,8	2.152,8	2.717,9	4.342,0
	Πλοία (πωλήσεις)	91,5	153,1	121,5	17,4	24,5	34,0
	Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	23.263,4	22.648,9	28.815,6	7.462,5	8.940,5	10.980,5
	I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	55.266,9	47.432,5	64.703,0	16.493,3	18.650,9	27.063,6
	Καύσιμα	14.119,3	9.298,4	16.019,3	3.957,7	3.953,6	7.869,4
	Πλοία (αγορές)	436,6	217,9	141,2	58,6	55,2	74,3
	Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	40.711,1	37.916,1	48.542,5	12.477,0	14.642,1	19.119,9
I.B	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1 - I.B.2)	21.115,9	7.278,3	12.990,7	1.530,3	1.035,1	1.900,2
	I.B.1 Εισπράξεις	40.162,6	22.711,3	35.001,8	7.200,5	6.798,2	10.067,7
	Ταξιδιωτικό	18.178,8	4.318,8	10.502,7	607,1	165,0	1.116,7
	Μεταφορές	17.303,1	13.814,2	18.728,1	5.137,3	4.924,1	7.073,7
	Λοιπές υπηρεσίες	4.680,7	4.578,3	5.771,0	1.456,1	1.709,0	1.877,3
	I.B.2 Πληρωμές	19.046,8	15.433,0	22.011,1	5.670,2	5.763,1	8.167,5
	Ταξιδιωτικό	2.743,8	792,9	1.112,5	401,3	146,6	483,7
	Μεταφορές	11.377,4	9.873,0	15.022,1	3.655,1	3.784,9	5.741,2
	Λοιπές υπηρεσίες	4.925,5	4.767,1	5.876,5	1.613,8	1.831,6	1.942,5
I.Γ	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)	-1.591,6	-275,9	643,2	634,3	1.522,0	1.173,3
	I.Γ.1 Εισπράξεις	6.202,9	6.324,1	7.009,9	2.778,5	3.128,3	2.779,7
	Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	246,9	201,4	220,2	66,8	67,1	79,0
	Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	3.046,7	2.942,0	3.421,0	938,6	1.122,1	994,2
	Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	2.909,3	3.180,7	3.368,8	1.773,2	1.939,0	1.706,5
	I.Γ.2 Πληρωμές	7.794,5	6.599,9	6.366,7	2.144,2	1.606,3	1.606,4
	Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.411,6	1.336,4	1.309,7	474,4	413,7	501,6
	Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	5.975,9	4.838,8	4.560,5	1.538,9	1.008,9	946,0
	Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	407,0	424,7	496,5	130,9	183,7	158,8
I.Δ	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)	583,5	561,2	1.233,8	46,6	-303,3	569,8
	I.Δ.1 Εισπράξεις	3.827,9	4.064,5	5.008,2	1.224,8	1.179,0	1.945,7
	Γενική κυβέρνηση	2.361,2	2.452,7	3.561,7	591,1	646,3	1.306,2
	Λοιποί τομείς	1.466,8	1.611,9	1.446,5	633,7	532,7	639,5
	I.Δ.2 Πληρωμές	3.244,5	3.503,4	3.774,4	1.178,2	1.482,3	1.375,8
	Γενική κυβέρνηση	1.830,3	1.914,9	2.297,1	742,0	1.041,0	899,8
	Λοιποί τομείς	1.414,2	1.588,5	1.477,2	436,1	441,3	476,0
II	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1 - II.2)	679,8	2.733,6	4.000,9	391,4	221,1	913,4
	II.1 Εισπράξεις	1.178,7	3.124,5	4.915,0	483,2	704,3	1.283,4
