

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2020 - 2021



ΙΟΥΝΙΟΣ
2021



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Διεύθυνση

Ελ. Βενιζέλου 21
102 50 Αθήνα

Δικτυακός τόπος

<http://www.bankofgreece.gr>

Τηλέφωνο

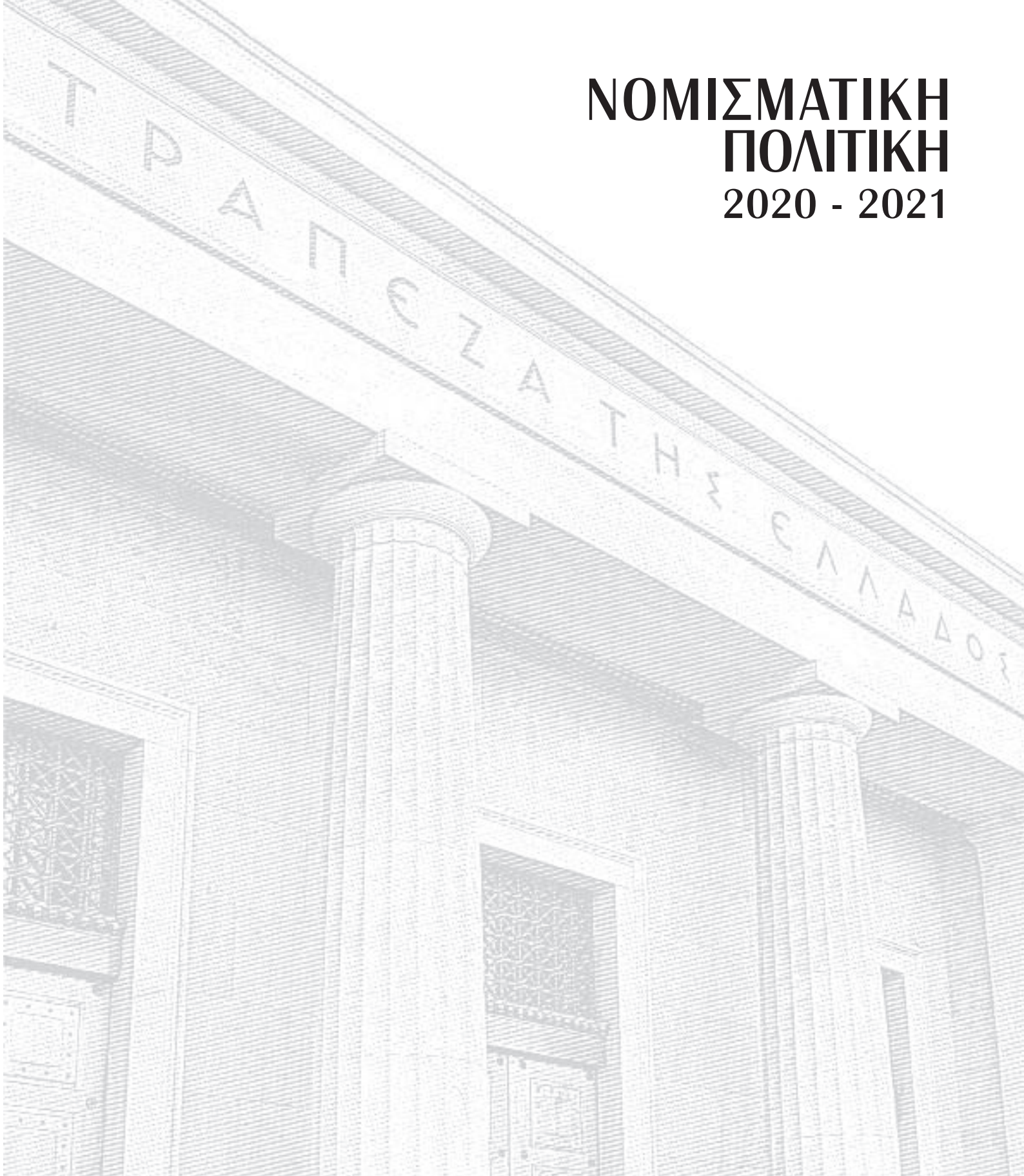
+30 210 320 2393

Τυπώθηκε στο
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN: 1108-2305 (print)

ISSN: 2654-1939 (online)

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2020 - 2021



ΙΟΥΝΙΟΣ
2021



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 ελληνική και η παγκόσμια οικονομία εξακολουθούν να υφίστανται τις πολύπλευρες αρνητικές επιπτώσεις της πανδημίας του κορωνοϊού.

Το τρίτο κύμα της πανδημίας τους πρώτους μήνες του 2021 οδήγησε στην παράταση και την αυστηροποίηση των περιορισμών που είχαν επιβληθεί στην οικονομική και κοινωνική ζωή της χώρας για την ανάσχεση της υγειονομικής κρίσης. Ως αποτέλεσμα, η οικονομική δραστηριότητα, μετά από τη σημαντική συρρίκνωση που κατέγραψε το 2020, υποχώρησε εκ νέου και μειώθηκε κατά 2,3% σε ετήσια βάση το α' τρίμηνο του έτους. Ωστόσο, η μείωση αυτή ήταν σημαντικά μικρότερη από ό,τι αναμενόταν, καθώς τα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν ληφθεί από την ελληνική κυβέρνηση, αλλά και οι παρεμβάσεις πολιτικής των ευρωπαϊκών θεσμών, έχουν συμβάλει καθοριστικά στον περιορισμό των συνεπειών της πανδημίας. Παράλληλα, η ηπιότερη ύφεση καταδεικνύει την ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας, καθώς και τη βαθμιαία προσαρμογή της στις πρωτόγνωρες συνθήκες.



Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, για το σύνολο του 2021 η οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται ότι θα ανακάμψει και θα αυξηθεί με ρυθμό 4,2%, ο οποίος θα επιταχυνθεί σε 5,3% το 2022, ωστόσο είναι εφικτό το ενδεχόμενο ταχύτερης ανάκαμψης από την προβλεπόμενη. Η διεύρυνση και επιτάχυνση του προγράμματος των εμβολιασμών κατά τους πρόσφατους μήνες συντείνει στην άρση της αβεβαιότητας και έχει δημιουργήσει θετικές προσδοκίες τόσο στις επιχειρήσεις όσο και στους καταναλωτές. Η ανάκαμψη αναμένεται να επιταχυνθεί το δεύτερο εξάμηνο, με τη συμβολή των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU, αλλά και με τη μερική επάνοδο του τουρισμού.

Η εξέλιξη της πανδημίας τους πρώτους μήνες του έτους κατέστησε αναγκαία την παράταση και διεύρυνση των δημοσιονομικών μέτρων για το μετριασμό των επιπτώσεων της στην οικονομική δραστηριότητα και την αγορά εργασίας. Η έκτακτη δημοσιονομική επέκταση έχει επιβαρύνει το δημόσιο χρέος και τις ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες του Ελληνικού Δημοσίου. Ωστόσο, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους είναι διασφαλισμένη χάρη στα ευνοϊκά του χαρακτηριστικά, υπό την προϋπόθεση ότι η δημοσιονομική επέκταση παραμένει στοχευμένη και προσωρινού χαρακτήρα. Η απόσυρση της κρατικής στήριξης την επόμενη περίοδο θα πρέπει να συνδυαστεί με τη σταδιακή επιστροφή σε θετικούς και ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης, ώστε να μην τεθεί σε κίνδυνο η διαφαινόμενη ανάκαμψη. Την επαύριο της πανδημίας, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει και πάλι να εστιάζει στη σταδιακή μείωση των ελλειμμάτων και την αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας.

Οι εξελίξεις στην αγορά ομολόγων παραμένουν ευνοϊκές, αντανακλώντας τις αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου από τους οίκους αξιολόγησης Moody's και Standard and Poor's. Σε αυτό συνέβαλε καθοριστικά η αποδοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο έκτακτο πρόγραμμα αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (Pandemic Emergency Pur-

chase Programme – PEPP) και ως εξασφαλίσεων στις πράξεις αναχρηματοδότησης των τραπεζών από το Ευρωσύστημα. Ως αποτέλεσμα, οι αποδόσεις των ομολόγων έχουν διαμορφωθεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και έχει διευκολυνθεί η άντληση σημαντικών ποσών από το Ελληνικό Δημόσιο μέσω της έκδοσης χρέους μεγάλης διάρκειας με ιστορικά χαμηλό κόστος.

Η διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και η σημαντική αύξηση των καταθέσεων, η οποία υποβοηθείται από τα κρατικά μέτρα στήριξης της οικονομίας, διασφάλισαν στις ελληνικές τράπεζες ευνοϊκές συνθήκες ρευστότητας. Ωστόσο, το υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), μετά την υποχώρηση που εμφάνισε το 2020, κυρίως λόγω των πωλήσεων δανείων, αυξήθηκε οριακά το α΄ τρίμηνο του 2021, ενώ αναμένεται η καταγραφή νέων ΜΕΔ ως συνέπεια της πανδημίας. Επιπλέον, μικρή υποχώρηση παρατηρήθηκε στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, οι οποίοι όμως παρέμειναν σε ικανοποιητικό επίπεδο. Εντούτοις, το ποσοστό των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων στο σύνολο των κεφαλαίων των τραπεζών παραμένει πολύ υψηλό. Το γεγονός αυτό αποτελεί πρόκληση για το τραπεζικό σύστημα, ιδίως αν ληφθεί υπόψη ότι το εν λόγω ποσοστό εκτιμάται ότι θα αυξηθεί περαιτέρω στο πλαίσιο της παρούσας στρατηγικής για τη μείωση των ΜΕΔ.

Η υγειονομική κρίση επέφερε βαρύ πλήγμα στην παγκόσμια και την ελληνική οικονομία. Ωστόσο, έχουν αρχίσει ήδη να φαίνονται τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης, καθώς αίρονται σταδιακά οι περιορισμοί δραστηριοτήτων, υποχωρεί η αβεβαιότητα και επαναλειτουργούν κλάδοι που τελούσαν σε αναστολή. Η πορεία της ελληνικής οικονομίας τους επόμενους μήνες είναι άμεσα συνυφασμένη με την εξέλιξη της πανδημίας, την πρόοδο του εμβολιαστικού προγράμματος και την επανεκκίνηση του τουρισμού.

Μεσοπρόθεσμα, οι προοπτικές για την ελληνική οικονομία είναι αδιαμφισβήτητα θετικές, εξαιτίας των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων. Οι αναπτυξιακές δράσεις που προβλέπονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας μέσα από μια σειρά ευρείας έκτασης επενδύσεων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στοχεύουν στη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, στη στροφή προς την πράσινη οικονομία, καθώς και στον ψηφιακό μετασχηματισμό του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα με παράλληλη διατήρηση της κοινωνικής συνοχής. Η υλοποίησή τους θα καταστήσει την ελληνική οικονομία πιο εξωστρεφή και ανταγωνιστική, συμβάλλοντας στη μετάβαση της χώρας σε ένα βιώσιμο και χωρίς αποκλεισμούς αναπτυξιακό πρότυπο. Ωστόσο, απαραίτητη προϋπόθεση για τη μετάβαση αυτή αποτελεί η παρουσία ενός ισχυρού τραπεζικού συστήματος το οποίο θα παρέχει απρόσκοπτα την αναγκαία χρηματοδότηση στον ιδιωτικό τομέα.

Παρά τις θετικές μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές, η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις και προβλήματα, τα οποία επιδεινώθηκαν με την πανδημία. Απαιτούνται συνεπώς εγρήγορση, σύμπλευση των πολιτικών δυνάμεων και επιτάχυνση των προσπαθειών για τον επιτυχή παραγωγικό μετασχηματισμό της οικονομίας, ώστε να ξεπεραστούν οριστικά οι χρόνιες παθογένειες και να κατορθώσει η χώρα να εισέλθει σε στέρεη αναπτυξιακή τροχιά και να ευημερήσει μακροπρόθεσμα.

Αθήνα, Ιούνιος 2021

Γιάννης Στουρνάρας
Διοικητής

ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Πρόεδρος

Γιάννης Στουρνάρας

Μέλη

Θεόδωρος Πελαγίδης

Χριστίνα Παπακωνσταντίνου

Δημήτριος Σιδέρης

Όλγα Χαρίτου

Χρήστος Χατζηεμμανουήλ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΣΔΟΚΙΩΝ - ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1.	Εισαγωγή	11
2.	Εξελίξεις – Προοπτικές	11
3.	Παγκόσμια οικονομία	16
4.	Ενιαία νομισματική πολιτική	18
5.	Χρηματοπιστωτικός τομέας	19
6.	Προκλήσεις	22
7.	Προϋποθέσεις για την επιτάχυνση της ανάκαμψης και τον παραγωγικό μετασχηματισμό της οικονομίας	23

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	27
2.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	29
2.1	Παγκόσμια οικονομία	29
2.2	Ζώνη του ευρώ	33
2.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	37
3.	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	37
	Πλαίσιο ΙΙ.1 Πληθωριστικές πιέσεις στην παγκόσμια οικονομία στη μεταπανδημική εποχή	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
	Πλαίσιο ΙΙΙ.1 Εξελίξεις στην ενσωμάτωση της επίδρασης της κλιματικής αλλαγής στο λειτουργικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος	53
3.	Η αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ	55
4.	Νομισματικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ	57

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	62
2.	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	65
2.1	Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης	65
2.2	Εξελίξεις στην πλευρά της προσφοράς	71
3.	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	74
4.	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	76
5.	Πληθωρισμός, επιχειρηματικά κέρδη, κόστος εργασίας και ανταγωνιστικότητα	80
5.1	Πληθωρισμός	80
5.2	Επιχειρηματικά κέρδη	82
5.3	Κόστος εργασίας	83
5.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	84
6.	Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου πληρωμών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης	87
7.	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	91

Πλαίσιο IV.1	Εκτίμηση των επιδράσεων του μηχανισμού ανάκαμψης και ανθεκτικότητας στην ελληνική οικονομία	93
Πλαίσιο IV.2	Ο ρόλος της εξωστρέφειας, του ψηφιακού μετασχηματισμού και της εξειδίκευσης του ανθρώπινου δυναμικού στην ανάπτυξη και την παραγωγικότητα	98
Πλαίσιο IV.3	Πληθωρισμός και αβεβαιότητα στην ελληνική οικονομία πριν και κατά τη διάρκεια της πανδημίας	104
Πλαίσιο IV.4	Η σημασία επιλεγμένων δεικτών διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας για τις ελληνικές εξαγωγές: μια συγκριτική ανάλυση	108

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	115
2.	Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2021	116
	Πλαίσιο V.1 Η επίδραση των προγραμμάτων αγοράς τίτλων του Ευρωσυστήματος στις αποδόσεις των κρατικών τίτλων της ευρωζώνης κατά τη διάρκεια της πανδημίας COVID-19	120
3.	Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις	123
4.	Προτάσεις πολιτικής	126
5.	Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών το 2021	127
	5.1 Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)	127
	5.2 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)	128
	5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)	130
	5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	130
	5.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης	131

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	133
2.	Τραπεζική πίστη	134
3.	Τραπεζικά επιτόκια	138
4.	Τραπεζικές καταθέσεις	141
5.	Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	144
	Πλαίσιο VI.1 Ψηφιακή χρηματοοικονομική: η δέσμη προτάσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής	147
	Πλαίσιο VI.2 Ψηφιακή χρηματοοικονομική ένταξη	153

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII

ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	159
	Πλαίσιο VII.1 Η επίδραση των προσδοκιών για την οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό στις αποδόσεις των ομολόγων	161
2.	Διεθνείς κεφαλαιαγορές	166
3.	Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	168
4.	Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	171
5.	Αγορά μετοχών	172
	5.1 Τιμές μετοχών	172
	5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων	173

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	175
-----------------------------	-----

ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΣΔΟΚΙΩΝ – ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ελληνική και η παγκόσμια οικονομία εξακολουθούν να υφίστανται τις πολύπλευρες αρνητικές επιπτώσεις της πανδημίας του κορωνοϊού. Παρ' όλα αυτά, σύμφωνα με τα διαθέσιμα οικονομικά δεδομένα, η ανάκαμψη σε παγκόσμιο επίπεδο έχει ξεκινήσει, χαρακτηρίζεται όμως ως άνιση και ασύμμετρη. Το γεγονός αυτό συνδέεται με τις σημαντικές διαφορές μεταξύ ανεπτυγμένων, αναπτυσσόμενων και λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών όσον αφορά την πρόσβασή τους στα εμβόλια και τη δυνατότητα δημοσιονομικής και νομισματικής στήριξης των οικονομιών τους. Παράλληλα, ο πληθωρισμός επιταχύνεται σε παγκόσμιο επίπεδο, αντανακλώντας την άνοδο των τιμών της ενέργειας, των τροφίμων και άλλων βασικών εμπορευμάτων και των ναύλων μεταφοράς ξηρού φορτίου, την αυξημένη ζήτηση μετά την άρση των περιοριστικών μέτρων και τις διαταράξεις στις εφοδιαστικές αλυσίδες. Η διαφορετική ταχύτητα ανάκαμψης μεταξύ των οικονομιών ενδέχεται να προκαλέσει αποκλίσεις στην κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής μεταξύ των χωρών, οι οποίες επιτείνουν τις ανισότητες και αυξάνουν τους κινδύνους για την παγκόσμια χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Όσον αφορά την ελληνική οικονομία, τα μέτρα στήριξης που έχουν ληφθεί σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο επέδρασαν θετικά και περιόρισαν τις επιπτώσεις της πανδημίας κατά το α' τρίμηνο του 2021. Η σταδιακή διεύρυνση του εμβολιαστικού προγράμματος σε περισσότερες ηλικιακές ομάδες και η επιτάχυνσή του από το Μάιο και έπειτα έχουν δημιουργήσει θετικές προσδοκίες στους καταναλωτές και στις επιχειρήσεις για την πορεία της οικονομίας τους επόμενους μήνες και αναμένεται να ενισχύσουν την εγχώρια ζήτηση. Η ενεργοποίηση του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης Next Generation EU (NGEU) δημιουργεί προοπτικές αύξησης των επενδύσεων και επιτάχυνσης της ανάκαμψης. Εντούτοις, η ελληνική οικονομία και το τραπεζικό σύστημα εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν σημαντικές προκλήσεις, οι οποίες συνδέονται με την εξέλιξη της πανδημίας και με την πρόοδο του εμβολιαστικού προγράμματος, αλλά και μακροοικονομικές ανισοροπίες που θα πρέπει να διορθωθούν για να διασφαλιστεί η επάνοδος της οικονομίας σε σταθερή αναπτυξιακή τροχιά.

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Ηπιότερη του αναμενομένου ύφεση το α' τρίμηνο του 2021 – Βελτίωση των προσδοκιών εξαιτίας της επιτάχυνσης του προγράμματος εμβολιασμού

Στη διάρκεια του 2020 και κατά το α' τρίμηνο του 2021 η οικονομική δραστηριότητα υποχώρησε σημαντικά, εξαιτίας της πανδημίας και των μέτρων για τον περιορισμό της. Το πραγματικό ΑΕΠ συρρικνώθηκε κατά 8,2% το 2020, κυρίως λόγω της κάμψης των εξαγωγών υπηρεσιών και της ιδιωτικής κατανάλωσης. Αντίθετα, η ανθεκτικότητα που επέδειξαν οι εξαγωγές αγαθών, η μείωση των εισαγωγών και η αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης μετρίασαν έως ένα βαθμό τις απώλειες. Τα πολλαπλά δημοσιονομικά μέτρα που ελήφθησαν, μέρος των οποίων παραμένει σε ισχύ, σε συνδυασμό με τις δράσεις πολιτικής των ευρωπαϊκών θεσμών, περιόρισαν σημαντικά τις επιπτώσεις της πανδημίας και οδήγησαν στη σταδιακή προσαρμογή της οικονομίας στις νέες συνθήκες. Αυτή η βαθμιαία προσαρμογή διαφαίνεται από τις ηπιότερες συνέπειες που είχε το τρίτο κύμα της πανδημίας στην πραγματική οικονομία, όπως αποδεικνύεται από την ισχυρή ανάπτυξη της βιομηχανίας, την ανάκαμψη των εξαγωγών, αλλά και τη σημαντική αύξηση του ηλεκτρονικού εμπορίου.

Το 2020 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, διαμορφώθηκε σε 11,1 δισεκ. ευρώ (6,7% του ΑΕΠ), αυξημένο κατά 8,4 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με το 2019. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στη συρρίκνωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών, λόγω της μεγάλης μείωσης των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες. Αντισταθμιστικά επέδρασε η μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών, καθώς η πτώση της αξίας των εισαγωγών αγαθών, λόγω της μειωμένης εγχώριας ζήτησης, ήταν μεγαλύτερη από την πτώση της αξίας των εξαγωγών σε τρέχουσες τιμές.

Η παράταση και η αυστηροποίηση των περιοριστικών μέτρων για την ανάσχεση του τρίτου κύματος της πανδημίας οδήγησαν σε πτώση της οικονομικής δραστηριότητας κατά 2,3% σε ετήσια βάση το α΄ τρίμηνο του 2021. Ωστόσο, η πτώση αυτή ήταν μικρότερη από ό,τι αναμένονταν, λόγω και της συνέχισης και διεύρυνσης των μέτρων στήριξης και της θετικής πορείας των επενδύσεων και των εξαγωγών αγαθών.

Σύμφωνα με τους διαθέσιμους δείκτες προσδοκιών και οικονομικής συγκυρίας, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να ανακάμψει το β΄ τρίμηνο του έτους και να επιταχυνθεί το δεύτερο εξάμηνο σε συνάρτηση και με την πρόοδο του προγράμματος εμβολιασμών, την περαιτέρω άρση των περιοριστικών μέτρων και την υποχώρηση της πανδημίας. Ειδικότερα:

- Ο δείκτης οικονομικού κλίματος ενισχύθηκε το Μάιο στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων 14 μηνών και συνοδεύθηκε από σημαντική βελτίωση του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης.
- Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) κατέγραψε αξιοσημείωτη άνοδο το Μάιο, υποδηλώνοντας δυναμική άνοδο της μεταποίησης.
- Ο δείκτης όγκου της βιομηχανικής παραγωγής σημείωσε σημαντική αύξηση το πρώτο τετράμηνο του 2021.
- Ο όγκος λιανικών πωλήσεων χωρίς τα καύσιμα αυξήθηκε οριακά σε ετήσια βάση το α΄ τρίμηνο του έτους, ενώ οι πωλήσεις επιβατικών αυτοκινήτων κατέγραψαν ισχυρή άνοδο.
- Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία στον τομέα των κατασκευών κατέγραψε σημαντική αύξηση το α΄ τρίμηνο του 2021, εξέλιξη που επιβεβαιώνεται και από την άνοδο των οικοδομικών αδειών.
- Οι εξαγωγές αγαθών σε σταθερές τιμές αυξήθηκαν σημαντικά το πρώτο τετράμηνο του έτους, ταυτόχρονα όμως παρατηρήθηκε και μεγάλη αύξηση των εισαγωγών αγαθών τον Απρίλιο, με αποτέλεσμα την επιδείνωση του ισοζυγίου αγαθών.

Κατά τη διάρκεια των περιοριστικών μέτρων, στην αγορά εργασίας ανακόπηκε η αύξηση της απασχόλησης των τελευταίων ετών και ειδικότερα παρατηρήθηκε μείωση της απασχόλησης των ηλικιακά νεότερων με αύξηση του αντίστοιχου ποσοστού ανεργίας, μείωση των ωρών εργασίας και αύξηση των οικονομικά μη ενεργών. Ωστόσο, τα μέτρα που ελήφθησαν για την προστασία της απασχόλησης και του εισοδήματος των εργαζομένων περιόρισαν τις αρνητικές επιπτώσεις.

Οι εξελίξεις στην αγορά ακινήτων το 2020 χαρακτηρίστηκαν από υποχώρηση της δυναμικής που είχε καταγραφεί το 2019, όμως ανέδειξαν και την ανθεκτικότητα των τιμών τόσο των οικιστικών όσο και των επαγγελματικών ακινήτων. Το 2021, με τη σταδιακή επιστροφή στην κανονικότητα και την έναρξη έργων ανάπτυξης και υποδομών μεγάλης εμβέλειας, αναμένεται να σηματοδοτήσει την επανεκκίνηση της αγοράς ακινήτων.

Ο γενικός πληθωρισμός και ο πυρήνας του πληθωρισμού συνέχισαν — μέσα σε ένα περιβάλλον έντονης αβεβαιότητας — να καταγράφουν, όπως και στη διάρκεια του 2020, αρνητικούς ρυθμούς και τους πρώτους μήνες του 2021. Ωστόσο, ήδη οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου έχουν σημει-

ώσει σημαντική άνοδο, η οικονομική δραστηριότητα ανακάμπτει και ταυτόχρονα ισχυρές πληθωριστικές προσδοκίες καταγράφονται σε εγχώριες και διεθνείς επιχειρηματικές έρευνες εξαιτίας διαταράξεων στις διεθνείς αλυσίδες αξίας τους τελευταίους μήνες. Κατά συνέπεια, εκτιμάται ότι από τα μέσα του 2021 και ύστερα, λόγω και των θετικών επιδράσεων βάσης, θα καταγραφούν θετικοί ρυθμοί πληθωρισμού, που θα συμβάλουν στην αποκλιμάκωση του αρνητικού ετήσιου ρυθμού του γενικού πληθωρισμού.

Χρηματοπιστωτικός τομέας – Επικρατούν ευνοϊκές συνθήκες

Οι εξελίξεις στις αγορές κρατικών και εταιρικών ομολόγων παραμένουν ευνοϊκές, αντανακλώντας τις αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου από τους οίκους Moody's και Standard and Poor's. Σε αυτό συνέβαλαν καθοριστικά η απόφαση του Ευρωσυστήματος για την εφαρμογή του έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) και η απόφαση για χορήγηση παρέκκλισης (waiver) από τα κριτήρια επιλεξιμότητας του Ευρωσυστήματος για τα ελληνικά κρατικά ομόλογα, με αποτέλεσμα τη συμπερίληψή τους στο πρόγραμμα PEPP και την αποδοχή τους ως εξασφαλίσεων για την παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα στις εμπορικές τράπεζες. Κατά συνέπεια, έως τον Ιούνιο του 2021 οι αποδόσεις έχουν διαμορφωθεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και έχει διευκολυνθεί η εκ μέρους του Ελληνικού Δημοσίου άντληση σημαντικών ποσών από την αγορά μέσω της έκδοσης ομολόγων μεγάλης διάρκειας με ιστορικά χαμηλό κόστος. Επίσης, οι ευνοϊκές διεθνείς νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες έχουν διευκολύνει, από το τελευταίο τρίμηνο του 2020 έως σήμερα, μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους, αλλά και τις λήξεις χρέους, μέσω έκδοσης εταιρικών ομολόγων.

Ο γενικός δείκτης τιμών μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ) εμφάνισε απώλειες ύψους 11,8% το 2020, κυρίως λόγω της υποχώρησης των τιμών των μετοχών των τραπεζών, ενώ άνοδο κατέγραψαν οι τιμές των μετοχών κλάδων όπως η βιομηχανία και οι εταιρίες κοινής ωφέλειας. Ωστόσο, το πρώτο εξάμηνο του 2021 ο γενικός δείκτης τιμών του ΧΑ κινήθηκε ανοδικά, όπως και η συναλλακτική δραστηριότητα, σε συνάφεια με τις θετικές αποδόσεις των χρηματιστηρίων στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη.

Παράλληλα, τα μέτρα χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, σε συνδυασμό με τις παρεμβάσεις της Πολιτείας για την αντιμετώπιση των οικονομικών συνεπειών της πανδημίας, ιδιαιτέρως με την παροχή κρατικών εγγυήσεων, συνέβαλαν στην επέκταση της τραπεζικής πίστης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, η οποία ωστόσο θα μπορούσε να είναι ισχυρότερη δεδομένων των συνθηκών ρευστότητας των τραπεζών. Η πιστωτική επέκταση, οι εθνικές δημοσιονομικές παρεμβάσεις για τη στήριξη του εισοδήματος και την ενίσχυση της ρευστότητας των επιχειρήσεων και η αποταμίευση των νοικοκυριών εξαιτίας των περιοριστικών μέτρων, αλλά και για λόγους πρόνοιας, οδήγησαν σε αξιοσημείωτη αύξηση των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα.

Επιδείνωση της δημοσιονομικής θέσης λόγω των μέτρων στήριξης της οικονομίας – Ενίσχυση της εμπιστοσύνης των διεθνών αγορών στα ελληνικά κρατικά ομόλογα

Σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων 2017-2020 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος τον Απρίλιο του 2021, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2020 διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 6,7% του ΑΕΠ. Όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2020 εκτιμάται σε έλλειμμα ύψους 7,5% του ΑΕΠ. Η μεγάλη επιδείνωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος το 2020 επηρεάστηκε, όπως άλλωστε ήταν αναμενόμενο, από την ευρεία δημοσιονομική στήριξη και από την πτώση της οικονομικής δραστηριότητας.

Το χρέος της γενικής κυβέρνησης αυξήθηκε το 2020 σε 205,6% του ΑΕΠ, από 180,5% του ΑΕΠ το 2019. Την κυριότερη συνιστώσα της αύξησης του λόγου χρέους προς ΑΕΠ αποτέλεσε η δια-

φορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ ("snowball effect"), η οποία συνέβαλε κατά περίπου 22 ποσοστιαίες μονάδες, αντανακλώντας τη συρρίκνωση του ονομαστικού ΑΕΠ παρά τις ευνοϊκές χρηματοδοτικές συνθήκες.

Το τρίτο κύμα της πανδημίας στην αρχή του 2021 κατέστησε αναγκαία την παράταση των αυστηρών περιοριστικών μέτρων και τη συνέχιση και επέκταση των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης, οδηγώντας σε αναθεώρηση του προϋπολογισμού του έτους. Όπως προκύπτει από το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2021, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης θα διαμορφωθεί σε έλλειμμα ύψους 7,2% του ΑΕΠ για το 2021, ενώ το δημόσιο χρέος προβλέπεται να μειωθεί ελαφρά σε 204,8% του ΑΕΠ. Σύμφωνα με τις αναθεωρημένες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2021, υπολογιζόμενο με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας, αναμένεται να διαμορφωθεί σε έλλειμμα περίπου 7,1% του ΑΕΠ.

Τα επεκτατικά δημοσιονομικά μέτρα της περιόδου 2020-2021 έχουν επιβαρύνει το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ και τις ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου. Ωστόσο, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παραμένει διασφαλισμένη. Ενώ συνεχίζεται η πτωτική πορεία του δημόσιου χρέους, οι χρηματοδοτικές ανάγκες για την επόμενη δεκαετία διατηρούνται πλέον οριακά στο επίπεδο αναφοράς 15% του ΑΕΠ, με την προϋπόθεση όμως ότι διατηρούνται τα ταμειακά διαθέσιμα σε υψηλό επίπεδο. Ως εκ τούτου, εξαλείφεται οποιοδήποτε περιθώριο χαλάρωσης των μακροπρόθεσμων στόχων για τα πρωτογενή πλεονάσματα, ενώ αυξάνονται οι κίνδυνοι σε περίπτωση αρνητικών διαταραχών.

Επιπρόσθετα, ειδικής αναφοράς χρήζει ο δημοσιονομικός κίνδυνος που ελλοχεύει από την εφαρμογή δικαστικών αποφάσεων που έχουν κρίνει ως αντισυνταγματικές παλαιότερες κρατήσεις στις συντάξεις του Δημοσίου, καθώς και προγενέστερες περικοπές στις επικουρικές συντάξεις και την κατάργηση δώρων για τους συνταξιούχους του ιδιωτικού τομέα.

Η εμπιστοσύνη των διεθνών αγορών στο αξιόχρεο της χώρας ενισχύθηκε το 2021. Αυτό επέτρεψε την αδιάλειπτη παρουσία του Ελληνικού Δημοσίου στις αγορές ως τακτικού εκδότη κρατικών τίτλων. Ειδικότερα, τον Ιανουάριο, το Μάρτιο, το Μάιο και τον Ιούνιο του 2021 ο ΟΔΔΗΧ άντλησε συνολικά 11,5 δισεκ. ευρώ μέσω της έκδοσης 5ετών, 10ετών και 30ετών ομολόγων με εξαιρετικά χαμηλό κόστος δανεισμού. Παράλληλα, η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου συνέχισε να υλοποιείται μέσω εκδόσεων εντόκων γραμματίων, τα οποία συνέχισαν να καταγράφουν αρνητικές αποδόσεις το πρώτο εξάμηνο του 2021. Η έκδοση του 30ετούς ομολόγου αποτελεί ορόσημο, αφενός επειδή συμπληρώνεται η καμπύλη των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων και αφετέρου επειδή επιβεβαιώνεται η εμπιστοσύνη των αγορών στις μακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Ταυτόχρονα, η δεύτερη πρόωρη αποπληρωμή δανείων του ΔΝΤ ύψους 3,35 δισεκ. ευρώ το Μάρτιο του 2021 βελτίωσε περαιτέρω τους ποιοτικούς δείκτες διαχείρισης του χρέους μέσω της εξοικονόμησης δαπανών για τόκους, αλλά κυρίως μέσω της μείωσης του επιτοκιακού και του συναλλαγματικού κινδύνου.

Προβλέψεις: η υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας θα επιταχύνει την ανάκαμψη

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το 2021 η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να αυξηθεί με ρυθμό 4,2%. Η ανάκαμψη αναμένεται να είναι ιδιαίτερα δυναμική το δεύτερο εξάμηνο του 2021, ως αποτέλεσμα της εγχώριας ζήτησης που είχε περιοριστεί, της έναρξης των έργων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και της αναμενόμενης αύξησης των τουριστικών εισπράξεων σε σχέση με το 2020. Το 2022 και το 2023 ο ρυθμός μεταβολής της οικονομικής δραστηριότητας προβλέπεται ότι θα διαμορφωθεί σε 5,3% και 3,9% αντίστοιχα.

Η αύξηση της αποταμίευσης που έλαβε χώρα όλο το προηγούμενο διάστημα τόσο για λόγους πρόνοιας όσο και εξαιτίας των περιοριστικών μέτρων και η πραγματοποίηση αγορών που είχαν

αναβληθεί εκτιμάται ότι θα συμβάλουν θετικά στην αύξηση της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης το τρέχον έτος. Τα δύο επόμενα έτη προβλέπεται ταχύτερη αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης σε συνάρτηση με την αναμενόμενη βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας και την άνοδο του διαθέσιμου εισοδήματος.

Οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα ενισχυθούν σημαντικά καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης. Καθοριστικό ρόλο αναμένεται να παίξουν οι ευρωπαϊκοί πόροι, οι οποίοι θα χρηματοδοτήσουν δημόσιες και ιδιωτικές επενδύσεις με κύριους στόχους την πράσινη και την ψηφιακή μετάβαση της οικονομίας. Οι εξαγωγές αγαθών προβλέπεται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται, εξαιτίας της ενίσχυσης της εξωτερικής ζήτησης. Οι εξαγωγές υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα κινηθούν ανοδικά το τρέχον έτος, καθώς οι τουριστικές εισπράξεις θα ανακάμψουν μερικώς, ενώ και η ζήτηση ναυτιλιακών υπηρεσιών θα σημειώσει αύξηση, συμβαδίζοντας με την εξέλιξη της παγκόσμιας οικονομίας και την ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου. Η άνοδος των εξαγωγών υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί έως το τέλος της περιόδου πρόβλεψης. Αύξηση όμως θα σημειώσουν και οι εισαγωγές, ακολουθώντας την πορεία της εγχώριας ζήτησης.

Το 2021 η ανεργία αναμένεται να σημειώσει μικρή άνοδο, καθώς η απασχόληση εκτιμάται ότι θα παραμείνει ουσιαστικά στα ίδια επίπεδα όπως το προηγούμενο έτος, ενώ η συμμετοχή στην αγορά εργασίας θα ανακάμψει μερικώς μετά και τη σταδιακή απόσυρση των μέτρων στήριξης της απασχόλησης. Η καταγραφή υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης τα δύο επόμενα χρόνια αναμένεται να οδηγήσει στη σταδιακή αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων και την υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας.

Ο πληθωρισμός με βάση τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή εκτιμάται ότι θα παραμείνει αρνητικός και το 2021, κυρίως λόγω των υπηρεσιών, ιδιαίτερα του τουρισμού, και των αυστηρών περιοριστικών μέτρων που επιβλήθηκαν τους πρώτους μήνες του έτους και τα οποία επηρέασαν τόσο τη ζήτηση όσο και την προσφορά αγαθών και υπηρεσιών. Το 2022 και το 2023 ο γενικός δείκτης θα καταγράψει θετικό αλλά χαμηλό ρυθμό μεταβολής. Το 2021 ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να κινηθεί σε χαμηλότερα επίπεδα από εκείνα του γενικού δείκτη, καθώς οι δύο βασικές συνιστώσες του (υπηρεσίες και μη ενεργειακά αγαθά) θα διατηρηθούν σε αρνητικό έδαφος λόγω των πολλών αβεβαιοτήτων, ενώ τα δύο επόμενα έτη θα ακολουθήσει την πορεία του γενικού δείκτη.

Οι προβλέψεις υπόκεινται σε κινδύνους και αβεβαιότητες – Εφικτό ωστόσο το ενδεχόμενο ταχύτερης ανάκαμψης έναντι του βασικού σεναρίου

Οι προβλέψεις υπόκεινται σε κινδύνους, οι οποίοι σχετίζονται με την εξέλιξη της πανδημίας σε εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο. Παρά το γεγονός ότι το εμβολιαστικό πρόγραμμα εξελίσσεται ομαλά, η εξάπλωση των μεταλλάξεων του κορωνοϊού αποτελεί πηγή αβεβαιότητας και τυχόν επιδείνωση της πανδημίας θα μπορούσε να οδηγήσει σε υποτονική τουριστική περίοδο και να καθυστερήσει την επιστροφή στην κανονικότητα. Η άρση των μέτρων στήριξης της οικονομίας σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο θα μπορούσε να οδηγήσει σε πτωχεύσεις ορισμένων επιχειρήσεων, ιδιαίτερα σε κλάδους που έχουν πληγεί από την πανδημία, σε αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) και σε επιδείνωση της αγοράς εργασίας. Ένας επιπλέον κίνδυνος πηγάζει από μια ενδεχόμενη καθυστέρηση στην απορρόφηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης.

Από την άλλη πλευρά, η ταχύτερη υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και η πλήρης απορρόφηση και αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων είναι δυνατόν να οδηγήσουν σε μεγαλύτερη αύξηση των επενδύσεων και ταχύτερη οικονομική ανάκαμψη κατά την περίοδο πρόβλεψης. Παράλληλα, λαμβάνοντας υπόψη τη σημαντική βελτίωση του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης τους τελευταίους μήνες, στο προσεχές διάστημα είναι πιθανό τα νοικοκυριά να αυξήσουν την κατανάλωσή τους σε σημαντικά μεγαλύτερο βαθμό του αναμενομένου, αξιοποιώντας τις αποταμιεύσεις που έχουν συσσωρεύσει για λόγους πρόνοιας και εξαιτίας της αναγκαστικής αναβολής καταναλωτικών δαπανών ως αποτέλεσμα των περιοριστικών μέτρων.

Επισημαίνεται ότι οι καταναλωτικές δαπάνες που αναβλήθηκαν ή περιορίστηκαν λόγω της πανδημίας αντιστοιχούν στο 48% των συνολικών δαπανών των νοικοκυριών. Συνεπώς, βραχυπρόθεσμα, υπάρχουν σημαντικά περιθώρια ταχύτερης της προβλεπόμενης οικονομικής ανάπτυξης.

Μεσοπρόθεσμα, η αυξημένη διασύνδεση κρατικού και τραπεζικού τομέα σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο (μέσω της αυξημένης διακράτησης κρατικών ομολόγων εκ μέρους των τραπεζών, της παροχής κρατικών εγγυήσεων στο τραπεζικό σύστημα και των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων) επιτείνει τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η επανεμφάνιση των δίδυμων ελλειμμάτων και το υψηλό ιδιωτικό και δημόσιο χρέος (καθώς και το υψηλό απόθεμα ενδεχόμενων υποχρεώσεων του Δημοσίου λόγω της παροχής εγγυήσεων) αποτελούν παράγοντες κινδύνου και καθιστούν περισσότερο ευάλωτη την οικονομία σε μια νέα αρνητική εξωτερική διαταραχή. Πρόσθετο κίνδυνο σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα αποτελεί και το ενδεχόμενο τερματισμού των έκτακτων, λόγω της πανδημίας, μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, πριν ανακτήσουν τα ελληνικά ομόλογα την επενδυτική βαθμίδα. Σε αυτή την περίπτωση, τα ελληνικά ομόλογα θα καταστούν ευάλωτα σε ενδεχόμενες διαταραχές στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα, οι οποίες θα μπορούσαν να προκύψουν από μια απότομη αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής στις ανεπτυγμένες οικονομίες ως αποτέλεσμα της ταχύτερης του αναμενομένου αύξησης του πληθωρισμού.

Στο εξωτερικό περιβάλλον, τυχόν γεωπολιτικές εντάσεις στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Μεσογείου ενδέχεται να οξύνουν την προσφυγική κρίση και να επηρεάσουν το οικονομικό κλίμα και τις επενδύσεις.

Παρά τους κινδύνους και την αβεβαιότητα για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, τα θετικά αποτελέσματα που απορρέουν από την έγκαιρη και πλήρη αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων θεωρούνται πιο πιθανά σε σχέση με τους καθοδικούς κινδύνους, τόσο σε βραχυπρόθεσμο όσο και σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Κατά συνέπεια, είναι εφικτή μια καλύτερη του αναμενομένου πορεία της οικονομίας την περίοδο 2021-2023.

3 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Βελτίωση των προοπτικών – Η παγκόσμια οικονομία ανακάμπτει – Επιτάχυνση του παγκόσμιου πληθωρισμού

Οι προοπτικές για την παγκόσμια οικονομία έχουν βελτιωθεί σημαντικά, εντούτοις σε διαφορετικό βαθμό μεταξύ τομέων, οικονομιών και οικονομικών περιοχών. Η παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη εμφανίζεται άνιση και ασύμμετρη μεταξύ των διαφόρων χωρών. Η οικονομική δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών, η οποία υπολειπόταν σε σχέση με τον τομέα της μεταποίησης το 2020 και το α' τρίμηνο του 2021, εκτιμάται ότι θα ανακάμψει ταχύτερα στις προηγμένες οικονομίες, όπου πραγματοποιούνται περισσότεροι εμβολιασμοί και εξομαλύνονται ταχύτερα οι δραστηριότητες που προϋποθέτουν περισσότερη κοινωνική επαφή.

Το παγκόσμιο ΑΕΠ, μετά τη δίχως προηγούμενο μεταπολεμικά υποχώρησή του κατά 3,3% το 2020, εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 6,0% το 2021 και 4,4% το 2022 σύμφωνα με τις προβλέψεις του Απριλίου του ΔΝΤ. Οι νεότερες εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Μάιος 2021) επιβεβαιώνουν τη δυναμική ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας, αλλά σε ελαφρώς χαμηλότερη τροχιά.

Τα μέτρα κοινωνικής αποστασιοποίησης λόγω της πανδημίας και οι διαταράξεις στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας το 2020 συρρίκνωσαν τον όγκο του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών κατά 8,5%. Το παγκόσμιο εμπόριο ανέκαμψε δυναμικά από το δεύτερο εξάμηνο του 2020, αντανακλώντας τη βελτίωση της λειτουργίας των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων, ιδίως στις αναδυόμενες οικονομίες, καθώς και την επίδραση της ανακάμπτουσας ζήτησης για διαρκή κα-

ταναλωτικά αγαθά στις προηγμένες οικονομίες. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, ο όγκος του διεθνούς εμπορίου θα αυξηθεί κατά 8,4% το 2021 και 6,5% το 2022, κυρίως ως αποτέλεσμα της ενίσχυσης της οικονομικής ανάκαμψης. Ωστόσο, παρότι το διεθνές εμπόριο αγαθών επεστρεψε στα προ της πανδημίας επίπεδα, οι διεθνείς εμπορικές συναλλαγές υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα παραμείνουν υποτονικές μεσοπρόθεσμα, εξαιτίας των περιορισμών στον τουρισμό και τις μεταφορές.

Ο πληθωρισμός σε παγκόσμιο επίπεδο επιταχύνεται ως αποτέλεσμα αυξήσεων από την πλευρά του κόστους, ωστόσο το σημαντικό παραγωγικό κενό στις οικονομίες εκτιμάται ότι θα συγκρατεί τον πυρήνα του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα τουλάχιστον μέχρι τα μέσα του 2022. Η πρόσφατη άνοδος του γενικού πληθωρισμού, κυρίως στις προηγμένες οικονομίες, θεωρείται πρόσκαιρη και αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την ανάκαμψη των τιμών των καυσίμων και άλλων βασικών εμπορευμάτων από τα εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα του β' τριμήνου του 2020, φορολογικές μεταβολές και την αύξηση των μεταφορικών ναύλων.

Η οικονομία της ευρωζώνης αποδείχθηκε περισσότερο ανθεκτική από όσο αρχικά αναμενόταν, καθώς τα μέτρα οικονομικής πολιτικής στήριξαν το εισόδημα και την απασχόληση, περιορίζοντας τις πτωχεύσεις επιχειρήσεων και το βάθος της ύφεσης. Η επιστροφή όμως σε ύφεση το δ' τρίμηνο του 2020 και το α' τρίμηνο του 2021, λόγω του δεύτερου και του τρίτου κύματος της πανδημίας αντίστοιχα, οδήγησε σε βραδύτερη του επιθυμητού ανάκαμψη τους πρώτους μήνες του 2021. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2021), το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 4,6% το 2021, κυρίως ως αποτέλεσμα της θετικής πορείας των εμβολιασμών και της μείωσης της αβεβαιότητας, της επίδρασης της συμπιεσμένης εγχώριας ζήτησης που δεν είχε ικανοποιηθεί λόγω της πανδημίας, καθώς και των στοχευμένων μέτρων πολιτικής στους κλάδους που πλήττονται από την πανδημία. Το ΑΕΠ αναμένεται να ξεπεράσει τα προ της πανδημίας επίπεδα το α' τρίμηνο του 2022, ενώ για το σύνολο του 2022 προβλέπεται να αυξηθεί κατά 4,7%. Η οικονομική ανάκαμψη θα είναι ασύμμετρη τόσο μεταξύ των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ όσο και μεταξύ του τομέα της μεταποίησης και του τομέα των υπηρεσιών, με τον δεύτερο να εξακολουθεί να έχει χαμηλότερη συμβολή στην πραγματική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία.

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, μετρούμενος με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), χαρακτηρίστηκε από σημαντική μεταβλητότητα, φθάνοντας στο 2,0% το Μάιο του 2021 από -0,3% το Δεκέμβριο του 2020. Η αύξηση αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αύξηση της συνιστώσας της ενέργειας, σε αλλαγές φορολογικών συντελεστών, καθώς και στην προσαρμογή των σταθμίσεων των υποκατηγοριών του ΕνΔΤΚ βάσει της καταναλωτικής συμπεριφοράς το 2020. Επίσης, η επίδραση της αύξησης των τιμών των ναύλων και του κόστους θαλάσσιων μεταφορών, η οποία οφείλεται στον αυξημένο όγκο διεθνών εμπορευματικών συναλλαγών, αλλά και σε προβλήματα στις θαλάσσιες μεταφορές φορτίων και στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες, αναμένεται να είναι περιορισμένη. Σύμφωνα με τις πρόσφατες προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 1,9% κατά μέσο όρο το 2021, έναντι 0,3% το 2020, επηρεαζόμενος από την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και των διεθνών τιμών του πετρελαίου, καθώς και από θετικές επιδράσεις βάσης. Η σημαντική άνοδος των τιμών το 2021 αναμένεται να είναι προσωρινή και ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 1,2% το 2022, ενώ μεσοπρόθεσμα οι πληθωριστικές πιέσεις προβλέπεται να εντείνονται με την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας. Ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής μειώθηκε σταδιακά στο 0,9% το Μάιο του 2021 από 1,4% τον Ιανουάριο και αναμένεται ότι θα ανέλθει στο 1,1% το 2021 και στο 1,3% το 2022, έναντι 0,7% το 2020.

Παρά την προβλεπόμενη ανάκαμψη της ευρωπαϊκής και παγκόσμιας οικονομίας για το 2021-22, εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικές προκλήσεις και αβεβαιότητες. Ο κίνδυνος μιας πιο αναιμικής από την αναμενόμενη ανάκαμψης, ως αποτέλεσμα νέων μεταλλάξεων του κορωνοϊού και προβλημάτων στην παραγωγή και διάθεση εμβολίων, παραμένει σημαντικός. Σε ένα ευνοϊ-

κότερο σενάριο, οι αυξημένες αποταμιεύσεις ενδέχεται να χρηματοδοτήσουν τη συμπιεσμένη ζήτηση, οδηγώντας σε σημαντική αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η ροπή των νοικοκυριών προς αποταμίευση όμως δεν είναι βέβαιο ότι θα επιστρέψει σύντομα στα προ πανδημίας επίπεδα και το ενδεχόμενο διατήρησης αυξημένης αποταμίευσης εκ μέρους του ιδιωτικού τομέα για αντιμετώπιση μελλοντικών φορολογικών επιβαρύνσεων ενδέχεται να δυσχεράνει την οικονομική ανάκαμψη. Επιπλέον, μία ταχύτερη ανάκαμψη των προηγμένων οικονομιών ενδέχεται, μέσω της νομισματικής πολιτικής, να επηρεάσει δυσμενώς τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες στις αναδυόμενες οικονομίες, αυξάνοντας τους κινδύνους για εκροές κεφαλαίων από αυτές. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, μια ισχυρότερη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και η ταχύτερη απορρόφηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU θα στηρίξουν την εμπιστοσύνη και τη δυναμική της οικονομίας, ενώ η επιτάχυνση της μείωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα ενισχύσει την ανακατανομή τραπεζικών χορηγήσεων προς τις βιώσιμες επιχειρήσεις και συνακόλουθα την ανθεκτικότητα της οικονομίας.

4 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η χαλάρωση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στηρίζει την οικονομία της ευρωζώνης

Το Ευρωσύστημα, ξεκινώντας από το Μάρτιο του 2020, προχώρησε σε μεγάλης κλίμακας χαλάρωση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, υιοθετώντας προοδευτικά μια διευρυνόμενη δέσμη μέτρων, η οποία μέχρι το τέλος του 2020 είχε περιλάβει:

- Επιπλέον αγορές τίτλων στο πλαίσιο του διευρυσμένου προγράμματος αγοράς τίτλων APP.
- Διεξαγωγή πρόσθετων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (additional LTROs) με ευνοϊκότερο επιτόκιο και συνέχιση της διενέργειας των τακτικών πράξεων αναχρηματοδότησης MRO και LTRO.
- Διεξαγωγή νέας έκτακτης σειράς μη στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με ευνοϊκό επιτόκιο (PELTRO).
- Σημαντικές μειώσεις του κόστους και αυξήσεις του επιτρεπόμενου όγκου της χρηματοδότησης προς άντληση μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III).
- Βελτιώσεις των όρων για τη χορήγηση ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ προς αντισυμβαλλομένους στη ζώνη του ευρώ και εισαγωγή της διευκόλυνσης παροχής ρευστότητας σε ευρώ προς κεντρικές τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ (EUREP).
- Διεξαγωγή έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (PEPP) συνολικού ύψους 1.850 δισεκ. ευρώ με διάρκεια μέχρι το τέλος του α' τριμήνου του 2022 τουλάχιστον. Αναφορικά με τους τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου, χορηγήθηκε παρέκκλιση (waiver) από τις απαιτήσεις ελάχιστης πιστοληπτικής διαβάθμισης, ώστε οι τίτλοι αυτοί να καταστούν επιλέξιμοι για αγορά από το Ευρωσύστημα και ως εξασφαλίσεις στις πράξεις αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος.
- Διεύρυνση του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων τα οποία αποδέχεται το Ευρωσύστημα ως εξασφαλίσεις και μείωση των περικοπών (haircut) που εφαρμόζονται στις αποτιμήσεις αυτών των στοιχείων.
- Τέλος, το Εποπτικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επέτρεψε (από το Μάρτιο 2020 και εξής) στις τράπεζες να λειτουργούν με μειωμένη κεφαλαιακή βάση και (από το Σεπτέμβριο 2020 και μετά) να μην περιλαμβάνουν στον υπολογισμό του δείκτη μόχλευσης σημαντικό μέρος από τις καταθέσεις τις οποίες τηρούν στις εθνικές κεντρικές τράπεζες, όπως επίσης και τα μετρητά στο ταμείο τους.