	Γενική κυβέρνηση	1.023,0	2.932,0	4.055,5	450,0	542,6	1.109,6
	Λοιποί τομείς	155,8	192,5	859,5	33,2	161,7	173,8
	II.2 Πληρωμές	498,9	390,9	914,1	91,8	483,3	370,0
	Γενική κυβέρνηση	4,9	4,4	5,0	1,4	1,4	2,5
	Λοιποί τομείς	494,0	386,5	909,1	90,3	481,8	367,5
	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I + II)	-2.045,6	-8.230,9	-6.754,6	-4.258,0	-4.493,1	-7.150,4
III	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)	-2.247,0	-7.747,7	-5.657,9	-4.219,0	-3.793,8	-6.132,3
III.A	ΑΜΕΣΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-3.910,5	-2.332,3	-4.062,9	-888,5	-512,0	-2.849,6
	Απαιτήσεις	562,4	568,6	992,9	97,8	472,6	239,5
	Υποχρεώσεις	4.472,9	2.900,9	5.055,9	986,3	984,6	3.089,1
III.B	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ¹	24.231,5	48.339,5	23.829,9	16.253,5	-1.225,4	3.198,2
	Απαιτήσεις	25.927,1	35.443,0	27.316,7	10.676,0	-264,4	5.845,4
	Υποχρεώσεις	1.695,6	-12.896,5	3.486,7	-5.577,5	961,0	2.647,2
III.Γ	ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-22.652,0	-55.291,1	-27.960,9	-19.974,2	-1.590,9	-4.330,8
	Απαιτήσεις	-3.605,6	2.362,1	4.613,7	2.564,0	218,6	-2.000,6
	Υποχρεώσεις	19.046,4	57.653,2	32.574,6	22.538,2	1.809,5	2.330,3
	(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	-4.444,8	1.342,6	-957,9	86,6	-3.262,1	-617,5
III.Δ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ²	84,0	1.536,2	2.536,0	390,2	-465,5	-2.150,0
IV	ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I + II - III + IV=0)	-201,3	483,2	1.096,7	39,1	699,4	1.018,1
	ΥΦΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	7.571	9.739	12.770	6.423	8.827	11.541

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

Πίνακας 3 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	
2018	Ιαν.	124.707	118.761	5.946	75.259	49.448
	Φεβρ.	124.858	118.809	6.049	74.939	49.920
	Μάρτ.	125.956	119.963	5.992	75.823	50.133
	Απρ.	126.915	120.895	6.020	75.957	50.957
	Μάιος	128.003	121.789	6.214	76.981	51.022
	Ιούν.	129.434	123.065	6.369	78.156	51.278
	Ιούλ.	130.238	124.005	6.232	78.597	51.641
	Αύγ.	131.572	125.300	6.272	79.530	52.042
	Σεπτ.	131.710	125.220	6.489	79.767	51.943
	Οκτ.	131.482	125.089	6.394	79.637	51.845
	Νοέμ.	131.383	125.001	6.382	79.540	51.843
	Δεκ.	134.489	127.865	6.624	83.037	51.452
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

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	
2018	Ιαν.	1,45	3,10	4,14	3,79	4,23	4,31	4,46
	Φεβρ.	1,69	3,40	4,03	4,14	4,68	4,76	4,86
	Μάρτ.	1,45	3,51	3,95	4,27	4,72	4,96	5,05
	Απρ.		3,16	3,67	4,04	4,50	4,68	4,80
	Μάιος		3,33	3,93	4,29	4,74	4,94	5,03
	Ιούν.		3,62	4,02	4,39	4,85	5,01	5,09
	Ιούλ.		2,94	3,42	3,88	4,48	4,71	4,82
	Αύγ.		3,18	3,78	4,18	4,79	5,12	5,18
	Σεπτ.		3,22	3,76	4,17	4,82	5,17	5,23
	Οκτ.		3,41	4,03	4,37	4,86	5,19	5,24
	Νοέμ.		3,40	4,10	4,42	4,95	5,23	5,30
	Δεκ.		3,28	3,98	4,28	4,76	5,07	5,15
2019	Ιαν.	2,89	3,12	3,86	4,21	4,70	4,96	5,05
	Φεβρ.	2,38	3,13	3,46	3,84	4,40	4,68	4,80
	Μάρτ.	2,04	2,69	3,08	3,76	4,22	4,53	4,66
	Απρ.	1,72	2,28	2,66	3,42	3,85	4,17	4,35
	Μάιος	1,63	2,17	2,59	3,37	3,82	4,13	4,32
	Ιούν.	1,18	1,48	1,80	2,67	3,02	3,30	3,55
	Ιούλ.	0,73	1,15	1,51	2,16	2,61	2,82	3,05
	Αύγ.	0,73	1,13	1,67	1,98	2,40	2,72	2,89
	Σεπτ.	0,45	0,81	1,22	1,50	1,89	2,18	2,38
	Οκτ.	0,35	0,62	1,01	1,34	1,83	2,11	2,28
	Νοέμ.	0,32	0,51	0,92	1,36	1,83	2,16	2,34
	Δεκ.	0,25	0,54	1,00	1,42	1,88	2,21	2,36
2020	Ιαν.	0,15	0,45	0,88	1,34	1,78	2,08	2,24
	Φεβρ.	0,16	0,36	0,69	1,07	1,60	1,72	1,83
	Μάρτ.	1,30	1,54	1,71	1,97	2,13	2,25	2,33
	Απρ.	1,27	1,63	1,84	2,05	2,07	2,13	2,30
	Μάιος	1,07	1,34	1,76	1,93	1,98	2,07	2,18
	Ιούν.	0,39	0,61	1,05	1,32	1,45	1,56	1,69
	Ιούλ.	0,23	0,37	0,86	1,14	1,26	1,40	1,53
	Αύγ.	0,13	0,27	0,80	1,08	1,27	1,46	1,57
	Σεπτ.	0,14	0,25	0,76	1,08	1,27	1,42	1,55
	Οκτ.	0,07	0,23	0,57	0,90	1,07	1,14	1,26
	Νοέμ.	-0,06	0,00	0,39	0,75	0,96	1,04	1,14
	Δεκ.	-0,12	-0,06	0,32	0,63	0,89	0,99	1,08
2021	Ιαν.	-0,13	-0,02	0,33	0,65	0,94	1,05	1,16
	Φεβρ.	-0,10	0,08	0,36	0,81	1,07	1,17	1,28
	Μάρτ.	-0,11	0,10	0,44	0,91	1,22	1,37	1,58
	Απρ.	-0,16	-0,01	0,33	0,88	1,22	1,52	1,92
	Μάιος	-0,13	0,16	0,38	0,99	1,27	1,49	1,99
	Ιούν.	-0,22	0,06	0,20	0,81	1,00	1,22	1,69
	Ιούλ.	-0,32	-0,08	0,07	0,70	0,85	1,07	1,52
	Αύγ.	-0,38	-0,18	-0,06	0,59	0,70	0,91	1,36
	Σεπτ.	-0,25	0,02	0,12	0,80	0,92	1,09	1,62
	Οκτ.	-0,13	0,22	0,28	0,96	1,06	1,21	1,74
	Νοέμ.	-0,09	0,41	0,52	1,22	1,29	1,28	1,91
	Δεκ.	-0,17	0,50	0,67	1,29	1,41	1,18	1,91
2022	Ιαν.	0,16	0,79	1,14	1,62	1,49	1,44	2,25
	Φεβρ.	0,97	1,53	2,00	2,46	2,18	2,29	2,91
	Μάρτ.	1,05	1,60	2,00	2,61	2,20	2,28	3,05

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα από τα εγχώρια ΝΧΙ¹

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχίως 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 και ασφαλιστικές επιχειρήσεις		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	
2018	Ιαν.	182.833	88.101	81.431	6.670	12.740	81.991	58.641	22.206	1.144
	Φεβρ.	182.577	87.999	81.283	6.716	12.710	81.868	58.556	22.174	1.139
	Μάρτ.	180.335	87.550	80.745	6.805	12.307	80.478	58.215	21.243	1.021
	Απρ.	179.135	86.649	80.120	6.529	12.298	80.189	57.967	21.206	1.015
	Μάιος	179.328	86.734	80.234	6.500	12.311	80.283	58.022	21.171	1.089