Επιδίωξη της δέσμης μέτρων που επέλεξε το Ευρωσύστημα ήταν να παρασχεθεί άφθονη ρευστότητα στην οικονομία της Νομισματικής Ένωσης, να προστατευθεί η πρόσβαση των οικονομικών μονάδων στις πηγές χρηματοδότησης, έτσι ώστε να απορροφηθούν οι κραδασμοί λόγω της πανδημίας, και τέλος να προασπιστεί η ομαλή μετάδοση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής σε όλα τα κράτη-μέλη. Οι κατάλληλες συνθήκες χρηματοδότησης αναμένεται να συμβάλουν σε εξουδετέρωση της μειωτικής επίδρασης της πανδημίας στην αναμενόμενη πορεία των τιμών, ώστε ο πληθωρισμός επιταχυνόμενος να προσεγγίσει τα επίπεδα που θεωρούνται επιθυμητά από το Ευρωσύστημα (πληθωρισμός λίγο κάτω του 2% μεσοπρόθεσμα).

Τα μέτρα νομισματικής πολιτικής που είναι πιθανόν να ισχύουν στο μέλλον περιγράφονται με τις καθοδηγητικές ενδείξεις (forward guidance) τις οποίες παρέχει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Συνοπτικά οι ενδείξεις περιέλαβαν κατά τη διάρκεια του 2020 και μέχρι στιγμής το 2021 τα εξής: (1) τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος θα παραμείνουν κατ' αρχήν σταθερά χωρίς να αποκλείονται περαιτέρω μειώσεις, (2) οι αγορές τίτλων σε καθαρή βάση στο πλαίσιο του APP θα μηδενιστούν λίγο πριν το Ευρωσύστημα προβεί σε αύξηση επιτοκίων, (3) η πολιτική επανεπένδυσης του προϊόντος της εξόφλησης χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος τα οποία έχουν αποκτηθεί μέσω του προγράμματος APP θα συνεχιστεί για ικανό διάστημα και μετά το χρονικό σημείο οπότε θα αρχίσουν τα βασικά επιτόκια να αυξάνονται. Παρομοίως, (4) το προϊόν της εξόφλησης των τίτλων οι οποίοι αποκτώνται μέσω του PEPP θα επανεπενδύεται σε τίτλους τουλάχιστον μέχρι τα τέλη του 2023, ενώ (5) η προοδευτική συρρίκνωση του εν λόγω χαρτοφυλακίου, η οποία αναμένεται να λάβει χώρα ενδεχομένως μετά τα τέλη του 2023, θα πραγματοποιηθεί κατά τρόπο ώστε να διατηρούνται ευνοϊκές συνθήκες ρευστότητας και να μην διαταραχθεί η διατήρηση της υποστηρικτικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Επί του παρόντος βρίσκεται σε εξέλιξη η επανεξέταση της στρατηγικής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Η επανεξέταση καλύπτει το πλαίσιο και τις βασικές αρχές που διέπουν την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, ώστε να εξακολουθεί να είναι κατάλληλη για την εκπλήρωση της εντολής που έχει ανατεθεί στο Ευρωσύστημα όσον αφορά τη διατήρηση σταθερών τιμών. Κατά τη διαδικασία αυτή συζητείται ο επαναπροσδιορισμός του ποσοτικού ορισμού του στόχου της σταθερότητας των τιμών, όσο και της μεθοδολογίας μέτρησης του πληθωρισμού, καθώς και ο εμπλουτισμός της ανάλυσης των οικονομικών και νομισματικών εξελίξεων, ώστε να αξιολογούνται καλύτερα και εγκαίρως οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών. Επίσης εξετάζονται και άλλα ζητήματα, όπως η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, η απασχόληση, η κλιματική αλλαγή και η αλληλεπίδραση της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στο βαθμό που επηρεάζουν τη δυνατότητα του Ευρωσυστήματος να εκπληρώνει την εντολή του. Τα αποτελέσματα της επανεξέτασης αναμένονται σύντομα, και πάντως μέσα στο δεύτερο εξάμηνο του 2021.

5 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

Συνεχίζεται η αύξηση των καταθέσεων, βελτιώνονται οριακά οι όροι και η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις – Θετική η επίδραση των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης και των παρεμβάσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Η διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και η αξιοσημείωτη αύξηση των καταθέσεων, η οποία υποβοηθείται από τα κρατικά μέτρα στήριξης της οικονομίας, διασφάλισαν στις ελληνικές τράπεζες ευνοϊκές συνθήκες ρευστότητας. Ωστόσο, οι συνθήκες αποπληθωρισμού που παρατηρούνται από τον Απρίλιο του 2020 συνέβαλαν ώστε τα πραγματικά επιτόκια δανεισμού να διαμορφωθούν σε υψηλό επίπεδο το πρώτο τετράμηνο του 2021. Δεδομένου ότι τα επιτόκια νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να διατηρηθούν στα παρόντα χαμηλά επίπεδα και τα προγράμματα αγοράς τίτλων να συνεχιστούν, οι συνθήκες ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων εκτιμάται ότι θα παραμείνουν υποστηρικτικές. Παράλ-

ληλα, οι όροι και η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης κυρίως προς τις επιχειρήσεις θα συνεχίσουν να υποστηρίζονται από δημόσιους πόρους μέσω προγραμμάτων συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας.

Οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα (νοικοκυριών και επιχειρήσεων) σημείωσαν σωρευτική αύξηση κατά 24,7 δισεκ. ευρώ το 2020 και τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2021 σε σχέση με το τέλος του 2019. Η ανοδική πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών την περίοδο αυτή είναι σε μεγάλο βαθμό αποτέλεσμα (α) των δημοσιονομικών μέτρων ενίσχυσης των πλητόμενων από την πανδημία, (β) της αναβληθείσας κατανάλωσης λόγω των περιοριστικών μέτρων στις υπηρεσίες και το λιανικό εμπόριο και (γ) της αποταμίευσης για λόγους πρόνοιας εν όψει της αβεβαιότητας για την εξέλιξη της πανδημίας. Η ανοδική πορεία των επιχειρηματικών καταθέσεων οφείλεται στην αύξηση του τραπεζικού δανεισμού (λόγω του περιορισμού της εσωτερικής χρηματοδότησης), στις άμεσες κρατικές ενισχύσεις, στα μέτρα αναστολής πληρωμών δανειακών και φορολογικών υποχρεώσεων, στην αναβολή πραγματοποίησης επενδυτικών δαπανών, καθώς και στην έκδοση εταιρικών ομολόγων στην εγχώρια και τη διεθνή αγορά. Θετική επίδραση στις καταθέσεις των επιχειρήσεων εξακολούθησε να έχει η χρήση ηλεκτρονικών πληρωμών, η οποία ενισχύθηκε λόγω των μέτρων της πανδημίας.

Η αύξηση της αβεβαιότητας λόγω της πανδημίας ενίσχυσε, μετά από αρκετά έτη, τη ζήτηση χρήματος σε φυσική μορφή. Από το Μάρτιο του 2020 και μετά, διακόπηκε η σταδιακή υποχώρηση που παρουσίαζε η εγχώρια νομισματική κυκλοφορία από το δεύτερο εξάμηνο του 2015 και μετά. Επιπρόσθετα, ως αποτέλεσμα των μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης και της συρρίκνωσης του τουρισμού το 2020 και στις αρχές του 2021, περιορίστηκαν δραστικά τόσο τα τραπεζογραμμάτια που εισέρρεαν προηγουμένως στη χώρα από ξένους επισκέπτες, αλλά και εκείνα που επανακατατίθεντο στο τραπεζικό σύστημα εκ μέρους επιχειρήσεων σε κλάδους της οικονομίας οι οποίοι την περίοδο της πανδημίας υπολειπούνταν ή τελούσαν σε αναστολή λειτουργίας.

Η πιστωτική επέκταση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) αυξήθηκε στο τέλος του 2020 (κατά 10%), αν και ο ρυθμός της επιβραδύνθηκε στο τέλος του πρώτου τετραμήνου του 2021 (σε 6,7%). Τόσο η καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης όσο και η ακαθάριστη ροή δανείων με προκαθορισμένη λήξη κατέγραψαν άνοδο. Οι τράπεζες το 2020 αύξησαν τις πιστώσεις τους προς τις μεγάλες επιχειρήσεις, λιγότερο όμως προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (13,8% έναντι 6,4%), αν και η τάση έχει αναστραφεί στο τέλος του πρώτου τετραμήνου του 2021 (6,2% έναντι 7,3%).

Η συνεχιζόμενη ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ εξακολουθεί να αντικατοπτρίζει αυξημένη ζήτηση δανείων, καθώς οι επιχειρήσεις προσφεύγουν σε τραπεζική χρηματοδότηση λόγω της εξασθένησης των εσόδων τους. Από την πλευρά της προσφοράς, οι ελληνικές τράπεζες συνέχισαν να αντλούν σημαντικούς πόρους από το Ευρωσύστημα, ενώ διευκολύνθηκαν και από τα εποπτικά μέτρα του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού. Εξάλλου, οι εισροές καταθέσεων πελατών ήταν σημαντικά ενισχυμένες. Περαιτέρω, οι τράπεζες συνέχισαν να πιστοδοτούν την πραγματική οικονομία με τη στήριξη κυρίως των προγραμμάτων που διαχειρίζεται η Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα.

Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά συνέχισε να μειώνεται, αν και με ελαφρά επιβραδυνόμενο ετήσιο ρυθμό, το 2020 και το πρώτο τετράμηνο του 2021. Αντίθετα, ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τη γενική κυβέρνηση αυξήθηκε δραστικά από το Μάιο του 2020 και διαμορφώθηκε σε 81,3% τον Απρίλιο του 2021, κυρίως λόγω της απόκτησης τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου από την Τράπεζα της Ελλάδος στο πλαίσιο του προγράμματος PEPP. Οι εμπορικές τράπεζες επίσης προέβησαν σε σημαντικές αγορές ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου.

Η πιστωτική επέκταση προς τις ΜΧΕ αναμένεται να ενισχυθεί στο εγγύς μέλλον λόγω της ενεργοποίησης του σκέλους των δανείων ύψους 12,7 δισεκ. ευρώ του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμ-

πης, καθώς οι τράπεζες προβλέπεται να συγχρηματοδοτήσουν ένα μέρος των επενδύσεων. Επιπλέον, οι επιχορηγήσεις του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης που αφορούν δημόσιες επενδύσεις αναμένεται να διανεμηθούν και μέσω συμπράξεων δημόσιου και ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ), οι οποίες αναπόφευκτα θα προσελκύσουν τη συμμετοχή των πιστωτικών ιδρυμάτων με επέκταση πιστώσεων. Κοινοτικά κονδύλια αναμένεται να διοχετευθούν και από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων σε πιστώσεις προς τις ΜΧΕ μέσω του τραπεζικού συστήματος από τα χρηματοδοτικά εργαλεία της ΕΕ τα οποία περιλαμβάνονται στο πρόγραμμα “InvestEU”. Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά αναμένεται να ακολουθήσει, με χρονική υστέρηση, την ανάκαμψη των δανείων προς τις ΜΧΕ, μέχρις ότου ελαχιστοποιηθεί η αβεβαιότητα για τις προοπτικές της χρηματοοικονομικής κατάστασης των νοικοκυριών.

Τραπεζικό σύστημα - Καταγραφή ζημιών το α΄ τρίμηνο του 2021

Το α΄ τρίμηνο του 2021 οι τράπεζες, συνολικά, κατέγραψαν ζημίες (όπως και το 2020). Παρότι τα καθαρά έσοδα εμφάνισαν αύξηση, ωστόσο, μετά το σχηματισμό προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο (οι οποίες αντανακλούν κυρίως τις ζημίες συνεπεία της προγραμματισμένης πώλησης μεγάλου όγκου μη εξυπηρετούμενων δανείων μιας συστημικής τράπεζας), προέκυψαν ζημίες σε επίπεδο συστήματος.

Ειδικότερα, τα λειτουργικά έσοδα το α΄ τρίμηνο του 2021 αυξήθηκαν σε ετήσια βάση, υποστηριζόμενα από την αύξηση των καθαρών εσόδων τόσο από τόκους (ουσιαστικά λόγω της μείωσης των εξόδων για τόκους) όσο και από μη τοκοφόρες εργασίες (κυρίως μη επαναλαμβανόμενα έσοδα που συνδέονται με το χαρτοφυλάκιο ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου). Τα λειτουργικά έξοδα αυξήθηκαν λόγω μη επαναλαμβανόμενων εξόδων που σχετίζονται με κόστος αναδιάρθρωσης και προγραμμάτων αποχώρησης προσωπικού σε ορισμένες τράπεζες. Αν εξαιρεθούν τα εν λόγω μη επαναλαμβανόμενα έξοδα, τα λειτουργικά έξοδα εμφάνισαν μείωση, αντανακλώντας τη συρρίκνωση του δικτύου καταστημάτων και του προσωπικού.

Υποχώρηση της κεφαλαιακής επάρκειας – Σημαντικές και στη σωστή κατεύθυνση οι πρόσφατες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου – Παραμένει η πρόκληση της υψηλής αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης

Το α΄ τρίμηνο του 2021 τόσο ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) όσο και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε ενοποιημένη βάση υποχώρησαν ελαφρώς σε σύγκριση με το 2020, αλλά παρέμειναν σε ικανοποιητικό επίπεδο (13,6% και 15,6% αντίστοιχα στο τέλος Μαρτίου του 2021). Ωστόσο, υπολείπονται πλέον του ευρωπαϊκού μέσου όρου. Κατά τα τελευταία τρίμηνα αρνητική επίδραση στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας ασκούν οι πιλοποιήσεις που γίνονται στο πλαίσιο της μείωσης των ΜΕΔ και η σταδιακή ενσωμάτωση της επίδρασης του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9). Ενσωματώνοντας την πλήρη επίδραση του ΔΠΧΑ 9, ο δείκτης CET1 διαμορφώθηκε σε 11,8% και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 13,8%. Περίπου το 65% των κεφαλαίων CET1 των τραπεζών αντιστοιχεί σε αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση έναντι του Ελληνικού Δημοσίου. Η παρούσα στρατηγική για τη μείωση των ΜΕΔ εκτιμάται ότι θα αυξήσει αυτό το ποσοστό.

Θετικές εξελίξεις κατά τη διάρκεια του 2021 αποτέλεσαν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας Πειραιώς κατά 1,4 δισεκ. ευρώ, η έκδοση ομολόγου Additional Tier 1 ύψους 600 εκατ. ευρώ από την ίδια τράπεζα, η έκδοση ομολόγου Tier 2 ύψους 500 εκατ. ευρώ από την Alpha Bank και η απόφασή της να προχωρήσει σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Προβληματισμό ωστόσο δημιουργούν τα σχετικά αδύναμα μεγέθη κεφαλαιακής επάρκειας ορισμένων μη συστημικών τραπεζών.

Οριακή αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων το α΄ τρίμηνο του 2021 – Αναμένεται περαιτέρω αύξηση λόγω της πανδημίας – Θετική εξέλιξη η ενεργοποίηση του νέου πτωχευτικού κώδικα

Μετά την υποχώρηση που εμφάνισε το υπόλοιπο των ΜΕΔ το 2020, κυρίως λόγω των πωλήσεων δανείων στο πλαίσιο αξιοποίησης του προγράμματος παροχής κρατικής εγγύησης σε πι-

λοποιήσεις δανείων πιστωτικών ιδρυμάτων, γνωστού με την ονομασία “Ηρακλής”, οριακή αύξηση παρατηρήθηκε το α΄ τρίμηνο του 2021. Το υπόλοιπο των ΜΕΔ στο τέλος Μαρτίου του 2021 ανήλθε σε 47,3 δισεκ. ευρώ, το οποίο κατανέμεται κατά περίπου 58% σε επιχειρηματικά δάνεια, 28% περίπου σε στεγαστικά και το υπόλοιπο σε καταναλωτικά δάνεια. Το ήμισυ σχεδόν του υπολοίπου των ΜΕΔ αφορά δανειακές συμβάσεις που έχουν ήδη καταγγεληθεί από τις τράπεζες, ακολουθούμενο από τα δάνεια αβέβαιης είσπραξης (“unlikely to pay”) και τα δάνεια σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών τα οποία δεν έχουν ακόμη καταγγεληθεί. Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων παρέμεινε υψηλός (30,3%) στο τέλος Μαρτίου του 2021, σχεδόν δωδεκαπλάσιος του αντίστοιχου λόγου για τις τράπεζες που εποπτεύονται από τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό στη ζώνη του ευρώ.

Η συνεχιζόμενη πανδημία καθώς και η άρση των μέτρων στήριξης αναμένεται να επιδεινώσουν τη χρηματοοικονομική κατάσταση ορισμένων επιχειρήσεων και νοικοκυριών που έχουν πληγεί από τη πανδημία και να οδηγήσει σε νέα ΜΕΔ. Συνεπώς, οι τράπεζες οφείλουν να επανεξετάσουν την επάρκεια των προβλέψεών τους για τον πιστωτικό κίνδυνο και ειδικότερα την ικανότητα αποπληρωμής δανείων από δανειολήπτες που επλήγησαν από την πανδημία, δεδομένου ότι τα κρατικά μέτρα στήριξης αλλοιώνουν την πραγματική εικόνα.

Παράλληλα όμως οι τράπεζες, κυρίως οι συστημικές, στοχεύουν σε πιο επιθετικές πολιτικές μείωσης των ΜΕΔ. Ως αποτέλεσμα, εκτιμάται ότι ο δείκτης ΜΕΔ θα μπορούσε να μειωθεί σε μονοψήφιο ποσοστό σε επίπεδο τραπεζικού συστήματος μέχρι το τέλος του 2022, αν και ορισμένες τράπεζες, ιδίως μη συστημικές, δεν φαίνεται να ακολουθούν τη γενικότερη δυναμική μείωσης των ΜΕΔ. Επιπλέον, την 1η Ιουνίου 2021 τέθηκαν σε εφαρμογή οι διατάξεις του νέου πτωχευτικού κώδικα (νόμος 4738/2020 “Ρύθμιση οφειλών και παροχή δεύτερης ευκαιρίας και άλλες διατάξεις”). Η εξέλιξη αυτή θα συμβάλει στη βελτίωση της ποιότητας του ενεργητικού των τραπεζών και γενικότερα στην ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας μέσω της εφαρμογής μέτρων αναγκαστικής εκτέλεσης σε περιπτώσεις μη βιώσιμων επιχειρήσεων ή στρατηγικών κακοπληρωτών, αλλά και μέσω των διαδικασιών αναδιάρθρωσης και ανόρθωσης βιώσιμων επιχειρήσεων και αξιοποίησης των εργαλείων έγκαιρης προειδοποίησης περιστάσεων που μπορεί να οδηγήσουν σε αφερεγγυότητα.

6 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

Η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις σε βραχυπρόθεσμο και μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα. Βραχυπρόθεσμο, η κύρια πρόκληση σχετίζεται με τον έλεγχο της πανδημίας και την επάνοδο σε σταθερή αναπτυξιακή τροχιά και η επιτυχής αντιμετώπισή της συναρτάται με την αποφυγή πρόωρης απόσυρσης των μέτρων στήριξης σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο, την πρόοδο του εμβολιαστικού προγράμματος και την άρση των ταξιδιωτικών περιορισμών.

Κρίσιμη παράμετρο για την πορεία της οικονομίας την τρέχουσα χρονιά, αλλά και τα επόμενα έτη, αποτελεί η ικανότητα του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα να απορροφήσουν πλήρως τους διαθέσιμους χρηματοδοτικούς πόρους από το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NGEU την περίοδο 2021-2026 και από το ΕΣΠΑ την περίοδο 2021-2027.

Πέρα όμως από τα παραπάνω, σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα, η πανδημία ανέδειξε νέες προκλήσεις και επέτεινε προϋπάρχουσες μακροοικονομικές ανισορροπίες, οι οποίες σχετίζονται με τα διαχρονικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας. Οι προκλήσεις αυτές είναι:

- Η επιστροφή της ελληνικής οικονομίας σε μια κατάσταση δίδυμων ελλειμμάτων, στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης. Σε συνδυασμό με τα ανωτέρω, η διόγκωση του ιδιωτικού και δημόσιου χρέους (και των κρατικών εγγυήσεων) αυξάνει τους κινδύνους για το Δημόσιο, τις τράπεζες και τον ιδιωτικό τομέα της

οικονομίας και μπορεί να δυσχεράνει την επίτευξη των στόχων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

- Η λήξη του έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (και της περιόδου επανεπένδυσης) της ΕΚΤ θα μπορούσε να ασκήσει ανοδικές πιέσεις στο κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου αν έως τότε η πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας υπολείπεται της επενδυτικής βαθμίδας. Παρ' όλα αυτά, μεσοπρόθεσμα, δεδομένης της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου του δημόσιου χρέους, ο επιτοκιακός κίνδυνος παραμένει εξαιρετικά περιορισμένος και δεν επηρεάζει σημαντικά τη βιωσιμότητα της δυναμικής του λόγου χρέους/ΑΕΠ ούτε τις ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες.
- Οι τράπεζες συνεχίζουν να επιβαρύνονται από ένα υψηλό απόθεμα ΜΕΔ, τα οποία αναμένεται να αυξηθούν μετά τη λήξη των μέτρων στήριξης από την Πολιτεία και των προγραμμάτων διευκόλυνσης των αποπληρωμών δανείων που προσφέρουν οι τράπεζες στους πελάτες τους. Παράλληλα, η κεφαλαιακή βάση των τραπεζών αποτελείται σε μεγάλο βαθμό από αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις και αναμένεται να αποδυναμωθεί περαιτέρω ως αποτέλεσμα της ακολουθούμενης πολιτικής μείωσης των ΜΕΔ μέσω του προγράμματος “Ηρακλής”.
- Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας παραμένει συγκριτικά χαμηλή, παρά τη βελτίωση σε ορισμένους τομείς (π.χ. μείωση του κόστους των επιχειρήσεων σε όρους φορολογίας και εργοδοτικών εισφορών και αύξηση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα).
- Η ανεργία παραμένει σε υψηλά επίπεδα και ενδέχεται να αυξηθεί μετά την άρση των κρατικών μέτρων στήριξης, ιδιαίτερα σε κλάδους υπηρεσιών που επηρεάστηκαν αρνητικά από την πανδημία. Καθώς η πανδημία οδηγεί σε αλλαγές των καταναλωτικών προτύπων, η ανάκαμψη στους κλάδους αυτούς ενδέχεται να καθυστερήσει, με κίνδυνο η ανεργία να μετατραπεί σε διαρθρωτικό φαινόμενο. Η υψηλή διαρθρωτική ανεργία σε συνδυασμό με τη γήρανση του πληθυσμού θα μπορούσαν να υποβαθμίσουν τις μεσομακροπρόθεσμες παραγωγικές δυνατότητες της οικονομίας.
- Το υψηλό επενδυτικό κενό της προηγούμενης δεκαετίας περιορίζει τις μακροπρόθεσμες προοπτικές της οικονομίας. Ωστόσο, η αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων παρέχει τις προϋποθέσεις για την αύξηση των επενδύσεων, τον ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας και τη μετάβαση σε ένα βιώσιμο πρότυπο ανάπτυξης.

7 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΤΑΧΥΝΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΚΑΙ ΤΟΝ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η επιστροφή σε σταθερή αναπτυξιακή τροχιά συναρτάται με τον περιορισμό της πανδημίας, με το άνοιγμα όλων των επαγγελματικών δραστηριοτήτων και άρση των ταξιδιωτικών περιορισμών προκειμένου να αυξηθεί η τουριστική δραστηριότητα σύμφωνα με τις προσδοκίες.

Κρίσιμη παράμετρος για τον έλεγχο της πανδημίας και τη διατηρήσιμη ανάκαμψη είναι η όσο το δυνατόν μεγαλύτερη εμβολιαστική κάλυψη του πληθυσμού. Σύμφωνα με τους επιστήμονες στο χώρο της δημόσιας υγείας, η ολοκλήρωση του εμβολιασμού του μεγαλύτερου τμήματος του πληθυσμού στη διάρκεια του καλοκαιριού είναι απαραίτητη προϋπόθεση για να αποφευχθεί ένα τέταρτο κύμα της πανδημίας το φθινόπωρο.

Επισημαίνεται ότι η βιωσιμότητα πολλών επιχειρήσεων και θέσεων εργασίας, ιδιαίτερα στους τομείς του λιανικού εμπορίου και των συνδεδεμένων με τον τουρισμό υπηρεσιών, ενδέχεται να απειληθεί μετά το τέλος της πανδημίας, τόσο με την άρση των διευκολύνσεων που παρέχονται έως τώρα από το πιστωτικό σύστημα όσο και με την απόσυρση των κρατικών προγραμμάτων στήριξης επιχειρήσεων και εργαζομένων. Αυτή η διαδικασία άρσης των μέτρων θα πρέπει να

είναι σταδιακή και σε συγχρονισμό με την εδραίωση της ανάκαμψης. Σε ό,τι αφορά την αγορά εργασίας, η άρση των μέτρων θα πρέπει να συνδυαστεί με ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης, ώστε να μην οδηγήσει σε αύξηση της διαρθρωτικής ανεργίας και να βοηθήσει ώστε να επιστρέψουν στο εργατικό δυναμικό όσοι έχουν αποθαρρυνθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας.

Η δημοσιονομική επέκταση θα πρέπει όμως να παραμείνει στοχευμένη και προσωρινή, προκειμένου να διαφυλαχθεί η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και να μη μετατραπεί η υγειονομική κρίση σε κρίση δημόσιου χρέους. Επιπλέον, το ταμειακό απόθεμα θα πρέπει να διατηρηθεί σε υψηλά επίπεδα, καθώς συμβάλλει στη διατήρηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και, κατά συνέπεια, στον περιορισμό του κόστους αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους, καθώς οι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου υπολείπονται ακόμη της επενδυτικής βαθμίδας αξιολόγησης. Μεσοπρόθεσμα, δεδομένου του υψηλού λόγου χρέους προς ΑΕΠ και των αυξημένων χρηματοδοτικών αναγκών, απαιτείται η γρήγορη και αξιόπιστη αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας. Ειδικά όσον αφορά το δημόσιο χρέος, η μεγάλη αύξησή του, παρά το χαμηλό κόστος δανεισμού και το ευνοϊκό χρονοδιάγραμμα αποπληρωμών του, εξαλείφει οποιοδήποτε περιθώριο χαλάρωσης των μακροπρόθεσμων στόχων για τα πρωτογενή πλεονάσματα και καθιστά περισσότερο κρίσιμη την ανάγκη διαφύλαξης της δημοσιονομικής αξιοπιστίας, μέσω της επιστροφής σε ρεαλιστικά πρωτογενή πλεονάσματα και της συμμόρφωσης με τους ευρωπαϊκούς δημοσιονομικούς κανόνες.

Η επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης, που θα υποβοηθήσουν και τη μείωση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ, απαιτεί ταχεία απορρόφηση και αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων προκειμένου να δοθεί αναπτυξιακή ώθηση στην οικονομία μέσω της επιτάχυνσης των δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων. Η υλοποίηση αναπτυξιακών δράσεων υψηλής προστιθέμενης αξίας σχετικών με τη μετάβαση στην πράσινη ενέργεια, τον ψηφιακό μετασχηματισμό του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα και την ενδυνάμωση του τομέα της υγείας αναμένεται να ενισχύσει τις υποδομές, την παραγωγή, την απασχόληση και τις ιδιωτικές επενδύσεις.

Παράλληλα, η υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που συνδέονται με το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας καθώς και η επιτάχυνση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων, η υλοποίηση του οποίου καθυστέρησε στη διάρκεια της πανδημίας, θα συμβάλουν στην άνοδο του πραγματικού ΑΕΠ και της συνολικής παραγωγικότητας της οικονομίας σε βάθος χρόνου. Οι κύριες μεταρρυθμίσεις στις οποίες θα πρέπει να δοθεί προτεραιότητα είναι αυτές που αποσκοπούν:

- στη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, στην απλοποίηση του ρυθμιστικού πλαισίου, στην αύξηση της αποτελεσματικότητας του συστήματος απονομής δικαιοσύνης, στη μείωση του διοικητικού βάρους και του βάρους συμμόρφωσης των επιχειρήσεων,
- στην ενίσχυση της συμμετοχής στην αγορά εργασίας, όπως π.χ. η μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού συστήματος, οι ενεργητικές και παθητικές πολιτικές απασχόλησης, οι πολιτικές για τη βελτίωση της εκπαίδευσης και της κατάρτισης του εργατικού δυναμικού, οι δράσεις που διευκολύνουν τη συμμετοχή των ευάλωτων ομάδων (νέων, γυναικών, μακροχρόνια ανέργων), καθώς και η καταπολέμηση της αδήλωτης εργασίας,
- στη μείωση του κόστους του επιχειρείν και της γραφειοκρατίας, μέσω πολιτικών που προωθούν τον ψηφιακό μετασχηματισμό του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, π.χ. ανάπτυξη δικτύων 5G και ευρυζωνικών συνδέσεων, καθώς και δράσεις για την ανάπτυξη ψηφιακών δεξιοτήτων.

Όπως αναλύεται στην παρούσα έκθεση, η έγκαιρη και πλήρης απορρόφηση των επιχορηγήσεων και των δανείων και η πλήρης υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας μπορούν να αυξήσουν το πραγματικό ΑΕΠ κατά περίπου 8,5% έως

το 2026 και έως 10,5% μακροχρόνια. Συνεπώς, έμφαση θα πρέπει να δοθεί στην αποφυγή καθυστερήσεων στην απορρόφηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης και στην παρακολούθηση της θεσμοθέτησης και, ιδιαίτερα, της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων. Για την υλοποίηση του Σχεδίου αυτού, η ποιότητα και η αποτελεσματικότητα της δημόσιας διοίκησης είναι οι πλέον καθοριστικοί παράγοντες. Η σύσταση Ειδικής Υπηρεσίας Συντονισμού του Ταμείου Ανάκαμψης στο Υπουργείο Οικονομικών αποτελεί θετικό βήμα και αναμένεται να βοηθήσει στην εξειδίκευση και στην παρακολούθηση της υλοποίησης των δράσεων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Η αποτελεσματική αξιοποίηση των δανείων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης και η κινητοποίηση πρόσθετων ιδιωτικών πόρων απαιτούν τη συμμετοχή εγχώριων εμπορικών τραπεζών, της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας και διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών που έχουν την τεχνογνωσία όσον αφορά την επιλογή των πλέον αποδοτικών και βιώσιμων ιδιωτικών επενδυτικών σχεδίων. Παράλληλα, οι ελληνικές επιχειρήσεις θα πρέπει να ενώσουν τις δυνάμεις τους μέσω συνεργασιών, εξαγορών και συγχωνεύσεων προκειμένου να υλοποιήσουν μεγάλα επενδυτικά προγράμματα που θα μπορούν να χρηματοδοτηθούν από τους διαθέσιμους ευρωπαϊκούς πόρους.

Βασική προϋπόθεση για τη στήριξη της αναπτυξιακής προσπάθειας και την επίτευξη των στόχων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας είναι η εύρυθμη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος, προκειμένου να είναι σε θέση να χρηματοδοτήσει υγιείς επιχειρήσεις μετά την πανδημία. Αυτό απαιτεί:

- την αντιμετώπιση των υφιστάμενων ΜΕΔ και όσων δημιουργηθούν μετά την άρση των μέτρων στήριξης της οικονομίας,
- την αναθεώρηση των προβλέψεων των τραπεζών για τον πιστωτικό κίνδυνο,
- την ουσιαστική ενεργοποίηση του νέου πτωχευτικού κώδικα, που θα συμβάλει στη βελτίωση της ποιότητας του ενεργητικού των τραπεζών και στην αναδιάρθρωση βιώσιμων επιχειρήσεων,
- την αντιμετώπιση του υψηλού ποσοστού της αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης στα ίδια κεφάλαια και
- την ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών.

Η πρόοδος του εμβολιαστικού προγράμματος, η υποχώρηση της πανδημίας και η σταδιακή άρση των περιοριστικών μέτρων, σε συνδυασμό με τα μέτρα οικονομικής στήριξης, έχουν αρχίσει να δείχνουν τα πρώτα θετικά αποτελέσματα. Η κάμψη του πραγματικού ΑΕΠ το α' τρίμηνο του 2021 ήταν σημαντικά μικρότερη του αναμενομένου, καταδεικνύοντας την ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας και την αποτελεσματικότητα τόσο των μέτρων στήριξης όσο και των ενεργητικών πολιτικών της κυβέρνησης στον τομέα των επενδύσεων. Η εξέλιξη των βασικότερων βραχυχρόνιων δεικτών οικονομικής δραστηριότητας και προσδοκιών υποδηλώνει ότι η οικονομία επανήλθε σε ανοδική τροχιά το β' τρίμηνο, η οποία θα επιταχυνθεί το δεύτερο εξάμηνο του έτους.

Η πορεία της ελληνικής οικονομίας τους επόμενους μήνες είναι άμεσα συνυφασμένη με την εξέλιξη της πανδημίας, την πρόοδο του εμβολιαστικού προγράμματος, την ανάκαμψη της κατανάλωσης που είχε περιοριστεί και την επάνοδο του τουρισμού. Παρά τους κινδύνους και την αβεβαιότητα, η βελτίωση του κλίματος εμπιστοσύνης εκτιμάται ότι θα οδηγήσει σε αύξηση της κατανάλωσης, υποστηριζόμενη από τα υψηλά επίπεδα αποταμίευσης, κυρίως σε εκείνες τις κατηγορίες δαπανών που αφορούν υπηρεσίες και οι οποίες είχαν επηρεαστεί από τα περιοριστικά

μέτρα. Επιπλέον, η αποδέσμευση και αξιοποίηση της προκαταβολής του 13% των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης το προσεχές διάστημα θα τονώσει τις επενδύσεις και την οικονομική δραστηριότητα.

Μεσοπρόθεσμα, οι προοπτικές για την ελληνική οικονομία είναι αδιαμφισβήτητα θετικές, εξαιτίας των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων. Η υλοποίηση των επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων που περιλαμβάνονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας θα βελτιώσουν το επιχειρηματικό περιβάλλον, θα συμβάλουν στην πράσινη και ψηφιακή μετάβαση του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, με παράλληλη διατήρηση της κοινωνικής συνοχής, και θα καταστήσουν την ελληνική οικονομία πιο εξωστρεφή και πιο ανταγωνιστική. Οι αλλαγές αυτές θα επιτρέψουν τη μόνιμη άνοδο του πραγματικού ΑΕΠ, της απασχόλησης, του παραγωγικού κεφαλαίου και της συνολικής παραγωγικότητας της οικονομίας. Ωστόσο, η προσπάθεια για μετασχηματισμό της οικονομίας προς ένα εξωστρεφές, βιώσιμο και χωρίς αποκλεισμούς αναπτυξιακό πρότυπο προϋποθέτει τη χρηματοδοτική στήριξη των επιχειρήσεων από ένα ισχυρό τραπεζικό σύστημα.

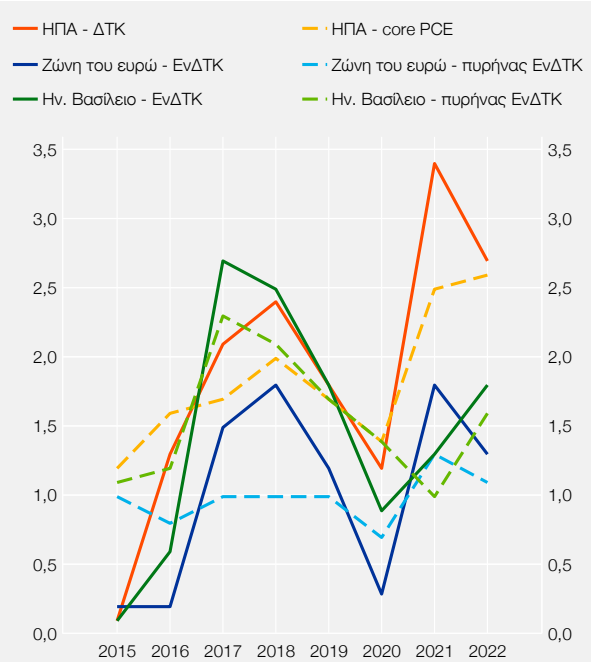
Παρά τις θετικές μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές, η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις και ανισορροπίες, οι οποίες επιδεινώθηκαν από την πανδημία. Το γεγονός αυτό απαιτεί εγρήγορση, σύμπλευση των πολιτικών δυνάμεων και εντατικοποίηση των προσπάθειών προκειμένου να υλοποιηθεί ο παραγωγικός μετασχηματισμός της οικονομίας. Από αυτή την άποψη, το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης αποτελεί μια μεγάλη ευκαιρία.

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η παγκόσμια οικονομία συνεχίζει να ανακάμπτει, καθώς τα ποσοστά εμβολιασμού αυξάνονται διεθνώς και τα περιοριστικά μέτρα σταδιακά αίρονται. Ωστόσο ο ρυθμός ανάκαμψης εξακολουθεί να είναι ασύμμετρος μεταξύ οικονομιών και τομέων της οικονομίας, καθώς τόσο οι υγειονομικές εξελίξεις και η διαθεσιμότητα των εμβολίων όσο και οι βαθμοί ελευθερίας στην άσκηση της οικονομικής πολιτικής διαφέρουν μεταξύ των κρατών. Οι πληθωριστικές προσδοκίες έχουν αυξηθεί τους τελευταίους μήνες, αλλά οι πληθωριστικές πιέσεις παραμένουν υπό έλεγχο. Οι πρωτοφανείς σε έκταση και συγχρονισμό παρεμβάσεις νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής περιορίζουν σημαντικά τις επιπτώσεις της πανδημίας στην οικονομική δραστηριότητα και στηρίζουν την προβλεπόμενη επιτάχυνση της ανάκαμψης το 2021-22. Σημαντικές προκλήσεις και αβεβαιότητες παραμένουν αφενός ως προς την εξέλιξη του ιού και των μεταλλάξεών του και αφετέρου ως προς την πιθανότητα επιπτώσεων μονιμότερου χαρακτήρα στην παραγωγικότητα και την απασχόληση, τη συμπεριφορά των νοικοκυριών, την ανθεκτικότητα των επιχειρήσεων και τους χρηματοπιστωτικούς κινδύνους για τις περισσότερο ευάλωτες οικονομίες.

Διάγραμμα II.1 Γενικός πληθωρισμός και πυρήνας πληθωρισμού

(μέσες ετήσιες μεταβολές)



Πηγές: ΟΟΣΑ και ΕΚΤ.
Σημειώσεις: Για το 2021 εκτιμήσεις και για το 2022 προβλέψεις. ΕνΔTK για τη ζώνη του ευρώ και το Ηνωμένο Βασίλειο, ΔTK και πυρήνας αποπληθωριστή ιδιωτικής κατανάλωσης (core PCE price index) για τις ΗΠΑ.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η πανδημία εξακολουθεί να προσδιορίζει τις οικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ και διεθνώς, ενώ η παγκόσμια εμβολιαστική εκστρατεία, η οποία ενδυναμώνεται διαρκώς, έχει εδραιώσει την προσδοκία ταχύτερης ανάκαμψης το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Τον Απρίλιο του 2021 οι θάνατοι από COVID-19 είχαν υπερβεί τα 3 εκατομμύρια παγκοσμίως και η υψηλός αντιμετώπιζε το τρίτο κύμα της πανδημίας. Το Μάιο η Λατινική Αμερική και η Ινδία αποτελούσαν το επίκεντρο των περισσότερων κρουσμάτων και θανάτων, ενώ οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, με τα σχετικά υψηλότερα διεθνώς ποσοστά εμβολιασμών του πληθυσμού, κατέγραφαν ραγδαία βελτίωση της επιδημιολογικής τους εικόνας.

Οι προοπτικές για την παγκόσμια οικονομία έχουν βελτιωθεί σημαντικά, εντούτοις σε διαφορετικό βαθμό μεταξύ τομέων, οικονομιών και οικονομικών περιοχών. Η παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη εμφανίζεται ασύμμετρη, άνιση και ασυγχρόνιστη. Η οικονομική δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών, η οποία υπολειπόταν σε σχέση με τον τομέα της μεταποίησης το 2020

¹ Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφορίες και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 10 Ιουνίου 2021.

και το α' τρίμηνο του 2021, εκτιμάται ότι θα ανακάμψει ταχύτερα στις προηγμένες οικονομίες, όπου πραγματοποιούνται περισσότεροι εμβολιασμοί και εξομαλύνονται ταχύτερα οι δραστηριότητες που προϋποθέτουν περισσότερη κοινωνική επαφή. Το παγκόσμιο ΑΕΠ έχει επιστρέψει στα προ της πανδημίας επίπεδα, ωστόσο έως τα τέλη του 2022 θα συνεχίζει να υπολείπεται το επίπεδο που προβλεπόταν πριν από αυτή.

Ο πληθωρισμός επιταχύνεται στις προηγμένες οικονομίες το 2021, κυρίως ως αποτέλεσμα βάσης από την εξέλιξη των τιμών της ενέργειας, αν και γενικά προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει εκ νέου το 2022. Ο πυρήνας του πληθωρισμού ωστόσο εκτιμάται ότι θα παραμείνει συγκρατημένος το 2021, λόγω της υποαπασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών, και θα ενισχυθεί το 2022 (βλ. Διάγραμμα II.1), καθώς η παγκόσμια οικονομία θα συνεχίσει να ανακάμπτει και το παραγωγικό κενό θα περιορίζεται ή και θα γίνεται θετικό.

Η δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ότι θα παραμείνει επεκτατική και το 2021, ενώ στην ΕΕ και στις ΗΠΑ έχει αποκτήσει πιο μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα και στοχεύει στην ενίσχυση της ανθεκτικότητας των οικονομιών, με την αύξηση των επενδύσεων σε υποδομές και σε υλικό και ανθρώπινο κεφάλαιο και τη μετάβαση προς μία περισσότερο βιώσιμη και χωρίς αποκλεισμούς ανάπτυξη. Ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σε νέα ιστορικά υψηλά το 2021, σε ένα περιβάλλον εξαιρετικά χαμηλών επιτοκίων. Η νομισματική πολιτική αναμένεται να παραμείνει εξαιρετικά διευκολυντική το επόμενο διάστημα, εξασφαλίζοντας ευνοϊκές για την ανάκαμψη χρηματοπιστωτικές συνθήκες έως ότου οι οικονομίες επιστρέψουν σε κατάσταση πλήρους απασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών, επαγρυπνώντας παράλληλα για τυχόν αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων, οι οποίες επί του παρόντος είναι συγκρατημένες (βλ. Πλαίσιο II.1).

Το 2020 η ζώνη του ευρώ αποδείχθηκε πιο ανθεκτική στις επιπτώσεις της πανδημίας από ό,τι αρχικά προβλεπόταν. Η επιστροφή όμως σε ύφεση το δ' τρίμηνο του 2020 και το α' τρίμηνο του 2021, λόγω του δεύτερου και του τρίτου κύματος της πανδημίας αντίστοιχα, οδηγεί σε βραδύτερη του επιθυμητού ανάκαμψη τους πρώτους μήνες του 2021 και σε περαιτέρω αύξηση του ποσοστού ανεργίας για το σύνολο του έτους. Οι προοπτικές της οικονομίας της ευρωζώνης εξαρτώνται σε σημαντικό βαθμό από την εξέλιξη της πανδημίας και τη δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας. Η ταχεία απορρόφηση και η αξιοποίηση των κονδυλίων του ευρωπαϊκού μέσου NGEU από τα κράτη-μέλη θα ενισχύσουν την εμπιστοσύνη και τη δυναμική της ανάκαμψης.

Στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης αναμένεται σημαντική ανάκαμψη το 2021. Στην περίπτωση των Δυτικών Βαλκανίων η ανάκαμψη θα ενισχυθεί από το Οικονομικό και Επενδυτικό Σχέδιο της ΕΕ για αυτά, ενώ στην περίπτωση της Τουρκίας θα εξαρτηθεί άμεσα από την εκεί ασκούμενη σταθεροποιητική νομισματική πολιτική.

Παρά την προβλεπόμενη ανάκαμψη της ευρωπαϊκής και παγκόσμιας οικονομίας για το 2021-22, εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικές προκλήσεις και αβεβαιότητες. Η εξέλιξη του ιού και των μεταλλάξεών του δεν είναι δεδομένη και οι υγειονομικοί περιορισμοί ενδέχεται να παραταθούν σε πολλές χώρες, κυρίως αναδυόμενες οικονομίες. Παράλληλα, δεν πρέπει να αποκλειστεί η πιθανότητα επιπτώσεων μονιμότερου χαρακτήρα στην παραγωγικότητα και την απασχόληση, αλλά και στην ανθεκτικότητα και τη χρηματοοικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων. Αντιθέτως, οι αυξημένες διεθνώς αποταμιεύσεις ενδέχεται να χρηματοδοτήσουν την εκκρεμή και συμπιεσθείσα ζήτηση, οδηγώντας σε σημαντική αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η ροπή προς αποταμίευση των νοικοκυριών όμως δεν είναι βέβαιο ότι θα επιστρέψει σύντομα στα προ πανδημίας επίπεδα. Η πιθανή συνέχιση της αποταμίευσης των νοικοκυριών για λόγους πρόνοιας, δεδομένης της συνεχιζόμενης αβεβαιότητας, αλλά και μία ρικαρδιανού τύπου συμπεριφορά διατήρησης αυξημένης αποταμίευσης από τον ιδιωτικό τομέα για αντιμετώπιση μελλοντικών φορολογικών επιβαρύνσεων ενδέχεται να δυσχεράνουν την οικονομική ανάκαμψη. Επιπλέον, μία ταχύτερη ανάκαμψη των προηγμένων οικονομιών ενδέχεται, μέσω της νομισματικής πολιτικής, να επιβαρύνει τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες στις αναδυόμενες, αυξάνοντας τους κινδύνους για εκροές κεφαλαίων από αυτές.

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

2.1 Παγκόσμια οικονομία

Οι εκτιμήσεις για τη μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ τα τελευταία τρίμηνα επιβεβαιώνουν την **ανάκαμψη πολλαπλών ταχυτήτων** της παγκόσμιας οικονομίας. Το παγκόσμιο ΑΕΠ αυξήθηκε το α΄ τρίμηνο του 2021, λιγότερο όμως από ό,τι το προηγούμενο τρίμηνο και ασύμμετρα γεωγραφικά. Στην Κίνα το ΑΕΠ αυξάνεται αδιάκοπα από το β΄ τρίμηνο του 2020. Στις ΗΠΑ ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ παρέμεινε θετικός το δ΄ τρίμηνο του 2020 και επιταχύνθηκε το α΄ τρίμηνο του 2021. Αντιθέτως, η ζώνη του ευρώ και η ΕΕ-27 ως σύνολα βρέθηκαν σε τεχνική ύφεση, αφού το ΑΕΠ υποχώρησε και τα δύο αυτά συνεχόμενα τρίμηνα. Ασύμμετρες είναι οι εξελίξεις και στις επιμέρους χώρες της ΕΕ, αφού από τις μεγάλες οικονομίες της εκτιμάται ότι μόνο η Ιταλία και η Ολλανδία αντιμετώπισαν ύφεση και τα δύο τρίμηνα, ενώ οι υπόλοιπες ακολούθησαν διαφορετικές πορείες βελτίωσης ή επιδείνωσης ανάλογα με τις υγειονομικές εξελίξεις και την αυστηρότητα των περιοριστικών μέτρων σε καθεμία από αυτές.

Οι πρόσφατοι σύνθετοι δείκτες παραγγελιών (PMI) αντανakλούν μία καλή εκκίνηση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας το β΄ τρίμηνο του έτους, υποδηλώνοντας επιτάχυνση της παγκόσμιας οικονομίας τον Απρίλιο. Ο σύνθετος δείκτης δραστηριότητας και νέων παραγγελιών τον Απρίλιο αυξήθηκε σε σχέση με το Μάρτιο και διαμορφώθηκε σε υψηλό 11 ετών. Η αύξηση τον Απρίλιο υπήρξε εντονότερη στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο, ασθενής στην Ιαπωνία, ενώ υποχώρηση καταγράφηκε μόνο στη Βραζιλία. Για πρώτη φορά από τον περασμένο Ιούλιο, οπότε και ξεκίνησε η ανάκαμψη, η δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών αυξήθηκε ταχύτερα από ό,τι στη μεταποίηση.

Το **παγκόσμιο ΑΕΠ**, μετά τη δίχως προηγούμενο μεταπολεμικά υποχώρησή του κατά 3,3% το 2020, εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 6,0% το 2021 και 4,4% το 2022 σύμφωνα με τις προβλέψεις του Απριλίου του ΔΝΤ. Αυτές οι εκτιμήσεις είναι βελτιωμένες σε σχέση με εκείνες του Ιανουαρίου του 2021 κατά 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας για το 2021 και κατά 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας για το 2022. Οι νεότερες εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (12 Μαΐου) επιβεβαιώνουν τη δυναμική ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας, αλλά σε ελαφρώς χαμηλότερη τροχιά (5,6% το 2021 και 4,3% το 2022).

Στις **προηγμένες οικονομίες** το ΑΕΠ, αφού υποχώρησε κατά 4,7% το 2020, εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα αυξηθεί κατά 5,1% το 2021 και κατά 3,6% το 2022, υπό την επίδραση της μεγάλης επιτάχυνσης της οικονομίας των ΗΠΑ. Οι εκτιμήσεις αυτές είναι βελτιωμένες σε σχέση με εκείνες του Ιανουαρίου του 2021 κατά 0,8 της ποσοστιαίας μονάδας για το 2021 και κατά 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας για το 2022, αναθεώρηση σημαντικά μεγαλύτερη από ό,τι για τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, αντανakλώντας σε σημαντικό βαθμό την απόκλιση των εξελίξεων στην εμβολιαστική προσπάθεια και τις αντίστοιχες διαφορετικές προοπτικές περιορισμού της πανδημίας μεταξύ προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών. Από τις προηγμένες οικονομίες, ισχυρότερη ανάκαμψη αναμένεται στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ ασθενέστερη στην Ιαπωνία.

Η οικονομία των **ΗΠΑ** συρρικνώθηκε κατά 3,5% το 2020, λιγότερο σε σχέση με τις αρχικές προβλέψεις. Η ταχεία πρόοδος στο μέτωπο των εμβολιασμών και πρόσθετα δημοσιονομικά μέτρα που ελήφθησαν το Δεκέμβριο του 2020 και το Μάρτιο του 2021 συνέβαλαν στη ραγδαία μείωση των κρουσμάτων, τη σταδιακή ομαλοποίηση της οικονομικής ζωής και την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ σε 6,4% το α΄ τρίμηνο του 2021 από 4,3% το προηγούμενο τρίμηνο (σε ετησιοποιημένη βάση). Η ανάκαμψη της αγοράς εργασίας συνεχίστηκε και το ποσοστό ανεργίας το Μάιο ήταν 5,8%, σημαντικά χαμηλότερο από ό,τι τον αντίστοιχο μήνα του 2020 (13,3%), αλλά πολύ υψηλότερο από το προ πανδημίας επίπεδο του 3,5%. Το ΑΕΠ προβλέπεται πλέον ότι θα αυξηθεί κατά 6,4% και 3,5% το 2021 και το 2022 αντίστοιχα. Σχεδόν το ήμισυ της ανόδου του 2021 υπολογίζεται ότι οφείλεται στα δύο δημοσιονομικά πακέτα που ψηφίστηκαν το Δεκέμβριο

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 ³ (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Παγκόσμιο σύνολο	195	100,0	-3,3	6,0	4,4	3,2	3,5	3,2	-10,8	-9,2	-5,4	97,3	98,9	99,0	-	-	-
1. Προηγμένες οικονομίες	39	42,5	-4,7	5,1	3,6	0,7	1,6	1,7	-11,7	-10,4	-4,6	120,1	122,5	121,6	0,4	0,2	0,4
ΗΠΑ		15,9	-3,5	6,9	3,6	1,2	3,4	2,7	-15,8	-15,9	-9,4	127,1	132,8	132,1	-3,1	-3,6	-3,4
Ιαπωνία		4,0	-4,7	2,6	2,0	0,0	0,1	0,6	-10,1	-6,7	-4,0	256,2	256,5	253,6	3,2	3,6	3,7
Ην. Βασίλειο		2,2	-9,8	7,2	5,5	0,9	1,3	1,7	-12,4	-9,1	-6,4	102,0	108,1	108,4	-3,5	-3,1	-3,0
Ζώνη του ευρώ	19	12,0	-6,5	4,6	4,7	0,3	1,9	1,5	-7,3	-7,1	-3,4	98,0	99,4	96,3	2,1	2,4	2,3
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	156	57,5	-2,2	6,7	5,0	5,1	4,9	4,4	-9,8	-7,7	-6,7	64,4	65,1	67,3	0,6	0,5	0,2
Κίνα		31,9	2,3	8,5	5,8	2,5	1,5	2,4	-6,9	-6,5	-6,0	66,8	69,6	73,7	1,9	2,6	2,7
Ρωσία		5,4	-2,6	3,5	2,8	3,4	5,9	4,5	-4,7	-2,4	-1,0	19,3	18,1	17,7	2,2	1,5	1,7

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook database* και *Fiscal Monitor*, Απρίλιος 2021, και ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, Μάιος 2021. Για τη ζώνη του ευρώ: Eurostat, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast*, Spring 2021, Μάιος 2021, και ΕΚΤ, *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, Ιούνιος 2021.

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

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2019, 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.

του 2020 και το Μάρτιο του 2021,² ενώ στα τέλη Μαρτίου και τα τέλη Απριλίου η αμερικανική κυβέρνηση εξήγγειλε δύο νέα πολυετή δημοσιονομικά σχέδια ενίσχυσης των επενδύσεων σε υποδομές και ανθρώπινο κεφάλαιο συνολικού ύψους περί τα 4 τρισεκ. δολάρια (το “American Jobs Plan” και το “American Families Plan”), τα οποία βρίσκονται ακόμη υπό συζήτηση. Ο πληθωρισμός ενισχύεται κυρίως λόγω πρόσκαιρων παραγόντων και οι προσδοκίες της αγοράς για το μέσο πληθωρισμό την επόμενη πενταετία έχουν ενισχυθεί τους τελευταίους μήνες στα υψηλότερα επίπεδα της δεκαετίας (2,57% το Μάιο).

Στο **Ηνωμένο Βασίλειο** η ύφεση του 2020 ήταν η μεγαλύτερη μεταξύ των G7 (9,8%), εξαιτίας κυρίως των σοβαρών επιδημιολογικών εξελίξεων κατά το εν λόγω έτος. Παρότι το ΑΕΠ υποχώρησε και το α΄ τρίμηνο του 2021 λόγω των περιοριστικών μέτρων, ο ταχύς εμβολιασμός του πληθυσμού και η απότομη μείωση των κρουσμάτων τους πρώτους μήνες του 2021 εκτιμάται ότι θα οδηγήσουν σε ταχεία ανάκαμψη του ΑΕΠ κατά 5,0% το 2021 και 5,3% το 2022. Η σταδιακή άρση των μέτρων στήριξης της απασχόλησης αναμένεται να οδηγήσει, μεταξύ άλλων, στην περαιτέρω αύξηση της ανεργίας στο 5,6% το 2021 και 5,9% το 2022.

Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες** το ΑΕΠ, αφού υποχώρησε κατά 2,2% το 2020, εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα αυξηθεί κατά 6,7% το 2021 και κατά 5,0% το 2022, με τη συμβολή κυρίως της θεαματικής ανάκαμψης της Κίνας και της Ινδίας και με τις λοιπές οικονομίες να υπολείπονται σημαντικά. Οι εκτιμήσεις αυτές είναι βελτιωμένες σε σχέση με εκείνες του Ιανουαρίου του 2021 κατά 0,4 της ποσοστιαίας μονάδας για το 2021, ενώ παραμένουν αμετάβλητες για το 2022. Η αύξηση του ΑΕΠ της **Κίνας**, υπό την ευνοϊκή επίδραση των δημοσιονομικών μέτρων και της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής, αναμένεται να επιταχυνθεί, από 2,3% το 2020 σε 8,4% το 2021, πριν επιστρέψει στον προ κρίσης ρυθμό 5,6% το 2022. Η έντονη οικονομική δραστηριότητα της Κίνας ενισχύει την παγκόσμια ανάκαμψη και το διεθνές εμπόριο, ενώ ασκεί ανοδικές πιέσεις στις τιμές μετάλλων και άλλων βασικών

2 Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπολογίζει ότι τα μέτρα αυτά αυξάνουν το ΑΕΠ των ΗΠΑ κατά 3% και των οικονομιών της ΕΕ κατά 0,3% το 2021, βλ. *European Economic Forecast*, Spring 2021, Box I.2.1: “Spillovers from 2021 US fiscal policy”.

εμπορευμάτων. Το ΑΕΠ στην Ινδία εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα αυξηθεί κατά 12,5% το 2021, ύστερα από υποχώρηση κατά 8,0% το 2020. Θα πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι η απουσία περιοριστικών μέτρων στη χώρα επέφερε δραματική επιδείνωση της υγειονομικής κρίσης την άνοιξη του 2021, γεγονός που είναι μάλλον βέβαιο ότι θα έχει δευτερογενή επίπτωση στις τρέχουσες εκτιμήσεις.

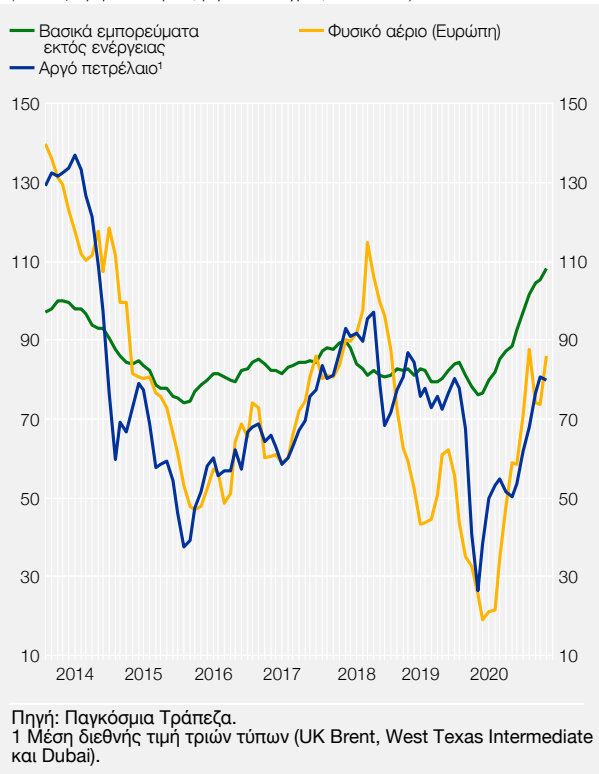
Ο **πληθωρισμός** σε παγκόσμιο επίπεδο επιταχύνεται ως αποτέλεσμα αυξήσεων από την πλευρά του κόστους, ωστόσο το σημαντικό παραγωγικό κενό στις οικονομίες εκτιμάται ότι θα συγκρατεί τον πυρήνα του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα τουλάχιστον μέχρι τα μέσα του 2022. Η πρόσφατη άνοδος του γενικού πληθωρισμού, κυρίως στις προηγμένες οικονομίες, θεωρείται πρόσκαιρη και αντανάκλα σε μεγάλο βαθμό την ανάκαμψη των τιμών των καυσίμων και άλλων βασικών εμπορευμάτων από τα εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα του β' τριμήνου του 2020, φορολογικές μεταβολές και την αύξηση των μεταφορικών ναύλων. Στις προηγμένες οικονομίες ο πληθωρισμός με βάση τους δείκτες τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) προβλέπεται ότι θα αυξηθεί από 0,7% το 2020 σε 1,6% το 2021 και 1,7% το 2022. Αντιθέτως, στις αναδυόμενες οικονομίες θα υποχωρήσει σε 4,9% το 2021 και 4,4% το 2022 (βλ. Πίνακα ΙΙ.1).

Τα μέτρα κοινωνικής αποστασιοποίησης λόγω της πανδημίας και οι διαταράξεις στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας το 2020 συρρίκνωσαν τον όγκο του **διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** κατά 8,5%. Ωστόσο η πτώση αυτή υπήρξε προσωρινή και μικρότερη από όσο αρχικά αναμενόταν. Το παγκόσμιο εμπόριο ανέκαμψε δυναμικά από το δεύτερο εξάμηνο του 2020, αντανάκλωντας τη βελτίωση της λειτουργίας των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων, ιδίως στις αναδυόμενες οικονομίες, καθώς και την επίδραση της ανακάμπτουσας ζήτησης διαρκών καταναλωτικών αγαθών στις προηγμένες οικονομίες. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, ο όγκος του διεθνούς εμπορίου θα αυξηθεί κατά 8,4% το 2021 και 6,5% το 2022, κυρίως ως αποτέλεσμα της ενίσχυσης της οικονομικής ανάκαμψης. Παρότι το διεθνές εμπόριο αγαθών επέστρεψε στα προ της πανδημίας επίπεδα, οι διεθνείς εμπορικές συναλλαγές υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα παραμείνουν υποτονικές μεσοπρόθεσμα, εξαιτίας των περιορισμών στον τουρισμό και τις μεταφορές.

Η μέση **διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου** ανέκαμψε από το ιστορικά χαμηλό επίπεδο των 21 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι τον Απρίλιο του 2020 (μέσα επίπεδα) σε περίπου 66 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι το Μάιο του 2021. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην ισχυρή οικονομική ανάκαμψη των χωρών της Ασίας, καθώς και στις θετικές προσδοκίες για την παγκόσμια ζήτηση λόγω της πορείας των εμβολιασμών και της αντιμετώπισης της πανδημίας από τις αρχές του 2021. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η μέση τιμή του πετρελαίου το 2021 αναμένεται να διαμορφωθεί στα 58,5 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι από τα 41,3 το 2020, δηλαδή να αυξηθεί κατά 41,7%, αντανάκλωντας αφενός τη χαμηλή βάση της τιμής του πετρελαίου το 2020 και αφετέρου τους περιορισμούς στην προσφορά πετρελαίου από τις χώρες του ΟΠΕΚ και της Ρωσίας, σε συνδυασμό με την αύξηση της ζήτησης εξαιτίας της οικονομικής ανάκαμψης διεθνώς. Η τιμή του πετρελαίου αναμένεται να μειωθεί

Διάγραμμα ΙΙ.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2014 - Μάιος 2021)

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



κατά 6,3% το 2022. Από την άλλη πλευρά, η τιμή του φυσικού αερίου παρουσίαζε σημαντική μεταβλητότητα έως τις αρχές του 2021, εξαρτώμενη σε μεγάλο βαθμό από τις καιρικές συνθήκες. Το αυξανόμενο κόστος εκπομπής ρύπων και τα σχέδια απολιγνιτοποίησης σε πολλές χώρες (π.χ. σε κράτη της ΕΕ, στις ΗΠΑ, την Κίνα, την Ιαπωνία) εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να επιδρούν ανασταλτικά στη ζήτηση γαιάνθρακα μεσοπρόθεσμα.

Οι **τιμές των μετάλλων** αυξήθηκαν περίπου κατά 60% τον Απρίλιο του 2021 σε ετήσια βάση και ενισχύθηκαν περαιτέρω το Μάιο λόγω της ενίσχυσης της βιομηχανικής δραστηριότητας στις προηγμένες οικονομίες και στην Κίνα, η οποία αντιπροσωπεύει πάνω από το 50% της παγκόσμιας ζήτησης βασικών μετάλλων, καθώς και της αύξησης της επενδυτικής ζήτησης πολύτιμων μετάλλων ως απόρροια της βελτίωσης των οικονομικών προοπτικών. Παράλληλα η μείωση της παραγωγής τροφίμων λόγω καιρικών συνθηκών, η αυξημένη ζήτηση από την Κίνα και η αύξηση στην αποθήκευση τροφίμων για προληπτικούς λόγους ενίσχυσαν σημαντικά τις **τιμές των τροφίμων** από το δεύτερο εξάμηνο του 2020 έως τις αρχές του 2021. Σε αντιδιαστολή, η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, η υποχώρηση της αβεβαιότητας και η μείωση της ζήτησης ασφαλών περιουσιακών στοιχείων οδήγησαν σε κάμψη την **τιμή του χρυσού** στις αρχές του 2021. Η σημαντική μεταβλητότητα στις τιμές ορισμένων βασικών εμπορευμάτων είναι εύλογη λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας. Ταυτόχρονα, η αξιολογή άνοδος των τιμών από τα μέσα του 2020 δεν σηματοδοτεί απαραίτητα μια παρατεταμένη περίοδο υψηλών τιμών (commodities supercycle), γεγονός που θα απαιτούσε θεμελιώδεις αλλαγές στους παράγοντες που προσδιορίζουν την παγκόσμια προσφορά και ζήτηση των εμπορευμάτων. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η μέση τιμή των βασικών εμπορευμάτων πλην των καυσίμων εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 16,1% το 2021, έναντι αύξησης κατά 6,7% το 2020 (σε όρους δολαρίου ΗΠΑ), ενώ αναμένεται να μειωθεί κατά 1,9% το 2022.

Το μέγεθος, η σύνθεση και η διάρκεια της **δημοσιονομικής στήριξης** διαφοροποιήθηκαν μεταξύ των χωρών και των γεωγραφικών περιοχών το 2020 και το πρώτο εξάμηνο του 2021. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, τα δημοσιονομικά μέτρα που είχαν ανακοινωθεί σε παγκόσμιο επίπεδο έως τις 17 Μαρτίου 2021 ανέρχονταν σε περίπου 16 τρισεκ. δολ. ΗΠΑ ή 19% του παγκόσμιου ΑΕΠ, εκ των οποίων τα 10 τρισεκ. δολ. αφορούσαν μέτρα από την πλευρά των εσόδων και των δαπανών και τα 6 τρισεκ. δολ. μέτρα στήριξης της ρευστότητας (όπως συμμετοχές σε μετοχικό κεφάλαιο, δάνεια και εγγυήσεις πιστώσεων). Το 50% των μέτρων διακριτικής (discretionary), δηλ. κατά τη διακριτική ευχέρεια των κυβερνήσεων, δημοσιονομικής πολιτικής στις μεγάλες προηγμένες οικονομίες διοχετεύθηκε στην προστασία της απασχόλησης και τη στήριξη των εισοδημάτων νοικοκυριών και επιχειρήσεων, ενώ στις κυριότερες αναδυόμενες οικονομίες έμφαση δόθηκε στις επενδύσεις υποδομών (κυρίως στην Κίνα) και στην προστασία της απασχόλησης. Γενικά, η λήψη μέτρων διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής εκτιμάται ότι μετρίασε την παγκόσμια ύφεση το 2020 κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες.³

Η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να παραμείνει ευέλικτη και υποστηρικτική των συστημάτων υγείας και της οικονομίας, ιδιαίτερα όπου υπάρχει δημοσιονομικός χώρος, μέχρις ότου η πανδημία τεθεί πλήρως υπό έλεγχο παγκοσμίως. Σε πιο μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα η δημοσιονομική πολιτική, σε συντονισμό με τη νομισματική πολιτική, θα πρέπει να ενισχύσει την ανθεκτικότητα των οικονομιών και να διευκολύνει το μετασχηματισμό του παραγωγικού προτύπου προς μια βιώσιμη και χωρίς αποκλεισμούς ανάπτυξη, διατηρώντας ταυτόχρονα το δημόσιο χρέος σε διατηρήσιμο επίπεδο. Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ έφθασε στο ιστορικό υψηλό του 97% κατά μέσο όρο παγκοσμίως το 2020, ενώ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σε 99% το 2021. Υπαρκτός παραμένει ο κίνδυνος αύξησης του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους, ιδιαίτερα για τις πιο ευάλωτες οικονομίες. Για το λόγο αυτό, είναι σημαντικό αφενός να υιοθετηθούν αξιόπιστα μεσοπρόθεσμα δημοσιονομικά πλαίσια, τα οποία να προβλέπουν αποκατάσταση των δημοσιονομικών περιθωρίων (fiscal buffers) και της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, και

3 Chudik, A., K. Mohaddes and M. Raissi (2021), "COVID-19 Fiscal Support and Its Effectiveness", Cambridge Working Papers in Economics 2116.

αφετέρου να βελτιωθούν η δημοσιονομική διαφάνεια και οι πρακτικές διακυβέρνησης.

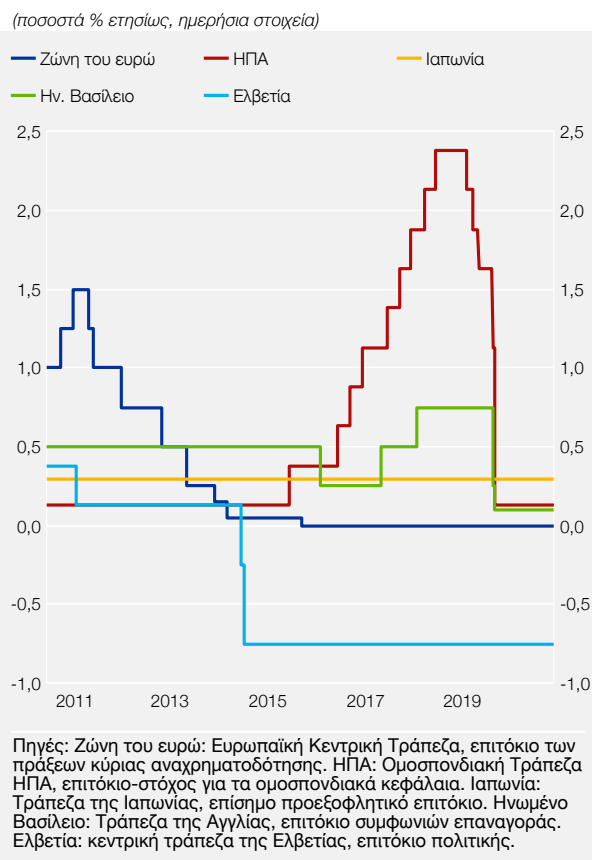
Η **νομισματική πολιτική** αναμένεται να παραμείνει διευκολυντική το επόμενο διάστημα καθώς οι οικονομίες σταδιακά ανακάμπτουν, εξασφαλίζοντας υποστηρικτικές για την ανάπτυξη χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Η διαφορετική ταχύτητα ανάκαμψης μεταξύ των οικονομιών ενδέχεται να προκαλέσει αποκλίσεις στην κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής τους, ιδίως εάν οι προηγμένες οικονομίες ωφεληθούν νωρίτερα σε σχέση με τις αναδυόμενες από τις ευρείες εκστρατείες εμβολιασμού και την ταχύτερη άρση των περιοριστικών μέτρων. Μια απότομη αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, π.χ. στις ΗΠΑ, ενδέχεται να έχει σημαντικές επιπτώσεις διάχυσης στις αναδυόμενες οικονομίες, με ανάσχεση της επιθυμίας ανάληψης επενδυτικών κινδύνων παγκοσμίως και με εκροές κεφαλαίων από αυτές.⁴ Μολονότι η αύξηση του πληθωρισμού εκτιμάται ως προσωρινή από τις περισσότερες νομισματικές αρχές και οι πληθωριστικές προσδοκίες παραμένουν σταθεροποιημένες, η αυξημένη αβεβαιότητα σχετικά με την πανδημία και τις οικονομικές εξελίξεις καθιστά κομβικής σημασίας τη σαφή επικοινωνία από τις κεντρικές τράπεζες των προθέσεων τους, ιδιαίτερα όσον αφορά τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης.

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχει διατηρήσει το εύρος-στόχο του βασικού της επιτοκίου σε 0,00%-0,25% από το Μάρτιο του 2020, ενώ συνεχίζει τις μηνιαίες αγορές χρεογράφων ύψους 120 δισεκ. δολαρίων. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα δεν αναμένεται να μεταβάλει βραχυπρόθεσμα τη νομισματική της πολιτική, καθώς, σύμφωνα με την αναθεωρημένη στρατηγική της, στην καθοδήγηση που παρέχει, συνδέει το χρόνο απόσυρσης της εξαιρετικά διευκολυντικής πολιτικής της με το στόχο επίτευξης της μέγιστης δυνατής απασχόλησης σε περιβάλλον σταθερότητας των τιμών. Η ΕΚΤ έχει διατηρήσει μηδενικό έως σήμερα το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, συνεχίζει τη μηνιαία αγορά περιουσιακών στοιχείων ύψους 20 δισεκ. ευρώ μέσω του προγράμματος Asset Purchase Programme (APP), ενώ αναμένει ότι οι αγορές κρατικών και εταιρικών τίτλων στο πλαίσιο του Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) θα συνεχίσουν να διεξάγονται με σημαντικά υψηλότερο ρυθμό από ό,τι κατά τους πρώτους μήνες του έτους. Ομοίως, η Τράπεζα της Αγγλίας έχει διατηρήσει το επιτόκιο της αμετάβλητο σε 0,1% από το Μάρτιο του 2020, καθώς και το ανώτατο ύψος αγοράς τίτλων του Βρετανικού Δημοσίου και των βρετανικών επιχειρήσεων σε 895 δισεκ. στερλίνες (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.3).

2.2 Ζώνη του ευρώ

Η οικονομία της ευρωζώνης αποδείχθηκε περισσότερο ανθεκτική από όσο αρχικά αναμενόταν στην πρωτοφανή οικονομική διαταραχή λόγω της πανδημίας. Το ΑΕΠ συρρικνώθηκε κατά 6,5% το 2020, υπό την επίδραση των μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης, έναντι μείωσης 4,5% κατά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση το 2009. Η οικονομική δραστηριότητα ανέκαμψε

Διάγραμμα ΙΙ.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2011 - 31 Μαΐου 2021)



4 IMF (2021), *World Economic Outlook*, Απρίλιος, Κεφ. 4 "Shifting Gears: Monetary policy spillovers during the recovery from COVID-19".

δυναμικά το γ' τρίμηνο του 2020, αντανakλώντας τον εξωγενή χαρακτήρα της κρίσης και τις περιορισμένες δευτερογενείς επιδράσεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Λόγω του νέου γύρου περιοριστικών μέτρων που ελήφθησαν για την αντιμετώπιση του δεύτερου κύματος της πανδημίας, το παραγόμενο προϊόν μειώθηκε εκ νέου το δ' τρίμηνο, αν και λιγότερο από ό,τι αναμενόταν, εξαιτίας της ταχείας ανάκαμψης της μεταποίησης, της προσαρμογής της οικονομικής συμπεριφοράς στα δεδομένα της πανδημίας και της ενίσχυσης της εξωτερικής ζήτησης. Τα μέτρα οικονομικής πολιτικής στήριξαν το εισόδημα και την απασχόληση, περιορίζοντας τις πτωχεύσεις επιχειρήσεων και το βάθος της ύφεσης.

Η επαναφορά πιο αυστηρών μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης μείωσε το ΑΕΠ κατά 0,3% το α' τρίμηνο του 2021 έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Έρευνες συγκυρίας και άλλοι πρόδρομοι δείκτες δείχνουν ανάκαμψη της δραστηριότητας το β' τρίμηνο του έτους, η οποία ωστόσο αναμένεται να επιταχυνθεί εντός του 2021 εξαιτίας της αναμενόμενης χαλάρωσης των περιορισμών. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2021), το **ΑΕΠ** στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 4,6% το 2021, κυρίως ως αποτέλεσμα της θετικής πορείας των εμβολιασμών και της μείωσης της αβεβαιότητας, της επίδρασης της αναβαλλόμενης εγχώριας ζήτησης λόγω της πανδημίας, καθώς και των στοχευμένων μέτρων πολιτικής στους κλάδους που πλήττονται από την πανδημία. Το ΑΕΠ αναμένεται να ξεπεράσει τα προ της πανδημίας επίπεδα το α' τρίμηνο του 2022, ενώ για το σύνολο του 2022 προβλέπεται να αυξηθεί κατά 4,7%. Η οικονομική ανάκαμψη θα είναι ασύμμετρη τόσο μεταξύ των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ όσο και μεταξύ του τομέα της μεταποίησης και του τομέα των υπηρεσιών, με τον δεύτερο να εξακολουθεί να έχει χαμηλότερη συμβολή στην πραγματική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία.

Η ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ το 2021 εκτιμάται ότι θα στηριχθεί κυρίως στην ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης. Η **ιδιωτική κατανάλωση** θα αποτελέσει τη βασική κινητήρια δύναμη της οικονομικής ανάπτυξης, αντανakλώντας την ανθεκτικότητα του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος στην κρίση και τον περιορισμό της απώλειας θέσεων εργασίας χάρη στα μέτρα πολιτικής. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2021), η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 2,9% το 2021, έναντι μείωσης κατά 7,9% το 2020. Το 2022 η καταναλωτική δαπάνη θα αυξηθεί περαιτέρω κατά 7,0%, επηρεαζόμενη από την ενίσχυση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης και τη σταδιακή επιστροφή των αποταμιεύσεων στα προ της πανδημίας επίπεδα. Αντίθετα, η σταδιακή άρση της δημοσιονομικής στήριξης και το σχετικά υψηλό επίπεδο ανεργίας θα αποτελέσουν σημαντικούς ανασταλτικούς παράγοντες. Από την άλλη πλευρά, η δημόσια κατανάλωση το 2020 είχε θετική συμβολή στο ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ. Το 2021 προβλέπεται να αυξηθεί κατά 3,4%, έναντι 1,4% το 2020, λόγω της αύξησης των κοινωνικών μεταβιβάσεων και των δαπανών στον τομέα της υγείας, ενώ θα μειωθεί κατά 0,8% το 2022.

Οι **ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου** ανέκαμψαν μερικώς κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2020 και εκτιμάται ότι θα αποκτήσουν εντονότερη δυναμική το 2021, υπό την υπόθεση ότι η αβεβαιότητα για την πορεία της πανδημίας θα συνεχίσει να μετριάζεται. Παράλληλα, η ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης, η σταδιακή αύξηση των επιχειρηματικών κερδών και οι ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες προβλέπεται να στηρίξουν την υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων. Ο ρόλος του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU και η ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης αναμένεται να αποτελέσουν καθοριστικούς παράγοντες για την αύξηση των επενδύσεων μεσοπρόθεσμα και τη μείωση του επενδυτικού κενού στη ζώνη του ευρώ σε σύγκριση με τα προ της κρίσης επίπεδα. Ωστόσο, παρά το χαμηλό χρηματοδοτικό κόστος, η αύξηση του χρέους των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της πανδημίας θα περιορίσει σε κάποιο βαθμό τη δυναμική των επενδύσεων. Το 2021 η επενδυτική δαπάνη στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να αυξηθεί κατά 7,3% και κατά 5,5% το επόμενο έτος.

Η αναμενόμενη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου προβλέπεται να ενισχύσει την εξαγωγική επίδοση της ζώνης του ευρώ το 2021. Η αύξηση της εξωτερικής

ζήτησης αγαθών ήδη από το δ΄ τρίμηνο του 2020 ευνόησε σημαντικά τις εξαγωγές μεταποιητικών αγαθών, ενώ οι εξαγωγές υπηρεσιών, ιδίως ταξιδιωτικών, παρέμειναν υποτονικές. Η ανάκαμψη των εξαγωγών αγαθών έναντι των υπηρεσιών θα παραμείνει ασύμμετρη και το 2021. Η ομαλοποίηση της λειτουργίας των παγκόσμιων αλυσίδων αξίας και η σταδιακή άρση των περιορισμών στις μετακινήσεις εκτιμάται ότι θα αυξήσουν τις **συνολικές εξαγωγές** κατά 9,0% το 2021 και 6,5% το 2022, έναντι μείωσης κατά 9,3% το 2020. Αντίθετα, η απώλεια ανταγωνιστικότητας τιμών εξαιτίας της ανατίμησης του ευρώ έναντι των νομισμάτων βασικών εμπορικών εταίρων αναμένεται να επιβραδύνει σε κάποιο βαθμό την αύξηση των εξαγωγών. Οι καθαρές εξαγωγές εκτιμάται ότι θα έχουν μεγάλη θετική συμβολή στο ΑΕΠ το 2021 και σχεδόν μηδενική το 2022, αντανακλώντας τη σταδιακή αύξηση των συνολικών εισαγωγών.

Οι εξελίξεις στην **αγορά εργασίας** στη ζώνη του ευρώ το 2020 καθορίστηκαν σε μεγάλο βαθμό από τις πολιτικές κρατικής στήριξης των επιχειρήσεων και της απασχόλησης. Ο αριθμός των απασχολούμενων μειώθηκε μόλις κατά 1,9% το 2020, σε αντιδιαστολή με τη σημαντική πτώση της οικονομικής δραστηριότητας. Παρά την αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων που εντάχθηκαν στα προγράμματα στήριξης της εργασίας κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2020, η απασχόληση το δ΄ τρίμηνο παρέμεινε κατά 1,9% χαμηλότερη σε σύγκριση με τα προ της πανδημίας επίπεδα. Το ποσοστό ανεργίας έφθασε στο 7,8% του εργατικού δυναμικού το 2020, σημειώνοντας ετήσια αύξηση 0,3 της ποσοστιαίας μονάδας, έναντι 2,1 ποσοστιαίων μονάδων κατά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση το 2009. Το ποσοστό ανεργίας παρέμεινε κοντά στο 8,1% την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2021, έναντι 7,1% το Μάρτιο του 2020, συνεχίζοντας ωστόσο να ενσωματώνει σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ των χωρών-μελών (από 3,4% στην Ολλανδία τον Απρίλιο του 2021 έως 15,4% στην Ισπανία, και 15,8% στην Ελλάδα τον Ιανουάριο του 2021), διαφοροποίηση που εν πολλοίς προϋπήρχε της παρούσας κρίσης. Μάλιστα, σε ορισμένες χώρες-μέλη όπου το ποσοστό ανεργίας ήταν ήδη υψηλό το 2019, παρατηρήθηκε υποχώρησή του το 2020 (Γαλλία, Ιταλία, Ελλάδα). Η σταδιακή άρση των μέτρων στήριξης της απασχόλησης και η μερική ομαλοποίηση των συνθηκών προσφοράς και ζήτησης στην αγορά εργασίας αναμένεται να έχουν ως καθαρό αποτέλεσμα την περαιτέρω αύξηση του ποσοστού ανεργίας στην ευρωζώνη σε 8,2% το 2021, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομώνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2021). Το 2022 όμως προβλέπεται μείωση του ποσοστού ανεργίας σε συνάρτηση με την οικονομική ανάπτυξη.

Ο **πληθωρισμός**, μετρούμενος με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), χαρακτηρίστηκε από σημαντική μεταβλητότητα, φθάνοντας στο 0,9% τους πρώτους μήνες του 2021 και 2,0% το Μάιο (προσωρινή εκτίμηση), από -0,3% το Δεκέμβριο του 2020. Η αύξηση αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αύξηση της ενεργειακής συνιστώσας, η οποία εκτιμάται ότι έφθασε στο 13,1% το Μάιο του 2021 από -9,7% τον Απρίλιο του 2020, στην επιβολή προσαύξησης φόρου στην κατανάλωση άνθρακα στη Γερμανία τον Ιανουάριο του 2021, καθώς και στην προσαρμογή των σταθμίσεων των υποκατηγοριών του ΕνΔΤΚ βάσει της καταναλωτικής συμπεριφοράς το 2020. Επίσης, η επίδραση της αύξησης των τιμών των ναύλων και του κόστους θαλάσσιων μεταφορών στον ΕνΔΤΚ, η οποία οφείλεται στον αυξημένο όγκο διεθνών εμπορευματικών συναλλαγών, αλλά και σε διαταράξεις στις θαλάσσιες μεταφορές φορτίων και στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες, αναμένεται να είναι περιορισμένη. Σύμφωνα με τις πρόσφατες εκτιμήσεις των εμπειρογνομώνων του Ευρωσυστήματος, ο πληθωρισμός αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,9% κατά μέσο όρο το 2021, έναντι 0,3% το 2020, επηρεαζόμενος από την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και της διεθνούς τιμής του πετρελαίου, καθώς και από την άρση της μείωσης της έμμεσης φορολογίας που εφαρμόστηκε στη Γερμανία το 2020. Η σημαντική άνοδος των τιμών το 2021 αναμένεται να είναι προσωρινή και ο πληθωρισμός θα υποχωρήσει στο 1,5% το 2022, ενώ μεσοπρόθεσμα οι πληθωριστικές πιέσεις προβλέπονται συμβατές με την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας. Ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής μειώθηκε σταδιακά στο 0,8% τον Απρίλιο του 2021, ενώ εκτιμάται ότι αυξήθηκε οριακά στο 0,9% το Μάιο, από 1,4% τον Ιανουάριο, και αναμένεται ότι θα ανέλθει στο 1,1% το 2021 και στο 1,3% το 2022, έναντι 0,7% το 2020.

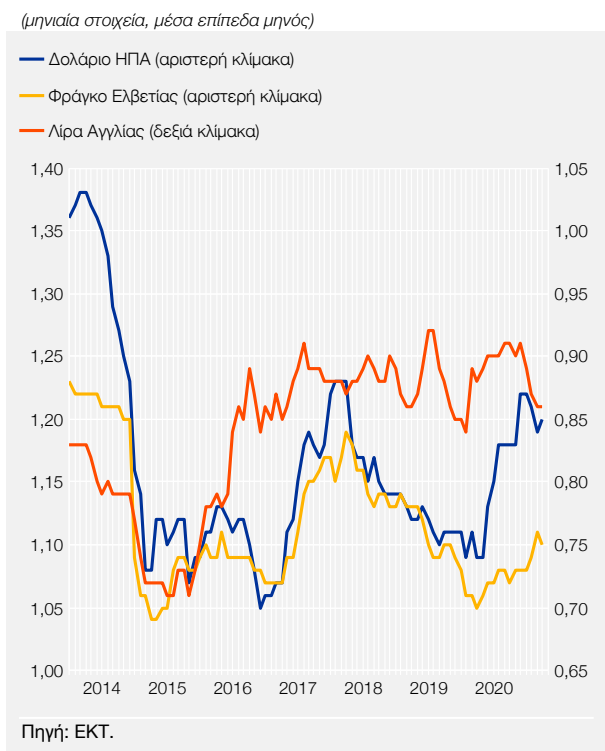
Η σημαντική αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων και οι ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες ως απόρροια της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ στήριξαν το **ρυθμό**

χρηματοδότησης της οικονομίας της ευρωζώνης στις αρχές του 2021. Ο ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προς τα νοικοκυριά έφθασε στο 3,8% τον Απρίλιο του 2021, το υψηλότερο επίπεδο από το Φεβρουάριο του 2020, ενώ προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε στο 3,2% από τα υψηλά επίπεδα 5,3% το Μάρτιο και 7% τους προηγούμενους μήνες. Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων της ΕΚΤ για το α' τρίμηνο του 2021, η αυστηροποίηση των κριτηρίων χορήγησης τραπεζικών πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις συνεχίστηκε, αν και σε μικρότερο βαθμό σε σύγκριση με τα δύο προηγούμενα τρίμηνα, κυρίως εξαιτίας της επέκτασης των μέτρων οικονομικής πολιτικής. Τα κριτήρια χορήγησης καταναλωτικών δανείων επίσης αυστηροποιήθηκαν, ενώ έγιναν πιο ελαστικά για τα στεγαστικά δάνεια, που επηρεάστηκαν από τον τραπεζικό ανταγωνισμό. Η ζήτηση επιχειρηματικών δανείων για επενδυτικούς σκοπούς, ιδίως στους τομείς που πλήττονται από την πανδημία, μειώθηκε περαιτέρω, καθώς και η ζήτηση για κεφάλαια κίνησης, ενδεικτικό της επίδρασης των μέτρων πολιτικής στη διαθέσιμη ρευστότητα κυρίως των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Η χαμηλή καταναλωτική εμπιστοσύνη μείωσε τη ζήτηση στεγαστικών δανείων, έναντι αύξησης τα δύο προηγούμενα τρίμηνα, παρότι οι ανοδικές προοπτικές της αγοράς ακινήτων και το χαμηλό κόστος δανεισμού επέδρασαν αντισταθμιστικά. Η μείωση της δαπάνης για διαρκή καταναλωτικά αγαθά περιόρισε επίσης τη ζήτηση καταναλωτικών δανείων.

Η **δημοσιονομική πολιτική** στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο υπήρξε έντονα επεκτατική το 2020, περιορίζοντας πιο μόνιμες οικονομικές επιπτώσεις από την πανδημία. Τα μέτρα στήριξης των επιχειρήσεων και των θέσεων εργασίας έφθασαν, σύμφωνα με την ΕΚΤ, κατά μέσο όρο περίπου το 4,0% του ΑΕΠ το 2020, ενώ το ύψος των μέτρων που επεκτείνονται στο 2021 εκτιμάται κατά μέσο όρο σε 4,5% του ΑΕΠ. Οι παρεμβάσεις του 2021 αφορούν τη μείωση των άμεσων και έμμεσων φόρων από την πλευρά των εσόδων, καθώς και ενισχύσεις με τη μορφή επιδοτήσεων και μεταβιβάσεων προς τις επιχειρήσεις από την πλευρά των δαπανών. Μέρος των μέτρων αυτών αναμένεται να διατηρηθεί και το 2022, και η επίδρασή τους, περιλαμβανομένης της δαπάνης μέσω του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU, εκτιμάται σε ετήσια αύξηση του

ΑΕΠ περίπου κατά 1,5 ποσοστιαία μονάδα την περίοδο 2022-23. Συνολικά για την ευρωζώνη, το δημοσιονομικό έλλειμμα εκτιμάται ότι θα φθάσει στο 7,1% του ΑΕΠ το 2021, έναντι 7,3% το 2020, εξαιτίας της λειτουργίας των αυτόματων σταθεροποιητών, των χαμηλών επιτοκίων και της χρηματοδότησης μέρους της δημόσιας δαπάνης από το NGEU. Το δημόσιο χρέος εκτιμάται ότι θα κορυφωθεί στο 99% του ΑΕΠ το 2021, με σταδιακή μείωσή του τα επόμενα χρόνια εξαιτίας της ευνοϊκής διαφοράς ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου (snowball effect) και της αναμενόμενης οικονομικής μεγέθυνσης.

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



Η **ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία** του ευρώ (έναντι 42 εμπορικών εταιριών) έφθασε σε ιστορικά υψηλό επίπεδο το Δεκέμβριο του 2020, ενώ σε μέσα επίπεδα έτους ανατιμήθηκε κατά 3,4% το 2020. Το 2021 παρατηρείται σημαντική μεταβλητότητα στις διμερείς ισοτιμίες σε συνάρτηση με τις προσδοκίες για την εξέλιξη της πανδημίας και την πορεία των εμβολιασμών, καθώς και τις επιδράσεις από τα νέα δημοσιονομικά πακέτα στήριξης της οικονομίας των ΗΠΑ. Η βελτίωση των προοπτικών της παγκόσμιας οικονομίας και η αύξηση της διάθεσης ανάληψης επενδυτικών κινδύνων ενίσχυ-

σαν τα νομίσματα με υψηλότερες αποδόσεις, όπως είναι εκείνα των αναδυόμενων οικονομιών, και οδήγησαν στην υποχώρηση άλλων νομισμάτων που αποτελούν ασφαλή επενδυτικά καταφύγια, όπως είναι το ελβετικό φράγκο (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.4).

Οι προοπτικές της οικονομίας της ευρωζώνης εξαρτώνται σε σημαντικό βαθμό από την εξέλιξη της πανδημίας. Ως εκ τούτου, ο **κίνδυνος** μιας πιο αναιμικής από την αναμενόμενη ανάκαμψης, ως αποτέλεσμα νέων μεταλλάξεων του κορωνοϊού και προβλημάτων στην παραγωγή και διάθεση εμβολίων, παραμένει σημαντικός. Μια βραδύτερη αποκλιμάκωση των συσσωρευμένων αποταμιεύσεων και η πρόωρη απόσυρση των μέτρων στήριξης θα περιορίσουν την αύξηση της εγχώριας ζήτησης. Πιθανές διαταραχές στις χρηματοπιστωτικές αγορές εν μέσω αύξησης των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ και τυχόν χειροτέρευση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών θα δυσχεράνουν τη βιωσιμότητα επιχειρήσεων, με δευτερογενείς αρνητικές επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα και τα δημόσια οικονομικά. Αντίθετα, μια πιο δυναμική ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και η ταχύτερη απορρόφηση από τα κράτη των κονδυλίων από το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NGEU θα στηρίξουν την εμπιστοσύνη και τη δυναμική της ανάκαμψης, ενώ η επιτάχυνση της μείωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα ενισχύσει την ανακατανομή τραπεζικών χορηγήσεων προς τις βιώσιμες επιχειρήσεις και συνακόλουθα την οικονομική ανάπτυξη.

2.3 ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής

Το ευρώ ως ψηφιακό νόμισμα (digital euro)

Το Eurogroup στις 16 Απριλίου εξέτασε την πορεία των εν εξελίξει εργασιών για το ευρώ ως ψηφιακό νόμισμα. Η συζήτηση βασίστηκε σε έκθεση της ΕΚΤ, όπου παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της δημόσιας διαβούλευσης που εγκαινιάστηκε στις 12 Οκτωβρίου 2020 με αντικείμενο το ψηφιακό ευρώ. Η διαβούλευση έδειξε ότι ζητήματα που σχετίζονται με το απόρρητο, την ασφάλεια και την εμπέλεια του ψηφιακού νομίσματος, εφόσον αυτό προχωρήσει, κατατάσσονται υψηλότερα στις προτεραιότητες των πολιτών και των επιχειρήσεων. Το Eurogroup επίσης συζήτησε το θέμα της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, συμπεριλαμβανομένης της πιθανής επίδρασης του ψηφιακού ευρώ στις τράπεζες, τη χρηματοοικονομική ένταξη (financial inclusion) και τη χρήση μετρητών σε φυσική μορφή.

Διακήρυξη του Πόρτο για τις κοινωνικές υποθέσεις

Στην άτυπη σύνοδο κορυφής που πραγματοποιήσαν οι ηγέτες των χωρών της ΕΕ στις 8 Μαΐου 2021 στο Πόρτο (Πορτογαλία), κύριο ζητούμενο ήταν πώς θα εξασφαλιστεί ανάκαμψη χωρίς αποκλεισμούς, με την απασχόληση, τις δεξιότητες και την κοινωνική προστασία στο επίκεντρο της πολιτικής δράσης της ΕΕ. Οι ηγέτες ενέκριναν τη Διακήρυξη του Πόρτο, στην οποία εκτίθεται το όραμά τους για την ψηφιακή, πράσινη και δίκαιη μετάβαση της Ευρώπης.⁵ Παράλληλα εξέτασαν την υλοποίηση του ευρωπαϊκού πυλώνα κοινωνικών δικαιωμάτων σε ενωσιακό και εθνικό επίπεδο, σύμφωνα με το σχέδιο δράσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής που παρουσιάστηκε το Μάρτιο του 2021 και το οποίο θέτει τρεις κύριους στόχους για την ΕΕ έως το 2030: (α) ποσοστό απασχόλησης τουλάχιστον 78% σε επίπεδο ΕΕ, (β) παρακολούθηση μαθημάτων κατάρτισης από τουλάχιστον το 60% των ενηλίκων κάθε χρόνο και (γ) μείωση του αριθμού των ατόμων που αντιμετωπίζουν κίνδυνο κοινωνικού αποκλεισμού ή φτώχειας κατά τουλάχιστον 15 εκατομμύρια.

3 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ (ΝΑ) ΕΥΡΩΠΗΣ⁶

Το 2020 ο μέσος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ των οικονομιών της ΝΑ Ευρώπης υποχώρησε σημαντικά (-4,5%), λόγω των ισχυρών επιπτώσεων τόσο στην εγχώρια όσο και στην εξωτερική

⁵ <https://www.consilium.europa.eu/el/press/press-releases/2021/05/08/the-porto-declaration/>.

⁶ Εξετάζονται οι οικονομίες της Αλβανίας, της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης, της Βουλγαρίας, του Μαυροβουνίου, της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας, της Ρουμανίας, της Σερβίας και της Τουρκίας.

ζήτηση από τα περιοριστικά μέτρα που ελήφθησαν παγκοσμίως για την αντιμετώπιση της υγειονομικής κρίσης. Το 2021 εκτιμάται ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης των οικονομιών της περιοχής θα ανέλθει σε 4,7%. Οι προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του Μαΐου 2021 είναι σαφώς πιο αισιόδοξες από εκείνες που δημοσιεύθηκαν από το ΔΝΤ⁷ και την Παγκόσμια Τράπεζα⁸ τον Απρίλιο του 2021. Σύμφωνα με αυτές, τα ποσοστά εμβολιασμού είναι το κλειδί για την οικονομική ανάκαμψη. Ήδη στις 20 Απριλίου 2021⁹ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Αυστρία ανακοίνωσαν τη σύναψη συμφωνιών για την παράδοση εμβολίων κατά της νόσου COVID-19 στα Δυτικά Βαλκάνια. Η αγορά του εμβολίου χρηματοδοτείται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η διανομή του γίνεται με τη βοήθεια της Αυστρίας. Η πρώτη παράδοση σε όλους τους εταίρους στην περιοχή αναμενόταν το Μάιο, με τακτικές αποστολές να συνεχίζονται έως τον Αύγουστο.

Στα **Δυτικά Βαλκάνια** η οικονομική δραστηριότητα υποχώρησε κατά μέσο όρο κατά 5,9% το 2020. Αυτή η εξέλιξη οφείλεται στη σημαντική ύφεση που παρατηρήθηκε το 2020 σε όλες τις χώρες, με εντονότερη εκείνη του Μαυροβουνίου (-15,2%) λόγω της ισχυρής εξάρτησής του από τον εξωτερικό τομέα και ειδικότερα εξαιτίας της κατάρρευσης της τουριστικής δραστηριότητας. Ο ίδιος λόγος αποτέλεσε αιτία πτώσης της αλβανικής οικονομίας. Αντιθέτως, η οικονομία της Σερβίας, η μεγαλύτερη των Δυτικών Βαλκανίων, επέδειξε τη μεγαλύτερη ανθεκτικότητα στην κρίση της πανδημίας, λόγω της κλαδικής διάρθρωσής της και της λιγότερο αυστηρής εφαρμογής περιοριστικών μέτρων. Για το 2021 αναμένεται σημαντική ανάκαμψη σε όλες τις χώρες (βλ. Πίνακα II.2), που εκτιμάται ότι θα προέλθει από τη σημαντική άνοδο των επενδύσεων, οι οποίες θα ενισχυθούν τόσο από το Οικονομικό και Επενδυτικό Σχέδιο της ΕΕ για τα Δυτικά Βαλκάνια¹⁰ ύψους 9 δισεκ. ευρώ όσο από τα εθνικά προγράμματα ανάκαμψης και βιωσιμότητας κάθε χώρας. Ειδικότερα, το Οικονομικό και Επενδυτικό Σχέδιο, που έχει ως βάση το Μηχανισμό Προενταξιακής Βοήθειας III (Instrument for Pre-accession Assistance, IPA III) ύψους 14,2 δισεκ. ευρώ για την περίοδο 2021-27, περιλαμβάνει μία σημαντική δέσμη επενδυτικών μέτρων και, μαζί με ένα νέο Εγγυοδοτικό Μέσο για τα Δυτικά Βαλκάνια, στοχεύει στη μόχλευση επενδυτικών κεφαλαίων συνολικού ύψους έως και 20 δισεκ. ευρώ για την περιοχή.

Στις οικονομίες της **Βουλγαρίας** και της **Ρουμανίας**, των δύο χωρών της περιοχής που είναι κράτη-μέλη της ΕΕ, το ΑΕΠ υποχώρησε σημαντικά το 2020, παρότι η οικονομική τους δραστηριότητα ανέκαμψε από το γ' τρίμηνο του έτους και μετά. Όσον αφορά τη **Βουλγαρία**, η οικονομία της συρρικνώθηκε το 2020 σημαντικά λόγω της έντονης πτώσης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (-11,3%) και των συνολικών ακαθάριστων επενδύσεων, ενώ η ιδιωτική κατανάλωση παρέμεινε στα ίδια επίπεδα όπως το 2019, καθώς υποστηρίχθηκε από τα μέτρα διατήρησης θέσεων εργασίας της κυβέρνησης. Το 2021 και το 2022 η οικονομία εκτιμάται ότι θα ανακάμψει με κινητήριοι μοχλοί τις εξαγωγές και την εγχώρια ζήτηση, κυρίως τις επενδύσεις, οι οποίες αναμένεται να ενισχυθούν από την εφαρμογή του εθνικού σχεδίου ανάκαμψης και ανθεκτικότητας. Η οικονομία της **Ρουμανίας** το 2020 κατέγραψε πιο ήπια πτώση από ό,τι αναμενόταν. Οι επενδύσεις ήταν ο παράγοντας εκείνος που συνέβαλε θετικά σε αυτό, καθώς ο κατασκευαστικός τομέας κατέγραψε ισχυρή επίδοση. Οι κυριότερες αιτίες της ύφεσης συνδέονται με την πτώση της ιδιωτικής κατανάλωσης και την απότομη επιδείνωση των εξαγωγών (-9,7% το 2020, έναντι +4,6% το 2019). Η οικονομία εκτιμάται ότι θα ανακάμψει πριν από το τέλος του 2021, μετά την υιοθέτηση του εθνικού σχεδίου ανάκαμψης και ανθεκτικότητας, το οποίο θα ενισχύσει όλες τις συνιστώσες της ζήτησης, και παρά το γεγονός ότι η αβεβαιότητα παραμένει υψηλή δεδομένης της απρόβλεπτης εξέλιξης της πανδημίας και των πιθανών ασυνεπειών στην προμήθεια εμβο-

7 IMF, World Economic Database, Απρίλιος 2021.

8 World Bank, *Subdued Recovery, Western Balkans Regular Economic Report No. 19*, Άνοιξη 2021.

9 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Δελτίο Τύπου, "Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Αυστρία εξασφαλίζουν εμβόλια κατά της νόσου COVID-19 για τα Δυτικά Βαλκάνια", Βρυξέλλες, 20.4.2021.

10 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, An Economic and Investment Plan for the Western Balkans (Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions), Οκτώβριος 2020.

λίων. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις για τις οικονομίες της Βουλγαρίας και της Ρουμανίας συνδέονται επίσης με την πιθανότητα καθυστερήσεων και τυχόν προβλημάτων κατά την εφαρμογή των εθνικών σχεδίων ανάκαμψης και ανθεκτικότητας.

Η **Τουρκία**, η μεγαλύτερη οικονομία της περιοχής, είναι από τις λίγες χώρες στον κόσμο που σημείωσε θετικό ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ το 2020. Από το δεύτερο εξάμηνο του έτους η οικονομική δραστηριότητα ανέκαμψε έντονα στα προ κρίσης επίπεδα ως αποτέλεσμα: (α) της ισχυρής ανοδικής τάσης που είχε ήδη η οικονομία πριν από την πανδημία, (β) της έντονης πιστωτικής επέκτασης, κυρίως από τις κρατικά ελεγχόμενες τράπεζες, αλλά και της χαλάρωσης εν γένει των νομισματικών συνθηκών στο μεγαλύτερο τμήμα του έτους, και (γ) της εντονότερης εγχώριας ζήτησης σε συνδυασμό με τα χαλαρότερα περιοριστικά μέτρα συγκριτικά με άλλες χώρες. Ήδη από τις αρχές του 2021 ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής κατέγραψε υψηλές επιδόσεις και οι λιανικές πωλήσεις ενισχύθηκαν μετά από επιτάχυνση του δείκτη εμπιστοσύνης στην ασκούμενη οικονομική πολιτική της χώρας. Για το 2021 η τουρκική οικονομία εκτιμάται ότι θα καταγράψει επιτάχυνση του ΑΕΠ στο 6,0% (ΔΝΤ) ή 5,2% (Ευρωπαϊκή Επιτροπή) ή 5,7% (ΟΟΣΑ). Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις για την τουρκική οικονομία παραμένουν υψηλοί, ειδικά οι γεωπολιτικοί.

Σε ό,τι αφορά τις τιμές, το 2020 ο **πληθωρισμός** παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα σε όλες τις χώρες εκτός της Τουρκίας. Ειδικότερα, στη Βουλγαρία ο πληθωρισμός επιβραδύνθηκε το 2020 λόγω της μείωσης των τιμών της ενέργειας, των προϊόντων μεταποίησης και των μη επεξεργασμένων τροφίμων. Το 2021 και 2022 εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί καθώς θα υποστηρίζεται από την ανάπτυξη της χώρας. Στη Ρουμανία ο πληθωρισμός επιβραδύνθηκε σημαντικά το 2020 έναντι του προηγούμενου έτους, λόγω κυρίως της απότομης πτώσης των τιμών του πετρελαίου, των τροφίμων και των υπηρεσιών. Το 2021 εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί, κυρίως ως αποτέλεσμα της αύξησης των τιμών του πετρελαίου και των τιμολογίων ηλεκτρικής ενέργειας μετά την απελευθέρωση της αγοράς. Η κεντρική τράπεζα της Ρουμανίας αποφάσισε στις 15 Ιανουαρίου 2021 να μειώσει το βασικό επιτόκιο πολιτικής κατά 25 μονάδες βάσης (μ.β.) σε 1,25%, το οποίο διατηρεί σταθερό έκτοτε.

Στα Δυτικά Βαλκάνια ο πληθωρισμός ήταν χαμηλός το 2020, ενώ το Μαυροβούνιο και η Βοσνία-Ερζεγοβίνη κατέγραψαν αρνητικό πληθωρισμό. Το 2021 ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα ενισχυθεί σε όλες τις χώρες της περιοχής (βλ. Πίνακα ΙΙ.2). Στοιχεία του α' τριμήνου του 2021 το αποδεικνύουν, λ.χ. στη Σερβία, της οποίας ο πληθωρισμός βρίσκεται στο 1,8% και επομένως πλησιάζει τον επιθυμητό στόχο της κεντρικής τράπεζας (3% ± 1,5 μ.β.). Η νομισματική πολιτική που ασκούν οι κεντρικές τράπεζες της περιοχής εστιάζει στη σταθεροποίηση ή τη μείωση των βασικών επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα (Αλβανία σε 0,5% από το Μάρτιο του 2020, Σερβία σε 1% από το Δεκέμβριο του 2020, Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας σε 1,25% από το Μάρτιο του 2021), προκειμένου να μειωθεί η αβεβαιότητα και να τονωθεί η εγχώρια ζήτηση.