	Ιούν.	178.871	86.638	80.062	6.576	12.266	79.967	57.780	21.002	1.186
	Ιούλ.	177.556	85.612	79.140	6.473	12.209	79.734	57.566	20.878	1.291
	Αύγ.	177.437	85.544	79.048	6.496	12.200	79.693	57.591	20.856	1.246
	Σεπτ.	176.987	85.443	78.890	6.554	12.156	79.388	57.396	20.769	1.223
	Οκτ.	174.900	84.298	77.966	6.333	12.004	78.597	57.175	20.261	1.161
	Νοέμ.	173.469	83.241	76.898	6.343	11.883	78.346	57.017	20.273	1.056
	Δεκ.	170.291	82.707	76.379	6.328	11.280	76.304	56.766	18.507	1.030
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.	109.618	65.243	58.295	6.948	4.799	39.577	30.517	8.706	354

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια και οι τοποθετήσεις των ΝΧΙ 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 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
2018	0,09	0,61	0,16	0,95	0,29
Φεβρ.	0,09	0,59	0,15	0,94	0,28
Μάρτ.	0,09	0,62	0,14	0,95	0,29
Απρ.	0,09	0,62	0,17	0,94	0,29
Μάιος	0,09	0,58	0,16	0,89	0,28
Ιούν.	0,09	0,60	0,14	0,91	0,28
Ιούλ.	0,09	0,62	0,14	0,90	0,30
Αύγ.	0,09	0,59	0,14	0,88	0,28
Σεπτ.	0,09	0,60	0,15	0,88	0,29
Οκτ.	0,09	0,58	0,16	0,82	0,28
Νοέμ.	0,09	0,57	0,16	0,83	0,28
Δεκ.	0,09	0,58	0,14	0,87	0,28
2019	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	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	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	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

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων απλού ταμιευτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πίνακας 7 Τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι 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	
2018	Ιαν.	14,59	8,48	9,10	2,78	2,88	6,97	5,11	5,36	5,17	4,84	5,03
	Φεβρ.	14,54	6,73	7,79	2,88	3,02	6,97	5,47	5,35	4,64	3,59	4,43
	Μάρτ.	14,68	7,63	8,38	2,69	2,73	6,99	5,64	5,33	4,64	3,84	4,52
	Απρ.	14,52	7,90	8,52	2,85	2,87	6,97	4,96	5,29	4,68	3,90	4,57
	Μάιος	14,45	9,51	9,22	2,93	2,94	6,97	5,16	5,25	4,67	3,30	4,47
	Ιούν.	14,38	8,46	8,67	2,97	2,98	7,00	5,73	5,24	4,65	3,27	4,39
	Ιούλ.	14,34	10,32	9,73	3,05	3,05	6,95	5,65	5,19	4,87	3,63	4,71
	Αύγ.	14,35	10,71	9,98	2,97	2,97	6,93	5,35	5,14	4,71	3,78	4,69
	Σεπτ.	14,32	10,81	9,90	3,00	3,02	6,91	5,18	5,13	4,45	3,81	4,75
	Οκτ.	14,47	8,82	8,78	2,90	2,95	6,93	5,47	5,09	4,64	4,99	4,98
	Νοέμ.	14,45	11,33	10,28	2,92	3,33	6,90	5,37	5,05	4,35	3,27	4,63
	Δεκ.	14,59	9,89	9,26	3,13	3,44	6,94	5,64	5,03	4,44	3,46	4,63
2019	Ιαν.	14,60	10,71	9,92	3,02	3,33	6,89	5,60	5,00	4,68	3,95	4,89
	Φεβρ.	14,58	8,66	8,69	3,05	3,14	6,88	5,53	4,98	4,45	3,72	4,57