Ο πληθωρισμός στην **Τουρκία** βρισκόταν στο 16,6% το Μάιο του 2021, από 12,3% το Δεκέμβριο του 2020. Η διατήρησή του σε υψηλά επίπεδα οφείλεται κυρίως στις υψηλές τιμές της ενέργειας και των υπηρεσιών, στον υψηλό ρυθμό πιστωτικής επέκτασης και στην υποτίμηση της τουρκικής λίρας, η οποία στα τέλη Μαΐου 2021 ανήλθε σε 10,5% έναντι του ευρώ και 12,4% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε σύγκριση με το τέλος του 2020. Στις 6 Μαΐου 2021 το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής της κεντρικής τράπεζας αποφάσισε να διατηρήσει σταθερό το επιτόκιο στο 19% (προηγούμενη αύξηση επιτοκίου στις 19.3.2021, από 17% σε 19%). Σύμφωνα με την κεντρική τράπεζα, η σταθερότητα των τιμών στον επιθυμητό στόχο (5%) αποτελεί προτεραιότητα, ενώ οι παγκόσμιες πληθωριστικές πιέσεις ενδέχεται να οδηγήσουν σε αυστηρότερη νομισματική πολιτική νωρίτερα από τις τρέχουσες προβλέψεις.

Η δημοσιονομική θέση και το ακαθάριστο δημόσιο χρέος (ως ποσοστά του ΑΕΠ) των οικονομιών της περιοχής επιδεινώθηκαν σημαντικά το 2020, λόγω των εκτεταμένων μέτρων στήριξης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων (όπως αναστολή πληρωμής φόρων,

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

	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες % μεταβολές)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)			Πιστωτική επέκταση (ετήσιες % μεταβολές)			Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)			Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (%)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2019	2020 ³	2021	2019	2020 ³	2021	2019	2020 ³	2021
Αλβανία	-3,3	4,0	4,3	1,6	1,9	2,3	-8,8	-8,5	-7,6	-6,9	-5,5	-3,0	3,0	6,1	5,1	18,3	18,3	-	8,4	8,1	8,2
Βοσνία-Ερζεγοβίνη ¹	-5,5	3,5	3,3	-0,6	1,2	1,0	-3,5	-4,9	-4,0	-5,6	-4,5	-2,7	5,7	1,1	-0,6	17,9	18,4	-	7,4	6,1	-
Βουλγαρία ²	-4,2	3,5	3,3	1,2	1,6	2,0	4,1	6,0	7,5	-3,4	-3,2	-1,9	7,5	4,9		20,7	22,7	-	9,8	9,5	-
Μαυροβούνιο	-15,2	7,1	6,5	-0,8	1,3	1,8	-26,0	-22,7	-16,9	-11,0	-3,8	-1,4	4,5	3,2	4,0	17,5	19,6	-	4,7	5,5	5,7
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	-4,5	3,7	3,8	1,2	1,7	1,7	-3,5	-2,2	-1,6	-8,3	-4,1	-3,4	7,2	6,4	4,3	16,3	17,0	-	4,6	3,3	-
Ρουμανία ²	-3,9	5,1	4,9	2,3	2,9	2,7	-5,0	-4,9	-4,6	-9,2	-8,0	-7,1	8,0	11,1		20,0	23,2	-	4,1	4,0	-
Σερβία	-1,0	5,3	4,0	1,6	2,4	2,1	-4,3	-6,1	-5,9	-8,1	-6,7	-3,4	9,1	11,9	11,3	22,6	22,4	-	4,1	3,7	-
Τουρκία	1,8	5,2	4,2	12,3	15,7	12,5	-5,2	-3,9	-3,1	-4,5	-4,0	-3,6	10,8	35,4	29,2	14,0	19,4	18,0	5,4	4,1	4,0

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *EU Candidate Countries' & Potential Candidates' Economic Quarterly (CCEQ)*, 1st Quarter 2021, Απρίλιος 2021, ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Απρίλιος 2021, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast*, Autumn 2020, Νοέμβριος 2020, και εθνικές κεντρικές τράπεζες.

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

¹ Οι προβλέψεις για τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη προέρχονται από το ΔΝΤ.

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

³ Τελευταίος διαθέσιμος μήνας.

οικονομική ενίσχυση των επιχειρήσεων και των εργαζομένων, κυρίως στους κλάδους των μεταφορών και του τουρισμού, παροχή εγγυήσεων δανείων) που έχει λάβει η κάθε χώρα για να αντιμετωπίσει τις επιπτώσεις της πανδημίας. Για το 2021 και το 2022 εκτιμάται βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης των χωρών. Σε αυτό θα συμβάλει ιδιαίτερα η οικονομική μεγέθυνση των χωρών και οι επιπρόσθετες επενδύσεις που θα υλοποιηθούν μέσα από τα εθνικά σχέδια ανάκαμψης και ανθεκτικότητας, παράγοντες που θα έχουν θετικό αποτέλεσμα στα δημόσια έσοδα.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ στις περισσότερες χώρες της περιοχής (πλην της Βουλγαρίας) κατέγραψε υψηλό έλλειμμα το 2020 (βλ. Πίνακα II.2), το υψηλότερο από το 2013. Η διεύρυνση των ελλειμμάτων ήταν αποτέλεσμα της απότομης συρρίκνωσης στις εξαγωγές υπηρεσιών, όπως ο τουρισμός, και της μείωσης των εισροών εμβασμάτων. Για το 2021 και το 2022 εκτιμάται βελτίωση του ισοζυγίου στις περισσότερες χώρες της περιοχής. Οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών θα ανακάμψουν, υποστηριζόμενες από τη σταδιακή ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου και της εξωτερικής ζήτησης. Ειδικότερα στην Τουρκία, εκτιμάται ότι οι εξαγωγές θα παραμείνουν σε χαμηλό επίπεδο λόγω των επιπτώσεων της πανδημίας στον τουρισμό, ενώ οι εισαγωγές θα περιοριστούν και από την πτώση της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Τα τραπεζικά συστήματα των εν λόγω χωρών εξακολουθούν να εμφανίζουν ικανοποιητικούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, με υψηλότερο της Ρουμανίας. Ειδικότερα στην περίπτωση της Βουλγαρίας, η κεφαλαιακή επάρκεια υποστηρίχθηκε από τη βελτιωμένη διακυβέρνηση και τραπεζική εποπτεία, ενώ σημειώνεται ότι στις 10 Ιουλίου 2020 το βουλγαρικό λεβ εντάχθηκε στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ ΙΙ) και η ίδια η χώρα στην τραπεζική ένωση. Τους πρώτους μήνες του 2021 το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων κυμαινόταν στα ίδια περίπου επίπεδα όπως το 2020, με εξαίρεση τη Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας όπου υποχώρησε. Παρ' όλα αυτά, τα στοιχεία των μη εξυπηρετούμενων δανείων δεν αντικατοπτρίζουν ακόμη τον πλήρη αντίκτυπο της πανδημικής κρίσης στο χρηματοπιστωτικό τομέα, λόγω της χαλαρότητας των μέτρων που έχουν υιοθετηθεί για την ενίσχυση του τραπεζικού δανεισμού.

Τέλος, σχετικά με την τρέχουσα κατάσταση της Διαδικασίας Σταθεροποίησης και Σύνδεσης (ΔΣΣ)¹¹ των Δυτικών Βαλκανίων, το Συμβούλιο Εξωτερικών Υποθέσεων της ΕΕ στη συνεδρίασή του στις 10 Μαΐου 2021 επιβεβαίωσε την ευρωπαϊκή προοπτική ολόκληρης της περιοχής. Στη συζήτηση τονίστηκε ότι οι χώρες των Δυτικών Βαλκανίων απαιτείται να επιταχύνουν τις μεταρρυθμίσεις που σχετίζονται με την ένταξή τους στην ΕΕ. Τονίστηκε η επείγουσα ανάγκη να προχωρήσουν οι διαδικασίες ένταξης της Αλβανίας και της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας, η προσχώρηση της Σερβίας και του Μαυροβουνίου στην ΕΕ και η απελευθέρωση του καθεστώτος χορήγησης βίζας για το Κοσσυφοπέδιο. Τέλος, οι υπουργοί ζήτησαν την ταχεία επανέναρξη του διαλόγου μεταξύ Σερβίας και Κοσσυφοπεδίου και επανέλαβαν ότι συνεχίζουν να στηρίζουν αμέριστα την εδαφική ακεραιότητα και κυριαρχία της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης.

11 Συμβούλιο Εξωτερικών Υποθέσεων, Κύρια αποτελέσματα, 10 Μαΐου 2021, <https://www.consilium.europa.eu/el/meetings/fac/2021/05/10/>.

Πλαίσιο ΙΙ.1

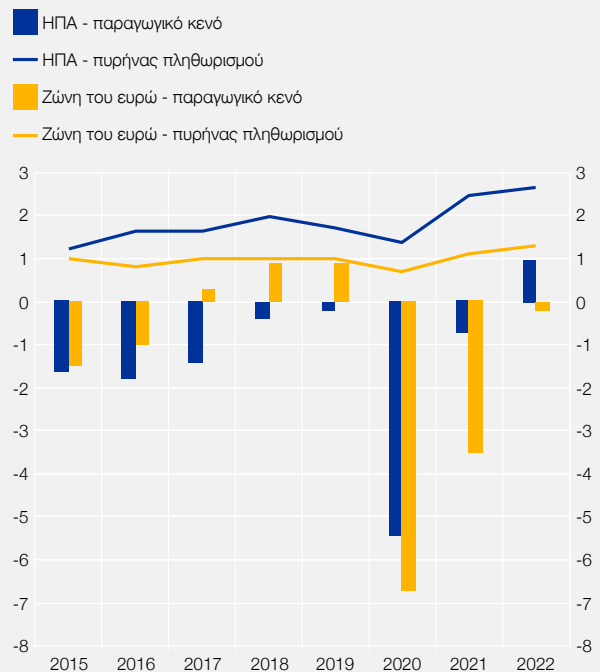
ΠΛΗΘΩΡΙΣΤΙΚΕΣ ΠΙΕΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΤΗ ΜΕΤΑΠΑΝΔΗΜΙΚΗ ΕΠΟΧΗ

Η οικονομική κρίση που προκάλεσε η πανδημία έχει μοναδικά χαρακτηριστικά. Η έκταση και το βάθος της ύφεσης, η ταχύτητα, ο συντονισμός και το εύρος της αντίδρασης της οικονομικής πολιτικής και η συνεχής αβεβαιότητα σχετικά με τη διάρκεια της υγειονομικής κρίσης την καθιστούν μια ιδιαίτερη περίπτωση. Παρά τις τρέχουσες προβλέψεις για ταχεία ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας το 2021 και το 2022, εκφράζονται ανησυχίες για την πιθανότητα περισσότερο μόνιμων επιπτώσεων (“scarring effects”) στη συνολική παραγωγικότητα, τη συσσώρευση κεφαλαίου και την απασχόληση. Το ΔΝΤ υπολογίζει ότι, παρά τις επιμέρους διαφορές στο ρυθμό ανάκαμψης μεταξύ των οικονομιών, το παγκόσμιο ΑΕΠ έως και το 2024 θα βρίσκεται 3% χαμηλότερα του επιπέδου το οποίο προβλεπόταν προ πανδημίας.

Παράλληλα με την ανάκαμψη του προϊόντος, εκτιμάται άνοδος του πληθωρισμού το 2021, η οποία όμως θα έχει ακόμη περισσότερο ασύμμετρα χαρακτηριστικά διεθνώς, καθώς οι εξελίξεις της εγχώριας ζήτησης, του παραγωγικού κενού και των πληθωριστικών προσδοκιών θα διαφέρουν μεταξύ των οικονομιών. Στις προηγμένες οικονομίες το ΔΝΤ εκτιμά ότι ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) από 0,7% το 2020 θα ανέλθει στο 1,6% το 2021 και 1,7% το 2022, ενώ αντιθέτως στις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει ελαφρώς στο 4,9% το 2021 και 4,4% το 2022. Οι διεθνείς οργανισμοί, αν και προβλέπουν γενικά πρόσκαιρη επιτάχυνση του γενικού ΔΤΚ το 2021 και επιβράδυνση κατόπιν στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ, αναμένουν περαιτέρω ενίσχυση του πυρήνα του πληθωρισμού και στις δύο περιοχές μεσοπρόθεσμα (βλ. Διάγραμμα Α). Η επιτάχυνση του ΔΤΚ το 2021 οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην επίδραση βάσης από τη μεγάλη ποσοστιαία άνοδο της τιμής των ενεργειακών αγαθών (σε σύγκριση με τα πολύ

Διάγραμμα Α Παραγωγικό κενό και πυρήνας πληθωρισμού

(% του δυνητικού ΑΕΠ για το παραγωγικό κενό και % για τον πυρήνα πληθωρισμού)



Πηγές: ΟΟΣΑ και ΕΚΤ.
Σημειώσεις: Για το 2021 εκτιμήσεις και για το 2022 προβλέψεις. Για τις ΗΠΑ ο πληθωρισμός μετρείται με βάση τον αποπληθωριστή της ιδιωτικής κατανάλωσης (PCE price index).

χαμηλά επίπεδα του 2020). Στη ζώνη του ευρώ αναμένεται σημαντική μεταβλητότητα τα επόμενα τρίμηνα, αλλά μεσοπρόθεσμα η ΕΚΤ δεν προβλέπει σοβαρές πληθωριστικές πιέσεις. Ο ΕνΔΤΚ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σε 1,9% το 2021 από 0,3% το 2020, αλλά θα υποχωρήσει ελαφρώς τα επόμενα δύο έτη. Αντιθέτως, ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και τρόφιμα) στη ζώνη του ευρώ, αν και χαμηλότερος, προβλέπεται ότι θα συνεχίσει να ενισχύεται κάθε χρόνο και θα φθάσει το 1,4% το 2023. Στις ΗΠΑ, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, επίσης προβλέπεται υποχώρηση του γενικού πληθωρισμού το 2022, αλλά περαιτέρω άνοδος του πυρήνα του στο 2,6% με βάση τον αποπληθωριστή της ιδιωτικής κατανάλωσης (PCE price index).

Αύξηση του πληθωρισμού τα επόμενα χρόνια: προσωρινή ή πιο μόνιμη;

Μια σειρά παραγόντων αναμένεται να αυξήσει το γενικό πληθωρισμό, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, όπως: (α) οι θετικές επιδράσεις βάσης από την αύξηση των τιμών της ενέργειας και άλλων βασικών πρώτων υλών, (β) η εκτόξευση των ναύλων για μεταφορά εμπορευμάτων, και (γ) η άρση αντιπληθωριστικών μέτρων, όπως οι φορολογικές ελαφρύνσεις (π.χ. στον ΦΠΑ), που υιοθετήθηκαν εν μέσω πανδημίας. Στις αναδυόμενες οικονομίες, η υποτίμηση των νομισμάτων και οι αυξήσεις των έμμεσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών ενέργειας και τροφίμων έχουν ήδη ασκήσει πρόσθετες πιέσεις στις τιμές καταναλωτή σε αρκετές χώρες.

Επιπλέον, πληθωριστικές πιέσεις αναμένεται να προέλθουν από την τόνωση της ζήτησης, σε συνδυασμό με την περιορισμένη προσφορά έως ότου αυτή εξομαλυνθεί πλήρως. Καθώς η ανεργία θα αρχίσει να μειώνεται και η εμπιστοσύνη να ανακάμπτει, η κατανάλωση προβλέπεται να ενισχυθεί λόγω διάφορων παραγόντων. Καταρχάς, από την εκδήλωση συμπιεσμένης ζήτησης (pent-up demand) κυρίως για υπηρεσίες που δεν ήταν διαθέσιμες λόγω πανδημίας. Επίσης, η κατανάλωση αναμένεται να ενισχυθεί από τη χρήση μέρους των συσσωρευμένων και σε μεγάλο βαθμό υποχρεωτικών αποταμιεύσεων λόγω της καραντίνας. Τέλος, θετική επίδραση στην κατανάλωση θα ασκήσει η αύξηση του πλούτου των νοικοκυριών, λόγω των αυξήσεων των τιμών των ακινήτων και των μετοχών. Η αύξηση των τιμών των περιουσιακών αυτών στοιχείων αποτελεί γεγονός αξιοσημείωτο κατά τη διάρκεια μιας τόσο βαθιάς οικονομικής ύφεσης και βρίσκεται σε αντιδιαστολή με τις συνθήκες που επικρατούσαν μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-08. Ταυτόχρονα, οι πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης εκτιμάται ότι θα ενταθούν από προσωρινές ελλείψεις αγαθών και υψηλότερο κόστος παραγωγής από την πλευρά της προσφοράς, το οποίο οφείλεται εν μέρει σε διαταράξεις στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες, σε αύξηση των τιμών των ενδιάμεσων αγαθών, όπως η ενέργεια και τα βασικά μέταλλα, σε χρεοκοπίες επιχειρήσεων και, τέλος, σε αύξηση του λειτουργικού κόστους από την εφαρμογή νέων κανόνων προστασίας κατά του κορωνοϊού.

Σε σύγκριση με προηγούμενες κρίσεις και τις περιόδους ανάκαμψης που ακολούθησαν, η παρούσα συγκυρία της πανδημίας COVID-19 χαρακτηρίζεται από τρεις ιδιαιτερότητες όσον αφορά την άσκηση οικονομικής πολιτικής, οι οποίες αναμένεται να επιδράσουν έντονα πληθωριστικά στη φάση που οι οικονομίες επιστρέφουν στην κανονικότητα. Πρώτον, ο άμεσος και πλήρης συντονισμός τόσο της δημοσιονομικής όσο και της νομισματικής πολιτικής προς μια επεκτατική κατεύθυνση, προκειμένου να μετριαστούν οι οικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας. Δεύτερον, ο παγκόσμιος συγχρονισμός στην απόκριση της πολιτικής. Τρίτον, το άνευ προηγουμένου μέγεθος της δημοσιονομικής και νομισματικής στήριξης των οικονομιών. Τα πρωτοφανούς έκτασης πακέτα δημοσιονομικής στήριξης, τα εξαιρετικώς χαμηλά επιτόκια, η εισοδηματική ενίσχυση των νοικοκυριών με τη μορφή μετρητών και τα λοιπά μέτρα στήριξης της ρευστότητας των επιχειρήσεων είχαν γενικά ως αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, την επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της προσφοράς χρήματος με ταυτόχρονη αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων παγκοσμίως, τα οποία αναπόφευκτα ασκούν πληθωριστικές πιέσεις.¹ Ενδεικτικά αναφέρεται ότι οι κρατικές μεταβιβάσεις στις ΗΠΑ αυξήθηκαν από 17% του εισοδήματος των νοικοκυριών πριν από την πανδημία σε 31% τον Απρίλιο του 2020 και παρέμεναν στο 27% τον Ιανουάριο του 2021, υποδηλώνοντας μια πιο άμεση ώθηση

1 Σε αντίθεση με την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-08, από την αρχή της πανδημίας COVID-19 παρατηρείται μεγάλη άνοδος των νομισματικών μεγεθών στις ΗΠΑ, την ευρωζώνη, την Ιαπωνία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Το M2 έχει αυξηθεί με πρωτοφανή ρυθμό σχεδόν 25% στις ΗΠΑ, ενώ η νομισματική επέκταση αντικατοπτρίζεται και σε ευρύτερους δείκτες ρευστότητας (M3) παγκοσμίως. Αυτό δείχνει ότι οι πολιτικές ποσοτικής χαλάρωσης έχουν οδηγήσει σε αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων, αντί να παραμείνουν ως αποθεματικά στις τράπεζες όπως παρατηρήθηκε στην προηγούμενη κρίση. Βλ. Ilzetzki, E., C. Reinhart, and K.S. Rogoff (2020), "Will the Secular Decline in Exchange Rate and Inflation Volatility Survive COVID-19?", NBER Working Paper Series No. 28108.

στην πραγματική οικονομία από τη δημοσιονομική πολιτική.² Οι ανησυχίες για υψηλές πληθωριστικές πιέσεις εντείνονται, καθώς υπάρχουν ενδείξεις ότι η στήριξη θα παραμείνει μεγάλη την προσεχή περίοδο ή θα αυξηθεί περαιτέρω όπως σχεδιάζεται στις ΗΠΑ, μολονότι οι οικονομίες εισέρχονται σε φάση ανάκαμψης. Γενικότερα, μακροπρόθεσμες δημοσιονομικές δεσμεύσεις χωρίς ξεκάθαρο σχέδιο χρηματοδότησης των δαπανών και με περιορισμένα οφέλη από την πλευρά της προσφοράς θα μπορούσαν να δημιουργήσουν μεγαλύτερους πληθωριστικούς κινδύνους.³

Αναζωπύρωση των προσδοκιών αγοράς για τον πληθωρισμό

Οι βελτιωμένες προοπτικές για την παγκόσμια ανάκαμψη, καθώς προχωρούν οι εμβολιασμοί, αίρονται σταδιακά τα περιοριστικά μέτρα και επανέρχεται η οικονομική δραστηριότητα σε όλους τους κλάδους παραγωγής αγαθών και υπηρεσιών, αύξησαν σημαντικά τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό στις μεγάλες προηγμένες οικονομίες τους πρώτους μήνες του 2021, ενισχύοντας την ανοδική τάση που είχε παρατηρηθεί ήδη από πέρισι. Ιδιαίτερα στις ΗΠΑ, όπου η οικονομία ανακάμπτει δυναμικά, υποστηριζόμενη από πρωτοφανή σε μέγεθος δημοσιονομική και νομισματική στήριξη, οι προσδοκίες για το μεσοπρόθεσμο πληθωρισμό, όπως αποτιμώνται στις αγορές κρατικών ομολόγων, ανήλθαν σε υψηλά δεκαετίας το Μάιο του 2021. Η διαφορά της απόδοσης μεταξύ των παραδοσιακών κρατικών ομολόγων και αυτών με ρήτρα πληθωρισμού (breakeven inflation rate) υποδηλώνει μέσο προσδοκώμενο πληθωρισμό στις ΗΠΑ 2,57% για την επόμενη πενταετία (βλ. Διάγραμμα Β) και, ελαφρώς χαμηλότερο, 2,42% σε βάθος δεκαετίας (Μάιος 2021). Αντίστοιχη τάση παρατηρήθηκε στο Ηνωμένο Βασίλειο και, σε μικρότερο βαθμό, στην ευρωζώνη, όπου οι προοπτικές ανάκαμψης παραμένουν πιο υποτονικές.

Σε απόλυτους όρους, οι τρέχουσες προσδοκίες για το μεσομακροπρόθεσμο πληθωρισμό δεν βρίσκονται πολύ υψηλότερα από το στόχο των κεντρικών τραπεζών για πληθωρισμό 2%, όμως αυτό που προκαλεί ανησυχία είναι μια απότομη άνοδος και πιθανή αποσταθεροποίησή τους, γεγονός που θα δυσχέραινε την άσκηση αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής.

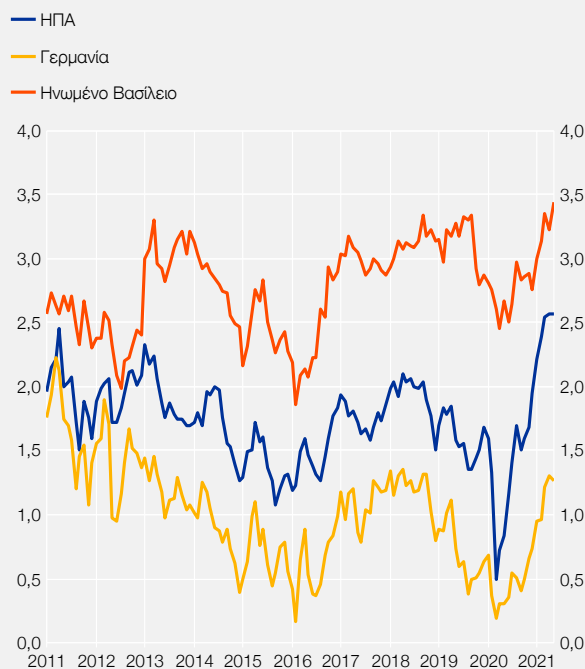
Αβέβαιη η εξέλιξη του πληθωρισμού μακροχρόνια

Μολονότι η παρατηρούμενη αύξηση του πληθωρισμού θεωρείται προσωρινή και μετριάζεται από το μεγάλο παραγωγικό κενό και τις χαμηλές μισθολογικές πιέσεις λόγω της πλεονάζουσας δυναμικότητας στην αγορά εργασίας, η αβεβαιότητα σχετικά με τις μακροχρόνιες εξελίξεις του πληθωρισμού έχει ενταθεί, ιδιαίτερα υπό το πρίσμα των αυξανόμενων μεσομακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών από τις αγορές. Το ερώτημα που τίθεται είναι πώς θα αλληλεπιδράσουν οι διάφοροι διαρθρωτικοί παράγοντες στην εξέλιξη του πληθωρισμού μακροχρόνια και πώς θα αντιδράσει η νομισματική πολιτική σε ένα οικονομικό, πολιτικό και κοινωνικό περιβάλλον όπου ο ρόλος του κράτους φαίνεται ότι γίνεται γενικά πιο επεκτατικός και η δημοσιονομική πολιτική πιο ενεργή.

Πληθωριστικά ενδέχεται να επιδράσουν μακροχρόνια η αποδιεθνοποίηση της παραγωγής (μείωση ποσοστού εξωχώριας παραγωγής για μικρότερη εξάρτηση από τις ασιατικές οικονομίες) και ο εντονότερος προστατευτι-

Διάγραμμα Β Προσδοκίες των αγορών για τον πληθωρισμό μεσοπρόθεσμα

(αποδόσεις εξισορρόπησης του πληθωρισμού – breakeven inflation rates – με βάση τα 5ετή ομόλογα, %)



Πηγές: FRED and Refinitiv.

2 <https://www.bbh.com/us/en/insights/private-banking-insights/light-at-the-end-of-the-tunnel-the-economy-and-markets-post-covid-19.html>.

3 Ball, E., G. Gopinath, D. Leigh, P. Mishra and A. Spilimbergo (2021), "US inflation: set for take-off?", VoxEU, 7.5.2021.

σμός στο διεθνές εμπόριο, επιδρώντας αυξητικά στο κόστος παραγωγής και εργασίας. Επίσης, μια δυνητικά άτακτη πράσινη μετάβαση θα αύξανε δραστικά τις τιμές της ενέργειας. Επιπλέον, η διεύρυνση των κοινωνικών ανισοτήτων θα μπορούσε να δημιουργήσει την ανάγκη για μεγαλύτερη αναδιανομή του εισοδήματος και στήριξη των μισθών μέσω θεσμικών και δημοσιονομικών μέτρων, αυξάνοντας το μέσο κόστος εργασίας και τις δημοσιονομικές μεταβιβάσεις. Τέλος, η αύξηση της ολιγοπωλιακής δύναμης ορισμένων μεγάλων επιχειρήσεων σε κλάδους εντάσεως κεφαλαίου, τεχνολογίας και καινοτομίας, ενδεχομένως θα οδηγούσε σε αύξηση τιμών σε ορισμένους κλάδους.

Αντίθετα, η επανεμφάνιση διαρθρωτικών παραγόντων που δρούσαν αποπληθωριστικά τις τελευταίες δεκαετίες πριν από την πανδημία θα περιόριζε τις πληθωριστικές πιέσεις. Τέτοιοι παράγοντες είναι η τεχνολογική πρόοδος,⁴ η αυτοματοποίηση και ο ψηφιακός μετασχηματισμός, που μειώνουν το σχετικό κόστος των κεφαλαιακών αγαθών, αυξάνουν την αποτελεσματικότητα και περιορίζουν το συνολικό κόστος παραγωγής, καθώς και δημογραφικοί παράγοντες⁵ όπως το μεταναστευτικό, οι οποίοι θα αύξαναν την προσφορά εργασίας. Η πιθανότητα κύματος εταιρικών πτωχεύσεων στη μεταπανδημική εποχή θα οδηγούσε σε δομικές αλλαγές από την πλευρά της προσφοράς, απώλειες θέσεων εργασίας, κλονισμό της εμπιστοσύνης, μείωση της ζήτησης και εν τέλει εξασθένηση του πληθωρισμού.

Προκλήσεις – διλήμματα για τη νομισματική πολιτική

1. Το δημόσιο και το ιδιωτικό χρέος συνεχίζουν να αυξάνονται παγκοσμίως φθάνοντας σε νέα ιστορικά υψηλά. Μολονότι η συσσώρευση υψηλού χρέους σε προηγούμενες κρίσεις (π.χ. μετά από πολέμους ή πανδημίες) δεν οδήγησε απαραίτητα σε επίμονο πληθωρισμό μεσοπρόθεσμα,⁶ μια πολύ μεγάλη αύξηση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ θα αύξανε το “φυσικό επιτόκιο” πλησίον ή και πάνω από το ρυθμό ανάπτυξης,⁷ προκαλώντας πληθωρισμό. Αρκετοί αναλυτές εκφράζουν ανησυχίες για πιθανή επικράτηση της δημοσιονομικής πολιτικής (fiscal dominance) στο οικονομικό γίγνεσθαι, ενδεχόμενο το οποίο θα δημιουργούσε πολιτικές πιέσεις στις κεντρικές τράπεζες για τη διατήρηση των χαμηλών επιτοκίων και της ποσοτικής χαλάρωσης για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, ώστε να μπορεί να αναχρηματοδοτηθεί και να εξυπηρετηθεί το χρέος, αλλά και να απομειωθεί μέσω υψηλού πληθωρισμού.

2. Ο πληθωρισμός ενδέχεται να υπερβεί το στόχο των κεντρικών τραπεζών στη φάση της οικονομικής ανάκαμψης από την πανδημία. Μολονότι η ενίσχυση του πληθωρισμού και η αύξηση των επιτοκίων ισορροπίας παραμένουν το ζητούμενο σε πολλές προηγμένες οικονομίες, μια υπερθέρμανση της οικονομικής δραστηριότητας και επίμονος πληθωρισμός σε επίπεδα πολύ υψηλότερα από τους στόχους των κεντρικών τραπεζών υπό φυσιολογικές συνθήκες θα ενεργοποιούσε συσταλτική νομισματική πολιτική. Δεδομένου του υψηλού και αυξανόμενου χρέους, η αύξηση του κόστους δανεισμού θα οδηγούσε πιθανώς σε χρηματοπιστωτική διαταραχή, κρίσεις δημόσιου χρέους και μεγάλο κύμα πτωχεύσεων στον ιδιωτικό τομέα. Μεγάλες κεντρικές τράπεζες όπως αυτές των ΗΠΑ, του Καναδά και του Ηνωμένου Βασιλείου έχουν δηλώσει την πρόθεσή τους να ανεχτούν μια προσωρινή αύξηση του πληθωρισμού πάνω από το στόχο του 2%. Η υιοθέτηση νέου πλαισίου νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ επικυρώνει την πρόθεση ανοχής υψηλότερου πληθωρισμού προκειμένου να προωθηθεί η ανάπτυξη, ενώ υπό εξέλιξη βρίσκεται η αναθεώρηση του πλαισίου νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Προς το παρόν η αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων φαίνεται ελεγχόμενη και οι πληθωριστικές προσδοκίες σε αρκετές περιπτώσεις, όπως στη ζώνη του ευρώ, σταθεροποιημένες.

3. Οι πληθωριστικές προσδοκίες ενδέχεται να αυξηθούν με ταχύτερο ρυθμό. Μεγάλη σημασία για τη σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών έχει η ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών και η διατήρηση της

4 Lv, L., Z. Liu, and Y. Xu (2019), “Technological progress, globalization and low-inflation: Evidence from the United States”, PLoS ONE 14(4).

5 Bobeica, E., C. Nickel, E. Lis and Y. Sun (2017), “Demographics and inflation”, ECB Working Paper No 2006.

6 Miles, D. and A. Scott, (2020), “Will inflation make a comeback after the crisis ends?”, VoxEU, 4.4.2021 και Daly, K. and R. Chankova (2021), “Inflation in the aftermath of wars and pandemics”, VoxEU, 15.4.2021.

7 Το εύρος των εκτιμήσεων στη βιβλιογραφία είναι ότι η αύξηση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ κατά μία ποσοστιαία μονάδα αυξάνει το φυσικό επιτόκιο κατά 2-4 μονάδες βάσης. Βλ. Blanchard, O. (2020), “High inflation is unlikely but not impossible in advanced economies”, Peterson Institute.

αξιοπιστίας του πλαισίου της νομισματικής πολιτικής. Οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να βρίσκονται σε εγρήγορση και να παρακολουθούν στενά τις εξελίξεις στον πληθωρισμό και τις πληθωριστικές προσδοκίες, ώστε να αποφύγουν το ενδεχόμενο απότομης αύξησης του κόστους δανεισμού στην πραγματική οικονομία, δρώντας είτε στο πλαίσιο των μη συμβατικών τους εργαλείων είτε με έγκαιρη και σαφή επικοινωνία των προθέσεών τους. Η παροχή διαβεβαιώσεων σχετικά με τη μελλοντική στάση της νομισματικής πολιτικής (forward guidance) έπαιξε καθοριστικό ρόλο κατά την πανδημία. Ενώ η πορεία των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων φαίνεται να είναι καλά κατανοητή στην παρούσα συγκυρία, υπάρχει αβεβαιότητα στις αγορές σχετικά με τις προοπτικές της ποσοτικής χαλάρωσης από τις κεντρικές τράπεζες και το περιθώριο ανεκτής υπέρβασης του πληθωρισμού από το στόχο,⁸ όπως εν μέρει υποδηλώνει η άνοδος του περιθωρίου διάρκειας (term premium) στα δεκαετή ομόλογα του Αμερικανικού Δημοσίου από το Φεβρουάριο του 2020. Είναι επομένως ζωτικής σημασίας ιδιαίτερα για την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, μόλις πλησιάσει η αρχή της διαδικασίας εξομάλυνσης της νομισματικής πολιτικής, να παρέχει σαφή επικοινωνία σχετικά με το ρυθμό των μελλοντικών αγορών τίτλων για την αποφυγή ανεπιθύμητης μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Μια καθυστέρηση προσαρμογής της νομισματικής πολιτικής σε τυχόν έντονες πληθωριστικές προσδοκίες θα καθιστούσε τις συνέπειες από τη μετέπειτα αναγκαία προσαρμογή ακόμα δυσχερέστερες.

4. Ο κατάλληλος χρόνος και ρυθμός απόσυρσης της νομισματικής στήριξης. Η ανάγκη για συνέχιση της δημοσιονομικής και νομισματικής στήριξης παραμένει μεγάλη τόσο για την επανεκκίνηση των οικονομιών όσο και την αποφυγή μόνιμων επιπτώσεων από την κρίση της πανδημίας στο δυνητικό προϊόν. Πρόσφατες μελέτες δείχνουν ότι ο δανεισμός μέσω μέτρων ποσοτικής χαλάρωσης στις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (“Main Street QE”) είναι σημαντικά πιο αποτελεσματικός σε μια πανδημία σε σύγκριση με το δανεισμό στις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (“Wall Street QE”), ώστε να αντιμετωπιστούν προβλήματα ρευστότητας και χρηματοδότησης. Μια πρόωρη αυστηροποίηση σε πιο περιοριστική κατεύθυνση των οικονομικών πολιτικών ενδεχομένως να εκτροχιάζε την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας. Συνεπώς, είναι αναγκαίο η αύξηση των επιτοκίων να συμβαδίζει με την επιτάχυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης. Στο πλαίσιο αυτό όμως, μια ταχύτερη οικονομική μεγέθυνση και αύξηση του πληθωρισμού στις ΗΠΑ ή άλλες προηγμένες οικονομίες, η οποία θα συνοδευόταν από αύξηση των επιτοκίων και απόσυρση της νομισματικής στήριξης από την κεντρική τράπεζα, θα είχε σημαντικά αποτελέσματα διάχυσης και θα ελλόχευε κινδύνους για την ανάπτυξη σε αναδυόμενες ή άλλες οικονομίες που δεν έχουν ακόμη σταθεροποιηθεί μετά την πανδημία.⁹ Υπό το πρίσμα αυτό, μικρές και ανοικτές οικονομίες με υψηλό χρέος και άλλες μακροοικονομικές ανισορροπίες θα πρέπει να θωρακιστούν και να περιορίσουν τον κίνδυνο που σχετίζεται με τη χώρα (και συνεπώς τη διαφορά επί του επιτοκίου δανεισμού τους), μέσω μεταρρυθμίσεων, μιας λελογισμένης μεσοπρόθεσμης δημοσιονομικής πολιτικής, αλλά και μιας συνολικής εξυγίανσης του ιδιωτικού χρέους, ώστε να ενισχυθεί η ανθεκτικότητα της οικονομίας σε εξωτερικούς κλυδωνισμούς.

Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας, η προσδοκώμενη αύξηση του πληθωρισμού, παρά τις επιμέρους διαφοροποιήσεις ανά οικονομία, είναι μικρή γενικά και εντοπίζεται κυρίως στο 2021. Μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα οι πληθωριστικές προσδοκίες παραπέμπουν σε άνοδο του πληθωρισμού, η έκταση της οποίας όμως περιβάλλεται από αβεβαιότητα και θα καθοριστεί από την εξέλιξη του παραγωγικού κενού, την αξιοπιστία των κεντρικών τραπεζών, το χρόνο και την ταχύτητα ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής και της απόσυρσης της δημοσιονομικής στήριξης, καθώς και από άλλους παράγοντες κόστους που σχετίζονται με τις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες, το διεθνές εμπόριο και το ενδεχόμενο μερικής αποδιεθνοποίησης της παραγωγής.

8 Goy, G., M. Hoogland and A. Petersen (2021), “The market-implied effects of the Biden stimulus and the Fed’s new policy framework”, VoxEU, 15.3.2021.

9 IMF (2021), “Shifting Gears: Monetary Policy Spillovers during the recovery from COVID-19”, *World Economic Outlook*, Απρίλιος.

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

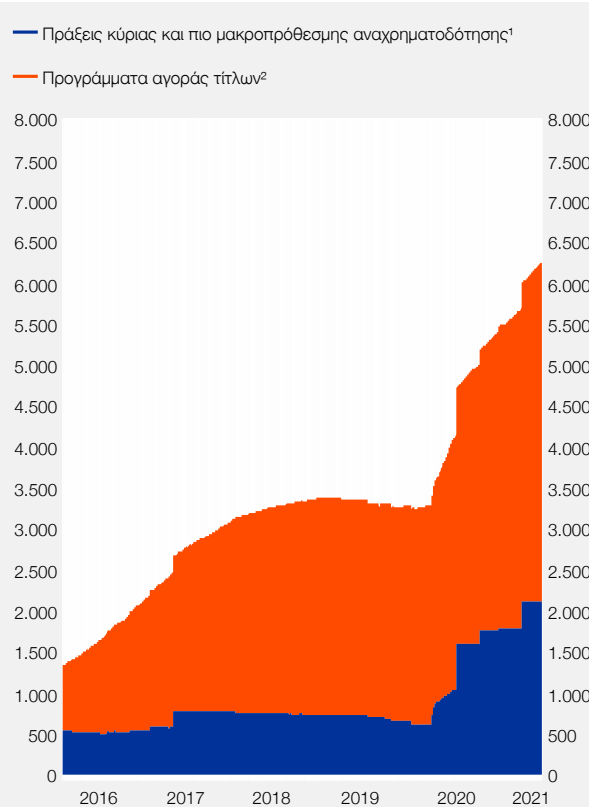
Προκειμένου να περιορίσει τις δεινές οικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας, το Ευρωσύστημα προχώρησε σε μεγάλης κλίμακος χαλάρωση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Δρομολόγησε νέο πρόγραμμα αγοράς τίτλων, διεύρυνε το σύνολο των αποδεκτών εξασφαλίσεων και βελτίωσε τους όρους διεξαγωγής των στοχευμένων πράξεων και των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, επιδιώκοντας να δημιουργηθούν πολύ ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης για όλους τους οικονομικούς φορείς σε όλα τα κράτη-μέλη της Νομισματικής Ένωσης (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.1). Η υπερβάλλουσα ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα ακολούθησε έντονα ανοδική τάση, ενώ οι δυσλειτουργίες που παρουσιάστηκαν αρχικά στην αγορά χρήματος σύντομα αποκλιμακώθηκαν. Τα νομισματικά μεγέθη κατέγραψαν επίσης έντονη επιτάχυνση, αντικατοπτρίζοντας τη δημιουργία αποθεμάτων ρευστότητας από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Το ΑΕΠ άρχισε να ανακάμπτει κατά το θέρος του 2020, αλλά η αναζωπύρωση της πανδημίας στα τέλη του 2020 και στις αρχές του 2021 προκάλεσε εκ νέου επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Σε συνέπεια με την εξέλιξη της συνολικής ζήτησης, ο ρυθμός πληθωρισμού επιβραδυνόταν κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2020, αλλά στις αρχές του 2021 αναθερμάνθηκε, σε μεγάλο βαθμό λόγω συγκυριακών παραγόντων, παράλληλα με αύξηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων. Υπό το φως αυτών των εξελίξεων, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εκτιμά ότι είναι αναγκαίο να συνεχιστεί η διασφάλιση πολύ ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης για την οικονομία της ζώνης του ευρώ και συνεπώς η πολύ διευκολυντική κατεύθυνση εκ μέρους της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ χαρακτήρισε την πανδημία ως μείζονα διαταραχή η οποία καθιστούσε σημαντικά δυσμενέστερες τις προοπτικές για το ΑΕΠ.

Διάγραμμα ΙΙΙ.1 Παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα (4 Ιανουαρίου 2016 - 10 Ιουνίου 2021)

(δισεκ. ευρώ, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

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

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

¹ Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 11 Ιουνίου 2021.

Εξαιτίας της υποχώρησης της συνολικής ζήτησης και της απότομης πτώσης της τιμής του αργού πετρελαίου, της επικράτησης χαλαρών συνθηκών στην αγορά εργασίας και της ανατίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, ο πληθωρισμός επιβραδύνθηκε επί πολλούς μήνες.

Από τις αρχές Μαρτίου 2020 και στη διάρκεια των επόμενων μηνών, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υιοθέτησε σειρά μέτρων, προκειμένου να δώσει την ευκαιρία σε όλους τους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, όπως επίσης και στα νοικοκυριά, τις επιχειρήσεις, τις τράπεζες και τις κυβερνήσεις, να επωφεληθούν από υποστηρικτικές συνθήκες χρηματοδότησης. Τα μέτρα αυτά περιλάμβαναν:

1. Επιπλέον αγορές τίτλων στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος λόγω της πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) και του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (Asset Purchase Programme, APP).
2. Διεξαγωγή πρόσθετων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (additional LTROs και PELTROs) και βελτιώσεις των όρων υπό τους οποίους διεξάγονται οι στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III).
3. Διεύρυνση του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων τα οποία αποδέχεται το Ευρωσύστημα ως εξασφαλίσεις και μείωση των περικοπών (haircut), καθώς και εποπτικά μέτρα.

Η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ έφθασε στο χαμηλότερο σημείο της τον Απρίλιο του 2020. Στα μέσα του 2020, διακρίνονταν πλέον ενδείξεις ότι με τη χαλάρωση των υγειονομικών μέτρων περιορισμού, την οποία επέτρεπε η επιτευχθείσα βελτίωση των υγειονομικών συνθηκών, θα επακολουθούσε ανάκαμψη του ΑΕΠ, δεδομένου ενός περιβάλλοντος που χαρακτηριζόταν από ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες χάρη στην ενιαία νομισματική πολιτική, αλλά και σε μέτρα (π.χ. κάλυψη πιστώσεων με εγγυήσεις) τα οποία είχαν θεσπίσει οι εθνικές κυβερνήσεις και οι ευρωπαϊκοί θεσμοί, από επεκτατική δημοσιονομική πολιτική και από αναθερμαινόμενη παγκόσμια οικονομία. Ωστόσο, η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ ανακόπηκε εκ νέου προς τα τέλη του 2020, όταν λόγω του πολλαπλασιασμού των κρουσμάτων κατέστη επιβεβλημένη η εκ νέου αυστηροποίηση των υγειονομικών μέτρων περιορισμού.

Όσον αφορά τον πληθωρισμό, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε ότι η επιβράδυνση η οποία αναμενόταν λόγω της πανδημίας θα ήταν μεγαλύτερη από ό,τι είχε εκτιμηθεί αρχικά, μεταξύ άλλων λόγω της εξασθένησης των μισθολογικών αυξήσεων η οποία είχε καταγραφεί και της ανατίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

Στις αρχές του 2021 άρχισε να διαφαίνεται ότι ο εμβολιασμός θα οδηγούσε στην υπέρβαση της υγειονομικής κρίσης. Ήταν ωστόσο σαφές ότι θα μεσολαβούσε ικανό χρονικό διάστημα μέχρι να επιτευχθεί ανοσία σε ευρεία κλίμακα, ενώ δεν θεωρούνταν απίθανα και μελλοντικά κύματα εμφάνισης κρουσμάτων και δη μεταλλάξεων του κορωνοϊού Sars-Cov-2.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ απέδωσε την ενίσχυση του ρυθμού πληθωρισμού, η οποία καταγράφηκε από τις αρχές του έτους, σε παροδικούς παράγοντες και στην ανάκαμψη των τιμών της ενέργειας. Οι υποκείμενες πληθωριστικές πιέσεις βέβαια αναμενόταν να ενδυναμωθούν κατά τι στη διάρκεια του 2021, δεδομένων περιορισμών στη συνολική προσφορά και της επερχόμενης αναθέρμανσης της εγχώριας ζήτησης.

Παράλληλα, στις αρχές του 2021 οι αποδόσεις στις αγορές τίτλων κατέγραψαν αυξήσεις και το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι έπρεπε να αποτραπεί τυχόν συνακόλουθη αυστηροποίηση των συνθηκών χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση.

Ως συνέπεια της πολιτικής του Ευρωσυστήματος, η υπερβάλλουσα ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα ακολούθησε ανοδική τάση μετά το Μάρτιο του 2020. Τα επιτόκια στην αγορά χρήματος

παρουσίασαν στις αρχές της κρίσης πρόσκαιρη άνοδο και αυξημένη μεταβλητότητα, σύντομα όμως αποκλιμακώθηκαν. Τα νομισματικά μεγέθη κατέγραψαν έντονη επιτάχυνση στη διάρκεια του 2020, καθώς επηρεάστηκαν από τα εκτεταμένα μέτρα πολιτικής που ελήφθησαν και τη δημιουργία αποθεμάτων ρευστότητας από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Οι εκτεταμένες αγορές κρατικών τίτλων από το Ευρωσύστημα συνέβαλαν ώστε, από τα τέλη του 2020 και μετά, η χρηματοδότηση της γενικής κυβέρνησης από τα νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (NXI) να καταστεί πλέον η κύρια πηγή δημιουργίας χρήματος στη ζώνη του ευρώ. Ο τραπεζικός δανεισμός των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σημείωσε απότομη επιτάχυνση τους πρώτους μήνες της πανδημίας, αλλά στις αρχές του τρέχοντος έτους η άνοδος αυτή περιορίστηκε αισθητά. Αντίθετα, ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά υποχώρησε μεταξύ Μαρτίου και Απριλίου του 2020, αλλά στη συνέχεια σταδιακά ανέκαμψε, κυρίως λόγω της γρήγορης ανάκαμψης των στεγαστικών δανείων.

2 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Στις αρχές του 2020, όταν η πανδημία άρχισε να εξαπλώνεται στην Ευρώπη, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε την παγκόσμια αναστάτωση των εφοδιαστικών αλυσίδων, η οποία παρακώλυε την παραγωγή στο μεταποιητικό κλάδο. Από την άλλη πλευρά, η εφαρμογή των επιβεβλημένων υγειονομικών μέτρων επίσης επηρέασε εντόνως αρνητικά τη συνολική προσφορά, αλλά και την εγχώρια και την εξωτερική ζήτηση προϊόντων της ζώνης του ευρώ.

Καθώς καταγραφόταν απότομη πτώση της τιμής του αργού πετρελαίου, το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε ότι ο ρυθμός πληθωρισμού θα επιβραδυνόταν. Εξάλλου, η έντονη υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας αναμενόταν να οδηγήσει σε περιστολή του υποκείμενου πληθωρισμού (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.2). Θεωρήθηκε ωστόσο πιθανόν ότι η μείωση της προσφοράς θα ασκούσε κάποια στιγμή αντίρροπη ανοδική πίεση στις τιμές.

Προς αντιμετώπιση της μείζονος διαταραχής που αντιπροσώπευε η πανδημία για το οικονομικό σύστημα, το Μάρτιο του 2020 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ξεκίνησε να υιοθετεί μια προοδευτικά διευρυνόμενη δέσμη μέτρων, η οποία μέχρι το τέλος του έτους είχε περιλάβει:

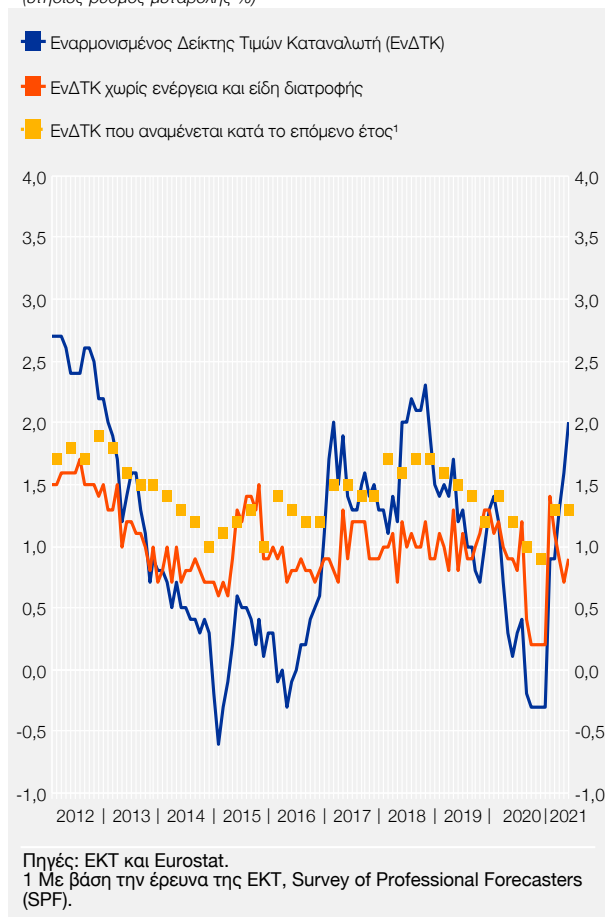
1. Επιπλέον αγορές τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος APP συνολικού ύψους 120 δισεκ. ευρώ μέχρι το τέλος του 2020.

2. Διεξαγωγή 13 πρόσθετων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (additional LTROs) την περίοδο Μαρτίου-Ιουνίου 2020 με ευνοϊκότερο επιτόκιο από ό,τι οι προηγουμένως τελούμενες πράξεις LTRO.

3. Σημαντικές μειώσεις του κόστους και αυξήσεις του επιτρεπόμενου όγκου της χρηματοδότησης προς άντληση μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης

Διάγραμμα ΙΙΙ.2 Πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2012 - Μάιος 2021)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



(TLTRO-III). Επίσης, διεύρυνση των δυνατοτήτων πρόωρης αποπληρωμής της εν λόγω χρηματοδότησης. Οι προσαρμογές αυτές αποφασίστηκαν τον Μάρτιο, τον Απρίλιο και το Δεκέμβριο του 2020.

4. Σε συντονισμό με άλλες κεντρικές τράπεζες ανακοινώθηκαν τον Μάρτιο του 2020 βελτιώσεις των όρων για τη χορήγηση ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ προς αντισυμβαλλομένους (εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες) που εδρεύουν στη ζώνη του ευρώ.

5. Διεξαγωγή νέου προγράμματος αγοράς τίτλων με σημαντικό μέγεθος, του PEPP. Μάλιστα λήφθηκαν αλληπάλληλες αποφάσεις για αύξηση του επιτρεπόμενου συνολικού ύψους αγορών στο πλαίσιο αυτού του προγράμματος, από αρχικά 750 δισεκ. ευρώ (Μάρτιος 2020) σε 1.350 δισεκ. ευρώ (Ιούνιος 2020) και 1.850 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο, οπότε παρατάθηκε και η διάρκεια του προγράμματος μέχρι το τέλος του α΄ τριμήνου του 2022 τουλάχιστον. Πριν από την έναρξη του PEPP χορηγήθηκε παρέκκλιση (waiver) από τις απαιτήσεις ελάχιστης πιστοληπτικής διαβάθμισης σε σχέση με τους τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου, ώστε οι τίτλοι αυτοί να καταστούν επιλέξιμοι για αγορά από το Ευρωσύστημα. Ακολουθώντας, οι τίτλοι αυτοί χαρακτηρίστηκαν επιλέξιμοι επιπρόσθετα και ως εξασφαλίσεις στις διάφορες πράξεις οι οποίες διενεργούνται από το Ευρωσύστημα για την αναχρηματοδότηση των αντισυμβαλλομένων του. Τέλος, ανακοινώθηκε ότι θα ακολουθηθεί (τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2023) πολιτική εξ ολοκλήρου επανεπένδυσης του προϊόντος της λήξης των τίτλων που θα αποκτηθούν μέσω του PEPP.

6. Εμπλουτισμό από τα μέσα Μαρτίου του 2020 και εξής της ποικιλίας των περιουσιακών στοιχείων τα οποία αποδέχεται το Ευρωσύστημα ως εξασφαλίσεις και μείωση των περικοπών (haircut) που εφαρμόζονται στις αποτιμήσεις αυτών των στοιχείων.

7. Ομοίως, τον Απρίλιο του 2020 εισήχθησαν ρυθμίσεις ώστε να περιοριστεί η επίπτωση στη διαθεσιμότητα εξασφάλισαν εξαιτίας των υποβαθμίσεων του αξιόχρεου των εκδοτών τίτλων ή της πιστοληπτικής διαβάθμισης μεμονωμένων σειρών χρεογράφων τις οποίες επέφερε η πανδημία.

8. Διεξαγωγή νέας έκτακτης σειράς μη στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με ευνοϊκό επιτόκιο και κατά προσέγγιση μηνιαία συχνότητα (PELTRO). Οι πράξεις αυτές δρομολογήθηκαν τον Απρίλιο του 2020, ενώ το Δεκέμβριο αποφασίστηκε η διεξαγωγή 4 περαιτέρω πράξεων σε αυτή τη σειρά κατά τη διάρκεια του 2021.

9. Εγκαθίδρυση, τον Ιούνιο του 2020, διευκόλυνσης παροχής ρευστότητας σε ευρώ προς κεντρικές τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ (EUREP).

10. Συνέχιση της διενέργειας των τακτικών πράξεων αναχρηματοδότησης MRO και LTRO για όσο χρόνο φαίνεται αναγκαίο μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου χωρίς ποσοτικό περιορισμό στο ύψος της ρευστότητας προς χορήγηση.

11. Το Εποπτικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, το οποίο είναι αρμόδιο για την τραπεζική εποπτεία στη ζώνη του ευρώ, επέτρεψε (από το Μάρτιο του 2020 και εξής) στις τράπεζες να λειτουργούν με μειωμένη κεφαλαιακή βάση και διευκόλυνε τις υπόχρεες τράπεζες να εκπληρώσουν τις εναπομείνουσες κεφαλαιακές απαιτήσεις με χρήση κεφαλαίων υποδεέστερης ποιότητας. Τέλος, το Σεπτέμβριο του 2020 η ΕΚΤ επέτρεψε στις τράπεζες επί των οποίων ασκεί απευθείας εποπτεία να μην περιλαμβάνουν στον υπολογισμό του δείκτη μόχλευσης σημαντικό μέρος από τις καταθέσεις τις οποίες τηρούν στις εθνικές κεντρικές τράπεζες όπως επίσης και τα μετρητά στο ταμείο τους.²

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

Επιδίωξη της δέσμης μέτρων που επέλεξε το Ευρωσύστημα ήταν να παρασχεθεί άφθονη ώθηση στην οικονομία της Νομισματικής Ένωσης, να προστατευθεί η πρόσβαση των οικονομικών μονάδων στις πηγές χρηματοδότησης, καθώς η πρόσβαση αυτή βοήθησε να απορροφηθούν οι κραδασμοί λόγω της πανδημίας, και τέλος να προασπιστεί η ομαλή μετάδοση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής σε όλα τα κράτη-μέλη. Οι κατάλληλες συνθήκες χρηματοδότησης θα συνέβαλλαν σε εξουδετέρωση της μειωτικής επίδρασης της πανδημίας στην αναμενόμενη πορεία των τιμών, ώστε ο πληθωρισμός επιταχυνόμενος να προσεγγίσει τα επίπεδα που θεωρούνται επιθυμητά από το Ευρωσύστημα (πληθωρισμός λίγο κάτω του 2% μεσοπρόθεσμα).

Στα μέσα του 2020 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι οι απώλειες θέσεων εργασίας, ο περιορισμός των εισοδημάτων και η όξυνση της αβεβαιότητας επέφεραν καθίζηση των καταναλωτικών και επενδυτικών δαπανών. Παρά ταύτα είχαν αρχίσει να παρουσιάζονται ενδείξεις ότι με τη δρομολογηθείσα χαλάρωση των υγειονομικών μέτρων περιορισμού, θα αναχαιτιζόταν η πτωτική πορεία της οικονομικής δραστηριότητας. Επεκτατική επίδραση ασκούσαν, εκτός από τις ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες χάρη στην ενιαία νομισματική πολιτική, αλλά και σε μέτρα (π.χ. κάλυψη πιστώσεων με εγγυήσεις) τα οποία είχαν υιοθετήσει οι εθνικές κυβερνήσεις και οι ευρωπαϊκοί θεσμοί, η δημοσιονομική πολιτική και η τότε παρατηρούμενη επανεκκίνηση της παγκόσμιας οικονομίας.

Το Διοικητικό Συμβούλιο επανέλαβε ότι οι δείκτες πληθωριστικών προσδοκιών που υπολογίζονται με βάση εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές είχαν σταθεροποιηθεί σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Ομοίως μειωμένοι ήταν και οι δείκτες που καταρτίζονται με βάση έρευνες πεδίου, ιδίως αυτοί που αφορούν βραχυπρόθεσμους και μεσοπρόθεσμους ορίζοντες.

Λίγο μετά τα μέσα του 2020 διαπιστώθηκε ότι η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ είχε φθάσει το ελάχιστο κατά τον Απρίλιο. Κατόπιν, το Μάιο και τον Ιούνιο 2020, είχε σημειωθεί αύξηση της παραγωγής. Η ανάκαμψη ωστόσο δεν ήταν ομοιόμορφη μεταξύ των τομέων της οικονομικής δραστηριότητας ή των κρατών-μελών.

Μετά από μερικούς μήνες, προς τα τέλη του 2020, έλαβε χώρα αναζωπύρωση της πανδημίας και το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε ότι η αναγκαία αυστηροποίηση των περιοριστικών υγειονομικών μέτρων θα επηρέαζε αρνητικά την οικονομική ανάπτυξη. Αν και οι προοπτικές για την ολοκλήρωση της παραγωγής και της διανομής των εμβολίων διακρίνονταν ήδη από τότε ευνοϊκές, η πανδημία εξακολουθούσε να δημιουργεί σημαντικούς κινδύνους για τις οικονομικές εξελίξεις. Το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι, ενώ η ανάκαμψη του μεταποιητικού τομέα συνεχιζόταν, η δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών είχε υποχωρήσει αισθητά. Οι περιορισμοί που επιβάλλονταν εκ νέου στην κινητικότητα του πληθυσμού και τις εν γένει κοινωνικές αλληλεπιδράσεις επηρέαζαν αρνητικότερα την παραγωγή του τριτογενούς τομέα σε σύγκριση με τη βιομηχανία.

Όσον αφορά τον πληθωρισμό, το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι οι επιπτώσεις της πανδημίας αποδεικνύονταν σοβαρότερες από ό,τι είχε εκτιμηθεί αρχικά, μεταξύ άλλων λόγω του περιορισμού των μισθολογικών αυξήσεων, όπως και της ανατίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, κατά συνέπεια η εξασθένιση του πληθωρισμού θα ήταν περισσότερο επίμονη.

Στις 21 Ιανουαρίου 2021 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εξέφρασε την πεποίθησή του ότι ο εμβολιασμός θα συντελέσει στην υπέρβαση της υγειονομικής κρίσης σταδιακά. Τόνισε όμως ότι θα χρειαστεί χρόνος μέχρι να εξασφαλιστεί ανοσία σε ευρεία κλίμακα και ότι δεν θεωρούσε δυνατόν να αποκλειστούν μελλοντικά κύματα αναζωπυρώσεων των κρουσμάτων.

Στις 11 Μαρτίου 2021 το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε πάντως ότι αναμενόταν να βελτιωθεί η κατάσταση της οικονομίας στη ζώνη του ευρώ το 2021. Η πρόοδος με τα εμβολιαστικά προγράμματα θα άνοιγε το δρόμο για την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς θα

επέτρεπε τη σταδιακή κατάργηση των υγειονομικών μέτρων περιορισμού. Βεβαίως οι εξελίξεις στο εγγύς μέλλον υπόκεινται σε αβεβαιότητα, καθώς εξαρτώνταν τόσο από τη δυναμική της πανδημίας όσο και από την ταχύτητα υλοποίησης των εθνικών προγραμμάτων εμβολιασμού. Η αναθέρμανση της παγκόσμιας ζήτησης και τα πρόσθετα δημοσιονομικά μέτρα που υιοθετήθηκαν επιδρούσαν ευνοϊκά στην οικονομική δραστηριότητα στη Νομισματική Ένωση. Από την άλλη πλευρά, η εξάπλωση της πανδημίας που συνεχιζόταν στις αρχές του έτους, η διάδοση μεταλλάξεων του κορωνοϊού Sars-Cov-2 και η συνακόλουθη αυστηροποίηση των υγειονομικών μέτρων ενεργούσαν ως προσκόματα για την αύξηση του ΑΕΠ βραχυπρόθεσμα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σημείωσε το γεγονός ότι οι αποδόσεις στις αγορές τίτλων ακολούθησαν αυξητική πορεία από τις αρχές του 2021 και με αυτή την ευκαιρία εξήγησε ότι οι συνθήκες χρηματοδότησης περιγράφονται από ποικίλους και πολύπλευρους δείκτες οι οποίοι σχετίζονται με τα επιμέρους στάδια της διαδικασίας μετάδοσης των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής και περιλαμβάνουν επιτόκια χωρίς κίνδυνο και αποδόσεις κρατικών και εμπορικών ομολόγων, καθώς και τους όρους υπό τους οποίους χορηγούν πιστώσεις οι τράπεζες. Εάν οι αυξήσεις στις αποδόσεις δεν συγκρατούνταν αλλά αντίθετα λάμβαναν σημαντική έκταση και αποδεικνύονταν επίμονες, υπήρχε κίνδυνος να αυστηροποιηθούν προώρως οι συνθήκες χρηματοδότησης σε όλη την οικονομία. Το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι έπρεπε να αποσοβηθεί η αυστηροποίηση και προς αυτή την κατεύθυνση επιβεβαίωσε ότι θα εξακολουθούσαν να εφαρμόζονται τα μέτρα νομισματικής πολιτικής που είχαν αποφασιστεί σε προηγούμενες συνεδριάσεις. Επιπλέον διευκρίνισε ότι οι αγορές τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος PEPP θα επιταχύνονταν σημαντικά κατά τη διάρκεια του β' τριμήνου του 2021 σε σύγκριση με τις αρχές του έτους.

Στις 10 Ιουνίου 2021 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι, σύμφωνα με τους δείκτες ερευνών, πρέπει να αναμένεται ισχυρή ανάπτυξη στον τομέα των υπηρεσιών καθώς μειώνονται τα κρούσματα. Η παραγωγή στη μεταποίηση διατηρείται σε υψηλά επίπεδα, υποστηριζόμενη από τη διεθνή ζήτηση, αν και παρατηρούνται ελλείψεις που παρακωλύουν την ολοκλήρωση της παραγωγικής διαδικασίας σε ορισμένες βιομηχανίες. Με βάση τους δείκτες καταναλωτικής εμπιστοσύνης αναμένεται ισχυρή ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης στο εγγύς μέλλον. Τέλος οι επιχειρηματικές επενδύσεις παρουσιάζουν ανθεκτικότητα. Κατά συνέπεια το Διοικητικό Συμβούλιο προβλέπει σημαντική επιτάχυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης κατά το β' εξάμηνο του 2021, καθώς τα υγειονομικά μέτρα περιορισμού θα αίρονται δεδομένης της προόδου που έχουν σημειώσει οι εκστρατείες εμβολιασμού στα κράτη-μέλη.

Όσον αφορά τον καταγραφόμενο πληθωρισμό, η πρόσφατη επιτάχυνση στο 2% τον περασμένο Μάιο αποδίδεται (παρομοίως με τις επιταχύνσεις που καταγράφηκαν κατά τους προηγούμενους μήνες) κυρίως στην άνοδο των τιμών της ενέργειας και κατά δεύτερο λόγο σε μια ελαφρά ενδυνάμωση του ρυθμού πληθωρισμού των τιμών των βιομηχανικών προϊόντων (πλην της ενέργειας). Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αναμένει περαιτέρω επιτάχυνση του πληθωρισμού προς τα τέλη του έτους λόγω της αντιστροφής της προσωρινής μείωσης των εμμέσων φόρων στη Γερμανία. Ο πληθωρισμός αναμένεται να αποκλιμακωθεί ξανά στις αρχές του 2022 καθώς οι παροδικοί παράγοντες που τον επηρεάζουν θα παύσουν να επιδρούν και η αυξητική πορεία των διεθνών τιμών θα αμβλύνεται. Σχετικά, οι πλέον πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος που υποβλήθηκαν στο Διοικητικό Συμβούλιο τον Ιούνιο του 2021 δείχνουν ρυθμό καταγραφόμενου πληθωρισμού 1,9% κατά μέσον όρο το 2021, 1,5% το 2022 και 1,4% το 2023. Συμπερασματικά ο καταγραφόμενος πληθωρισμός αναμένεται να διατηρηθεί κάτω από τα επιδιωκόμενα από το Ευρωσύστημα επίπεδα κατά τη διάρκεια του ορίζοντα των προβολών.

Όσον αφορά τον υποκείμενο πληθωρισμό, το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει κάποια επίταση των ανοδικών πιέσεων κατά το 2021, καθώς παρατηρούνται περιορισμοί της προσφοράς ενώ ταυτόχρονα ανακάμπτει η εγχώρια ζήτηση. Πάντως οι πιέσεις θα παραμείνουν μάλλον υποτονικές αφενός λόγω της συγκράτησης των μισθολογικών διεκδικήσεων επειδή οι συνθήκες στις

αγορές εργασίας είναι χαλαρές και αφετέρου λόγω της ανατίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

Όταν θα παρέλθει η πανδημία και το παραγωγικό κενό θα κατευθύνεται από τα παρόντα αρνητικά επίπεδα εγγύτερα προς το σημείο ισορροπίας με τη στήριξη της διευκολυντικής νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής θα επιτευχθεί επιτάχυνση του υποκείμενου πληθωρισμού. Οι προαναφερθείσες μακροοικονομικές προβολές εκτιμούν τον πυρήνα του πληθωρισμού (δηλ. τον ρυθμό αύξησης του επιπέδου των τιμών εξαιρουμένων των τιμών των τροφίμων και της ενέργειας) σε 1,1% το 2021, 1,3% το 2022 και 1,4% το 2023.

Τα μέτρα νομισματικής πολιτικής που είναι πιθανόν να ληφθούν στο μέλλον περιγράφονται με τις καθοδηγητικές ενδείξεις (forward guidance) τις οποίες παρέχει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Συνοπτικά, οι ενδείξεις περιέλαβαν κατά τη διάρκεια του 2020 και μέχρι στιγμής το 2021 ότι (1) τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος θα παραμείνουν κατ' αρχήν σταθερά χωρίς να αποκλείονται περαιτέρω μειώσεις, (2) οι αγορές τίτλων σε καθαρή βάση στο πλαίσιο του APP θα μηδενιστούν λίγο πριν το Ευρωσύστημα προβεί σε αύξηση επιτοκίων, (3) η πολιτική επανεπένδυσης του προϊόντος της εξόφλησης χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος τα οποία έχουν αποκτηθεί μέσω του προγράμματος APP θα συνεχιστεί και μετά το χρονικό σημείο οπότε θα αρχίσουν τα βασικά επιτόκια να αυξάνονται. Παρομοίως, (4) το προϊόν της εξόφλησης των τίτλων οι οποίοι αποκτώνται μέσω του REPP θα επανεπενδύεται σε τίτλους τουλάχιστον μέχρι τα τέλη του έτους 2023 (όπως καθορίστηκε το Δεκέμβριο του 2020), ενώ (5) η προσοδευτική συρρίκνωση του εν λόγω χαρτοφυλακίου, η οποία αναμένεται να λάβει χώρα ενδεχομένως μετά τα τέλη του 2023, θα πραγματοποιηθεί κατά τρόπο ώστε να μη διαταραχθεί η διατήρηση κατάλληλης κατεύθυνσης εκ μέρους της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Τέλος βρίσκεται σε εξέλιξη η διαδικασία αναθεώρησης της στρατηγικής της ΕΚΤ, ως μέρος της οποίας εξετάζεται, μεταξύ άλλων, ο ρόλος της κλιματικής αλλαγής στο αναθεωρημένο πλαίσιο νομισματικής πολιτικής (βλ. Πλαίσιο ΙΙΙ.1).

Πλαίσιο ΙΙΙ.1

ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΗΣ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗΣ ΑΛΛΑΓΗΣ ΣΤΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Στις 4 Φεβρουαρίου 2021 το Ευρωσύστημα ανακοίνωσε την υιοθέτηση κοινής στάσης¹ από τα μέλη του, δηλ. την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) της ζώνης του ευρώ, ως προς την εφαρμογή αρχών βιώσιμων και υπεύθυνων επενδύσεων στη διαχείριση των χαρτοφυλακίων τους που δεν σχετίζονται με τη νομισματική πολιτική.² Στόχος της κοινής στάσης είναι ο μετριασμός του περιβαλλοντικού αποτυπώματος των ΕθνΚΤ μέσω και της αύξησης του μεριδίου των πράσινων τίτλων που διακρατούνται στα εν λόγω χαρτοφυλάκια. Αναγνωρίζοντας ότι κάθε ΕθνΚΤ έχει την ευθύνη της διαχείρισης των μη σχετιζόμενων με τη νομισματική πολιτική χαρτοφυλακίων της, η κοινή στάση έχει ως στόχο να προωθήσει την εναρμόνιση της προσπάθειας των κεντρικών τραπεζών για την καλύτερη κατανόηση και ακριβέστερη αποτίμηση των κλιματικών κινδύνων που ενσωματώνονται στους ισολογισμούς τους. Η προσέγγιση αυτή μπορεί να ευαισθητοποιήσει και άλλους επενδυτές και να αποτελέσει παράδειγμα προς μίμηση. Ταυτόχρονα, αποδυναμώνονται κίνδυνοι φήμης τους οποίους θα συνεπαγόταν μια πιθανή αποφυγή ενσωμάτωσης περιβαλλοντικών παραμέτρων στα συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια των κεντρικών τραπεζών.

1 https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210204_1~a720bc4f03.en.html.

2 Οι ΕθνΚΤ διακρατούν χρηματοοικονομικά στοιχεία, κυρίως κρατικά ομόλογα και καλυμμένες ομολογίες σε ευρώ, για σκοπούς που δεν σχετίζονται με την ενιαία νομισματική πολιτική. Η διαχείρισή τους γίνεται για γενικούς επενδυτικούς σκοπούς, δηλαδή με στόχο την επίτευξη αποδόσεων, με την επιφύλαξη των ορίων που επιβάλλονται ως προς τον κίνδυνο. Διασφαλίζεται έτσι η οικονομική ανεξαρτησία των ΕθνΚΤ, καθώς διακρατείται ένα αποθεματικό για την κάλυψη πιθανών ζημιών.

Με αυτή την πρωτοβουλία, το Ευρωσύστημα συμμετέχει στην επίτευξη των στόχων της ΕΕ για το κλίμα και στηρίζει την προσπάθεια των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ για ομαλή μετάβαση σε μια οικονομία φιλικότερη προς το περιβάλλον, με χαμηλές εκπομπές άνθρακα.³

Η κοινή στάση προβλέπει ότι το Ευρωσύστημα θα ξεκινήσει εντός της επόμενης διετίας τη διαδικασία δημοσιοποίησης σε ετήσια βάση στοιχείων σχετικών με το κλιματικό αποτύπωμα συγκεκριμένων τύπων επενδυτικών χαρτοφυλακίων και των μεθόδων μέτρησής του, αξιοποιώντας τις συστάσεις της ομάδας εργασίας Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD).⁴ Προβλέπεται επίσης η δημοσίευση εκθέσεων από κάθε ΕθνΚΤ σχετικά με την ακολουθούμενη επενδυτική στρατηγική και τους περιβαλλοντικούς στόχους της.

Λόγω της αυξανόμενης σημασίας που αποδίδει στην κλιματική αλλαγή και προκειμένου να ενισχύσει τις προσπάθειές της για να συμβάλει – ενεργώντας εντός των ορίων του καταστατικού της – στη μετάβαση προς μία πιο πράσινη οικονομία στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ αποφάσισε επίσης τη δημιουργία ενός νέου “Κέντρου για την Κλιματική Αλλαγή”⁵ από τις αρχές του 2021.⁶ Το κέντρο θα διαμορφώσει και θα καθοδηγήσει τις δράσεις της ΕΚΤ σε πέντε κύριες κατευθύνσεις: (α) χρηματοπιστωτική σταθερότητα και προληπτική εποπτεία, (β) μακροοικονομική ανάλυση και νομισματική πολιτική, (γ) πράξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές και διαχείριση κινδύνων, (δ) ευρωπαϊκή πολιτική και θεσμικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού συστήματος και (ε) εταιρική βιωσιμότητα.

Κατά την επανεξέταση της στρατηγικής για τη νομισματική πολιτική που είναι σε εξέλιξη, το Ευρωσύστημα βρίσκεται σε διαδικασία αξιολόγησης, μεταξύ άλλων θεμάτων, του πιθανού ρόλου που μπορεί να διαδραματίσει – ενεργώντας στο πλαίσιο της εντολής του, δηλ. της διασφάλισης της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ – στην αντιμετώπιση των κινδύνων της κλιματικής αλλαγής. Η κλιματική αλλαγή μπορεί να επηρεάσει την οικονομία μέσω ακραίων καιρικών φαινομένων, αλλά και αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με τη μετάβαση σε μια οικονομία χαμηλών εκπομπών άνθρακα. Οι επιπτώσεις τόσο της κλιματικής αλλαγής όσο και της πολιτικής για το κλίμα ενδέχεται να επηρεάσουν την εξέλιξη των τιμών. Είναι σημαντικό οι παράγοντες αυτοί να λαμβάνονται υπόψη από το Ευρωσύστημα προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι πιθανοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών εντοπίζονται εγκαίρως. Ως ένα πρώτο βήμα, το Ευρωσύστημα έχει ήδη ξεκινήσει εργασίες για την ενσωμάτωση των κλιματικών κινδύνων στα μακροοικονομικά υποδείγματα και τα εργαλεία προβλέψεων, ενώ μελετά τις πιθανές μακροοικονομικές συνέπειες για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής υπό συνθήκες ιδιαίτερα έντονων και ευμετάβλητων μακροοικονομικών διαταραχών ως απόρροια της κλιματικής αλλαγής. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σκοπεύει να ολοκληρώσει την επανεξέταση της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής το δεύτερο εξάμηνο του 2021, οπότε και θα διευκρινιστεί περαιτέρω ο ρόλος των κινδύνων που συνδέονται με την κλιματική αλλαγή στο αναθεωρημένο πλαίσιο νομισματικής πολιτικής.

Από την πλευρά της, η Τράπεζα της Ελλάδος, στο πλαίσιο των πρωτοβουλιών του Ευρωσυστήματος για την υιοθέτηση βιώσιμων και υπεύθυνων πρακτικών για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής, ήδη επενδύει σε πράσινα ομόλογα που έχουν εκδοθεί από κράτη και υπερεθνικούς οργανισμούς στο πλαίσιο της διαχείρισης του επενδυτικού της χαρτοφυλακίου. Εντός του 2021 αναμένεται να επενδύσει σε προϊόντα όπως χρεόγραφα που εκδίδονται από το επενδυτικό ταμείο πράσινων ομολόγων σε ευρώ για τις κεντρικές τράπεζες της Τράπεζας Διε-

3 Οι πρώτες πρωτοβουλίες με στόχο τη δράση για το κλίμα στο πλαίσιο της Πράσινης Συμφωνίας περιλαμβάνουν: τον ευρωπαϊκό νόμο για το κλίμα, με τον οποίο κατοχυρώνεται στο δίκαιο της ΕΕ ο στόχος της κλιματικής ουδετερότητας έως το 2050, το ευρωπαϊκό σύμφωνο για το κλίμα, το οποίο αποσκοπεί να κινητοποιήσει τους πολίτες και την κοινωνία στο σύνολό της στη δράση για το κλίμα, το σχέδιο κλιματικών στόχων για το 2030, με στόχο να μειωθούν περαιτέρω οι καθαρές εκπομπές αερίων θερμοκηπίου κατά τουλάχιστον 55% έως το 2030 και μια νέα στρατηγική της ΕΕ για την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή, για να γίνει η Ευρώπη μια κοινωνία ανθεκτική στην κλιματική αλλαγή έως το 2050 (https://ec.europa.eu/clima/policies/eu-climate-action_el).

4 Η TCFD, η οποία δημιουργήθηκε από το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Board), εξέδωσε το 2017 συστάσεις για την αναφορά, σε εθελοντική βάση, κινδύνων που σχετίζονται με το κλίμα και το περιβάλλον. Οι συστάσεις απευθύνονται σε εταιρίες και άλλους οργανισμούς και στοχεύουν στην επίτευξη συγκρισιμότητας και συνοχής των χρηματοοικονομικών πληροφοριών που σχετίζονται με το κλίμα (<https://www.fsb-tcfd.org/publications>).

5 https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210125_1~3fc4ebb4c6.el.html.

6 Στις 15.6.2021 η Τράπεζα της Ελλάδος ανακοίνωσε τη δημιουργία Κέντρου Κλιματικής Αλλαγής και Βιωσιμότητας.

θνών Διακανονισμών (Green BISIP). Σε ευθυγράμμιση με την ανακοινωθείσα το Φεβρουάριο κοινή στάση του Ευρωσυστήματος η Τράπεζα της Ελλάδος σκοπεύει, μέσα στην επόμενη διετία, να σχεδιάσει και να υλοποιήσει μια ολοκληρωμένη επενδυτική στρατηγική για τα μη σχετιζόμενα με τη νομισματική πολιτική χαρτοφυλάκιά της, με στόχο μεταξύ άλλων την αύξηση του ποσοστού των πράσινων επενδύσεων και την εισαγωγή νέων πράσινων επενδυτικών εργαλείων. Η Τράπεζα της Ελλάδος προσβλέπει σε σημαντική διεύρυνση του μεριδίου πράσινων χρεογράφων στον ισολογισμό της τα επόμενα χρόνια.

Η Τράπεζα της Ελλάδος παρακολουθεί συστηματικά τις εξελίξεις και τις διεθνείς πρακτικές στον τομέα αυτό, συμμετέχοντας ενεργά στο Δίκτυο για ένα Πράσινο Χρηματοοικονομικό Σύστημα (Network for Greening the Financial System – NGFS) των κεντρικών τραπεζών και των εποπτικών αρχών, το οποίο έχει δημοσιεύσει μεταξύ άλλων συστάσεις για τη διαχείριση των ιδίων διαθέσιμων από τις κεντρικές τράπεζες. Παράλληλα, συμμετέχει σε ομάδες εργασίας της BIS που ασχολούνται με τη δημιουργία και περαιτέρω εξέλιξη πράσινων επενδυτικών προϊόντων, καθώς και μεθόδων που θα βελτιώσουν την αξιολόγηση και τη μέτρηση του περιβαλλοντικού αποτυπώματος των επενδύσεων.

3 Η ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Κατά μέσο όρο το 2020 και μέχρι τις αρχές Ιουνίου του 2021, το Ευρωσύστημα παρείχε ρευστότητα προς το τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ ύψους 4.790 δισεκ. ευρώ έναντι 3.260 ευρώ το 2019. Ο κύριος όγκος της ρευστότητας χορηγήθηκε μετά την εκδήλωση της πανδημικής κρίσης, δηλ. από το Μάρτιο του 2020 και εξής (4.995 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο), ενώ μεταξύ 2019 και α΄ διμήνου 2020 η παροχή ρευστότητας είχε σημειώσει ελαφρά υποχώρηση (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.3).

Ειδικότερα, το μερίδιο των προγραμμάτων αγοράς τίτλων (PEPP και APP) στη συνολική ρευστότητα που χορηγήθηκε προς τους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος διαμορφώθηκε σε 69% κατά μέσο όρο την περίοδο Μαρτίου 2020-αρχών Ιουνίου 2021 συγκριτικά με 79% την περίοδο Ιανουαρίου 2019-Φεβρουαρίου 2020, ενώ το εναπομένον μερίδιο που αντλήθηκε μέσω των πράξεων αναχρηματοδότησης (TLTRO, PELTRO, LTRO και MRO) ανήλθε σε 31%, έναντι 21% προηγουμένως. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στον πολύ υψηλό όγκο ρευστότητας που χορηγήθηκε μέσω των πράξεων TLTRO-III, ιδίως εκείνης του Ιουνίου 2020, και ο οποίος στα τέλη Μαρτίου 2021 ανερχόταν σε 2,1 τρισεκ. ευρώ περίπου (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.3). Κατά την περίοδο Μαρτίου 2020-αρχών Ιουνίου 2021 η αξία των τίτλων που είχαν αποκτηθεί μέσω των προγραμμάτων αγοράς διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε περίπου 3.420 δισεκ. ευρώ, συγκριτικά με περίπου 2.570 δισεκ. ευρώ το 2019 και το α΄ δίμηνο του 2020.

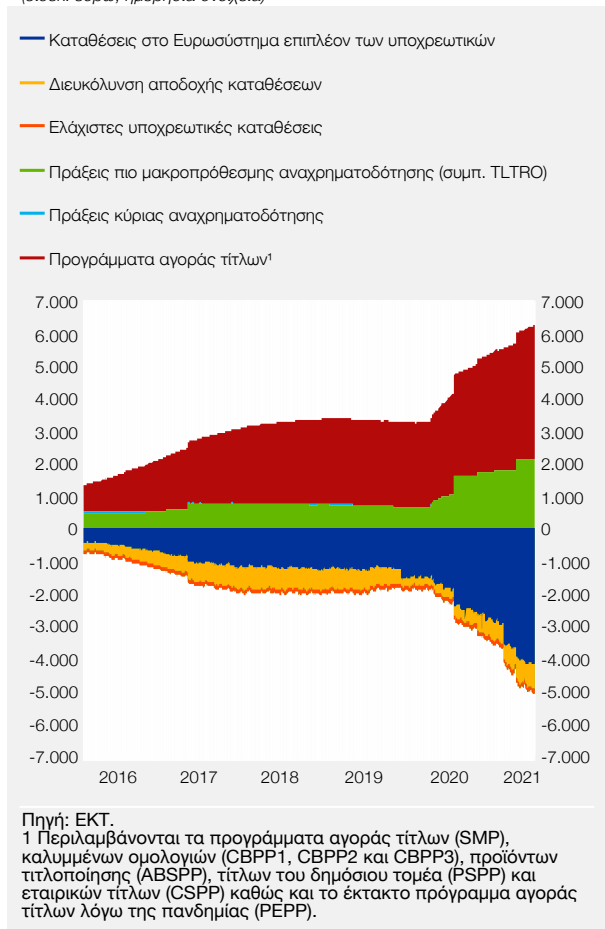
Η υπερβάλλουσα ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα ακολούθησε κατά συνέπεια ανοδική τάση και ανήλθε σε 3.075 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο την περίοδο Μαρτίου 2020-αρχών Ιουνίου 2021, σε σύγκριση με 1.800 δισεκ. ευρώ την προηγηθείσα περίοδο Ιανουαρίου 2019-Φεβρουαρίου 2020 (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.4). Κατά την περίοδο της πανδημίας η μεγάλη άνοδος των καταθέσεων της κεντρικής κυβέρνησης στις εθνικές κεντρικές τράπεζες και η ενίσχυση της ζήτησης για τραπεζογραμμάτια άσκησαν περιστασιακά πιεστική επίδραση στη ρευστότητα των τραπεζών.

Οι εξελίξεις αυτές επηρέασαν επίσης κατά διαστήματα το βαθμό χρήσης του συστήματος δύο βαθμίδων (two-tier system) από τα πιστωτικά ιδρύματα. Όπως είναι γνωστό, εξαιρείται ένα μέρος από τα υπερβάλλοντα διαθέσιμα που κατατίθενται από τους αντισυμβαλλομένους στους τρεχούμενους λογαριασμούς τους οποίους τηρούν στο Ευρωσύστημα και δεν τοκίζεται με το αρνητικό επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Αντίθετα, το εν λόγω μέρος τοκίζεται επί του παρόντος με μηδενικό επιτόκιο.³ Οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ αξιοποίησαν το επι-

3 Το σύστημα αυτό τέθηκε σε εφαρμογή από τις 30 Οκτωβρίου 2019.

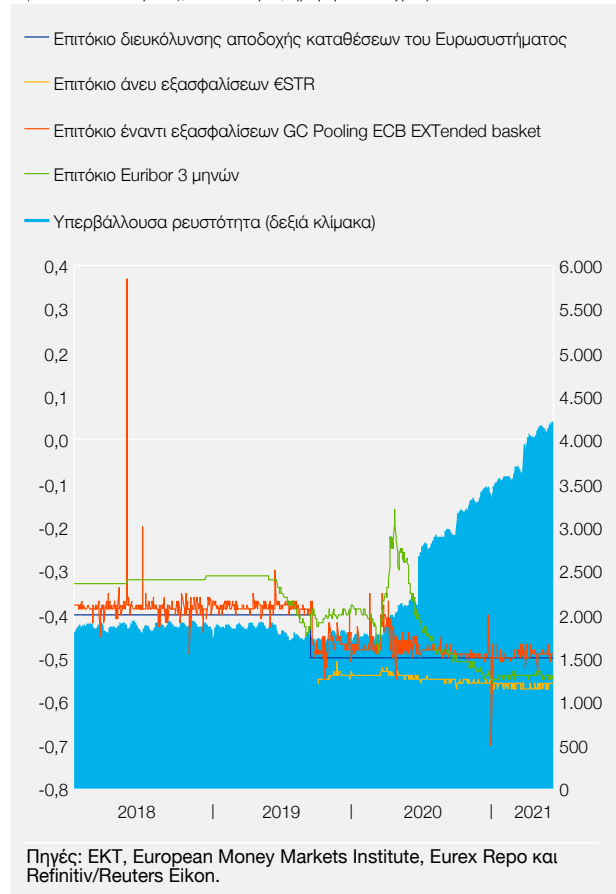
Διάγραμμα III.3 Παροχή ρευστότητας και καταθέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων στο Ευρωσύστημα (4 Ιανουαρίου 2016 - 10 Ιουνίου 2021)

(δισεκ. ευρώ, ημερήσια στοιχεία)



Διάγραμμα III.4 Επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, επιτόκια στην αγορά χρήματος και υπερβάλλουσα ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ (2 Ιανουαρίου 2018 - 10 Ιουνίου 2021)

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



τρεπόμενο όριο μέχρι του οποίου τα διαθέσιμα εξαιρούνται από το αρνητικό επιτόκιο σε ποσοστό 99,1% (Μάρτιος 2021), έναντι 95,4% το Δεκέμβριο του 2019, ενώ η ρευστότητα πάνω από το όριο, η οποία κατ' ανάγκην τοκίστηκε με -0,50%, αυξήθηκε επίσης σημαντικά.

Εν όψει της ενίσχυσης της υπερβάλλουσας ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, τα επιτόκια στην αγορά χρήματος εξακολούθησαν να κυμαίνονται σε πολύ χαμηλά (αρνητικά) επίπεδα το 2020 και έως τις αρχές Ιουνίου του 2021, μάλιστα συνολικά σημείωσαν περαιτέρω υποχώρηση (βλ. Διάγραμμα III.4). Ειδικότερα, τους πρώτους μήνες της πανδημικής κρίσης (δηλ. το δίμηνο Μαρτίου-Απριλίου 2020) το επιτόκιο €STR στην αγορά άνευ εξασφαλίσεων (και συνακόλουθα και το επιτόκιο EONIA που υπολογίζεται ως μια σταθερή διαφορά πλέον του €STR) παρουσίασε πρόσκαιρη άνοδο (-0,527%). Λόγω της αβεβαιότητας που επέφερε η πανδημία, καταγράφηκαν προσωρινά δυσλειτουργίες σε επιμέρους τμήματα της αγοράς χρήματος που αφορούν, εκτός από τις καταθέσεις άνευ εξασφαλίσεων, την έκδοση βραχυπρόθεσμων εμπορικών χρεογράφων και τις συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων. Ταυτόχρονα σημειώθηκε ενίσχυση του όγκου των συναλλαγών στις πολύ βραχυπρόθεσμες διάρκειες. Σύντομα όμως, λόγω των παρεμβάσεων του Ευρωσυστήματος και της βελτίωσης του κλίματος που αυτές πέτυχαν, τα επιτόκια επανήλθαν σε ελαφρά πτωτική τάση μέχρι το Μάρτιο του 2021 (-0,574%). Ωστόσο, στη συνέχεια μέχρι τις αρχές Ιουνίου η υποχώρηση αυτή ανασχέθηκε ελαφρά (-0,561%).

Μεγαλύτερη μεταβλητότητα κατά τις αρχικές εβδομάδες της πανδημίας, εντονότερη πτωτική τάση στη συνέχεια, αλλά άνοδο από τον Ιανουάριο 2021 και μετά, εμφάνισε το επιτόκιο Euribor

3 μηνών, αντανακλώντας το γεγονός ότι οι εντάσεις που προαναφέρθηκαν επιτάθηκαν εξαιτίας του χαμηλού όγκου συναλλαγών στις μεγαλύτερες διάρκειες. Ωστόσο, από τον Οκτώβριο του 2020 το Euribor αυτής της διάρκειας διαμορφώθηκε πλέον σε επίπεδο χαμηλότερο εκείνου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.4). Ευνοϊκές εξελίξεις καταγράφηκαν την περίοδο της πανδημικής κρίσης στην αγορά ρευστών τοποθετήσεων έναντι εξασφαλίσεων, δηλ. μέσω συμφωνιών επαναγοράς, η οποία αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο τμήμα του όγκου των συναλλαγών στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ. Τα επιτόκια για τοποθετήσεις έναντι τυποποιημένων ομάδων εξασφαλίσεων GC pooling και ECBExt σημείωσαν περιορισμένη άνοδο το Μάρτιο του 2020, στη συνέχεια σταθεροποιήθηκαν και τελικά υποχώρησαν σε επίπεδα πλησίον του επιτοκίου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων.

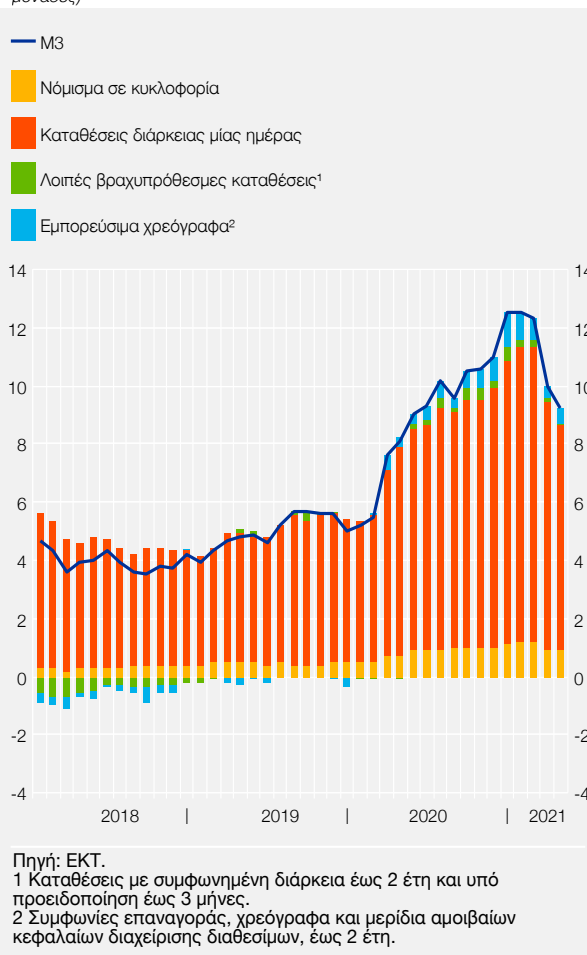
4 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Στη διάρκεια του 2020 και τις αρχές του 2021 τα νομισματικά μεγέθη κατέγραψαν έντονη επιτάχυνση, καθώς επηρεάστηκαν από τις συνέπειες της πανδημικής κρίσης και τα εκτεταμένα μέτρα πολιτικής που ελήφθησαν για τον περιορισμό τους. Η επιτάχυνση αυτή αποκλιμακώθηκε ελαφρά τους πρώτους μήνες του 2021. Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της ποσότητας του χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) υπερδιπλασιάστηκε (Απρίλιος 2021: 9,2%, Δεκέμβριος 2020: 12,4%, Δεκέμβριος 2019: 4,9%) αντανακλώντας την απότομη επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του χρήματος με τη στενή έννοια (M1) που περιλαμβάνει τα στοιχεία με τον υψηλότερο βαθμό ρευστότητας (Απρίλιος 2021: 12,3%, Δεκέμβριος 2020: 15,6%, Δεκέμβριος 2019: 8,0%, βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.5).

Μεταξύ των επιμέρους στοιχείων του M1, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της νομισματικής κυκλοφορίας διαμορφώθηκε στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων ένδεκα και πλέον ετών (Απρίλιος 2021: 9,8%, Δεκέμβριος 2020: 11,3%, Δεκέμβριος 2019: 4,9%). Η ζήτηση χρήματος σε φυσική μορφή ενισχύθηκε τους πρώτους μήνες της πανδημικής κρίσης, αντανακλώντας κυρίως το κίνητρο για διακράτηση μετρητών για λόγους πρόνοιας ή για αποθησαυρισμό. Ωστόσο, την κύρια πηγή ανόδου του M1 συνέχισαν να αποτελούν οι καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών (Απρίλιος 2021: 12,7%, Δεκέμβριος 2020: 16,3%, Δεκέμβριος 2019: 8,5%, βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.5). Η άνοδος των καταθέσεων μίας ημέρας ήταν συγκριτικά εντονότερη για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, δεδομένου ότι αυτές δημιουργούσαν αποθέματα ρευστότητας ώστε να αντισταθμίσουν τη μείωση των ταμειακών τους ροών λόγω της πανδημίας. Η συμβολή των λοιπών βραχυπρόθεσμων καταθέσεων και βραχυπρόθεσμων χρεογράφων στην άνοδο του M3 παρέμεινε σχετικά χαμηλή, αλλά συνολικά ενισχύθηκε σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, αντανακλώντας κυρίως αναζήτηση αποδόσεων εκ μέρους των επενδυτών.

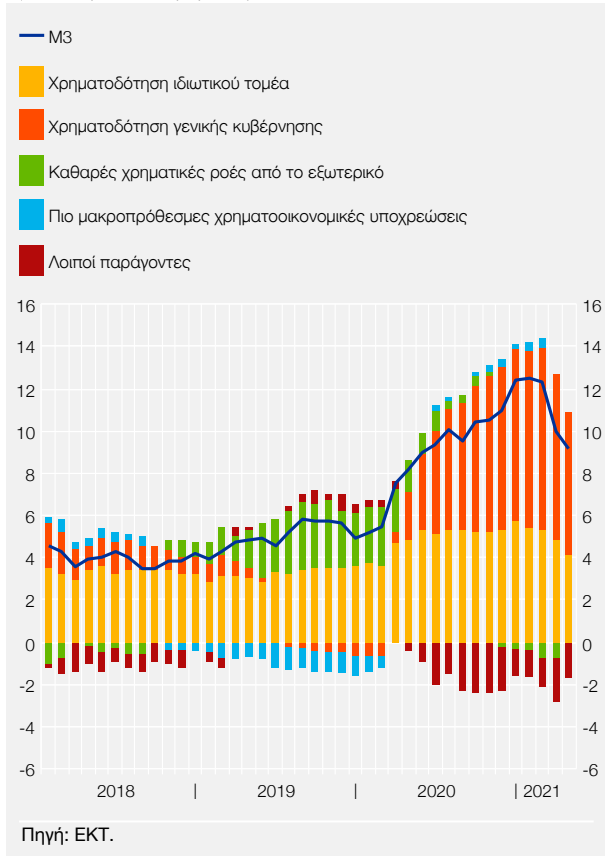
Διάγραμμα ΙΙΙ.5 Συμβολή στο ρυθμό αύξησης του M3 (Ιανουάριος 2018 - Απρίλιος 2021)

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



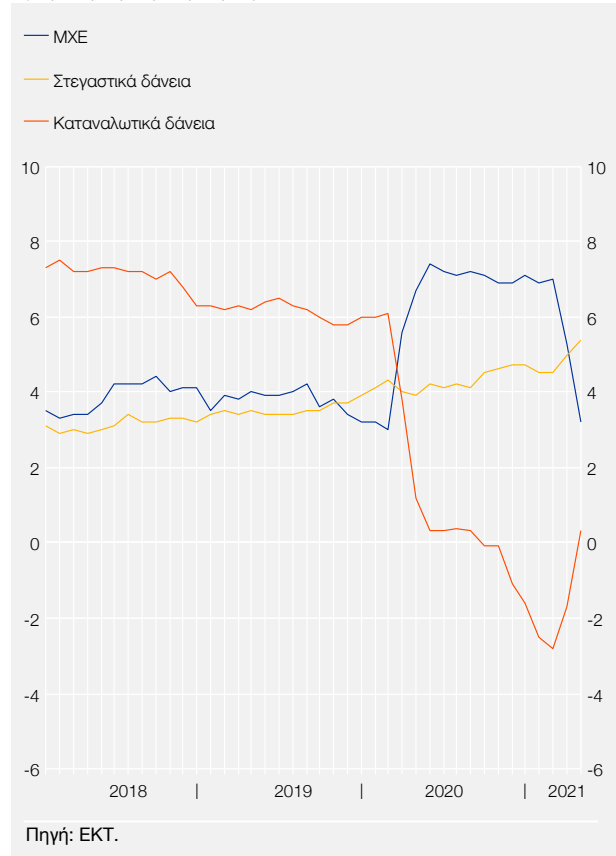
Διάγραμμα III.6 Παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή του νομισματικού μεγέθους M3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2018 - Απρίλιος 2021)

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



Διάγραμμα III.7 Δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2018 - Απρίλιος 2021)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Η άνοδος του χρήματος με την ευρεία έννοια το 2020 και τους πρώτους μήνες του 2021, αντικρίστηκε από την πλευρά του ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος κυρίως από την άνοδο της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης από τα εγχώρια νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (NXI),⁴ η οποία από τον Οκτώβριο 2020 και μετά αποτελεί την κύρια πηγή δημιουργίας χρήματος στη ζώνη του ευρώ και αντανακλά κατά κύριο λόγο τις αγορές κρατικών ομολόγων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του PEPP και του APP (βλ. Διάγραμμα III.6). Επιπλέον, τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ (πέραν των κεντρικών τραπεζών) προέβησαν σε αυξημένες αγορές κρατικών χρεογράφων εκδοθέντων από τη χώρα προέλευσής τους κατά την περίοδο Μαρτίου-Μαΐου 2020 εξέλιξη που συνδέεται εν μέρει με την αυξημένη έκδοση νέων ομολόγων από τα κράτη-μέλη κατόπιν των επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων αντιμετώπισης της πανδημίας.

Σημαντική, αλλά σταδιακά μειούμενη, θετική συμβολή στην εξέλιξη του M3 είχε η χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα – είτε μέσω χορήγησης δανείων είτε μέσω αγοράς χρεογράφων από τα NXI (συμπεριλαμβανομένων των αγορών χρεογράφων με εκδότες στον ιδιωτικό τομέα από το Ευ-

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

ρωσύστημα). Αναλυτικότερα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, μετά την απότομη επιτάχυνση που σημείωσε τους πρώτους μήνες της πανδημίας, στη συνέχεια σταθεροποιήθηκε, αλλά μετριάστηκε σημαντικά το Μάρτιο και τον Απρίλιο του 2021 (Απρίλιος 2021: 3,2%, Δεκέμβριος 2020: 7,1%, Δεκέμβριος 2019: 3,2%, βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.7). Η άνοδος των επιχειρηματικών δανείων αφορούσε δάνεια πιο μακροπρόθεσμης διάρκειας και οφείλεται στην ισχυρή ζήτηση που εκδηλώθηκε στη διάρκεια του 2020 λόγω των έκτακτων αναγκών ρευστότητας των επιχειρήσεων σε συνδυασμό με τα δημόσια προγράμματα υποβοήθησης της πρόσβασης σε τραπεζική χρηματοδότηση και τα μέτρα αναστολής αποπληρωμών δανείων που ελήφθησαν σε πολλά κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ.

Αντίθετα, ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά υποχώρησε μεταξύ Μαρτίου και Απριλίου του 2020, αλλά στη συνέχεια σταθεροποιήθηκε και σταδιακά ανέκαμψε (Απρίλιος 2021: 3,8%, Δεκέμβριος 2020: 3,1%, Δεκέμβριος 2019: 3,6%). Η ανάκαμψη αφορούσε σχεδόν αποκλειστικά την κατηγορία των στεγαστικών δανείων και υποβοηθήθηκε από την περαιτέρω μείωση των επιτοκίων στεγαστικών δανείων σε νέο ιστορικά χαμηλό επίπεδο την περίοδο αυτή. Ο ρυθμός μεταβολής των καταναλωτικών δανείων υποχώρησε στη διάρκεια του 2020 σε αρνητικές τιμές, πιθανόν λόγω των περιορισμένων δυνατοτήτων για κατανάλωση που επέτρεπαν τα μέτρα κοινωνικής αποστασιοποίησης την περίοδο αυτή αλλά πρόσφατα άρχισε να ανακάμπτει (Απρίλιος 2021: 0,3%, Δεκέμβριος 2020: -1,6%, Δεκέμβριος 2019: 6,0%) (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.7).

Οι καθαρές χρηματικές ροές από το εξωτερικό περιορίστηκαν σταδιακά και η συμβολή τους στην εξέλιξη του Μ3 από τα τέλη του 2020 μεταστράφηκε σε ελαφρώς αρνητική. Οι πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις των ΝΧΙ⁵ είχαν συνολικά μικρή θετική επίδραση στο Μ3, καθώς η καθαρή έκδοση πιο μακροπρόθεσμων τραπεζικών ομολόγων υποχώρησε στη διάρκεια του 2020 λόγω υποκατάστασης με ρευστότητα με ευνοϊκούς όρους μέσω των TLTRO.

5 Δηλ. καταθέσεων προθεσμίας και χρεογράφων με αρχική διάρκεια άνω των 2 ετών και καταθέσεων υπό προειδοποίηση άνω των 3 μηνών.

IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Στη διάρκεια του 2020 και κατά το α' τρίμηνο του 2021 η οικονομική δραστηριότητα υποχώρησε σημαντικά, εξαιτίας της πανδημίας COVID-19. Οι απώλειες ήταν ιδιαίτερα εκτεταμένες στις υπηρεσίες και κυρίως στον τουρισμό, ενώ ισχυρή πτώση σημείωσε η ιδιωτική κατανάλωση. Πάντως, από τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους καταγράφονται ισχυρές ενδείξεις βελτίωσης του οικονομικού κλίματος και των βασικών οικονομικών δεικτών, ιδιαίτερα στη βιομηχανία, στις κατασκευές και στην εξαγωγική δραστηριότητα των επιχειρήσεων, σε συνάρτηση και με την επιτάχυνση του εμβολιαστικού προγράμματος. Ως αποτέλεσμα, η υποχώρηση του ΑΕΠ το α' τρίμηνο του 2021 υπήρξε λιγότερο έντονη από ό,τι αρχικά αναμενόταν. Ταυτόχρονα, οι δημοσιονομικές, νομισματικές και διαρθρωτικές παρεμβάσεις συνεχίζουν να στηρίζουν επιχειρήσεις και εργαζομένους, αμβλύνοντας τις επιπτώσεις των μέτρων περιορισμού.