	Μάρτ.	14,61	8,82	8,69	3,05	3,13	6,83	6,15	4,96	4,58	3,65	4,56
	Απρ.	14,58	9,88	9,22	3,08	3,15	6,81	6,06	4,95	4,58	4,50	4,93
	Μάιος	14,49	10,12	9,48	3,13	3,19	6,82	5,55	4,95	4,42	3,59	4,66
	Ιούν.	14,37	10,82	9,77	3,08	3,14	6,83	5,73	4,93	4,19	3,33	4,52
	Ιούλ.	14,34	10,41	9,68	3,22	3,25	6,80	5,57	4,91	4,22	3,41	4,57
	Αύγ.	14,32	10,39	9,65	3,12	3,16	6,78	6,07	4,87	4,08	3,77	4,68
	Σεπτ.	14,30	10,24	9,69	3,08	3,09	6,79	5,12	4,82	4,25	3,63	4,59
	Οκτ.	14,47	10,29	9,43	2,91	2,98	6,74	4,38	4,78	4,16	3,31	4,32
	Νοέμ.	14,51	10,69	9,70	2,84	2,89	6,73	5,65	4,70	4,00	3,33	4,34
	Δεκ.	14,60	10,94	9,64	2,78	2,93	6,76	5,25	4,74	4,14	3,51	4,34
2020	Ιαν.	14,62	11,18	9,85	2,72	2,86	6,73	5,16	4,70	4,08	3,37	4,36
	Φεβρ.	14,65	10,65	9,58	2,78	2,91	6,73	5,11	4,68	3,98	3,20	4,30
	Μάρτ.	14,67	10,67	9,67	2,65	2,75	6,82	5,44	4,61	4,12	2,81	4,06
	Απρ.	14,62	10,96	9,24	2,32	2,70	6,84	5,25	4,56	3,91	3,37	4,15
	Μάιος	14,53	11,82	10,80	2,66	2,93	6,81	5,86	4,56	3,81	2,77	4,23
	Ιούν.	14,40	11,01	9,53	2,59	2,86	6,78	5,65	4,57	3,62	2,75	4,05
	Ιούλ.	14,36	10,75	9,33	2,53	2,98	6,74	5,33	4,53	3,62	2,65	4,07
	Αύγ.	14,35	11,26	9,89	2,47	2,94	6,71	4,86	4,52	3,83	2,72	4,11
	Σεπτ.	14,32	11,05	9,90	2,43	2,93	6,73	5,40	4,50	3,57	2,42	3,92
	Οκτ.	14,49	11,08	9,69	2,49	2,86	6,69	6,13	4,42	4,44	2,69	4,10
	Νοέμ.	14,51	10,97	9,36	2,33	2,75	6,67	6,77	4,44	4,71	2,68	4,14
	Δεκ.	14,61	11,31	9,69	2,43	2,79	6,71	4,05	4,41	3,61	2,53	3,78
2021	Ιαν.	14,63	11,33	10,01	2,11	2,54	6,66	5,02	4,36	3,65	2,64	3,88
	Φεβρ.	14,63	10,84	9,66	2,38	2,74	6,63	4,65	4,34	3,97	2,45	3,84
	Μάρτ.	14,64	10,49	9,11	2,43	2,75	6,58	4,93	4,35	3,95	2,92	4,02
	Απρ.	14,61	10,56	9,38	2,29	2,79	6,61	4,85	4,29	3,79	2,64	3,84
	Μάιος	14,48	10,84	9,82	2,61	2,86	6,59	4,82	4,28	3,79	2,56	3,95
	Ιούν.	14,38	10,86	9,63	2,41	2,78	6,55	4,53	4,32	3,70	2,77	3,95
	Ιούλ.	14,39	11,52	10,12	2,44	2,77	6,55	4,73	4,25	4,03	3,03	4,05
	Αύγ.	14,32	12,03	10,69	2,35	2,92	6,53	4,54	4,25	3,73	3,15	4,14
	Σεπτ.	14,28	11,29	10,29	2,33	2,87	6,49	4,97	4,25	3,64	2,41	3,77
	Οκτ.	14,48	11,39	10,32	2,43	2,92	6,49	4,93	4,13	3,74	2,73	3,94
	Νοέμ.	14,50	11,42	10,40	2,41	2,84	6,47	4,73	4,02	3,64	2,38	3,73
	Δεκ.	14,63	11,34	10,40	2,05	2,54	6,42	4,46	4,02	3,81	2,77	3,76
2022	Ιαν.	14,65	11,88	10,94	2,36	2,86	6,56	4,87	3,91	3,73	2,69	3,90
	Φεβρ.	14,69	11,37	10,36	2,39	2,83	6,54	5,00	3,91	3,77	2,38	3,73
	Μάρτ.	14,69	11,19	10,25	2,44	2,81	6,51	5,00	3,89	3,90	2,63	3,82

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 υπεραναλήψεων 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 υπεραναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.