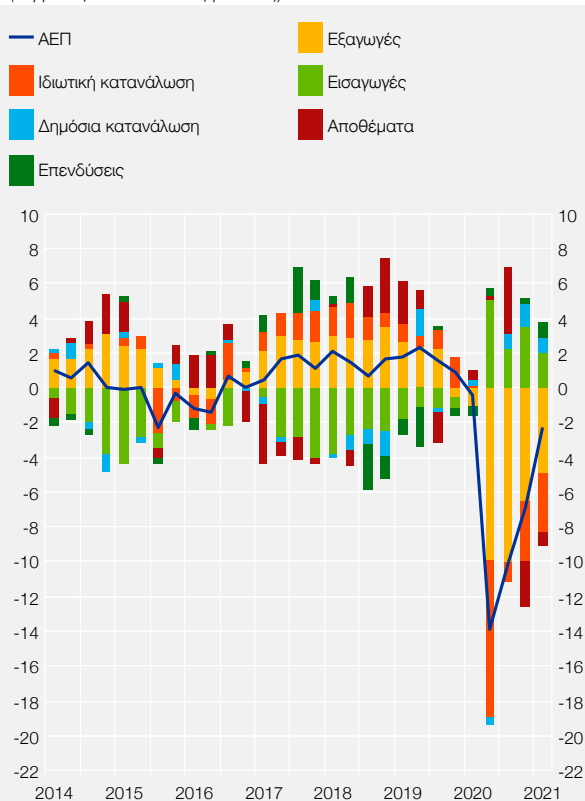
Ο πληθωρισμός κατέγραψε αρνητικούς ρυθμούς και τους πρώτους μήνες του 2021, αλλά, με δεδομένη τη σημαντική αύξηση των τιμών των καυσίμων και την επίταση, διεθνώς, των πληθωριστικών πιέσεων, αναμένεται να επανέλθει σε θετικούς ρυθμούς στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου. Η επιδείνωση των βασικών μεγεθών της αγοράς εργασίας παραμένει ήπια, χάρη στα μέτρα για την προστασία τόσο της απασχόλησης όσο και του εισοδήματος των εργαζομένων. Στον εξωτερικό τομέα παρατηρήθηκε κάμψη της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας σε όρους σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, αλλά βελτίωση σε διαρθρωτικούς όρους. Τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2021 οι εξαγωγές αγαθών διατήρησαν την ανοδική τάση που καταγράφεται σε ολόκληρο σχεδόν το προηγούμενο έτος, επιδεικνύοντας ανθεκτικότητα στη μείωση της εξωτερικής ζήτησης.

Η επαναφορά της οικονομίας στην ανάπτυξη, με ορίζοντα τη μετάβαση σε ένα βιώσιμο πρότυπο εξωστρεφούς οικονομικής δραστηριότητας, έχει ήδη ξεκινήσει. Σημαντικό ρόλο θα διαδραματίσουν η αντιμετώπιση των προκλήσεων που αναμένεται να προκύψουν μετά το τέλος της πανδημίας –ιδιαίτερα σε σχέση με τη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων που επλήγησαν και τις θέσεις απασχόλησης που βρίσκονται σε κίνδυνο– η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης “Next Generation EU” (NGEU) και η ενίσχυση της χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας.

Η οικονομική δραστηριότητα προβλέπεται να ανακάμψει μέσα στο τρέχον έτος και να επιταχυνθεί το 2022. Στους παράγοντες που ενδέχεται να επηρεάσουν θετικά την ανάκαμψη περιλαμβάνονται

Διάγραμμα IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης (α' τρίμηνο 2014 - α' τρίμηνο 2021)

(συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

Σημείωση: Τα στοιχεία των συστατικών του ΑΕΠ αναφέρονται σε σταθερές τιμές του έτους 2015 και είναι εποχικά διορθωμένα.

η επίσπευση του εθνικού προγράμματος εμβολιασμού, η επιτάχυνση της απορρόφησης των πόρων του NGEU και η ταχύτερη του αναμενόμενου αύξηση της κατανάλωσης των νοικοκυριών μετά την πανδημία. Τυχόν επιδείνωση των εγχώριων ή/και των διεθνών επιδημιολογικών συνθηκών και βραδύτερη απορρόφηση των πόρων του NGEU ενδέχεται να επιβραδύνουν την πορεία της ανάκαμψης.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Το 2020 το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 8,2% σε σταθερές τιμές 2015, καθώς τόσο η εγχώρια όσο και η εξωτερική ζήτηση συρρικνώθηκαν (βλ. Πίνακα IV.1 και Διάγραμμα IV.1) λόγω της πανδημίας και των μέτρων για τον περιορισμό της. Τα μέτρα έπληξαν κυρίως το προϊόν των υπηρεσιών, ιδιαίτερα των τουριστικών, αλλά και την κατανάλωση των νοικοκυριών. Τα πολλαπλά δημοσιονομικά μέτρα που ελήφθησαν, μέρος των οποίων παραμένει σε ισχύ, σε συνδυασμό με τις δράσεις πολιτικής των ευρωπαϊκών θεσμών – οι οποίες περιλαμβάνουν δημοσιονομικές, νομισματικές και διαρθρωτικές παρεμβάσεις – περιόρισαν σημαντικά τις επιπτώσεις και οδήγησαν στη σταδιακή προσαρμογή της οικονομίας στις νέες συνθήκες. Ταυτόχρονα, το πρόγραμμα εμβολιασμού, που είχε ξεκινήσει ήδη από τα τέλη του 2020, συνέβαλε στη βελτίωση του οικονομικού κλίματος και των δεικτών συγκυρίας το α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους (βλ. Διάγραμμα IV.2). Ως αποτέλεσμα, το εποχικά διορθωμένο ΑΕΠ μειώθηκε μόλις κατά 2,3% έναντι του ίδιου τριμήνου του προηγούμενου έτους, αλλά αυξήθηκε σημαντικά κατά 4,4% έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Η αύξηση των εξαγωγών αγαθών και της δημόσιας κατανάλωσης, αλλά και η άνοδος των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, αντιστάθμισαν μέρος των απωλειών από τη συνεχιζόμενη μείωση των εξαγωγών υπηρεσιών και της κατανάλωσης των νοικοκυριών.

Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2014-α' τρίμηνο 2021)

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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (α' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	0,3 (0,2)	-0,8 (-0,5)	-0,2 (-0,1)	2,1 (1,4)	2,0 (1,4)	1,6 (1,1)	-4,8 (-3,3)	-4,9 (-3,4)
Δημόσια κατανάλωση	-0,5 (-0,1)	1,5 (0,3)	-0,2 (-0,0)	-0,2 (-0,0)	-4,1 (-0,8)	1,2 (0,2)	2,6 (0,5)	4,9 (0,9)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-2,3 (-0,3)	-0,5 (-0,1)	0,1 (0,0)	11,3 (1,2)	-4,1 (-0,5)	-7,3 (-0,8)	0,8 (0,1)	8,6 (0,9)
Επενδύσεις σε κατοικίες	-52,8 (-1,2)	-26,1 (-0,3)	-11,4 (-0,1)	-6,9 (-0,0)	22,8 (0,1)	0,4 (0,0)	14,7 (-0,1)	2,7 (-0,9)
Εγχώρια τελική ζήτηση ¹	-0,2 (-0,2)	-0,3 (-0,3)	-0,2 (-0,2)	2,6 (2,6)	0,1 (0,1)	0,5 (0,5)	-2,8 (-2,7)	-1,6 (-1,6)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	0,9%	1,4%	2,1%	0,7%	1,7%	2,2%	2,9%	2,7%
Εγχώρια ζήτηση	0,4 (0,6)	0,4 (0,1)	0,1 (0,1)	1,3 (1,2)	1,2 (1,3)	1,1 (1,2)	-3,0 (-3,5)	0,7 (0,7)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	7,5 (2,1)	5,1 (1,5)	0,2 (0,1)	8,1 (2,6)	8,8 (3,0)	4,4 (1,6)	-18,3 (-6,9)	-13,4 (-5,0)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	6,8 (-2,0)	7,7 (-2,4)	2,1 (-0,7)	7,4 (-2,5)	7,9 (-2,9)	3,1 (-1,2)	-6,8 (2,7)	-5,0 (2,0)
Εξωτερική ζήτηση	... (0,2)	... (-0,8)	... (-0,6)	... (0,1)	... (0,2)	... (0,4)	... (-4,3)	... (-3,0)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	0,7	-0,7	-0,5	1,3	1,5	1,7	-7,8	-2,3

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίο εθνικό λογαριασμό, 4 Ιουνίου 2021, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

1 Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 14.6.2021.

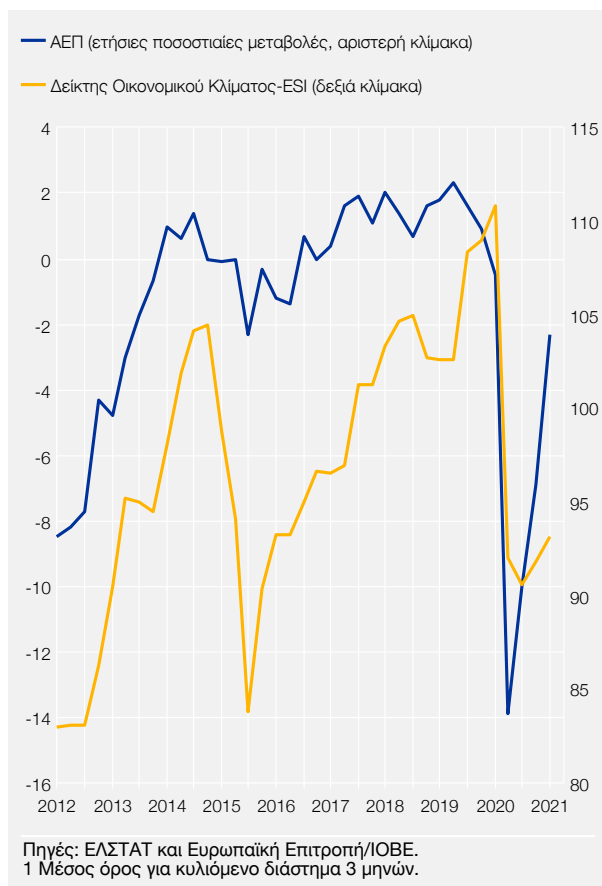
Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων σε όλους τους κλάδους βελτιώθηκαν αισθητά τους πέντε πρώτους μήνες του 2021 και ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών ανέκτησε μέρος της απώλειας του 2020. Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) κατέγραψε σταθερή βελτίωση στο ίδιο διάστημα, παραμένοντας σταθερά πάνω από το 50. Στην ίδια κατεύθυνση, ο δείκτης όγκου της βιομηχανικής παραγωγής σημείωσε σημαντική αύξηση κατά 8,7% την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2021. Ο όγκος λιανικών πωλήσεων υποχώρησε κατά 2,1% το α' τρίμηνο του έτους, αλλά η εξέλιξη αυτή είναι μάλλον ενθαρρυντική, αν αναλογιστεί κανείς ότι χωρίς την κατανάλωση καυσίμων ο δείκτης αυξήθηκε οριακά κατά 0,3% σε συνθήκες παρατεταμένου κλεισίματος του λιανικού εμπορίου. Ιδιαίτερα ανοδικά κινήθηκαν και οι πωλήσεις επιβατικών αυτοκινήτων (+31,0%) το πρώτο πεντάμηνο του 2021.

Οι εξελίξεις στην ελληνική αγορά ακινήτων χαρακτηρίστηκαν μεν από τον περιορισμό της δυναμικής που είχε καταγραφεί το 2019, αλλά ανέδειξαν και την ανθεκτικότητα των τιμών τόσο των οικιστικών όσο και των επαγγελματικών ακινήτων. Το 2021, με τη σταδιακή επιστροφή στην κανονικότητα, αναμένεται να σηματοδοτήσει την επανεκκίνηση της αγοράς, μέσα σε ένα πλαίσιο σημαντικών ανακατατάξεων. Η αλλαγή νοοτροπίας και αναγκών ενδέχεται να οδηγήσει σε χωρική και ποιοτική μετατόπιση της ζήτησης. Ταυτόχρονα, τα δρομολογημένα έργα ανάπτυξης και υποδομών μεγάλης εμβέλειας εκτιμάται ότι θα ενισχύσουν περαιτέρω την τάση μετατόπισης και ανάδειξης νέων αγορών ενδιαφέροντος.

Στην αγορά εργασίας ανακόπηκε η αύξηση της απασχόλησης των τελευταίων ετών και ταυτόχρονα παρατηρήθηκε, λόγω της πανδημίας, μείωση της απασχόλησης των ηλικιακά νεότερων με αύξηση του αντίστοιχου ποσοστού ανεργίας, μείωση των ωρών εργασίας και αύξηση των οικονομικά μη ενεργών. Ωστόσο, τα μέτρα που ελήφθησαν για την προστασία τόσο της απασχόλησης όσο και του εισοδήματος των εργαζομένων, σε συνδυασμό με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις της προηγούμενης δεκαετίας, περιόρισαν τις αρνητικές επιπτώσεις. Εκτιμάται ότι θα χρειαστεί να είναι σταδιακή η απόσυρση των μέτρων ώστε, σε συνδυασμό με ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και την υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας "Ελλάδα 2.0", να αποτραπούν περαιτέρω δυσμενείς επιδράσεις στην απασχόληση και να δημιουργηθούν νέες θέσεις εργασίας.

Ο γενικός πληθωρισμός και ο πυρήνας του πληθωρισμού συνέχισαν – μέσα σε ένα περιβάλλον έντονης αβεβαιότητας (βλ. Πλαίσιο IV.3)– να καταγράφουν, όπως και στη διάρκεια του 2020, αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς τους πρώτους μήνες του 2021. Ωστόσο τους τελευταίους μήνες, οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου έχουν σημειώσει σημαντική άνοδο, η οικονομική δραστηριότητα ανακάμπτει και ταυτόχρονα καταγράφονται ισχυρές πληθωριστικές προσδοκίες σε εγχώριες και διεθνείς επιχειρηματικές έρευνες εξαιτίας διαταράξεων στις διεθνείς αλυσίδες αξίας. Κατά συνέπεια, εκτιμάται ότι εντός του δεύτερου εξαμήνου του 2021, λόγω και των θετικών επιδράσεων βάσης, θα καταγραφούν θετικοί ρυθμοί πληθωρισμού. Πάντως ο πληθωρισμός για το σύνολο του 2021 θα παραμείνει σε αρνητικό έδαφος.

Διάγραμμα IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI¹
(α' τρίμηνο 2012 - α' τρίμηνο 2021)



Η εξέλιξη της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας το 2020 εμφάνισε μικτή εικόνα. Σε όρους σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επιδεινώθηκε, ενώ αντίθετα σε όρους σχετικών τιμών και διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας καταγράφηκε πρόοδος σε ορισμένους τομείς, κυρίως με τη μείωση των φορολογικών και ασφαλιστικών βαρών των επιχειρήσεων, αλλά και με τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας και τον ψηφιακό μετασχηματισμό του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα.

Το 2020 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ), σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, διαμορφώθηκε σε 11,1 δισεκ. ευρώ (6,7% του ΑΕΠ), αυξημένο κατά 8,4 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με το 2019. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στη συρρίκνωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών, λόγω της μεγάλης μείωσης των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες εξαιτίας των περιοριστικών μέτρων που επιβλήθηκαν για την αντιμετώπιση της πανδημίας. Αντισταθμιστικά επέδρασε η μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών, κυρίως λόγω των εξαγωγών, οι οποίες έδειξαν ανθεκτικότητα στη μείωση της εξωτερικής ζήτησης, καταγράφοντας άνοδο σε σταθερές τιμές. Το πρώτο τετράμηνο του 2021 το έλλειμμα του ΙΤΣ αυξήθηκε παρά τη συνεχιζόμενη ανοδική πορεία των εξαγωγών αγαθών, καθώς ανέκαμψαν οι αντίστοιχες εισαγωγές, ενώ και το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών ήταν μειωμένο σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2020.

Σε συνθήκες επανεκκίνησης της οικονομίας, βασικός στόχος της οικονομικής πολιτικής παραμένει η επίτευξη υψηλών αναπτυξιακών ρυθμών με κατεύθυνση ένα βιώσιμο πρότυπο οικονομικής ανάπτυξης, το οποίο θα χαρακτηρίζεται από εξωστρέφεια (βλ. Πλαίσιο IV.2) και συνεχή επένδυση στο ανθρώπινο κεφάλαιο. Σε αυτή την πορεία, αξίζει να σημειωθούν τα εξής:

(α) Η διατήρηση και περαιτέρω ενίσχυση της τραπεζικής χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας είναι κομβικής σημασίας για τη στήριξη των υγιών επιχειρήσεων μετά την πανδημία και την επίτευξη υψηλών αναπτυξιακών ρυθμών. Το ήδη πολύ υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), το οποίο μάλιστα είναι πιθανόν να διογκωθεί μετά το πέρας της στήριξης που παρέχουν το κράτος και οι τράπεζες στους δανειολήπτες, δυσχεραίνει την προσπάθεια του πιστωτικού συστήματος να απελευθερώσει πόρους για την πραγματική οικονομία και καθιστά το στόχο μείωσης των ΜΕΔ πολύ υψηλής προτεραιότητας για την επόμενη περίοδο.

(β) Η αξιοποίηση των πόρων του ΝΓΕΥ, συνολικού ύψους 30,5 δισεκ. ευρώ, μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα επωφελής για τον περιορισμό του επενδυτικού κενού (βλ. Πλαίσιο IV.1). Η υλοποίηση αναπτυξιακών δράσεων υψηλής προστιθέμενης αξίας σχετικών με την εξοικονόμηση ενέργειας, τη μετάβαση στην πράσινη ενέργεια, τον ψηφιακό μετασχηματισμό του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα και την ενίσχυση του τομέα της υγείας αναμένεται να ενισχύσει τις παραγωγικές υποδομές και τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών σε βάθος χρόνου. Στην κατεύθυνση αυτή αναμένεται να συμβάλουν τόσο η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων όσο και η επιτάχυνση του προγράμματος των ιδιωτικοποιήσεων, η υλοποίηση του οποίου καθυστέρησε στη διάρκεια της πανδημίας λόγω και της επιδείνωσης του επενδυτικού κλίματος.

(γ) Η βιωσιμότητα πολλών επιχειρήσεων και θέσεων εργασίας, ιδιαίτερα στους τομείς του λιανικού εμπορίου και των συνδεδεμένων με τον τουρισμό υπηρεσιών, ενδέχεται να απειληθεί μετά το τέλος της πανδημίας, τόσο με την άρση των διευκολύνσεων που παρέχονται έως τώρα από το πιστωτικό σύστημα (moratoria) όσο και με την απόσυρση των κρατικών προγραμμάτων στήριξης επιχειρήσεων και εργαζομένων. Αυτή η διαδικασία απόσυρσης θα πρέπει να είναι σταδιακή και όχι πρόωγη και σε συγχρονισμό με επιταχυνόμενους αναπτυξιακούς ρυθμούς, προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος μακροχρόνιας οικονομικής στασιμότητας.

Η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να ανακάμψει στη διάρκεια του 2021 και να επιταχυνθεί το 2022. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα είναι 4,2% το 2021 και 5,3% το 2022, καθώς εκτιμάται ότι τόσο η εξωτερική όσο και η εγχώρια

ζήτηση θα ανακάμψουν από το δεύτερο εξάμηνο του 2021, με τη συμβολή και των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU. Ωστόσο, η πρόβλεψη αυτή υπόκειται σε κινδύνους. Επηρεάζεται από την επίτευξη ανοσίας του πληθυσμού, αλλά και από τις συνθήκες μετακίνησης των πολιτών και των επισκεπτών στη διάρκεια της τουριστικής περιόδου, οι οποίες θα καθορίσουν και την πορεία των τουριστικών εισπράξεων. Αρνητικά ενδέχεται να επιδράσουν τυχόν καθυστερήσεις στην απορρόφηση πόρων του NGEU. Από την άλλη πλευρά, μια ταχύτερη του αναμενομένου απορρόφηση πόρων θα επιταχύνει το ρυθμό ανάπτυξης για το 2021, όπως άλλωστε και μια ενδεχόμενη επιτάχυνση της κατανάλωσης των νοικοκυριών ως αποτέλεσμα της συσσώρευσης αποταμιεύσεων κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Ως προς τις αβεβαιότητες που προέρχονται από το εξωτερικό περιβάλλον, επισημαίνονται (α) η τυχόν επιδείνωση των επιδημιολογικών δεδομένων σε χώρες προέλευσης τουριστών και (β) οι γεωπολιτικές εντάσεις στην ευρύτερη περιοχή και μια ενδεχόμενη όξυνση της προσφυγικής κρίσης. Παρά τους κινδύνους και την αβεβαιότητα για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, τα θετικά αποτελέσματα που απορρέουν από την έγκαιρη και πλήρη αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων θεωρούνται πιο πιθανά σε σχέση με τους καθοδικούς κινδύνους, τόσο σε βραχυπρόθεσμο όσο και σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Κατά συνέπεια, είναι εφικτή μια καλύτερη του αναμενομένου πορεία της οικονομίας για την περίοδο 2021-2023.

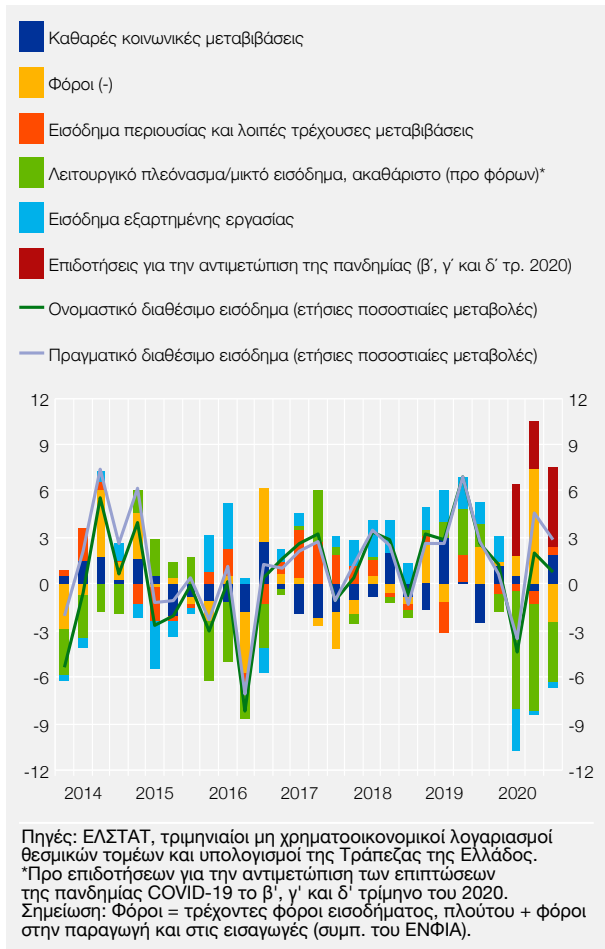
2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

2.1 Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

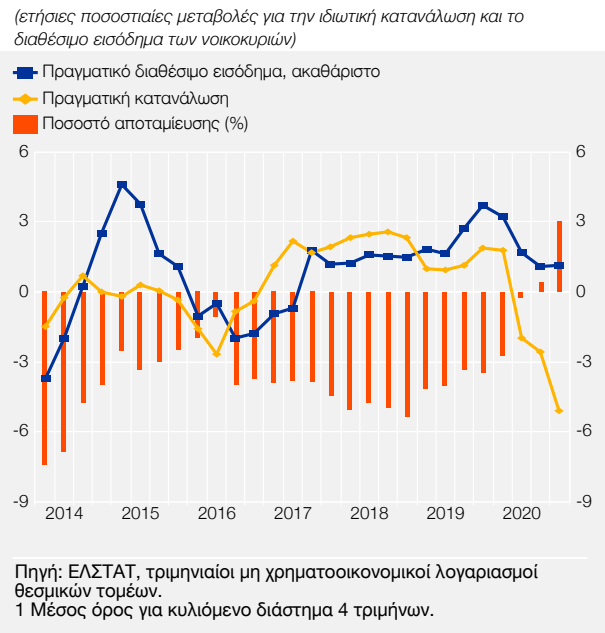
Το ξέσπασμα της πανδημίας στις αρχές του 2020 ανέκοψε την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας που είχε ξεκινήσει το 2017. Το πραγματικό ΑΕΠ συρρικνώθηκε κατά 8,2% το 2020, κυρίως λόγω της κάμψης των εξαγωγών υπηρεσιών και της ιδιωτικής κατανάλωσης. Αντίθετα, η ανθεκτικότητα που επέδειξαν οι εξαγωγές αγαθών, η μείωση των εισαγωγών και η αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης μετρίασαν έως ένα βαθμό τις απώλειες. Η υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας υπήρξε λιγότερο έντονη του αναμενομένου το δ' τρίμηνο του 2020, και ιδίως το α' τρίμηνο του 2021, καταδεικνύοντας τη βαθμιαία προσαρμογή των καταναλωτών και των επιχειρήσεων στις έκτακτες συνθήκες της πανδημίας. Η προσαρμογή της οικονομικής δραστηριότητας διαφαίνεται από την ισχυρή ανάπτυξη της βιομηχανίας, την ανάκαμψη της διεθνούς ζήτησης, αλλά και τη σημαντική αύξηση του ηλεκτρονικού εμπορίου. Το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 2,3% το α' τρίμηνο του 2021 σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2020, αλλά αυξήθηκε κατά 4,4% έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Η ετήσια πτώση του ΑΕΠ αποδίδεται στη μείωση των εξαγωγών υπηρεσιών (-38,7%) και της ιδιωτικής κατανάλωσης (-4,9%). Αντίθετα, η άνοδος της δημόσιας κατανάλωσης (+4,9%), του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου (+8,6%) και των εξαγωγών αγαθών (+8,2%), καθώς και η μείωση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (-5,0%) υποστήριξαν την ανάπτυξη.

Η ιδιωτική κατανάλωση υποχώρησε το 2020 κατά 4,8% με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, ως αποτέλεσμα του κλίματος αβεβαιότητας και της επιβολής μέτρων για τον περιορισμό της διασποράς του κορωνοϊού από τα μέσα Μαρτίου. Αντίθετα, το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (MKIEN) μειώθηκε οριακά, κατά μόλις 0,1% το 2020, και σε πραγματικούς όρους αυξήθηκε κατά 1,2%, λόγω των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης που έλαβε η κυβέρνηση για να μετριαστούν οι αρνητικές συνέπειες της πανδημίας. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς θεσμικών τομέων που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, οι κρατικές επιδοτήσεις ανήλθαν σε 4,02 δισεκ. ευρώ και είχαν σημαντική θετική συμβολή στην εξέλιξη του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος (+3,2 ποσοστιαίες μονάδες, βλ. Διάγραμμα IV.3), ενώ επίσης θετικά συνέβαλαν τόσο η μείωση των τρεχόντων φόρων εισοδήματος και πλούτου (+1,6 ποσ. μον.), που εν πολλοίς αντανάκλα την αναστολή υποχρέωσης καταβολής φόρων, όσο και οι καθαρές κοινωνικές μεταβιβάσεις (+0,8 της ποσ. μον.). Άλλωστε, ελαφρά μειώθηκε και το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας το 2020 (-0,9%), αντανάκλωντας τη μείωση του αριθμού των απασχολούμενων κατά 1,0% και τη σταθεροποίηση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά

Διάγραμμα IV.3 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμηνο 2014 - δ' τρίμηνο 2020)



Διάγραμμα IV.4 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης¹ (α' τρίμηνο 2014 - δ' τρίμηνο 2020)



απασχολούμενο. Οι ήπιες αυτές εξελίξεις στο εισόδημα εξαρτημένης εργασίας απορρέουν από το πλαίσιο στήριξης των εργαζομένων και των ανέργων που πλήττονται από τις επιπτώσεις της πανδημίας, όπως αναστολή συμβάσεων εργασίας με παράλληλη αποζημίωση ειδικού σκοπού και ρήτρα διατήρησης των θέσεων εργασίας, παράταση των επιδομάτων ανεργίας που έληγαν, πρόγραμμα “ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ” (για

το σύνολο των μέτρων που ελήφθησαν για τη στήριξη της αγοράς εργασίας, βλ. ενότητα IV.4). Αντίθετα, σημαντικά επλήγη το λειτουργικό πλεόνασμα/μικτό εισόδημα εκτός επιδοτήσεων (κυρίως εισόδημα αυτοαπασχολούμενων), συμβάλλοντας αρνητικά στην εξέλιξη του διαθέσιμου εισοδήματος (-5,0 ποσ. μον.).

Κατά συνέπεια, η μείωση της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών, παρά την άνοδο του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, είχε ως αποτέλεσμα το ποσοστό αποταμίευσης να αυξηθεί σε 3,0% του διαθέσιμου εισοδήματος το 2020, από -3,5% του διαθέσιμου εισοδήματος το 2019 (βλ. Διάγραμμα IV.4). Η άνοδος των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών, με τις καταθέσεις τους να έχουν αυξηθεί κατά 10,5 δισεκ. ευρώ την περίοδο Μαρτίου-Δεκεμβρίου 2020, οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην αναγκαστική μείωση της κατανάλωσης² λόγω της διοικητικής αναστολής λειτουργίας των επιχειρήσεων σε κλάδους υπηρεσιών τις περιόδους γενικευμένων περιοριστικών μέτρων κατά το β' και δ' τρίμηνο του 2020. Σημειώνεται ότι οι καταναλωτικές δαπάνες που αναβλήθηκαν ή περιορίστηκαν και συνδέονται με ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές, αναψυχή και πολιτισμό, είδη ένδυσης και υπόδησης και διαρκή αγαθά συνολικά αντιστοιχούν σε 48,2% των συνολικών δαπανών των νοικοκυριών (ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών 2019). Παράλληλα, η αύξηση των αποταμιεύσεων εν μέρει μπορεί να αποδοθεί και σε λόγους πρόνοιας, εξαιτίας της ανησυχίας των νοικοκυριών για την οικονομική τους κατάσταση συνεπεία της πανδημίας. Η αβεβαιότητα των νοικοκυριών αποτυπώνεται στη σημαντική

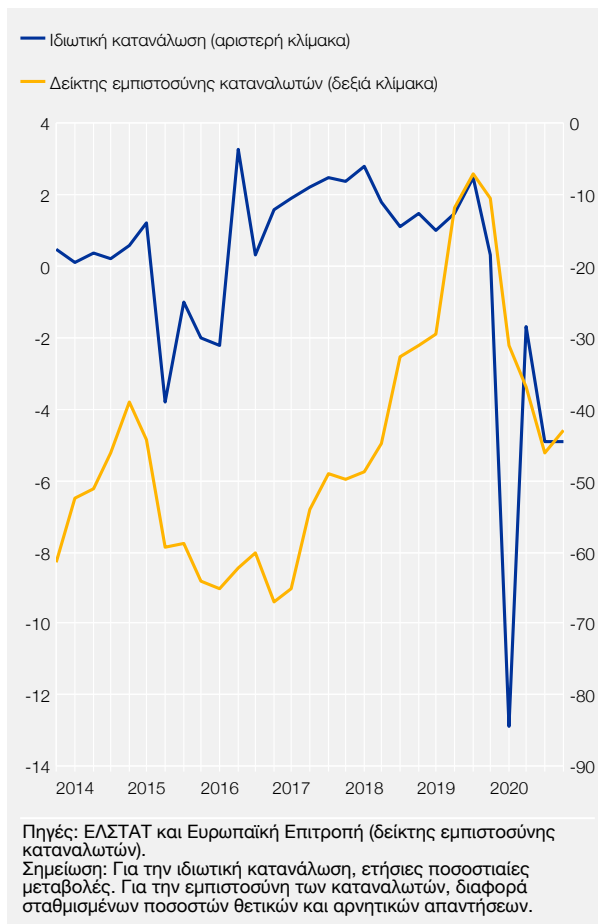
2 Βλ. “COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced?”, ECB, *Economic Bulletin*, Issue 2/2021.

υποχώρηση του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης από το Μάρτιο έως το Δεκέμβριο του 2020 (βλ. Διάγραμμα IV.5 και Πίνακα IV.2).

Η συνέχιση της υγειονομικής κρίσης στις αρχές του 2021 και η παράταση των περιοριστικών μέτρων για την αντιμετώπισή της έκαμψαν την καταναλωτική ζήτηση. Η ιδιωτική κατανάλωση μειώθηκε το α' τρίμηνο του 2021 κατά 4,9% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020, εξέλιξη η οποία συνάδει με τη μείωση του όγκου λιανικών πωλήσεων (-2,1%) και τη σημαντική υποχώρηση της κατανάλωσης υπηρεσιών, λόγω των μέτρων περιορισμού. Ωστόσο, βελτίωση καταγράφουν τα στοιχεία συγκυρίας για την εξέλιξη της εγχώριας ζήτησης τους μήνες Μάρτιο έως και Μάιο 2021, με την καταναλωτική εμπιστοσύνη να ανακάμπτει, καθώς οι καταναλωτές είναι πιο αισιόδοξοι για τα μελλοντικά τους εισοδήματα και προτίθενται να πραγματοποιήσουν σημαντικές αγορές το επόμενο δωδεκάμηνο. Παράλληλα, ο δείκτης όγκου λιανικών πωλήσεων εκτός καυσίμων και λιπαντικών κατέγραψε μικρή άνοδο 0,3% το α' τρίμηνο του 2021, αντανακλώντας την προσαρμογή των νοικοκυριών στις νέες συνθήκες κατανάλωσης που δημιούργησε η πανδημία. Το ηλεκτρονικό εμπόριο, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ για τον κύκλο εργασιών των επιχειρήσεων λιανικού εμπορίου μέσω διαδικτύου, σημείωσε αύξηση κατά 43,2% το α' τρίμηνο του έτους σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020.

Ως προς την εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης το τρέχον έτος, ενθαρρυντική είναι η πορεία του προγράμματος των εμβολιασμών, που αποτελεί βασική προϋπόθεση για την επανεκκίνηση της οικονομίας, και η χαλάρωση των περιοριστικών μέτρων. Παράλληλα, ιδιαίτερα σημαντική είναι η επέκταση των μέτρων της κυβέρνησης για τη στήριξη των εισοδημάτων των νοικοκυριών το 2021. Ο Προϋπολογισμός για το 2021 προβλέπει αναστολή της εισφοράς αλληλεγγύης για τον ιδιωτικό τομέα και μείωση του ποσοστού των εργοδοτικών εισφορών κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες για τους υπαλλήλους του ιδιωτικού τομέα. Επίσης, τα προγράμματα ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης του ΟΑΕΔ, η επιδότηση των εισφορών για την πρόσληψη μακροχρόνια ανέργων, με στόχο τη δημιουργία 100.000 νέων θέσεων εργασίας, καθώς και η αξιοποίηση των κονδυλίων του προγράμματος SURE της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Ταμείου Ανάκαμψης, αναμένεται να συνεχίσουν να περιορίζουν σημαντικά τις επιπτώσεις της πανδημίας στο διαθέσιμο εισόδημα και να συμβάλλουν στην ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης μέσω της ενίσχυσης του εισοδήματος από εργασία. Επομένως, η ανάκτηση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης ως αποτέλεσμα της επανεκκίνησης της οικονομίας και η σταδιακή αποκλιμάκωση της αποταμίευσης από τα υψηλά τρέχοντα επίπεδα αναμένεται να συμβάλουν στην αποδέσμευση της αναβαλλόμενης ζήτησης των προηγούμενων τριμήνων και να οδηγήσουν σε ανάκαμψη της καταναλωτικής δαπάνης. Εντούτοις, κατά την άρση των προγραμμάτων στήριξης των νοικοκυριών, η υψηλή αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση των νοικοκυριών και η λήξη των μέτρων αναστολής πληρωμής των δόσεων δανείων (moratoria) αναμένεται να κάμψουν την ιδιωτική κατανάλωση. Επιπλέον, υπάρχουν κίνδυνοι που συνδέονται με τις επιπτώσεις της πανδημίας στη ρευστότητα ιδίως των μικρών επιχειρήσεων, όταν δεν θα είναι σε ισχύ τα κυβερνητικά μέτρα στήριξης των

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



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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)¹

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-1,5	-0,6	1,2	1,4	0,8	-4,0	-2,1 (Ιαν.-Μάρτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-9,1	20,9	-6,7	9,3	6,0	-20,6	-5,5 (Ιαν.-Μάιος)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-50,3	-62,9	-58,9	-44,0	-19,8	-31,2	-22,2 (Μάιος)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	13,8	10,7	22,2	25,8	13,2	-26,6	31,0 (Ιαν.-Μάιος)
Καταναλωτική πίστη ²	-2,3 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-0,5 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-1,6 (Δεκ.)	-2,2 (Δεκ.)	-2,1 (Απρ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	62,1	65,5	64,1	69,4	69,8	70,1	73,3 (Ιαν.-Μάιος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	2,3	-2,3	2,1	5,8	6,0	-0,2	11,7 (Ιαν.-Απρ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	-2,8	-1,8	-5,4	4,8	-9,5	88,7	60,4 (Ιαν.-Απρ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ²	-1,2 (Δεκ.)	-0,1 (Δεκ.)	0,3 (Δεκ.)	0,2 (Δεκ.)	1,7 (Δεκ.)	9,8 (Δεκ.)	6,2 (Απρ.)
Στεγαστική πίστη ²	-3,5 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-3,4 (Δεκ.)	-2,7 (Δεκ.)	-2,8 (Απρ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	3,1	6,0	-18,2	-14,0	-6,0	-9,6	...
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	-0,5	-6,8	19,5	21,4	9,8	5,9	20,7 (Ιαν.-Μάρτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	-29,9	-1,1	-9,6	4,8	0,0	7,9	93,3 (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, συναλλαγματικές διαφορές και αναταξινόμησεις.

επιχειρήσεων.³ Ενδεχόμενη αύξηση των πτωχεύσεων θα οδηγήσει και σε άνοδο της ανεργίας, πλήττοντας σημαντικά τα εισοδήματα των νοικοκυριών. Κατά συνέπεια, η ανάκαμψη της καταναλωτικής δαπάνης περιβάλλεται από κινδύνους και αναμένεται να είναι σταδιακή.

Παρά τη σημαντική ύφεση της οικονομικής δραστηριότητας και τη μεγάλη αύξηση της αβεβαιότητας λόγω των συνεπειών της πανδημίας, ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου σημείωσε το 2020 μικρή άνοδο κατά 0,8% με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία (έναντι μείωσης κατά 7,3% το 2019). Αυτή η εξέλιξη συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με την αύξηση των επενδύσεων σε κατοικίες (14,7%) και λοιπές κατασκευές (9,2%). Επίσης μικρή αύξηση κατέγραψαν οι επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό και εξοπλισμό τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνιών (2,6% και 4,9% αντίστοιχα). Αντίθετα, σημαντική υποχώρηση σημείωσαν οι επενδύσεις σε μεταφορικό εξοπλισμό (-41,3%), εν μέρει λόγω επιδράσεων βάσης, αλλά και λόγω των επιπτώσεων της πανδημίας. Το α' τρίμηνο του 2021 ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου σημείωσε αύξηση 8,6% (έναντι μείωσης κατά 4,3% το α' τρίμηνο του 2020), η οποία οφείλεται κυρίως στην αύξηση των παγίων εξοπλισμού κατά 19,8%. Ιδιαίτερα σημαντική ήταν η αύξηση των επενδύσεων σε ΤΠΕ κατά 39,1%, αν και αποτελούν ακόμη μικρό μερίδιο των επενδύσεων, που δείχνει την τάση των επιχειρήσεων να ανταποκριθούν στις νέες ανάγκες που προέκυψαν από την πανδημία και τις αλλαγές στις καταναλωτικές συνήθειες. Σημαντική αύξηση σημείωσαν και οι επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό. Αντίθετα, οι επενδύσεις σε κατοικίες σημείωσαν οριακή αύξηση, πολύ πιο χαμηλή σε σχέση με τους υψηλούς ρυθμούς του 2020.

Το 2020 η διασφάλιση ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών τόσο από την ελληνική κυβέρνηση όσο και από τους ευρωπαϊκούς θεσμούς συνέβαλε στη σημαντική ενίσχυση της χρημα-

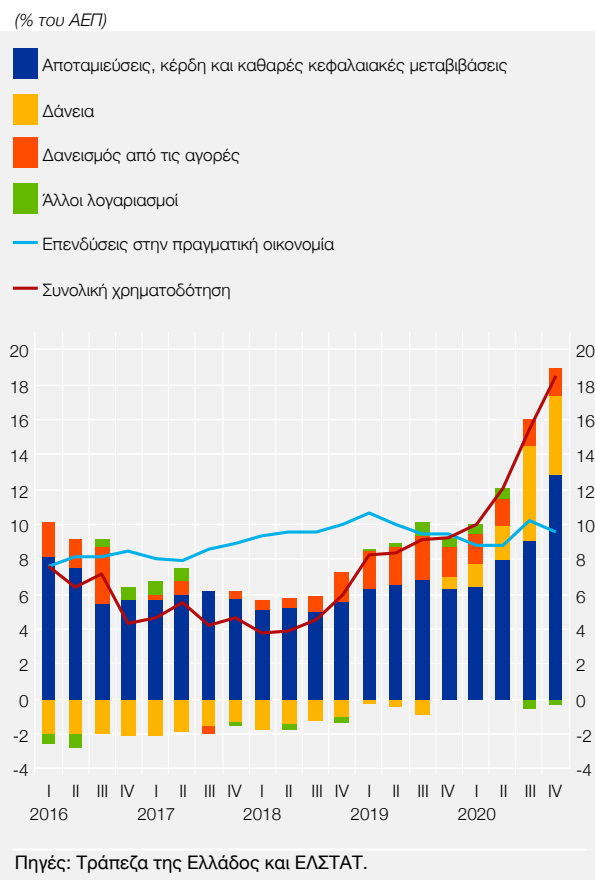
3 Βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2020, Ενότητα IV.2.

τοδότησης του ιδιωτικού τομέα. Συγκεκριμένα, το 2020 η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα σημείωσε θεαματική βελτίωση σε σχέση με το 2019, ως απόρροια του σχεδόν διπλασιασμού της “εξωτερικής χρηματοδότησης” αλλά και του υπερδιπλασιασμού της “εσωτερικής χρηματοδότησης” από ίδιους πόρους.⁴ Η εξωτερική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα ανήλθε σε 5,8% του ΑΕΠ, στηριζόμενη κυρίως στο δανεισμό (συμπεριλαμβάνεται το μέτρο της επιστρεπτέας προκαταβολής), ο οποίος κατέγραψε αξιοσημείωτη άνοδο συγκριτικά με το 2019, ενώ η χρηματοδότηση από την κεφαλαιαγορά έχασε ένα μέρος της δυναμικής της. Ειδικότερα, το 2020 διπλασιάστηκε η εξωτερική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων (12,9 δισεκ. ευρώ, από 5,7 δισεκ. ευρώ το 2019), πρωτίστως λόγω της δυναμικής ανόδου των δανείων (σε 10,5 δισεκ. ευρώ, από 1,3 δισεκ. ευρώ το 2019) και δευτερευόντως λόγω της έκδοσης νέων μη εισηγμένων στο ΧΑΑ μετοχών (2,0 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων το 33% αφορά ξένες επενδύσεις σε ακίνητα). Ταυτόχρονα παρατηρήθηκε μικρή επένδυση σε χρεόγραφα και χρηματοοικονομικά παράγωγα (0,8 δισεκ. ευρώ). Επιπλέον, το 2020 οι ιδιωτικοί αποταμιευτικοί πόροι που ήταν διαθέσιμοι για επενδύσεις υπερδιπλασιάστηκαν στο 12,8% του ΑΕΠ από 6,2% το 2019, λόγω των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης της οικονομίας, της αναστολής πληρωμής υποχρεώσεων και της περικοπής δαπανών εκ μέρους των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Συνεπώς, για πρώτη φορά από τις αρχές του 2016 η εσωτερική αποταμίευση του ιδιωτικού τομέα υπερκάλυψε το επίπεδο των επενδύσεων στην πραγματική οικονομία, το οποίο όμως παρέμεινε ιδιαίτερα χαμηλό (9,6% του ΑΕΠ) συγκριτικά με τα προ χρηματοπιστωτικής κρίσης επίπεδα του 2007 (21,8% του ΑΕΠ). Συνεπώς, δημιουργήθηκε χρηματοδοτικό πλεόνασμα του ιδιωτικού τομέα ύψους 3,2% του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα IV.6).

Παράλληλα, το 2020 παρατηρήθηκε θεαματική αύξηση των επενδύσεων σε χρηματοοικονομικά στοιχεία του ιδιωτικού τομέα (12,4% του ΑΕΠ), μια τάση που είχε ξεκινήσει δειλά το 2019, ανακόπτοντας την πολυετή αποεπένδυση χρηματοοικονομικού πλούτου που εν μέρει στήριζε τις πραγματικές επενδύσεις, την κατανάλωση και την αποπληρωμή χρέους των νοικοκυριών τα προηγούμενα έτη. Η αύξηση αυτή αντανάκλα κυρίως την ενίσχυση των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα, καθώς από το 13,2% του ΑΕΠ των χρηματοοικονομικών επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα το 11% του ΑΕΠ αφορά καταθέσεις και το 0,7% του ΑΕΠ μετοχές και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων. Η ενίσχυση των στοιχείων του ενεργητικού αποδίδεται στα κυβερνητικά προγράμματα στήριξης μετά το ξέσπασμα της πανδημίας, στην υποχώρηση της κατανάλωσης (είτε αναγκαστική είτε για λόγους πρόνοιας), καθώς και στην αναστολή πληρωμής δανείων, τόκων και λοιπών φορολογικών υποχρεώσεων (moratoria) ευάλωτων νοικοκυριών και επιχειρήσεων.

Η υλοποίηση επενδύσεων αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες προκλήσεις της ελληνικής οικονομίας, καθώς το χαμηλό ποσοστό τους λειτουργεί ως τροχοπέδη για την ανάπτυξη και την πραγ-

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



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

Πίνακας IV.3 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2015-α' τρίμηνο 2021)

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

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (α' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	-2,4 (-0,1)	-7,4 (-0,3)	13,1 (0,5)	-1,4 (-0,1)	5,1 (0,2)	-0,3 (-0,0)	1,2 (0,1)
Δευτερογενής τομέας	-1,5 (-0,2)	2,4 (0,4)	-1,8 (-0,3)	0,6 (0,1)	1,1 (0,2)	-2,2 (-0,4)	3,8 (0,6)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	-1,4 (-0,2)	0,7 (0,1)	3,7 (0,5)	0,3 (0,0)	0,9 (0,1)	-3,8 (-0,6)	2,3 (0,3)
Κατασκευές	-1,5 (-0,0)	13,5 (0,3)	-33,5 (-0,8)	3,2 (0,1)	3,3 (0,1)	11,9 (0,2)	14,3 (0,3)
Τριτογενής τομέας	-0,1 (-0,0)	-1,0 (-0,8)	1,9 (1,5)	1,3 (1,0)	0,7 (0,6)	-8,4 (-6,6)	-4,7 (-3,7)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	-1,5 (-0,4)	-2,9 (-0,7)	5,1 (1,2)	2,9 (0,7)	1,7 (0,4)	-20,5 (-5,3)	-12,0 (-3,1)
Ενημέρωση και επικοινωνία	-0,2 (-0,0)	0,8 (0,0)	2,3 (0,1)	0,6 (0,0)	0,9 (0,0)	0,5 (0,0)	3,9 (0,1)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	0,5 (0,0)	11,7 (0,6)	1,4 (0,1)	-5,4 (-0,3)	-0,3 (-0,0)	-7,4 (-0,4)	-3,1 (-0,2)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	0,8 (0,1)	-1,6 (-0,3)	0,2 (0,0)	1,1 (0,2)	0,2 (0,0)	-0,6 (-0,1)	-0,2 (-0,0)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-3,0 (-0,2)	-1,9 (-0,1)	3,5 (0,2)	2,4 (0,1)	-0,3 (-0,0)	-9,8 (-0,5)	-5,4 (-0,3)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	1,9 (0,4)	-1,4 (-0,3)	-1,1 (-0,2)	0,2 (0,0)	-0,4 (-0,1)	2,5 (0,5)	4,6 (0,9)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	-2,1 (-0,1)	-1,5 (-0,0)	4,2 (0,1)	7,4 (0,2)	5,0 (0,2)	-25,1 (-0,9)	-34,9 (-1,2)
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	-0,2	-0,8	1,9	1,1	1,2	-7,8	-2,0

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4 Ιουνίου 2021, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.
Σημείωση: Εντός παρενθέσεων, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

ματική σύγκλιση με τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης. Το 2020 η Ελλάδα είχε το χαμηλότερο μερίδιο ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου στο ΑΕΠ (11,1%, έναντι 21,5% κατά μέσο όρο στην ευρωζώνη). Η μεγάλη αυτή διαφορά δεν είναι συνέπεια της πανδημίας, αφού αντίστοιχα μερίδια παρατηρούνται και την τελευταία δεκαετία με αποτέλεσμα το ήδη μεγάλο επενδυτικό κενό να διευρύνεται συνεχώς. Η πανδημία και η επακόλουθη αύξηση της αβεβαιότητας ανέβηκαν την υλοποίηση σημαντικών προγραμματισμένων ιδιωτικών επενδύσεων. Με τη σταδιακή άρση της αβεβαιότητας, οι επενδύσεις αναμένεται να αποκτήσουν νέα δυναμική.

Κρίσιμο παράγοντα για την ανάκαμψη των επενδύσεων αναμένεται να αποτελέσει το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας "Ελλάδα 2.0" που κατατέθηκε τον Απρίλιο στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Το Σχέδιο περιλαμβάνει μία σειρά 68 διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και 106 επενδυτικών έργων που θα χρηματοδοτηθεί με 30,5 δισεκ. ευρώ από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας της ΕΕ (17,8 δισεκ. ευρώ σε επιχορηγήσεις και 12,7 δισεκ. ευρώ σε δάνεια), ενώ οι συνολικοί επενδυτικοί πόροι που εκτιμάται ότι θα κινητοποιηθούν ανέρχονται σε περίπου 60 δισεκ. ευρώ. Παράλληλα προχωρεί η υλοποίηση μεγάλων επενδυτικών έργων, όπως η αστική ανάπλαση στο Ελληνικό, το νέο αεροδρόμιο στο Καστέλι Κρήτης, το μετρό της Θεσσαλονίκης και η επέκταση του μετρό της Αθήνας, η ανάπτυξη των οδικών αξόνων και η επέκταση της ευρυζωνικότητας. Τέλος, αρκετές δημόσιες επενδύσεις χρηματοδοτούνται μέσω συμπράξεων δημόσιου-ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ).

Το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων έχει επιταχυνθεί το 2021 μετά τη στασιμότητα που παρατηρήθηκε το 2020. Μέχρι στιγμής έχει ολοκληρωθεί η πρώτη φάση της διαδικασίας για τον Οργανισμό Λιμένος Ηγουμενίτσας, τους λιμένες Αλεξανδρούπολης και Καβάλας, της Υπόγειας Αποθήκης Φυσικού Αερίου Νοτίου Καβάλας και των μεταλλευτικών περιουσιακών στοιχείων του Ελληνικού Δημοσίου, έχουν κατατεθεί δύο δεσμευτικές προσφορές για τη μακροχρόνια παραχώρηση της Εγνατίας Οδού και έχει ξεκινήσει η διαγωνιστική διαδικασία για τον Οργανισμό Λι-

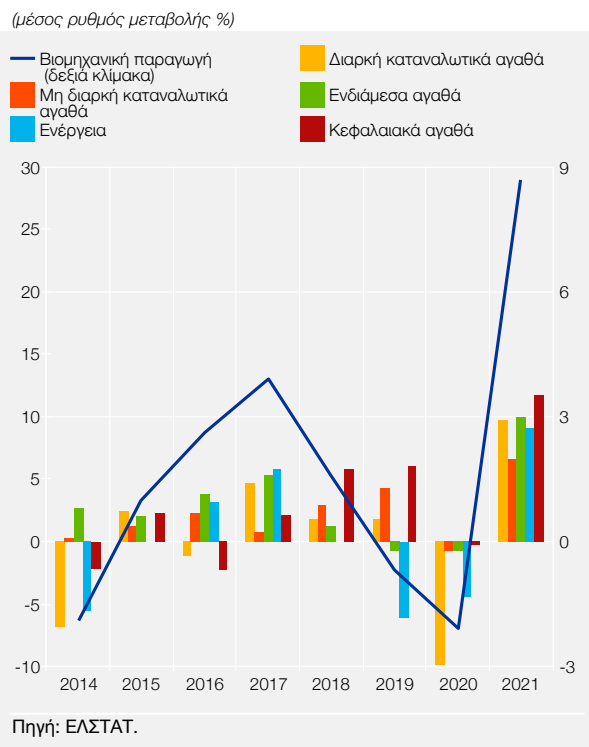
μένος Ηρακλείου, για το ακίνητο στις Γούρνες Ηρακλείου και για τη μαρίνα Καλαμαριάς. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Κρατικού Προϋπολογισμού και του επιχειρησιακού προγράμματος αξιοποίησης του ΤΑΙΠΕΔ, τα προϋπολογισθέντα έσοδα από τις αποκρατικοποιήσεις αναμένεται να ανέλθουν σε 1.790,7 εκατ. ευρώ.

2.2 Εξελίξεις στην πλευρά της προσφοράς

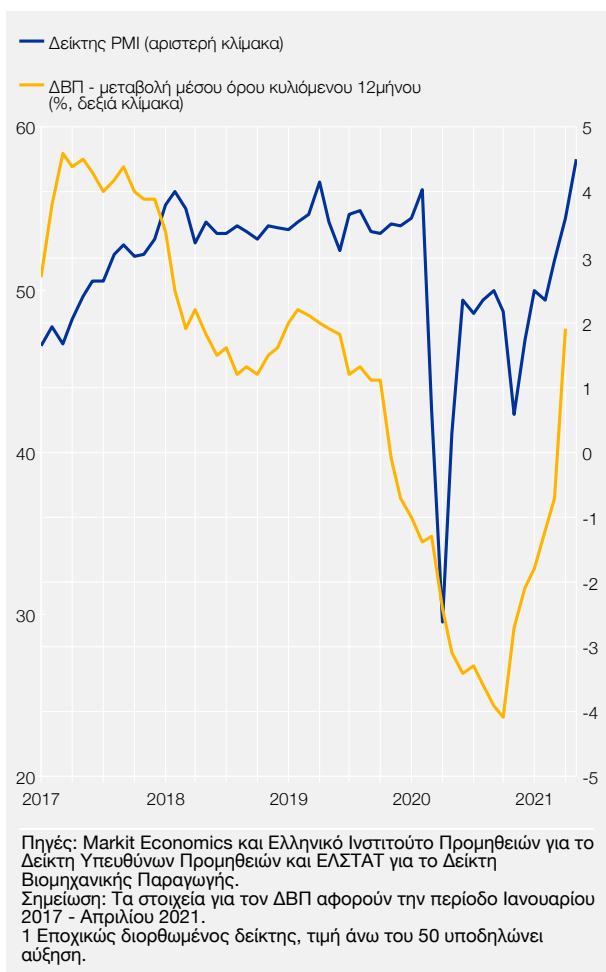
Το 2020 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας μειώθηκε κατά 7,8%, καθώς η αναστολή της δραστηριότητας ή υπολειτουργία των επιχειρήσεων λόγω των περιοριστικών μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας επέδρασε αρνητικά στο προϊόν κυρίως των υπηρεσιών (βλ. Πίνακα IV.3).

Η αναζωπύρωση της πανδημίας στις αρχές του 2021 είχε ως αποτέλεσμα την αυστηροποίηση των περιοριστικών μέτρων στα μέσα Φεβρουα-

Διάγραμμα IV.7 Βιομηχανική παραγωγή (2014 - α' τετράμηνο 2021)



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



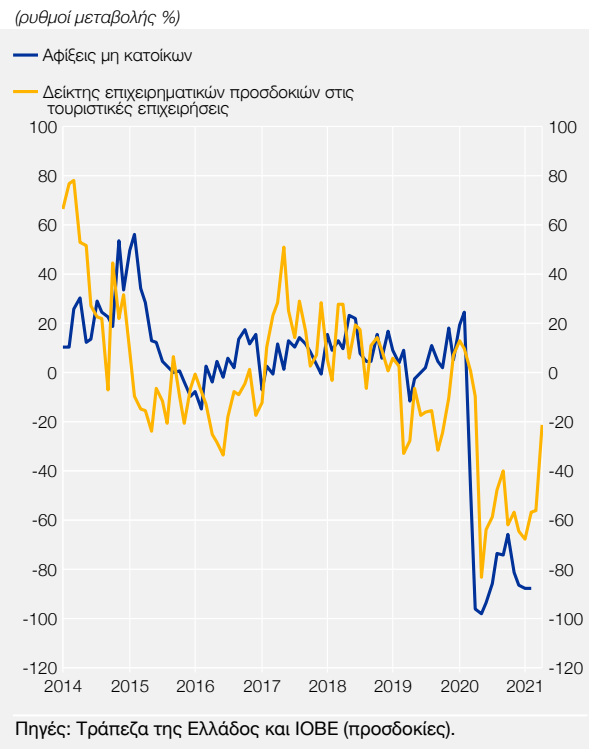
ρίου. Ωστόσο, τα μέτρα ήταν ηπιότερα σε σχέση με το πρώτο κύμα της πανδημίας το Μάρτιο του 2020, με αποτέλεσμα τη μεγαλύτερη κινητικότητα των πολιτών και την απρόσκοπτη παραγωγική διαδικασία σε τομείς όπως η βιομηχανία και οι κατασκευές. Το α' τρίμηνο του 2021, η ακαθάριστη προστιθέμενη της οικονομίας κατέγραψε μείωση 2,0% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, δηλαδή παρατηρήθηκε σημαντική αποκλιμάκωση του αρνητικού ρυθμού της σε σχέση με τα προηγούμενα τρίμηνα της πανδημίας, αντανakλώντας τη σταδιακή προσαρμογή της οικονομίας στις έκτακτες συνθήκες της πανδημίας.

Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της βιομηχανίας συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας ανέκαμψε το α' τρίμηνο του 2021 (+2,3% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο το 2020), έναντι μείωσης κατά 3,8% το 2020. Η εξέλιξη αυτή επιβεβαιώνεται και από την πορεία του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, ο οποίος, μετά την κάμψη που κατέγραψε για το 2020 (-2,1%) ως αποτέλεσμα της πανδημίας, άρχισε να ανακάμπτει από το Νοέμβριο του 2020 και αυξήθηκε κατά 8,7% το α' τετράμηνο του 2021 κυρίως λόγω της ανόδου της μεταποιητικής παραγωγής (7,4%) και της παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας

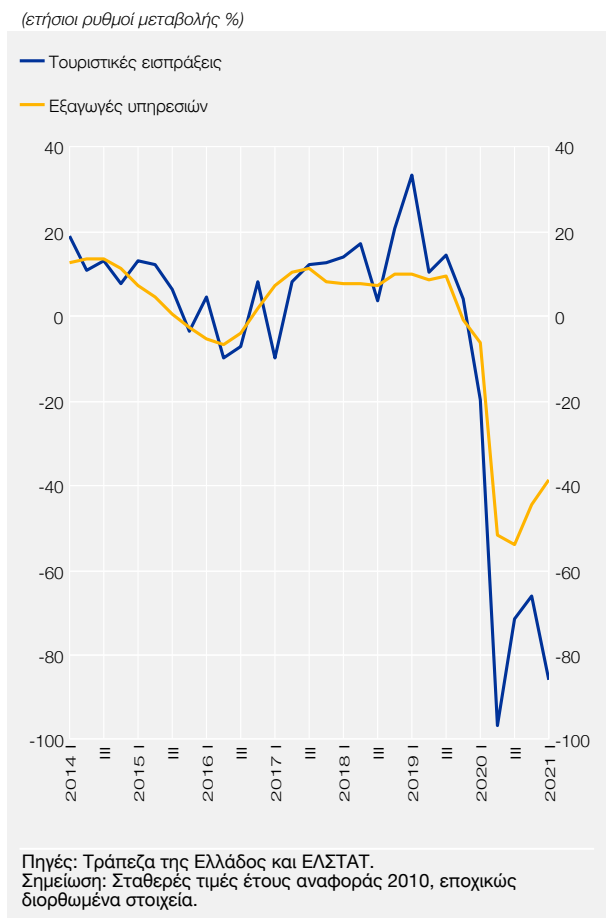
(14,9%). Δυναμικοί μεταποιητικοί κλάδοι όπως η ποτοποιία (16,6%), η παραγωγή φαρμακευτικών προϊόντων (10,4%) και η παραγωγή άλλων μη μεταλλικών ορυκτών προϊόντων (21,9%) συνέβαλαν στην ανάκαμψη του μεταποιητικού τομέα (βλ. Διάγραμμα IV.7). Παράλληλα, ο δείκτης PMI κατέγραψε το Μάιο την καλύτερη επίδοση της μεταποιητικής παραγωγής των τελευταίων 21 και πλέον ετών (βλ. Διάγραμμα IV.8). Επίσης, ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού στον κλάδο της βιομηχανίας, όπως καταγράφεται από τις έρευνες του IOBE, αυξήθηκε κατά 3,5 μονάδες την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2021 σε σχέση με το 2020.

Σημαντική αύξηση κατέγραψε η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία στον τομέα των κατασκευών το α' τρίμηνο του 2021 (+14,3%), σε συνέχεια της ιδιαίτερα θετικής επίδοσης του κλάδου το 2020 (+11,9%), εξέλιξη που επιβεβαιώνεται και από την άνοδο των οικοδομικών αδειών τους τρεις πρώτους μήνες του 2021 (20,7%, βλ. Πίνακα

Διάγραμμα IV.9 Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό (Ιανουάριος 2014 - Απρίλιος 2021)



Διάγραμμα IV.10 Εισπράξεις από τον τουρισμό και εξαγωγές υπηρεσιών (α' τρίμηνο 2014 - α' τρίμηνο 2021)



IV.2). Σημειώτεον ότι ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές αυξήθηκε κατά 93,3% την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2021, αντανακλώντας τις ιδιαίτερα θετικές προσδοκίες για τις επιδόσεις του κλάδου το τρέχον έτος.

Το 2020 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών μειώθηκε με ετήσιο ρυθμό 8,4% και συνέβαλε αρνητικά κατά 6,6 ποσ. μον. στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας. Η αρνητική εικόνα συνεχίστηκε και κατά το α' τρίμηνο του 2021, με την προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών να σημειώνει μείωση κατά 4,7%. Η κάμψη που παρατηρείται στους κλάδους του τριτογενούς τομέα εξακολουθεί να οφείλεται κυρίως στην αρνητική επίδοση των κλάδων του εμπορίου, των ξενοδοχείων-εστιατορίων και των δραστηριοτήτων μεταφορών-αποθήκευσης (-12%) και τεχνών, διασκέδασης και ψυχαγωγίας (-34,9%).

Από τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία φαίνεται ότι ο κύκλος εργασιών στις υπηρεσίες σε τρέχουσες τιμές για το α' τρίμηνο του 2021 είχε αρνητική πορεία. Ωστόσο, η θετική πορεία δεικτών όπως οι τηλεπικοινωνίες, η εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων και το χονδρικό εμπόριο ενδέχεται να

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (διαθέσιμη περίοδος)
A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες							
1. Εμπόριο							
Χονδρικό εμπόριο	-4,4	-1,6	3,7	6,9	-1,7	-10,8	2,6 (Ιαν.-Μάρτ.)
Λιανικό εμπόριο	-2,9	-2,1	1,8	2,0	1,3	-3,9	-3,9 (Ιαν.-Μάρτ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσικλετών	7,8	7,2	6,3	10,8	8,4	-12,9	16,6 (Ιαν.-Μάρτ.)
2. Μεταφορές							
Χερσαίες μεταφορές	-5,7	-2,3	10,9	-1,2	1,0	-17,8	-12 (Ιαν.-Μάρτ.)
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	-3,1	-4,6	-9,6	-0,2	6,3	-25,8	-16,5 (Ιαν.-Μάρτ.)
Αεροπορικές μεταφορές	7,8	3,9	10,4	-0,1	6,3	-65,9	-61,8 (Ιαν.-Μάρτ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	3,0	8,2	8,0	9,0	10,2	-14,6	-8,5 (Ιαν.-Μάρτ.)
3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια							
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	7,8	0,8	8,2	7,6	1,3	-62,7	-59,6 (Ιαν.-Μάρτ.)
4. Ενημέρωση και επικοινωνία							
Τηλεπικοινωνίες	-1,3	0,5	-0,5	0,6	2,4	-2,6	8,8 (Ιαν.-Μάρτ.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλ/κών προγραμμάτων-ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-24,2	-1,3	-5,0	9,0	-6,6	-17,5	-21,6 (Ιαν.-Μάρτ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοηλεκτρονικών εκπομπών	-22,4	-15,0	-3,7	14,1	6,1	0,4	4,2 (Ιαν.-Μάρτ.)
5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες							
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	-12,7	-13,5	4,1	6,9	6,0	-2,9	-5,3 (Ιαν.-Μάρτ.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	4,6	-9,1	-8,4	-12,8	0,4	4,1	43,3 (Ιαν.-Μάρτ.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	1,0	-5,9	3,9	-1,1	9,9	-8,6	4,2 (Ιαν.-Μάρτ.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-7,4	-4,7	9,1	25,6	3,1	-75,0	-65,7 (Ιαν.-Μάρτ.)
B. Επιβατική κίνηση							
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών	19,0	10,7	8,6	11,0	6,0	-68,4	-56,2 (Ιαν.-Μάιος)
Επιβάτες Aegean Airlines ¹	15,2	7,0	6,0	5,7	7,3	-65,5	
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-9,7	-3,0	4,1	2,2	8,7	-59,3	-67,2 (Ιαν.-Μάρτ.)
Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες							
	-16,2	1,5	16,9	4,6	0,7	-22,2	-12,2 (Ιαν.-Μάιος)

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

¹ Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

αποτυπώνουν τη σταδιακή επαναφορά της εγχώριας οικονομικής δραστηριότητας σε ρυθμούς κανονικότητας (βλ. Πίνακα IV.4).

Όσον αφορά τις υπηρεσίες του τουρισμού, οι αφίξεις μη κατοίκων και οι ταξιδιωτικές εισπράξεις για το α' τετράμηνο του 2021 δεν ξεπέρασαν το 13% και 10% αντίστοιχα των μεγεθών του 2019 (βλ. Διαγράμματα IV.9 και IV.10).

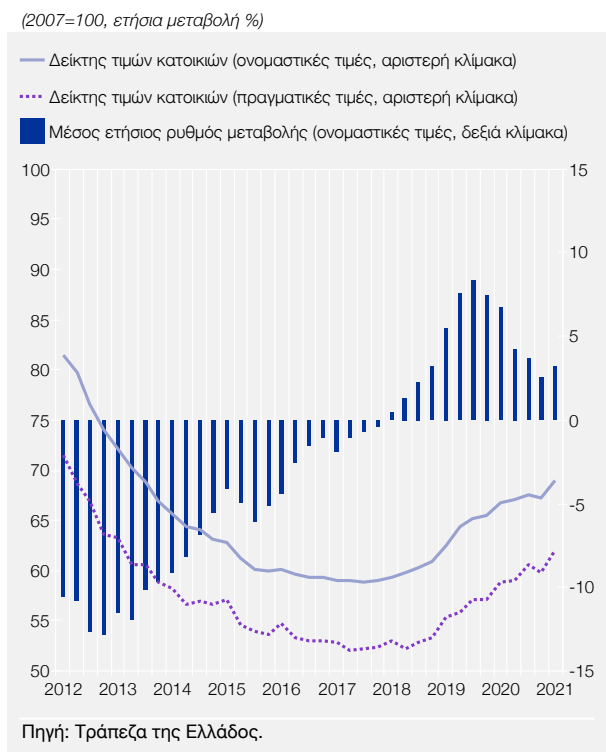
Η κρίση που επέφερε στον τουρισμό η πανδημία δεν επιτρέπει προβλέψεις για ανάκαμψη της ταξιδιωτικής κίνησης και δαπάνης στο επίπεδο του 2019 σε διάστημα μικρότερο των δύο έως τριών ετών. Αυτός είναι ο χρόνος που αναμένεται να χρειαστεί το ταξίδι αναψυχής ώστε να επιστρέψει στα αυξημένα επίπεδα ζήτησης, τόσο για την Ελλάδα όσο και διεθνώς. Σύμφωνα με έρευνα του UNWTO (World Tourism Barometer, January 2021), το 51% των ερωτηθέντων στην Ευρώπη αναμένει επιστροφή του διεθνούς τουρισμού στα προ της πανδημίας επίπεδα το 2023 και το 35% από το 2024 και μετά.

Κατά το 2021, παρά τις προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι ευρωπαϊκές χώρες ως προς τη διανομή των εμβολίων, η επιτάχυνση και η αποτελεσματικότητα των εμβολιαστικών προγραμμάτων, σε συνδυασμό με άλλες στρατηγικές (αυστηρότερα πρωτόκολλα υγείας, αύξηση των rapid tests, πράσινο ψηφιακό πιστοποιητικό), αναμένεται να οδηγήσουν σε σταδιακή χαλάρωση των ταξιδιωτικών περιορισμών, βελτίωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης και ενίσχυση της τουριστικής κίνησης, κυρίως από το δεύτερο εξάμηνο του τρέχοντος έτους στην Ελλάδα. Αυτό φαίνεται επίσης τόσο από τα επίπεδα των προκρατήσεων όσο και από τους προγραμματισμούς πτήσεων και διαθέσιμων θέσεων των αεροπορικών εταιριών.

3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Το πρώτο πεντάμηνο του 2021, και ιδιαίτερα οι δύο τελευταίοι μήνες, σηματοδοτεί την έναρξη μιας νέας περιόδου για την αγορά ακινήτων, κατά την οποία ξεκινά ο απολογισμός των επιπτώσεων της πανδημίας στην αγορά και η αξιολόγηση των νέων δεδομένων που έχουν διαμορφωθεί. Παρά την επιφυλακτικότητα και τη στάση αναμονής της αγοράς από την έναρξη της υγειονομικής κρίσης, οι σταθερά θετικές προσδοκίες για την προοπτική αναχαίτισης της πανδημίας, ανάκαμψης του τουρισμού και αποκατάστασης της εξωτερικής επενδυτικής ζήτησης συνετέλεσαν στην ανθεκτικότητα των τιμών τόσο των οικιστικών όσο και των επαγγελματικών ακινήτων. Μάλιστα, παρά τα αυξημένα εμπόδια που ανέκυψαν στην ολοκλήρωση πράξεων και επενδύσεων εξαιτίας της υπολειτουργίας των σχετικών υπηρεσιών του κράτους, το υψηλών προδιαγραφών τμήμα της αγοράς προσέλκυσε έντονο ενδιαφέρον και σημαντικού ύψους πράξεις από ιδιώτες, επιχειρήσεις και επενδυτές.

Διάγραμμα IV.11 Δείκτης τιμών κατοικιών (α' τρίμηνο 2012 - α' τρίμηνο 2021)



Στην **αγορά κατοικιών** κατά τη διάρκεια του 2020 καταγράφηκε τάση αποκλιμάκωσης των ρυθμών αύξησης των αξιών, η οποία ανακόπηκε το α' τρίμηνο του 2021. Ωστόσο, διατηρήθηκε η ετερογένεια στις μεταβολές των τιμών των κατοικιών σε τοπικό επίπεδο, με αυξήσεις σε περιοχές με έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον και οριακές αυξήσεις ή και μειώσεις σε άλλες. Πιο συγκεκριμένα, βάσει των στοιχείων-εκτιμήσεων που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων το α' τρίμηνο του 2021 ήταν αυξημένες κατά 3,2% (προσωρινά στοιχεία) σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2020 (βλ. Διάγραμμα IV.11). Για το 2020, με βάση τα αναθεωρημένα στοιχεία, οι τιμές των διαμερισμάτων αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,3% (6,7%, 4,3%, 3,7% και 2,5% το α', β', γ' και δ' τρίμηνο του 2020 αντίστοιχα), έναντι αύξησης 7,2% το 2019. Από την ανάλυση των στοιχείων κατά παλαιότητα ακινήτου, τα δύο τελευταία τρίμηνα, δηλ. δ' τρίμηνο του 2020 και α' τρίμηνο του 2021, καταγράφονται υψηλότεροι ρυθμοί αύξησης στα "παλαιά" διαμερίσματα έναντι των "νέων", ενώ για το 2020, οι τιμές των "νέων" διαμερισμάτων αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 4,7%, έναντι 4,0%

των "παλαιών" διαμερισμάτων (αναθεωρημένα στοιχεία). Με διάκριση κατά γεωγραφική περιοχή, η αύξηση των τιμών των διαμερισμάτων τόσο για το α' τρίμηνο του 2021 όσο και για το 2020 ήταν εντονότερη στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα. Πιο συγκεκριμένα, οι ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων στην Αθήνα και στη Θεσσαλονίκη ενισχύθηκαν σημαντικά, εξαιτίας του συ-

νεχιζόμενου επενδυτικού ενδιαφέροντος, καταγράφοντας μέση ετήσια αύξηση 5,4% το α' τρίμηνο του 2021 και 7,6% το 2020 για την Αθήνα, ενώ στην περιοχή της Θεσσαλονίκης οι αντίστοιχες αυξήσεις ήταν 3,7% και 4,8%.

Παρά τις πιέσεις που δέχθηκε η αγορά των κατοικιών το 2020 και τις αρχές του 2021, όπως αυτές αποτυπώνονται στα στοιχεία του προγράμματος Golden Visa, στην περιορισμένη εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό για αγορά ακινήτων,⁵ στο μειωμένο αριθμό μεταβιβάσεων κατοικιών,⁶ καθώς και στις αρνητικές επιχειρηματικές προσδοκίες για τις κατασκευές κατοικιών,⁷ η αγορά παρουσιάζει ανθεκτικότητα, τόσο ως προς τις τιμές όσο και ως προς την οικοδομική δραστηριότητα, προεξοφλώντας τις θετικές προσδοκίες ανάκαμψης της οικονομίας και της διεθνούς ζήτησης για την ελληνική αγορά ακινήτων. Ειδικότερα, η οικοδομική δραστηριότητα κατοικιών (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) συνεχίζει σε επίπεδο χώρας να ενισχύεται, καταγράφοντας σε όρους όγκου οικοδομών (κυβικά μέτρα) μέση ετήσια αύξηση κατά 4,9% το πρώτο δίμηνο του 2021 (18,2% το 2020), ενώ στην περιοχή της Αττικής οι αντίστοιχες αυξήσεις ήταν ελαφρά υψηλότερες (6,5% το πρώτο δίμηνο του 2021 και 23,0% το 2020). Επιπλέον, οι επενδύσεις σε κατοικίες (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, σε σταθερές τιμές) ενισχύονται κατά 2,7% σε ετήσια βάση το α' τρίμηνο 2021, έναντι αύξησης κατά 15,6% το 2020, αλλά εξακολουθούν να βρίσκονται σε χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ (α' τρίμηνο 2021: 0,9%).

Στον κλάδο των **επαγγελματικών ακινήτων**, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2020 όπως και τους πρώτους μήνες του 2021, καταγράφεται σημαντική, αναλογικά με τις περιστάσεις, επενδυτική δραστηριότητα, γεγονός το οποίο έχει συντελέσει στη διατήρηση των επιπέδων των τιμών κοντά στα προ της υγειονομικής κρίσης επίπεδα. Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2020, οι τιμές γραφείων υψηλών προδιαγραφών υποχώρησαν οριακά κατά 0,2% σε σχέση με το προηγούμενο εξάμηνο, ενώ για το σύνολο του έτους καταγράφηκε μέσος ρυθμός αύξησης 1,2%. Η ευρύτερη περιοχή της Αθήνας κατέγραψε αντίστοιχα αύξηση 0,6% κατά το δεύτερο εξάμηνο, ενώ για το 2020 ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης ανήλθε σε 2,2%. Παρόμοια εικόνα καταγράφηκε και στην αγορά καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών, όπου οι τιμές σε επίπεδο δεύτερου εξαμήνου του 2020 παρέμειναν αμετάβλητες, ενώ για το 2020 σε ετήσια βάση σημείωσαν αύξηση κατά μέσο όρο 2,1%. Η ευρύτερη περιοχή της Αθήνας κατέγραψε οριακή αύξηση (0,2%) κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2020 σε σχέση με το πρώτο, ενώ η μέση ετήσια αύξηση για το 2020 ήταν 1,6%.

Για το 2020 η συνολική οικοδομική δραστηριότητα για τις επαγγελματικές χρήσεις (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) κατέγραψε αρνητικούς ρυθμούς τόσο σε όρους αριθμού νέων αδειών (-12,5%) όσο και σε όρους όγκου νέων κατασκευών (-2,0%). Επιμέρους αυξήσεις καταγράφηκαν ωστόσο σε συγκεκριμένες κατηγορίες όπως τα γραφεία, οι γεωργικές χρήσεις και η συλλογική κατοικία. Η οικοδομική δραστηριότητα για τα ξενοδοχεία, παρά το γεγονός ότι το πρώτο εξάμηνο του 2020 εμφάνισε πολύ υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, τους τελευταίους μήνες του έτους κατέγραψε σημαντική υποχώρηση. Κατά το πρώτο δίμηνο του 2021, οι πρώτες καταγεγραμμένες τάσεις της οικοδομικής δραστηριότητας είναι μεικτές, ωστόσο εκτιμάται ότι υπάρχει προοπτική επαναφοράς σε θετικούς ρυθμούς για το σύνολο των βασικών επαγγελματικών επενδυτικών χρήσεων ακινήτων (γραφεία, καταστήματα, αποθήκες και ξενοδοχεία) τους επόμενους μήνες.

Το πρώτο πεντάμηνο του 2021 οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ) προχώρησαν σε αρκετές μεγάλες νέες επενδύσεις, ενώ έχουν ήδη ανακοινώσει

5 Το α' τρίμηνο του 2021, οι καθαρές ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα για την αγορά ακινήτων μειώθηκαν κατά 7,3% σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2020 και ανήλθαν σε 214,0 εκατ. ευρώ, έναντι 230,7 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2020.

6 Στοιχεία του Μητρώου Αξιών Μεταβιβάσεων Ακινήτων της Γενικής Γραμματείας Πληροφοριακών Συστημάτων του Υπουργείου Οικονομικών: διαθέσιμα στοιχεία έως και το Μάιο του 2021.

7 Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών για τις κατασκευές κατοικιών του IOBE το πρώτο πεντάμηνο του 2021, σε ετήσια βάση, παρουσίασε υποχώρηση (-14,0%), παρά τη σημαντική βελτίωση που παρουσίασε το Μάιο σε σχέση με τον Απρίλιο του 2021.

σημαντικά επενδυτικά σχέδια τα οποία εκτείνονται στην επόμενη διετία. Στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος των επενδυτών βρίσκονται οι αποθηκευτικοί χώροι και οι ξενοδοχειακές μονάδες, ενώ επενδυτικές κινήσεις γίνονται προς γραφεία και καταστήματα, χωρίς ωστόσο τα τελευταία να μονοπωλούν πλέον το ενδιαφέρον. Παράλληλα, εγχώριες και ξένες εταιρίες και αλυσίδες επιχειρήσεων προβαίνουν σε σημαντικού ύψους πράξεις και έργα ανάπτυξης, αξιολογώντας ως θετικές τις προοπτικές της αγοράς και ευρύτερα της ελληνικής οικονομίας.

Το 2021, με την προϋπόθεση του οριστικού πλέον ελέγχου της πανδημίας και την πλήρη απελευθέρωση των δραστηριοτήτων και της κινητικότητας των πολιτών, αναμένεται να σηματοδοτήσει την επανεκκίνηση της αγοράς, μέσα σε ένα πλαίσιο σημαντικών ανακατατάξεων. Η αλλαγή νοοτροπίας και αναγκών θα οδηγήσει πιθανώς στη χωρική και ποιοτική μετατόπιση της ζήτησης, ενώ τα δρομολογημένα έργα ανάπτυξης και υποδομών μεγάλης εμβέλειας αναμένεται να ενισχύσουν περαιτέρω την τάση μετατόπισης και ανάδειξης νέων αγορών ενδιαφέροντος. Προκειμένου να διασφαλιστούν οι βέλτιστοι ρυθμοί αποκατάστασης και ανάκαμψης της αγοράς ακινήτων, ιδιαίτερη μέριμνα θα πρέπει να δοθεί στην απλοποίηση των διαδικασιών μεταβίβασης ακινήτων. Στο πλαίσιο του ψηφιακού μετασχηματισμού του κράτους που συντελείται με γοργούς ρυθμούς την τελευταία περίοδο, απαιτείται παράλληλος συνολικός επανασχεδιασμός των γραφειοκρατικών διαδικασιών και των υπέρμετρων απαιτήσεων για έκδοση και προσκόμιση πάσης φύσεως πιστοποιητικών που καθιστούν την ολοκλήρωση πράξεων αγοραπωλησίας πολύπλοκη, εξαιρετικά χρονοβόρα και εν τέλει αποτελούν ανασταλτικό παράγοντα για επενδύσεις. Παράλληλα, η ταχεία ολοκλήρωση των δασικών χαρτών, αφού προηγηθεί η απαιτούμενη διόρθωση των χαρακτηρισμών εκτάσεων, όπως και η επιτάχυνση και ολοκλήρωση του Κτηματολογίου μπορούν να αποτελέσουν τη βάση για έναν σύγχρονο εθνικό χωροταξικό σχεδιασμό, που με όρους βιωσιμότητας και προστασίας του περιβάλλοντος θα δώσει νέα ώθηση στην ανάπτυξη, προστατεύοντας και αναδεικνύοντας την ιδιωτική και δημόσια ακίνητη περιουσία.

4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Η υγειονομική κρίση επέδρασε αρνητικά στην αγορά εργασίας, καθώς ανέκοψε την αύξηση της απασχόλησης που σημειώθηκε τα τελευταία πέντε έτη. Κατά τη διάρκεια της πανδημίας παρατηρήθηκε μείωση της απασχόλησης των ηλικιακά νεότερων με αύξηση του αντίστοιχου ποσοστού ανεργίας, μείωση των ωρών εργασίας, αύξηση των οικονομικά μη ενεργών και αύξηση αυτών που είναι διαθέσιμοι αλλά δεν αναζητούν εργασία, καθώς οι νέες συνθήκες που διαμόρφωσε η πανδημία, όπως η μειωμένη ζήτηση εργασίας, οι υγειονομικοί φόβοι και η ανάγκη φύλαξης των εξαρτημένων μελών (παιδιά, ηλικιωμένοι) αποθάρρυναν αρκετούς από την αναζήτηση εργασίας. Εντούτοις, η επίδραση στην αγορά εργασίας περιορίστηκε, για δύο κυρίως λόγους: (α) τα μέτρα στήριξης της κυβέρνησης που ελήφθησαν για την προστασία τόσο της απασχόλησης όσο και του εισοδήματος των απασχολούμενων ήταν ιδιαίτερα αποτελεσματικά, αν και με μεγάλο δημοσιονομικό κόστος, καθώς περιορίσαν σημαντικά τις απολύσεις ακόμη και σε κλάδους που επλήγησαν ιδιαίτερα από την πανδημία, όπως η εστίαση και τα καταλύματα, και (β) οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που υλοποιήθηκαν την προηγούμενη δεκαετία είχαν ως αποτέλεσμα να αρθούν σημαντικές αγκυλώσεις και να γίνει η αγορά εργασίας περισσότερο ευέλικτη, με αποτέλεσμα να ανταποκριθεί αποτελεσματικότερα στις νέες δυσμενείς συνθήκες. Ως συνέπεια των παραπάνω, το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 16,3% από 17,3% το 2019, η δε απασχόληση μειώθηκε κατά 0,9%, ενώ το ΑΕΠ υποχώρησε κατά 8,2%. Τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία (Μάρτιος 2021) δείχνουν οριακή αύξηση του ποσοστού ανεργίας στο 16,3% (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία), από 16,1% το Μάρτιο του 2020.

Τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ δείχνουν ότι η χαμηλή κινητικότητα στην αγορά εργασίας που παρατηρήθηκε το 2020 συνεχίστηκε και τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2021, όπως αποτυπώνεται στη σημαντική μείωση τόσο των προσλήψεων (-16,9%) όσο και των αποχωρήσεων (-36,3%). Ωστόσο, το ισοζύγιο ρών μισθωτής απασχόλησης το πρώτο τετράμηνο του 2021 ήταν υψηλότερο από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2020, γεγονός που υπο-

δηλώνει ότι τα μέτρα στήριξης της απασχόλησης που ελήφθησαν βοήθησαν σημαντικά την αγορά εργασίας. Πιο συγκεκριμένα, την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2021 δημιουργήθηκαν 81.942 νέες θέσεις εργασίας, έναντι αρνητικού ισοζυγίου κατά 27.149 θέσεις την αντίστοιχη περίοδο του 2020 (βλ. Διάγραμμα IV.12). Οι προσλήψεις πλήρους απασχόλησης ανήλθαν στο 63,1% του συνόλου, ενώ οι προσλήψεις μερικής και εκ περιτροπής απασχόλησης έφθασαν στο 36,9% (έναντι 49,3% και 50,7% την αντίστοιχη περίοδο του 2020).

Ο αριθμός των απασχολουμένων ανά τομέα οικονομικής δραστηριότητας, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, υποχώρησε στον πρωτογενή και το δευτερογενή τομέα (-9,2% και -3,1% αντίστοιχα) το 2020 έναντι του 2019, ενώ αυξήθηκε οριακά στον τριτογενή τομέα (0,9%). Σε κλαδικό επίπεδο η υποχώρηση της απασχόλησης την ίδια περίοδο προήλθε από τη μεγάλη μείωση του αριθμού των απασχολουμένων στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες (-10,0%), αποτυπώνοντας τις σημαντικές αρνητικές συνέπειες της πανδημίας στο συγκεκριμένο κλάδο, στις κατασκευές (-4,6%) και στη μεταποίηση (-1,6%). Αντίθετα, αύξηση των απασχολουμένων καταγράφηκε στους κλάδους του χονδρικού και λιανικού εμπορίου (3,2%), στις δραστηριότητες ανθρώπινης υγείας και κοινωνικής μέριμνας (8,3%), στις επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες και στη δημόσια διοίκηση και άμυνα (5,2% και 2,7% αντίστοιχα) (βλ. Διάγραμμα IV.13).

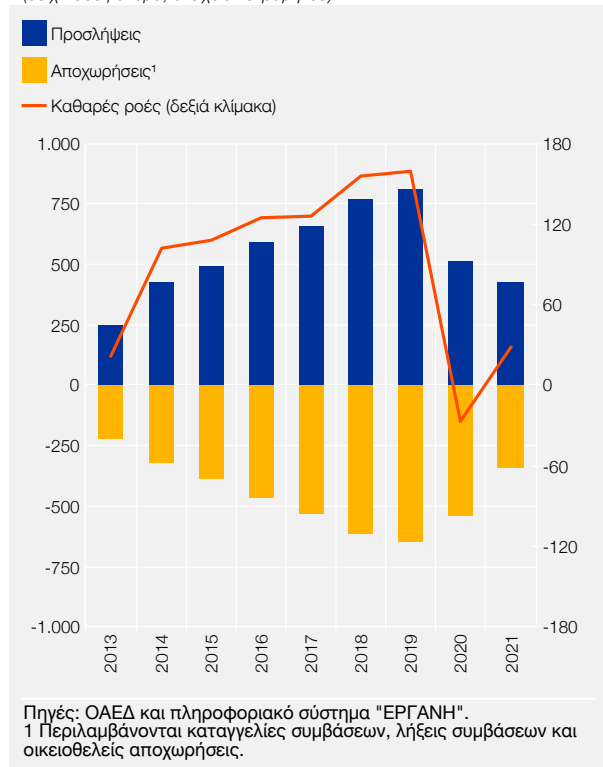
Η μισθωτή απασχόληση το 2020 υποχώρησε σε ετήσια βάση (-0,9%, έναντι αύξησης 4,6% το 2019), ενώ ο αριθμός των λοιπών απασχολουμένων υποχώρησε κατά 1,0%, αντανakλώντας τη μείωση των αυτοαπασχολουμένων χωρίς προσωπικό και των βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση. Αντίθετα, οι αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό αυξήθηκαν (ΕΕΔ) (βλ. Διάγραμμα IV.14).

Το 2020 το ποσοστό απασχόλησης για την ηλικιακή ομάδα 20-64 ετών μειώθηκε οριακά σε 61,1%, αποτελεί όμως τη χειρότερη επίδοση σε σύγκριση με τις άλλες χώρες της ΕΕ 28 (μέσος όρος ΕΕ 28: 72,4%). Μείωση του ποσοστού απασχόλησης παρατηρήθηκε για τους άνδρες (0,6 ποσ. μον.), ενώ το ποσοστό απασχόλησης των γυναικών αυξήθηκε (0,5 ποσ. μον.). Το ποσοστό απασχόλησης των γυναικών (51,8%), ωστόσο υπολείπεται σημαντικά εκείνου των ανδρών (70,7%).

Το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών υποχώρησε σημαντικά (67,4% το 2020, από 68,5% το 2019). Ένα χαρακτηριστικό της υγειονομικής κρίσης είναι ότι επιβάρυνε ιδιαίτερα τις νεότερες ομάδες του πληθυσμού. Συγκεκριμένα, το ποσοστό συμμετοχής των νεότερων (έως 44 ετών) μειώθηκε και ειδικότερα για την ηλικιακή ομάδα 25-29 ετών υποχώρησε σημαντικά κατά 3,7 ποσοστιαίες μονάδες. Αντίθετα, το ποσοστό συμμετοχής των μεγαλύτερων ηλικιακά (45-64 ετών) στο εργατικό δυναμικό αυξήθηκε οριακά. Επισημαίνεται ότι η συμμετοχή ιδίως των νέων στο εργατικό δυναμικό έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς η γήρανση του πληθυσμού ενδέχεται να υπονομεύσει τη βιωσιμότητα των συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης και η παρατεταμένη αποχή από την αγορά εργασίας να απαξιώσει τις

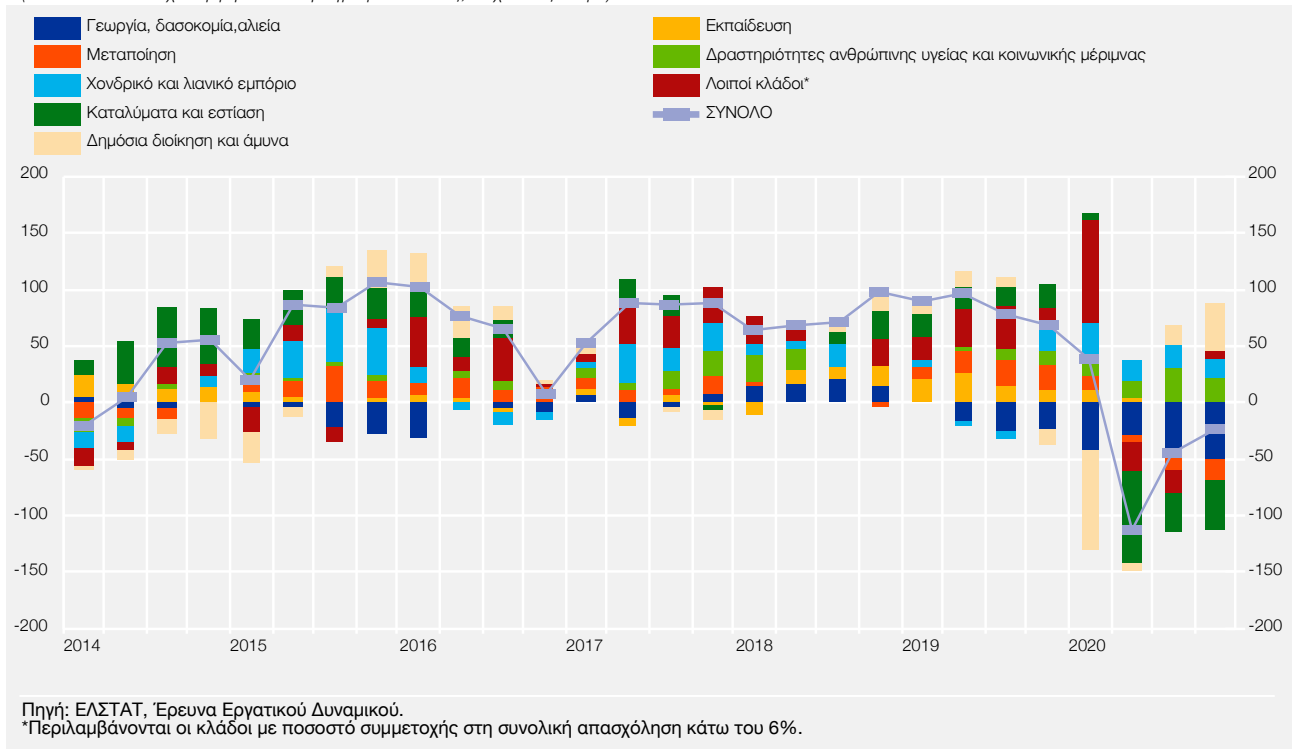
Διάγραμμα IV.12 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2013-2021)

(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία τετραμήνου)



Διάγραμμα IV.13 Μεταβολές του αριθμού των απασχολούμενων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (α' τρίμηνο 2014 - δ' τρίμηνο 2020)

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



δεξιότητές τους. Η απασχόληση και η συμμετοχή των νέων στην αγορά εργασίας προϋποθέτει την ενίσχυση της ζήτησης αυτών σε κλάδους και εργασίες με υψηλή προστιθέμενη αξία, την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων και την τόνωση της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας. Τέλος, πολιτικές που διευκολύνουν την εναρμόνιση της οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής και των δύο φύλων, την επένδυση στην εκπαίδευση, τη διασύνδεση της κατάρτισης με τις ανάγκες της οικονομίας, παράλληλα με τη μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος, τη μείωση των ασφαλιστικών εισφορών και τη μείωση των κινήτρων πρόωρης συνταξιοδότησης, θα διευκολύνουν την επανένταξη και την παραμονή περισσότερων εργαζομένων στην αγορά εργασίας.

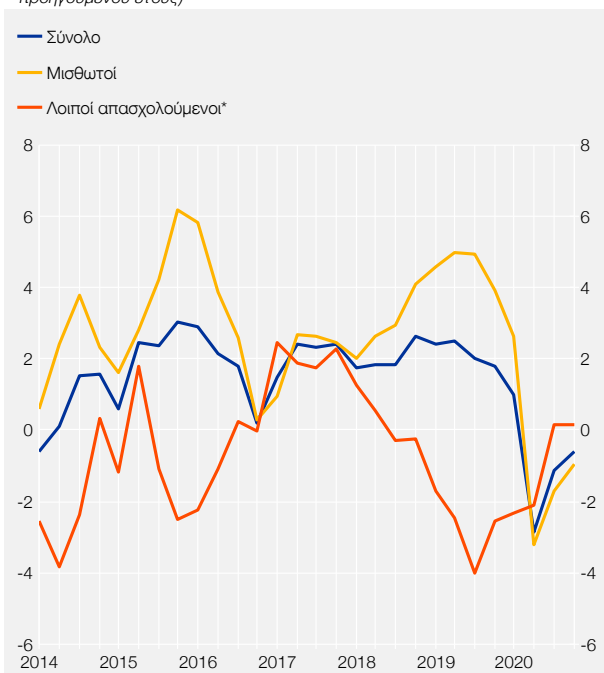
Το ποσοστό μερικής απασχόλησης παρουσίασε σημαντική υποχώρηση στο 8,7% του συνόλου των απασχολούμενων το 2020 (από 9,2% το 2019), ενώ στα επιμέρους τρίμηνα του 2020 παρατηρείται σημαντική σταδιακή αποκλιμάκωσή του (8,2% και 7,8% το γ' και δ' τρίμηνο του 2020 αντίστοιχα). Η εξέλιξη αυτή αποτυπώνει εν μέρει τη συμβολή των μέτρων στήριξης, καθώς πολλές από τις δράσεις που υιοθετήθηκαν για τη στήριξη της αγοράς στοχεύουν στη διατήρηση και δημιουργία θέσεων πλήρους απασχόλησης. Ανάλογη εικόνα καταγράφεται και στα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, καθώς η πλειοψηφία των νέων θέσεων ήταν πλήρους απασχόλησης (51,5%, έναντι 45,1% το 2019).

Την ίδια περίοδο το ποσοστό ανεργίας αποκλιμακώθηκε σε 16,3% (από 17,3% το 2019). Υποχώρηση σημειώθηκε και στο ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας (10,8%, έναντι 12,1% το 2019). Ωστόσο, το ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 20-29 ετών αυξήθηκε σε 29,5% (από 28,4% το 2019), καθώς το β', γ' και κυρίως το δ' τρίμηνο του 2020 αυξήθηκε σημαντικά σε ετήσια βάση (βλ. Διάγραμμα IV.15).

Στο πλαίσιο της στήριξης των επιχειρήσεων, των εργαζομένων και των ανέργων που πλήττονται από τις επιπτώσεις της πανδημίας, τα μέτρα που ελήφθησαν το 2020, όπως μεταξύ άλλων η

Διάγραμμα IV.14 Απασχόληση
(α' τρίμηνο 2014 - δ' τρίμηνο 2020)

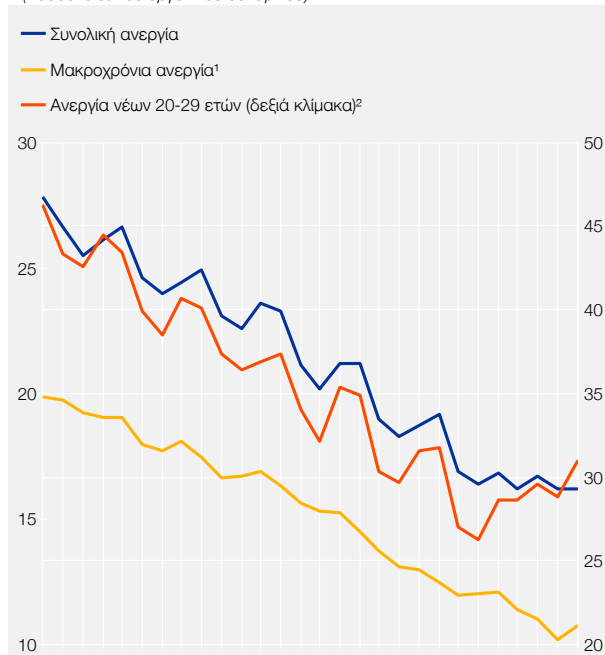
(ποσοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.
* Λοιποί απασχολούμενοι = αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό (εργοδότες) + αυτοαπασχολούμενοι χωρίς προσωπικό + βοηθοί στην οικογενειακή επιχείρηση.

Διάγραμμα IV.15 Ποσοστά ανεργίας
(α' τρίμηνο 2014 - δ' τρίμηνο 2020)

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.
1 Για διάστημα άνω των δώδεκα μηνών.
2 Ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού αυτής της ηλικιακής ομάδας.

παράταση των αναστολών των συμβάσεων εργασίας, η αποζημίωση ειδικού σκοπού, η δυνατότητα τηλεργασίας, η παράταση των επιδομάτων ανεργίας, συνεχίστηκαν και τους πρώτους μήνες του 2021 και η επέκτασή τους θα εξαρτηθεί από την πορεία της πανδημίας και την εξέλιξη των υγειονομικών δεικτών. Ειδικότερα για το μέτρο των αναστολών συμβάσεων εργασίας, με τη σταδιακή επιστροφή της οικονομίας στην κανονικότητα μειώνεται το εύρος των κλάδων υπό καθεστώς προστασίας και περιορίζεται το μέτρο των αναστολών στους κλάδους όπου κρίνεται απολύτως απαραίτητο. Παράλληλα, σε καθεστώς προστασίας έως το τέλος Αυγούστου βρίσκονται οι εργαζόμενοι του προγράμματος επιστρεπτέας προκαταβολής, ενώ στο πλαίσιο των νέων και βελτιωμένων ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης, ο ΟΑΕΔ υλοποιεί προγράμματα με επιδοτούμενες νέες θέσεις εργασίας και με επιχορήγηση μισθού και ασφαλιστικών εισφορών σε ποσοστό έως και 100%.⁸

Επιπλέον έχει ξεκινήσει η διαδικασία διαμόρφωσης του κατώτατου μισθού, όπως προβλέπεται από τις διατάξεις του άρθρου 103 του ν. 4172/2013 (ΦΕΚ Α' 167/23.7.2013), ενώ η προθεσμία για την ολοκλήρωση της διαδικασίας μετατέθηκε για το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Ιουλίου 2021. Τέλος, με τον εργασιακό νόμο που ψηφίστηκε τον Ιούνιο (ν. 4808/2021) προωθούνται μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας, με διατάξεις που αφορούν μεταξύ άλλων τη διευθέτηση του χρόνου εργασίας, το συνδικαλιστικό νόμο, την ψηφιακή κάρτα εργασίας, την αύξηση των υπερωριών, την ελάχιστη εγγυημένη υπηρεσία, τις γονικές άδειες και την τηλεργασία.

Αναλυτικότερα, η διευθέτηση του χρόνου εργασίας μπορεί να γίνεται, στις περιπτώσεις όπου δεν υπάρχουν επιχειρησιακά σωματεία ή δεν έχει επέλθει συμφωνία μεταξύ εργοδότη και συνδικάτου, με ατομική σύμβαση εργασίας μεταξύ εργοδότη και εργαζομένου. Οι ώρες υπερεργα-

8 Δελτίο τύπου Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών Υποθέσεων, 30.3.2021.

σίας ή υπερωρίας θα συμψηφίζονται με μειωμένο ωράριο σε άλλες ημέρες ή και άδεια. Παράλληλα, αυξάνεται το ανώτατο ύψος των νόμιμων υπερωριών στις 150 ώρες ανά έτος, από 96 στη βιομηχανία και 120 ώρες για τους εργαζόμενους στους λοιπούς κλάδους. Προτείνεται η ενεργοποίηση της ψηφιακής κάρτας εργασίας, ώστε να καταγράφονται ηλεκτρονικά οι υπερωρίες, ως ένα μέτρο περιορισμού της αδήλωτης και υποδηλωμένης απασχόλησης και ελέγχου του ωραρίου. Επιπλέον, αυξάνονται οι κλάδοι και οι επιχειρήσεις που μπορούν να λειτουργούν Κυριακές και αργίες και θεσμοθετούνται τα ηλεκτρονικά μητρώα εργοδοτικών και εργατικών οργανώσεων. Παρέχεται η δυνατότητα εξ αποστάσεως ψηφοφορίας και προβλέπεται προσωπικό ελάχιστης εγγυημένης λειτουργίας κατά τη διάρκεια απεργίας σε επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας. Το Σώμα Επιθεώρησης Εργασίας αντικαθίσταται από την Επιθεώρηση Εργασίας, η οποία θα είναι Ανεξάρτητη Αρχή. Εξισώνονται οι αποζημιώσεις απόλυσης των εργατοτεχνιτών με αυτές των υπαλλήλων και ενισχύεται ο θεσμός της συμφιλίωσης μέσω του Οργανισμού Μεσολάβησης και Διαιτησίας (ΟΜΕΔ). Ακόμη, κυρώνονται οι διεθνείς συμβάσεις εργασίας υπ' αριθ. 187 και 190 (για το πλαίσιο προώθησης της ασφάλειας και της υγείας στην εργασία, καθώς και για την εξάλειψη της βίας και της παρενόχλησης στο χώρο της εργασίας αντίστοιχα), ενώ ενσωματώνεται στην εθνική νομοθεσία η Οδηγία (ΕΕ) 2019/1158 για την ισορροπία μεταξύ της επαγγελματικής και της ιδιωτικής ζωής.

Τα μέτρα στήριξης που έλαβε η κυβέρνηση μετρίασαν τις αρνητικές επιπτώσεις της πανδημίας στην αγορά εργασίας. Εντούτοις, με την επιταχυνόμενη αύξηση των εμβολιασμών και τη σταδιακή επαναφορά στην κανονικότητα, τα μέτρα θα αρχίσουν να αίρονται, με ενδεχομένως αρνητικές συνέπειες στην αγορά εργασίας. Η άρση των μέτρων θα πρέπει να είναι σταδιακή, συνδυαζόμενη με ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης, ώστε να μην οδηγήσει σε αύξηση του αριθμού των ανέργων. Γι' αυτό το λόγο θα πρέπει να αξιοποιηθούν τόσο τα προγράμματα ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης του ΟΑΕΔ και το πρόγραμμα των 100.000 επιδοτούμενων θέσεων εργασίας όσο και τα κονδύλια του προγράμματος SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Παράλληλα, η υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας "Ελλάδα 2.0", που παρουσιάστηκε πρόσφατα από την ελληνική κυβέρνηση, αναμένεται να ενισχύσει περαιτέρω την ανάπτυξη και τις επενδύσεις και να βοηθήσει στη διατήρηση και δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης. Τέλος, η ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας θα πρέπει να συνοδευθεί από τη συνέχιση της υλοποίησης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων με σκοπό την καταπολέμηση της αδήλωτης εργασίας και τη διευκόλυνση της ένταξης στην αγορά εργασίας των ευάλωτων ομάδων (νέων, γυναικών, μακροχρόνια ανέργων).

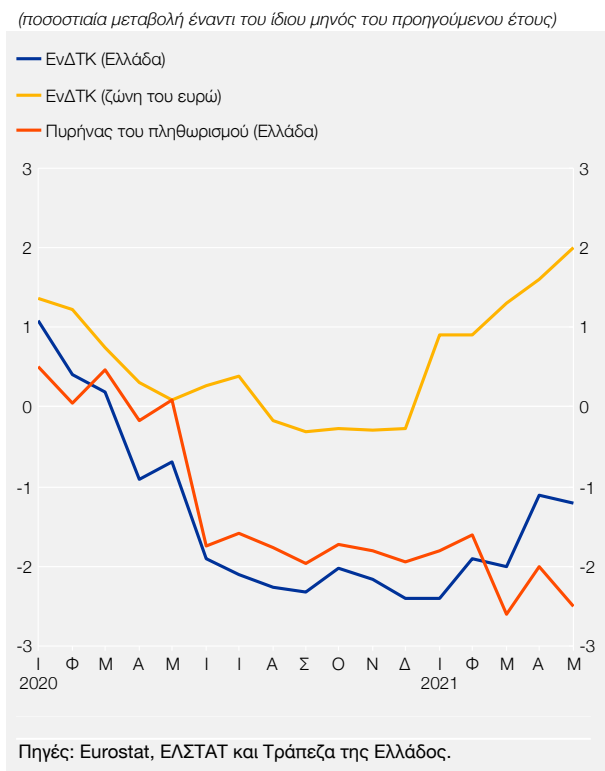
5 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ, ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

5.1 Πληθωρισμός

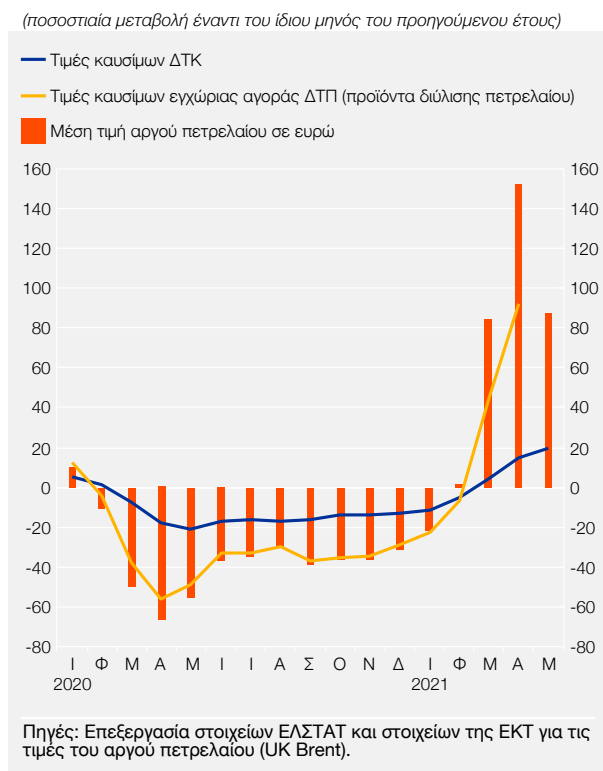
Το 2020 ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), υποχώρησε σημαντικά στο -1,3% και ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ εξαιρουμένων των ενεργειακών αγαθών και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής) στο -1,0%. Οι συνιστώσες της ενέργειας και των υπηρεσιών επέδρασαν καταλυτικά και ώθησαν το γενικό πληθωρισμό σε αρνητικό έδαφος. Το 2020 ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των ενεργειακών αγαθών ήταν -9,8%, ενώ εκείνος των υπηρεσιών -1,4%, με επίπτωση στο γενικό δείκτη -0,78 και -0,71 της ποσοστιαίας μονάδας αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα IV.16).

Από τον Απρίλιο του 2020 ο γενικός πληθωρισμός βρίσκεται σε αρνητικό έδαφος. Κατά το διάστημα Απριλίου-Δεκεμβρίου 2020 ο μέσος ετήσιος ρυθμός του γενικού πληθωρισμού ήταν -1,9%, περίπου όσο και το πρώτο πεντάμηνο του 2021 (-1,7%). Ο πυρήνας του πληθωρισμού εισήλθε σε αποπληθωρισμό τον Ιούνιο του 2020 και κατά το διάστημα Ιουνίου-Δεκεμβρίου 2020 ο μέσος ετήσιος ρυθμός του ήταν -1,8%. Ο αρνητικός μέσος ετήσιος ρυθμός του πυρήνα επιταχύνθηκε το πρώτο πεντάμηνο του 2021 στο -2,1%.

Διάγραμμα IV.16 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2020 - Μάιος 2021)



Διάγραμμα IV.17 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2020 - Μάιος 2021)

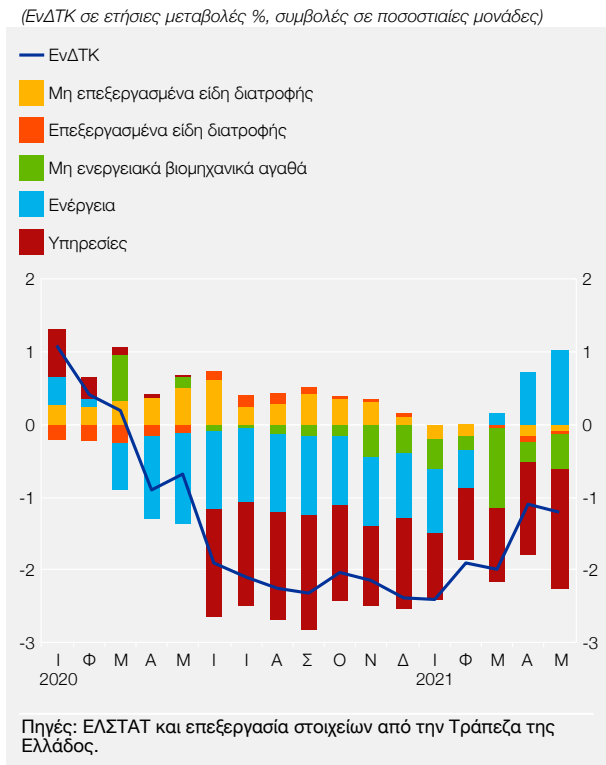


Όσον αφορά την ενεργειακή συνιστώσα, υπάρχουν έντονες διαφοροποιήσεις μεταξύ των ετών 2020 και 2021. Οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου κατέρρευσαν τον Απρίλιο του 2020 και έκτοτε ακολούθησαν σταθερά ανοδική πορεία μέχρι και τους πρώτους μήνες του 2021. Έτσι, λόγω έντονων θετικών επιδράσεων βάσης, καθώς επίσης και της ανοδικής πορείας του πετρελαίου, οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των τιμών των ενεργειακών αγαθών επέστρεψαν σε θετικό έδαφος από το Μάρτιο του 2021. Τον Απρίλιο και το Μάιο οι ετήσιοι ρυθμοί ανήλθαν σε 9,8% και 13,2% αντίστοιχα, αντανακλώντας τη δυναμική ανοδική πορεία του διεθνών τιμών του πετρελαίου. Αξίζει να αναφερθεί ότι η μέση μηνιαία τιμή του πετρελαίου τύπου Brent σε ευρώ τον Απρίλιο του 2021 ήταν αυξημένη κατά 151,7% σε σύγκριση με τον Απρίλιο του 2020 (βλ. Διάγραμμα IV.17).

Οι υπηρεσίες όμως συνεχίζουν να καταγράφουν έντονα αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής των τιμών. Ο αποπληθωρισμός της συνιστώσας των υπηρεσιών σχετίζεται με τις υπηρεσίες που συνδέονται με τον τουρισμό, αλλά και με το μέτρο της μείωσης της έμμεσης φορολογίας στις υπηρεσίες μεταφορών. Το μέτρο αυτό, αρχικά σχεδιασμένο να διαρκέσει για πέντε μόνο μήνες, δηλ. από τον Ιούνιο του 2020 μέχρι και τον Οκτώβριο του 2020, παρατάθηκε μέχρι το τέλος Σεπτεμβρίου 2021. Κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2021 ο μέσος πληθωρισμός των υπηρεσιών παροχής καταλυμάτων κινήθηκε στο -11,5% σε ετήσια βάση, των υπηρεσιών μεταφορών στο -9,7% (με τα εισιτήρια πτήσεων εξωτερικού να καταγράφουν -16,8%), των τηλεφωνικών υπηρεσιών στο -2,0% και των υπηρεσιών πολιτιστικών δραστηριοτήτων στο -0,6%.

Τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά καταγράφουν επίσης αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς. Το ότι κατά τους πρώτους πέντε μήνες του 2021 συνεχίζεται ο έντονος αποπληθωρισμός αυτών των ειδών οφείλεται πρωτίστως στην επίδραση των πολλών περιοριστικών μέτρων. Έτσι, κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2021 ο μέσος πληθωρισμός των ειδών ένδυσης διαμορφώθηκε στο -6,0% σε ετήσια βάση, των ειδών υπόδησης στο -7,0%, των διαρκών αγαθών και ειδών νοικοκυριού στο -2,9% και των λοιπών βιομηχανικών αγαθών στο -0,5% (βλ. Διάγραμμα IV.18).

Διάγραμμα IV.18 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συστασών ΤΟΥ (Ιανουάριος 2020 - Μάιος 2021)



Η οικονομία εισήλθε μετά τα μέσα Μαΐου στη νέα φάση, κατά την οποία αίρονται σταδιακά τα περιοριστικά μέτρα μετά από έξι τουλάχιστον μήνες απαγορεύσεων και περιορισμών. Ζητούμενο μέσα στο κλίμα διάχυτης αβεβαιότητας είναι η αύξηση της ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών, αλλά και η απρόσκοπτη προσφορά τους. Η αβεβαιότητα σχετίζεται κυρίως με τις υπηρεσίες, καθώς και με τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά. Τα αποπληθωριστικά επίπεδα στα οποία κινούνται αναμένεται να μετριαστούν προϊόντος του χρόνου. Δεν αναμένονται ιδιαίτερες μεταβολές των τιμών στους τομείς που σχετίζονται με τα είδη διατροφής και οι οποίοι λειτούργησαν απρόσκοπτα ακόμη και στις δυσκολότερες περιόδους αυτής της κρίσης.

Στο διεθνές περιβάλλον καταγράφονται αυξανόμενες πληθωριστικές πιέσεις, που αποδίδονται στην αυξημένη ζήτηση, στις ελλείψεις βασικών ειδών και στη μείωση των αποθεμάτων. Αρρυθμίες παρατηρούνται στις εφοδιαστικές αλυσίδες και μια σειρά από απροσδόκητα γεγονότα επιτείνουν την όλη κατάσταση. Ο εγχώριος όμως πληθωρισμός διαμορφώνεται κυρίως από τις εσωτερικές εξελίξεις (περιορισμοί κατά το πρώτο πεντάμηνο στην οικονομική δραστηριότητα, αβεβαιότητα που σχετίζεται με την εγχώρια ζήτηση και την ανάκαμψη του τουρισμού)

και αναμένεται να καταγράψει αρνητικό μέσο ετήσιο ρυθμό και το 2021. Η επαναφορά της έμμεσης φορολογίας στην προτέρα κατάσταση σε συνδυασμό με ανοδικές επιδράσεις βάσης αναμένεται να ωθήσουν τον εναρμονισμένο πληθωρισμό ξανά σε θετικό έδαφος προς τα τέλη του 2021, κάτι που ενδέχεται να επισπευσθεί από τις διεθνείς εξελίξεις.

5.2 Επιχειρηματικά κέρδη

Η ύφεση που παρουσίασε η ελληνική και παγκόσμια οικονομία εξαιτίας της πανδημίας επηρέασε αρνητικά τα οικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, τα μέτρα περιορισμού της εξάπλωσης του ιού αποδυνάμωσαν την επιχειρηματική δραστηριότητα και η αναστολή λειτουργίας σημαντικού ποσοστού των επιχειρήσεων την περίοδο Μαρτίου-Μαΐου και στη διάρκεια του δ' τριμήνου του 2020 είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική υποχώρηση της κερδοφορίας και του κύκλου εργασιών των επιχειρήσεων.

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ,⁹ ο κύκλος εργασιών για το σύνολο των επιχειρήσεων της οικονομίας το 2020 κατέγραψε μείωση 13,5%. Οι μεγαλύτερες απώλειες καταγράφηκαν σε κλάδους υπηρεσιών που ήταν σε αναστολή λειτουργίας λόγω των περιοριστικών μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας, όπως οι κλάδοι “Δραστηριότητες υπηρεσιών παροχής καταλύματος και υπηρεσιών εστίασης” (-53,4%), “Μεταφορά και αποθήκευση” (-26,6%), “Διοικητικές και υποστηρικτικές δραστηριότητες” (-35,3%) και “Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία” (-30,1%). Τη μεγαλύτερη αύξηση του κύκλου εργασιών σημείωσαν οι επιχειρήσεις του

9 Η ΕΛΣΤΑΤ ανακοινώνει σε μηνιαία βάση στοιχεία που αφορούν την εξέλιξη του κύκλου εργασιών των επιχειρήσεων καθ' όλη την περίοδο της πανδημίας και είναι εύλογη η καταγραφή των επιπτώσεων της στις επιδόσεις των ελληνικών επιχειρήσεων που τέθηκαν σε αναστολή λειτουργίας στο πλαίσιο των μέτρων περιορισμού για την αντιμετώπιση της πανδημίας.

τομέα “Γεωργία, δασοκομία και αλιεία” (+3,1%). Το πρώτο τρίμηνο του 2021, παρά τα περιοριστικά μέτρα που ήταν σε ισχύ λόγω του τρίτου κύματος της πανδημίας, ο κύκλος εργασιών του συνόλου των επιχειρήσεων της οικονομίας κατέγραψε σχετικά μικρή μείωση (-5,4% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020, έναντι -25,2% και -8,2% το β΄ και δ΄ τρίμηνο του 2020 αντίστοιχα), καταδεικνύοντας σταδιακή προσαρμογή της οικονομικής δραστηριότητας στις έκτακτες συνθήκες της πανδημίας. Ενώ οι επιχειρήσεις των περισσότερων κλάδων υπηρεσιών συνέχισαν να καταγράφουν σημαντικές απώλειες ως προς τον κύκλο εργασιών, με τις μεγαλύτερες να σημειώνονται στους κλάδους “Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία” (-70,4%) και “Δραστηριότητες υπηρεσιών παροχής καταλύματος και υπηρεσιών εστίασης” (-53,9%), οι επιχειρήσεις των κλάδων “Μεταποίηση” και “Ορυχεία-λατομεία” κατέγραψαν άνοδο του κύκλου εργασιών τους για πρώτη φορά από το ξέσπασμα της πανδημίας (2,5% και 2,0%, αντίστοιχα). Παράλληλα, δυναμική άνοδο του κύκλου εργασιών σημειώθηκε στις επιχειρήσεις των κλάδων “Γεωργία, δασοκομία και αλιεία” (+12,5%), “Παροχή ηλεκτρικού ρεύματος” (+8,6%) και “Δραστηριότητες σχετικές με την ανθρώπινη υγεία και την κοινωνική μέριμνα” (+10,9%).

Ιδιαίτερα αρνητική εικόνα αποτυπώνουν επίσης τα στοιχεία των μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ για το 2020. Το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μειώθηκε κατά 24,2% (έναντι αύξησης κατά 0,3% το 2019). Η μείωση αυτή οφείλεται στη σημαντική υποχώρηση κατά 12,1% της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας, που εν μέρει μόνο αντισταθμίστηκε από τη μείωση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας κατά 2,4% και τη σημαντικά ευνοϊκότερη συμβολή των φόρων μείον επιδοτήσεων στην παραγωγή. Το μερίδιο καθαρού κέρδους (που ορίζεται ως ο λόγος του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος προς την καθαρή προστιθέμενη αξία) μειώθηκε σημαντικά σε 19,0% το 2020, από 28,3% το 2019.

5.3 Κόστος εργασίας

Το 2021 αναμένεται συγκρατημένη ανάκαμψη του συνόλου των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας, αντανakλώντας μικρή άνοδο τόσο της μισθωτής απασχόλησης (μετά την ήπια μείωση του 2020) όσο και των αμοιβών ανά μισθωτό (που ήταν στάσιμες το 2020). Λόγω της προβλεπόμενης ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας, θα αυξηθεί αισθητά και η παραγωγικότητα (που είχε υποχωρήσει σημαντικά το 2020). Έτσι, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, μετά τη μεγάλη περυσινή άνοδο, αναμένεται να εμφανίσει αξιόλογη μείωση (βλ. Πίνακα IV.5).

Επισημαίνεται ότι το 2020 τα περιοριστικά μέτρα και οι γενικότερες οικονομικές συνέπειες της πανδημίας επέδρασαν αρνητικά στην απασχόληση και δεν επέτρεψαν αύξηση των μέσων αμοιβών, αλλά η επίπτωσή τους αντισταθμίστηκε έως ένα βαθμό από τις ειδικές πολιτικές που ασκήθηκαν (π.χ. τη χορήγηση της αποζημίωσης ειδικού σκοπού και το πρόγραμμα “ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ”).

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

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

Πηγές: Για το 2019-2020: ΕΛΣΤΑΤ, αναθεωρημένα στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών και λογαριασμών θεσμικών τομέων, 16.10.2020-5.3.2021, 26.4.2021. Για το 2021: προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Εξάλλου, οι λόγοι για τους οποίους το τρέχον έτος 2021 προβλέπεται μόνο συγκρατημένη ανάκαμψη των μεγεθών αυτών είναι η επίδραση των περιοριστικών μέτρων σε τμήμα της χρονικής περιόδου καθώς και η αβεβαιότητα για την εξέλιξη της πανδημίας (κυρίως λόγω της εμφάνισης των μεταλλάξεων του ιού παγκοσμίως) και του τουρισμού.

Το α' τρίμηνο του 2021 οι συνολικές αμοιβές των εργαζομένων μειώθηκαν με ετήσιο ρυθμό 4,9%, κυρίως λόγω υποχώρησης του αριθμού των απασχολούμενων μισθωτών, ενώ οι αμοιβές ανά μισθωτό μειώθηκαν μόνο κατά 0,6%. Αισθητή αύξηση εμφάνισε το α' τρίμηνο η παραγωγικότητα (με ετήσιο ρυθμό 2,5%), με αποτέλεσμα την υποχώρηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος κατά 3,1%.

Στον επιχειρηματικό τομέα, σύμφωνα με στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου υπογράφηκαν 63 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις εργασίας, που αφορούν 56.196 μισθωτούς. Από αυτές, 15 συμβάσεις προβλέπουν αυξήσεις μισθών, πέντε προβλέπουν μείωση, ενώ σύμφωνα με τις υπόλοιπες οι αποδοχές παραμένουν αμετάβλητες. Επίσης, συγκρατημένες αυξήσεις προβλέπουν και ορισμένες κλαδικές συλλογικές συμβάσεις που αφορούν το 2021 και επόμενα έτη.¹⁰

Τέλος, στον τομέα της γενικής κυβέρνησης η δαπάνη για αμοιβές προσωπικού αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 1,3% το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2021 (μηνιαία ταμειακά στοιχεία).

5.4 Διεθνής ανταγωνιστικότητα

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας το 2020 εμφάνισε μικτή εικόνα. Σε όρους σχετικών τιμών βελτιώθηκε, λόγω του αρνητικού εγχώριου πληθωρισμού, ενώ σε όρους σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος χειροτέρευσε, λόγω της έκτακτης μεγάλης πτώσης της εγχώριας παραγωγικότητας της εργασίας. Σε διαρθρωτικούς όρους, η ανταγωνιστικότητα σημείωσε βελτίωση σε ορισμένους τομείς, κυρίως με τη μείωση των φορολογικών και ασφαλιστικών επιβαρύνσεων των επιχειρήσεων, αλλά και την πρόοδο ως προς την αποτελεσματικότητα και τον ψηφιακό μετασχηματισμό του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα.

Σε όρους σχετικών τιμών και σχετικού κόστους εργασίας, η ανταγωνιστικότητα της Ελλάδος, όπως και όλων των οικονομιών της ζώνης του ευρώ, δέχθηκε πλήγμα από τη μεγάλη ανατίμηση του ευρώ, η οποία έφθασε σε σταθμισμένους όρους το 3,4% το 2020 (μέσα επίπεδα έτους). Η ανατίμηση του ευρώ, η οποία σημειώθηκε έναντι νομισμάτων προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών, σχετίζεται με την αύξηση της αβεβαιότητας διεθνώς μετά το ξέσπασμα της πανδημίας και την αποστροφή προς τον κίνδυνο και επηρέασε σε διαφορετικό βαθμό όλες τις οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Το 2020 το ευρώ ανατιμήθηκε σημαντικά έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, της στερλίνιας, του δολαρίου Αυστραλίας και της κορώνας Νορβηγίας, ενώ υποχώρησε ελαφρώς έναντι του ελβετικού φράγκου, της σουηδικής και δανικής κορώνας και του γιεν Ιαπωνίας. Η ανατίμηση του ευρώ έχει επηρεάσει δυσμενώς τους εθνικούς εναρμονισμένους δείκτες ανταγωνιστικότητας τους οποίους καταρτίζει η ΕΚΤ, τόσο της Ελλάδος όσο και άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.19).

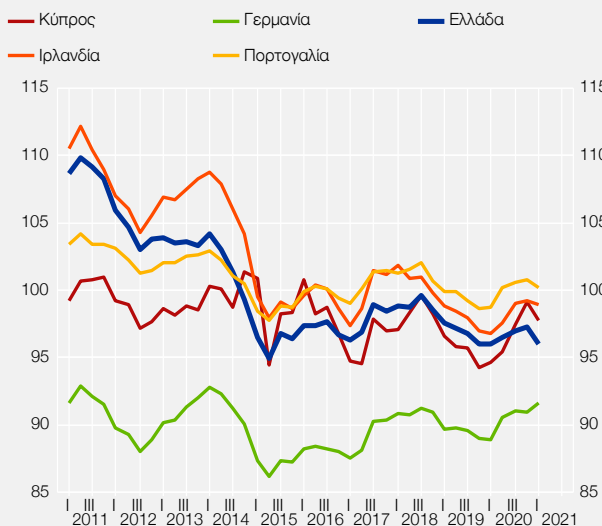
Η ανατίμηση του ευρώ, η υποχώρηση της διεθνούς τιμής των καυσίμων και η χωρίς προηγούμενο ύφεση στη ζώνη του ευρώ οδήγησαν σε μεγάλη επιβράδυνση ή και πτώση του πληθωρισμού στις περισσότερες οικονομίες. Η πτώση του πληθωρισμού στην Ελλάδα ήταν μεγαλύτερη από ό,τι στις περισσότερες ανταγωνίστριες χώρες, καλύπτοντας εν μέρει την απώλεια ανταγω-

¹⁰ Η διετούς διάρκειας σύμβαση της καπνοβιομηχανίας προβλέπει αυξήσεις 1% από 1.1.2021, ενώ η επίσης διετούς διάρκειας σύμβαση του κλάδου εμπορίας πετρελαίου και υγραερίου (λήγει στις 31.3.2023) διατηρεί τις προϊσχύουσες μισθολογικές ρυθμίσεις. Επίσης, η σύμβαση των ξενοδοχοϋπαλλήλων όλης της χώρας (20.1.2021) διατήρησε τις αμοιβές σταθερές στα επίπεδα που ίσχυαν από το 2019, βάσει της ΣΣΕ του 2018. Τέλος, αναμενόταν να κηρυχθούν γενικά υποχρεωτικές (μετά από θετική γνωμοδότηση του Ανώτατου Συμβουλίου Εργασίας) τρεις κλαδικές συλλογικές συμβάσεις (ηλεκτρολόγων ηλεκτρολογικών καταστημάτων, ηλεκτρολόγων τεχνικών γραφείων ανελκυστήρων και εργαζομένων σε ξενοδοχειακές επιχειρήσεις).

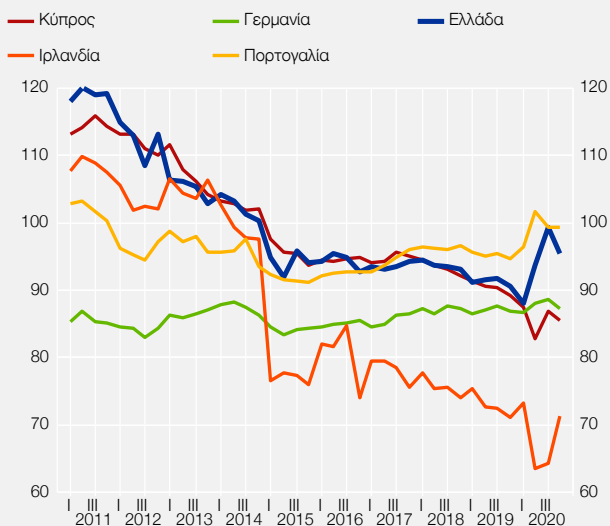
Διάγραμμα IV.19 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας
(δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας)

(τριμηνιαία στοιχεία, 2000=100)

α. Με βάση τους δείκτες τιμών καταναλωτή
(α' τρίμ. 2011 - α' τρίμ. 2021)



β. Με βάση τους δείκτες κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος
(α' τρίμ. 2011 - δ' τρίμ. 2020)



Πηγή: EKT, 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.

νιστικότητας ως προς τις ισοτιμίες. Αντιθέτως, τα έκτακτα μέτρα προστασίας της απασχόλησης (πρόγραμμα “ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ” κ.λπ.), σε συνδυασμό με τα μέτρα διοικητικού περιορισμού της οικονομικής δραστηριότητας, οδήγησαν μεν σε οριακή υποχώρηση των αμοιβών, αλλά ταυτόχρονα σε μεγάλη πρόσκαιρη μείωση της εγχώριας παραγωγικότητας της εργασίας λόγω της πτώσης του ΑΕΠ, επομένως σε σημαντική αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Στην Ελλάδα η αύξηση αυτή εκτιμάται ότι ήταν υψηλότερη το 2020 από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (7,6% έναντι 5,0%).

Αναλυτικότερα, ο δείκτης **ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας** της Ελλάδος αυξήθηκε (ανατιμήθηκε) σημαντικά, κατά 1,5% το 2020, έναντι μικρής υποχώρησης το 2019, σύμφωνα με τους σχετικούς δείκτες που υπολογίζει η Τράπεζα της Ελλάδος. Με βάση τις εξελίξεις το πρώτο πεντάμηνο του τρέχοντος έτους, η ανατίμηση για το 2021 εκτιμάται σε 1,3%.

Ο δείκτης **πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τους σχετικούς δείκτες τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ)** υποχώρησε (υποτιμήθηκε) περαιτέρω κατά 0,8% το 2020, παρά την ανατίμηση του ευρώ, επιστρέφοντας στα επίπεδα του 2002-2003, καθώς η διαφορά πληθωρισμού με τους κυριότερους εμπορικούς εταίρους παρέμεινε ευνοϊκή για την Ελλάδα (2,3%). Για το 2021 ο εγχώριος πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ προβλέπεται ότι θα παραμείνει σημαντικά χαμηλότερος στην Ελλάδα (-0,2%) σε σχέση με εκείνον της ζώνης του ευρώ (1,7%) και των βασικών εμπορικών εταίρων συνολικά (2,1%), σύμφωνα με τις συγκρίσιμες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Μάιος 2021).¹¹ Ο χαμηλότερος αυτός διαφορικός πληθωρισμός της Ελλάδος – για δέκατο συνεχόμενο έτος – θα επιτρέψει την περαιτέρω βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος σε όρους σχετικών τιμών, παρά την προβλεπόμενη ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (βλ. Πίνακα IV.6).

11 European Commission, Spring Forecast 2021.

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

(Δείκτης: 2000=100)

Έτος	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*							
	Ευρύς δείκτης ¹		Ευρύς δείκτης ¹				Έναντι χωρών της ζώνης του ευρώ			
	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*		Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*	
Δείκτης (2000=100)			Ποσοστιαία μεταβολή	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2009	115,7	1,2	119,0	1,5	128,9	4,1	109,2	1,0	118,3	2,2
2010	112,4	-2,8	118,4	-0,4	124,1	-3,7	112,7	3,2	118,2	0,0
2011	112,9	0,5	118,9	0,4	126,8	2,2	113,1	0,3	121,0	2,3
2012	110,7	-1,9	115,0	-3,3	120,8	-4,7	111,3	-1,6	117,7	-2,8
2013	112,9	1,9	113,7	-1,1	113,1	-6,4	108,7	-2,3	109,0	-7,4
2014	113,7	0,8	111,8	-1,7	110,9	-1,9	106,7	-1,8	106,7	-2,1
2015	110,6	-2,7	106,7	-4,6	103,1	-7,1	105,3	-1,3	102,9	-3,5
2016	112,0	1,3	107,2	0,5	102,9	-0,2	105,1	-0,2	102,4	-0,5
2017	113,6	1,4	107,9	0,7	101,6	-1,2	104,7	-0,3	101,4	-0,9
2018	116,0	2,1	108,5	0,5	102,6	1,0	103,7	-1,0	101,1	-0,4
2019	115,6	-0,2	106,9	-1,5	99,6	-2,9	103,0	-0,7	99,4	-1,7
2020	117,3	1,5	106,0	-0,8	103,9	4,3	101,5	-1,5	103,1	3,7
2021**	118,8	1,3	104,9	-1,0	103,0	-0,8	99,5	-2,0	102,2	-0,9

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

* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

** Εκτίμηση.

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

Ο δείκτης **πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος** στο σύνολο της οικονομίας αυξήθηκε στην Ελλάδα κατά 4,3% το 2020, έναντι υποχώρησης το 2019, καθώς η ταχύτερη άνοδος του εγχώριου κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος έναντι των κυριότερων εμπορικών της εταίρων προστέθηκε στην απώλεια ανταγωνιστικότητας λόγω της ανατίμησης της ονομαστικής σταθμισμένης ισοτιμίας. Για το 2021 η σταδιακή ανάκαμψη του προϊόντος σε συνδυασμό με την απόσυρση των μέτρων στήριξης της εργασίας και των επιχειρήσεων εκτιμάται ότι θα επιφέρει σημαντική αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας, η οποία θα υπεραντισταθμίσει τυχόν αύξηση των αμοιβών ανά εργαζόμενο. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει στην Ελλάδα κατά 2,3% το 2021, έναντι αύξησής του κατά 7,6% το 2020, ενώ στη ζώνη του ευρώ θα υποχωρήσει κατά 0,7% το 2021, όσο δηλαδή και στο σύνολο των βασικών εμπορικών εταίρων της Ελλάδος, σύμφωνα με τις συγκρίσιμες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Μάιος 2021). Η εξέλιξη αυτή θα επιτρέψει τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος σε όρους σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (βλ. Πίνακα IV.6).

Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, αν και παραμένει συγκριτικά χαμηλή σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, εμφανίζει βελτίωση σε ορισμένους τομείς. Η μείωση του κόστους των επιχειρήσεων σε όρους φορολογίας και εργοδοτικών εισφορών και η αύξηση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα είναι μερικοί από αυτούς (βλ. Πλαίσιο IV.4).

Σύμφωνα με τον πλέον πρόσφατο δείκτη αντίληψης της διαφθοράς του Transparency International (28 Ιανουαρίου 2021), η Ελλάδα κατατάσσεται 59η μεταξύ 180 χωρών, μία θέση υψηλότερα σε σχέση με πέρυσι. Σημειωτέον ότι από το 2012 η Ελλάδα έχει καταγράψει τη μεγαλύτερη σωρευτική ανέλιξη κατά 14 θέσεις.

Σύμφωνα με το διεθνή δείκτη φορολογικής ανταγωνιστικότητας του Tax Foundation (14 Οκτωβρίου 2020), ο οποίος εξετάζει πάνω από 40 μεταβλητές φορολογικής πολιτικής, η Ελλάδα κατατάχθηκε 29η μεταξύ 36 κρατών το 2020, όπως και το 2019. Ωστόσο, η επίδοσή της σε απόλυτους όρους βελτιώθηκε καθώς, σύμφωνα με την έκθεση, πραγματοποιήθηκαν μειώσεις στον εταιρικό φορολογικό συντελεστή (στο 24%, έναντι μέσου όρου στον ΟΟΣΑ: 23,3%) και το φορολογικό συντελεστή επί των μερισμάτων, από 10% σε 5% (μέσος όρος ΟΟΣΑ: 23,9%). Καλύτερη συγκριτικά θέση καταλαμβάνει η Ελλάδα στον υποδείκτη φορολόγησης των φυσικών προσώπων (8η μεταξύ 36 κρατών) και χειρότερη στους υποδείκτες φορολόγησης της κατανάλωσης (31η) και της ακίνητης περιουσίας (32η). Στο πεδίο της εταιρικής και διεθνούς φορολόγησης η Ελλάδα κατατάσσεται αντιστοίχως στην 22η και 24η θέση.

Τέλος, σύμφωνα με την κατάταξη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του Ινστιτούτου IMD (World Competitiveness Ranking), η Ελλάδα πέτυχε βελτίωση το 2020 κατά 9 θέσεις, κατατασσόμενη 49η μεταξύ 63 οικονομιών. Ωστόσο βρίσκεται ακόμη σε συγκριτικά χειρότερη θέση από την Ουγγαρία και τη Βουλγαρία. Η πρόοδος της Ελλάδος προήλθε από βελτίωση των κριτηρίων και στους τέσσερις υποδείκτες, κυρίως όμως στους υποδείκτες της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα (από την 60ή στην 52η θέση) και των επιχειρήσεων (από την 58η στην 51η θέση) και δευτερευόντως στους υποδείκτες της μακροοικονομικής επίδοσης (από την 60ή στην 55η θέση) και των υποδομών (από την 41η στην 39η θέση). Σύμφωνα με το IMD, οι σημαντικότερες προκλήσεις οι οποίες πρέπει να αντιμετωπιστούν είναι η διεύρυνση της παραγωγικής βάσης μέσω της αύξησης των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, η βελτίωση της πρόσβασης των επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση, καθώς και η υιοθέτηση ενός φιλικότερου προς την ανάπτυξη φορολογικού μίγματος.

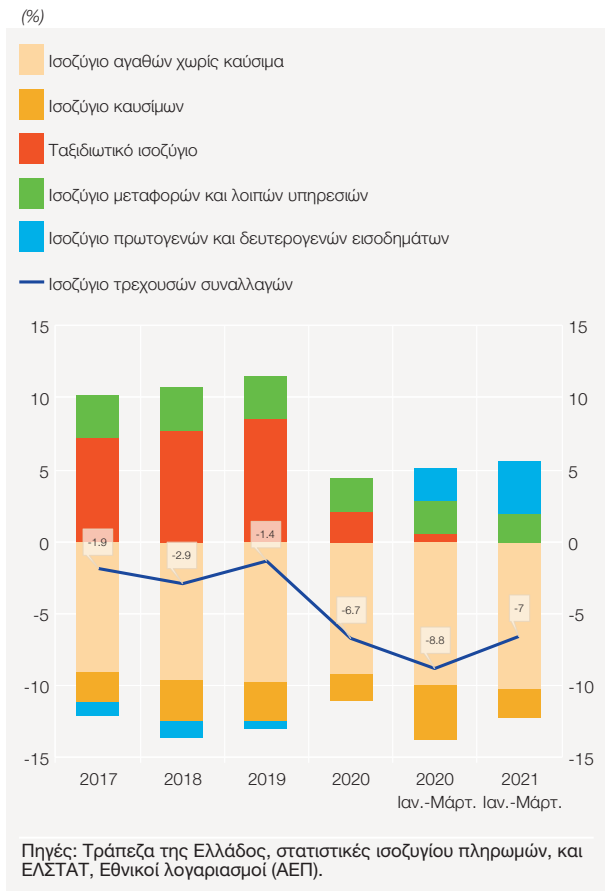
6 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) διαμορφώθηκε το 2020 σε 11,1 δισεκ. ευρώ ή 6,7% του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα IV.20), αυξημένο κατά 8,4 δισεκ. ευρώ έναντι του 2019. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στις διαταραχές που προκάλεσε η πανδημία COVID-19, ειδικότερα τη μεγάλη μείωση των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες λόγω των περιοριστικών μέτρων, τα οποία επηρέασαν αρνητικά και τις αεροπορικές μεταφορές, με αποτέλεσμα τη συρρίκνωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών. Από την άλλη πλευρά, αντισταθμιστικά επέδρασε η παράλληλη μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2021 το ΙΤΣ εμφάνισε έλλειμμα 4,8 δισεκ. ευρώ, κατά 107 εκατ. ευρώ μεγαλύτερο σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2020. Το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών ήταν αυξημένο, παρά τη συνεχιζόμενη ταχεία άνοδο των εξαγωγών, λόγω της ανάκαμψης των εισαγωγών εκτός καυσίμων, η οποία συνδέεται με την αυξημένη βιομηχανική παραγωγή και το σχηματισμό πάγιου κεφαλαίου. Επίσης, το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών ήταν μειωμένο, καθώς περιορίστηκαν οι καθαρές εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες και υπηρεσίες μεταφορών, κυρίως λόγω των περιορισμών που επιβλήθηκαν για την αντιμετώπιση της πανδημίας. Την ίδια περίοδο το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων βελτιώθηκε, ενώ το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων επιδεινώθηκε.

Όσον αφορά τις προσδοκίες για το 2021, η αναμενόμενη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου θα έχει θετική επίδραση στις ελληνικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών.

Διάγραμμα IV.20 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ (2017-2021)



Οι εξαγωγές αγαθών εκτιμάται ότι θα επιταχυνθούν ως αποτέλεσμα της ενίσχυσης της εξωτερικής ζήτησης και της αποκατάστασης των διεθνών αλυσίδων προσφοράς. Ωστόσο, η ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των εισαγωγών αγαθών και την επιβάρυνση του ισοζυγίου αγαθών βραχυπρόθεσμα.

Για τις εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες υπάρχει συγκρατημένη αισιοδοξία, καθώς η ανάκαμψη των δραστηριοτήτων του τουρισμού συναρτάται στενά με την επιτυχή αντιμετώπιση της πανδημίας και ειδικότερα με την πορεία του εμβολιασμού. Οι εισπράξεις από τον εισερχόμενο τουρισμό εκτιμάται ότι θα αυξηθούν περίπου κατά 65% σε σχέση με το 2020, αλλά και πάλι θα παραμείνουν σε σημαντικά χαμηλότερο επίπεδο σε σχέση με το 2019.

Οι προοπτικές για τις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές είναι θετικές, αφού αφενός αναμένεται ισχυρή ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και αφετέρου ο εκτιμώμενος ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου στόλου είναι μικρός και υπολείπεται αυτού του παγκόσμιου εμπορίου. Ωστόσο, ενδεχόμενη ενίσχυση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ μπορεί να επιδράσει αρνητικά και να περιορίσει την εκτιμώμενη άνοδο των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές. Οι εισπράξεις από αεροπορικές μεταφορές, αν και θα παραμείνουν σε επίπεδο χαμηλότερο

από του 2019, αναμένεται να αυξηθούν παράλληλα με την εξέλιξη της ταξιδιωτικής κίνησης.

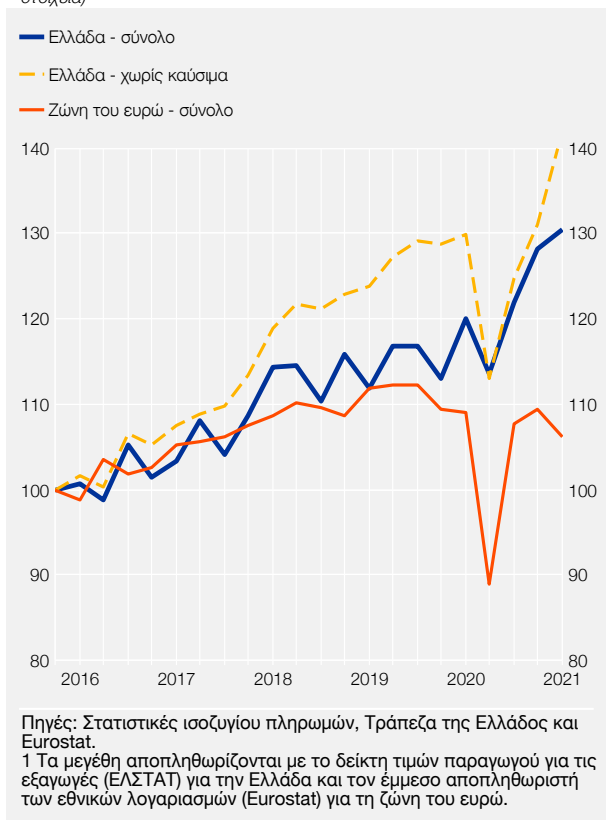
Θα πρέπει να επισημανθεί επίσης ότι αλλαγές στη συμπεριφορά και τις προτιμήσεις των καταναλωτών, που υπαγορεύθηκαν από τις νέες συνθήκες που διαμόρφωσε η πανδημία, αναμένεται έως ένα βαθμό να διατηρηθούν (όπως η ευρύτερη χρήση ψηφιακών μέσων, διαφοροποίηση ταξιδιωτικών συνηθειών) και να επηρεάσουν τη σύνθεση της ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών, στην οποία θα πρέπει να προσαρμοστεί και το ελληνικό εξαγόμενο προϊόν.

Τέλος, θετική επίδραση στο ΙΤΣ θα έχει και η χρηματοδότηση από την Ευρωπαϊκή Ένωση, στο βαθμό που θα λάβει τη μορφή μεταβιβάσεων και θα βελτιώσει τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Το 2021 αναμένεται να καταβληθούν από την ΕΕ κονδύλια από το προηγούμενο πρόγραμμα (ΕΣΠΑ 2014-2020), από το νέο κοινοτικό πρόγραμμα 2021-2027 και από τα έκτακτα προγράμματα της ΕΕ λόγω της πανδημίας (π.χ. NGEU). Ειδικότερα, αναμένονται προκαταβολές στο πλαίσιο του Ταμείου Ανάκαμψης σε ποσοστό 13% των συνολικών διαθέσιμων κονδυλίων για την Ελλάδα. Παράλληλα, το μέρος της χρηματοδότησης το οποίο θα έχει τη μορφή δανείων θα καταγραφεί στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Επίσης σημαντική συμβολή στη χρηματοδότηση του ελλείμματος του ΙΤΣ θα έχει η ανάκαμψη σε σχέση με το 2020 των ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ), σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού,¹² τα έργα σε εξέλιξη και επικείμενα έργα που έχει ανακοινώσει το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου ΑΕ.

12 Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού 2021, Υπουργείο Οικονομικών, Νοέμβριος 2020.

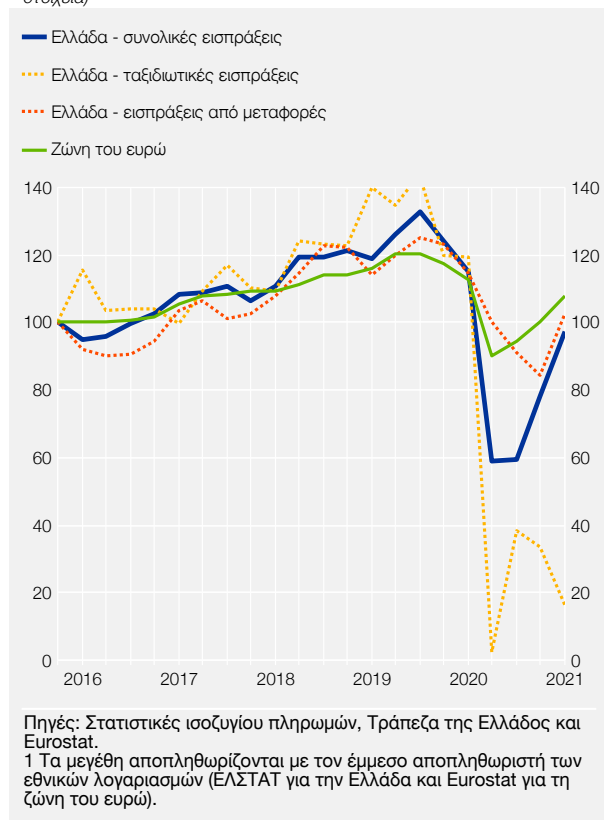
Διάγραμμα IV.21 Εξαγωγές αγαθών
(δ' τρίμηνο 2015 - α' τρίμηνο 2021)

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



Διάγραμμα IV.22 Εξαγωγές υπηρεσιών
(δ' τρίμηνο 2015 - α' τρίμηνο 2021)

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



Το 2020 η βελτίωση του ισοζυγίου αγαθών (κατά περίπου 20%) οφείλεται στο γεγονός ότι η αξία των εισαγωγών αγαθών μειώθηκε περισσότερο από την αξία των αντιστοιχών εξαγωγών, αντανakλώντας κυρίως τη μείωση της αξίας των εξαγωγών και εισαγωγών καυσίμων λόγω της πτώσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου. Συνολικά, οι εξαγωγές αγαθών έδειξαν σχετική αντοχή στον περιορισμό της εξωτερικής ζήτησης και σημείωσαν άνοδο, σε σταθερές τιμές, κατά 5,5%, αυξάνοντας το μερίδιό τους στην εξωτερική αγορά, ενώ οι αντίστοιχες εισαγωγές αγαθών μειώθηκαν κατά 3,8% (βλ. Διάγραμμα IV.21).

Η επίδραση της πανδημίας ήταν καθοριστική στη μείωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών (κατά 66%), λόγω του περιορισμού των διακρατικών μετακινήσεων. Οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες διαμορφώθηκαν στο 1/4 περίπου του επιπέδου του 2019 (βλ. Διάγραμμα IV.22). Η μείωσή τους οφείλεται κατά το μεγαλύτερο μέρος της στην πτώση των αφίξεων μη κατοίκων ταξιδιωτών κατά 76,5% και σε μικρότερο βαθμό στην υποχώρηση της μέσης δαπάνης ανά διανυκτέρευση.¹³ Το πλεόνασμα του ισοζυγίου μεταφορών μειώθηκε κατά 33,5%, αφού τα ισοζύγια τόσο των θαλάσσιων (που αποτελεί το κυριότερο τμήμα του) όσο και των αεροπορικών μεταφορών επιδεινώθηκαν. Συγκεκριμένα, η μείωση των εισπράξεων από θαλάσσιες υπηρεσίες αντανakλά αφενός την υποχώρηση των ναύλων κατά περίπου 2% – σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea – και αφετέρου την ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Τέλος, η μείωση του ελλείμματος στο ισοζύγιο λοιπών υπηρεσιών είχε μικρή θετική επίδραση στο ισοζύγιο υπηρεσιών.

13 Η μέση δαπάνη ανά ταξίδι αυξήθηκε κατά 2,8% λόγω της μεγαλύτερης μέσης διάρκειας παραμονής.

Παράλληλα, το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων βελτιώθηκε το 2020, ενώ το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων επιδεινώθηκε. Επίσης βελτίωση σημείωσε και το ισοζύγιο κεφαλαίων. Σημειώνεται ότι οι εισροές από τα διαρθρωτικά και επενδυτικά ταμεία της ΕΕ το 2020 ανήλθαν σε 3,6 δισεκ. ευρώ και οι εισροές από άμεσες αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής σε 2,2 δισεκ. ευρώ.¹⁴ Σωρευτικά, η Ελλάδα έχει απορροφήσει έως το τέλος του 2020 το 63% των πόρων που της αναλογούν από τους διαρθρωτικούς πόρους του ΕΣΠΑ 2014-2020.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2021 το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών αυξήθηκε, κυρίως λόγω της επιδείνωσης του ισοζυγίου των αγαθών χωρίς καύσιμα, παρά το γεγονός ότι η αξία των εξαγωγών των λοιπών εκτός καυσίμων αγαθών σημείωσε άνοδο κατά 17,7%. Ωστόσο, η αξία των αντίστοιχων εισαγωγών αυξήθηκε περισσότερο σε απόλυτο μέγεθος με αποτέλεσμα την αύξηση του ελλείμματος των αγαθών χωρίς καύσιμα. Το ισοζύγιο καυσίμων παρουσίασε βελτίωση την ίδια περίοδο, αντανakλώντας την αύξηση του όγκου των εξαγωγών καυσίμων και τη μείωση του όγκου των εισαγωγών. Σε σταθερές τιμές, οι εξαγωγές χωρίς καύσιμα αυξήθηκαν κατά 15,6% (βλ. Διάγραμμα IV.21). Στην εξέλιξη αυτή, τη μεγαλύτερη συμβολή είχαν οι κλάδοι των φαρμακευτικών και των τροφίμων και ποτών. Επίσης, οι ελληνικές εξαγωγές είχαν καλύτερη επίδοση στις αγορές των κρατών-μελών της ΕΕ. Οι εισαγωγές χωρίς καύσιμα σημείωσαν αύξηση κατά 16,3% σε σταθερές τιμές, με μεγαλύτερη συμβολή από τις εισαγωγές ενδιάμεσων και κεφαλαιακών αγαθών, ως συνέπεια της αυξημένης βιομηχανικής παραγωγής.

Οι ταξιδιωτικές εισπράξεις ήταν μειωμένες κατά 79,3%, την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2021 έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου (βλ. Διάγραμμα IV.22). Η εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση ήταν μειωμένη κατά 79,7% σε σχέση με την έναρξη της πανδημίας το α' τετράμηνο του 2020, καθώς διατηρήθηκαν οι αρνητικές συνθήκες που δημιούργησε η πανδημία. Η ανάκαμψη της ταξιδιωτικής κίνησης ξεκίνησε από τα μέσα Μαΐου με την έναρξη και της τουριστικής περιόδου, λίγο νωρίτερα από την περίοδο αιχμής της.¹⁵

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2021 το πλεόνασμα του ισοζυγίου μεταφορών μειώθηκε κατά 23%, εξαιτίας της επιδείνωσης των ισοζυγίων τόσο των θαλάσσιων όσο και των αεροπορικών μεταφορών. Συγκεκριμένα, το μέσο επίπεδο των ναύλων αυξήθηκε κατά περίπου 3% – σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea – συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του 2020, αντανakλώντας κυρίως δύο αντίθετες τάσεις: αφενός την αξιοσημείωτη άνοδο των ναύλων για τα πλοία μεταφοράς ξηρού (χύδην) φορτίου και αφετέρου τη μείωση των ναύλων για τα πετρελαιοφόρα πλοία.¹⁶ Ωστόσο, η ενίσχυση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ¹⁷ συνετέλεσε στη διατήρηση των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές στο ίδιο σχεδόν επίπεδο με του 2020. Τέλος, σημαντικά μειώθηκαν τόσο οι εισπράξεις όσο και οι πληρωμές για υπηρεσίες αεροπορικών μεταφορών.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων αυξήθηκε το α' τετράμηνο του 2021, ενώ το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων επιδεινώθηκε. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαίων (που μαζί με το ΙΤΣ εκφράζουν τις χρηματοδοτικές ανάγκες της ελληνικής οικονομίας) παρουσίασε μείωση κατά 170 εκατ. ευρώ σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020. Όσον

14 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.

15 Σημειώνεται ότι οι περιορισμοί που ισχύουν για τους κατοίκους του Ηνωμένου Βασιλείου κατά την επιστροφή τους από την Ελλάδα μπορεί να επηρεάσουν σημαντικά τις αφίξεις από τη χώρα αυτή, η οποία είναι από τις κυριότερες χώρες προέλευσης ταξιδιωτών.

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

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

αφορά τις εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ,¹⁸ την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2021 οι απολήψεις διαμορφώθηκαν σε 0,9 δισεκ. ευρώ και οι αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ σε 1,9 δισεκ. ευρώ.¹⁹

Το 2020, οι ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα περιορίστηκαν σε σχέση με την προηγούμενη διετία, αλλά παρέμειναν σημαντικές και διαμορφώθηκαν σε 3,2 δισεκ. ευρώ (1,9% του ΑΕΠ). Το α' τετράμηνο του 2021 ανήλθαν σε 1,1 δισεκ. ευρώ (0,7% του ΑΕΠ). Σύμφωνα με τα διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία του α' τριμήνου, οι ΞΑΕ αντιπροσωπεύουν πρωτίστως χορήγηση ενδοομιλικών δανείων και αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών εταιριών που βρίσκονται στην Ελλάδα και δευτερευόντως επενδύσεις σε ακίνητα. Οι συνολικές εισροές κατευθύνονται κατά κύριο λόγο στον κλάδο της μεταποίησης και στους κλάδους των υπηρεσιών (χρηματοπιστωτικών και διαχείρισης ακινήτων, μεταφορών-αποθήκευσης και επικοινωνιών). Αυτές προέρχονται κυρίως από το Λουξεμβούργο, τη Γερμανία, την Ελβετία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Όσον αφορά τη Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ),²⁰ στο τέλος του 2020 οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας έναντι του εξωτερικού διαμορφώθηκαν σε 294 δισεκ. ευρώ (177% του ΑΕΠ), καταγράφοντας αύξηση κατά περίπου 8,3 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος του 2019. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα κυρίως: (α) την επιδείνωση των καθαρών απαιτήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος λόγω της αύξησης των καθαρών υποχρεώσεων της σε λοιπές επενδύσεις (συμπεριλαμβανομένου του λογαριασμού TARGET), που αντισταθμίστηκε εν μέρει από την αύξηση των απαιτήσεων της σε επενδύσεις χαρτοφυλακίου που συνδέονται με συναλλαγές στο πλαίσιο της εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής (βλ. επίσης Κεφάλαιο III) και (β) την αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων των λοιπών τομέων της οικονομίας (κυρίως μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών), λόγω και της μεταβίβασης των δανείων τους σε λοιπές χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις του εξωτερικού.²¹ Σημειώνεται ότι οι υποχρεώσεις της γενικής κυβέρνησης αντιπροσωπεύουν πάνω από το 50% των υποχρεώσεων της χώρας έναντι του εξωτερικού και το μεγαλύτερο μέρος αυτών αφορά δάνεια από το μηχανισμό στήριξης (EFSF και ESM) με ευνοϊκούς όρους.

7 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το 2021 η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να ανακάμψει και να αυξηθεί με ρυθμό 4,2%. Η οικονομική δραστηριότητα το β' εξάμηνο του 2021 αναμένεται να υποστηριχθεί από την έναρξη της υλοποίησης των έργων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και από τη μερική επάνοδο, κοντά στο 40%, των τουριστικών εισπράξεων συγκριτικά με τις εισπράξεις του 2019. Επισημαίνεται ότι, σύμφωνα με την ανακοίνωση της ΕΛΣΤΑΤ (4.6.2021), η εκτίμηση των προσωρινών στοιχείων για το ΑΕΠ του α' τριμήνου του 2021, εποχικά διορθωμένο και σε σταθερές τιμές, παρουσιάζει μείωση κατά 2,3% έναντι του ίδιου τριμήνου του προηγούμενου έτους, αλλά αύξηση κατά 4,4% έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Το γεγονός αυτό εκτιμάται ότι αποτελεί ένα καλό σημείο εκκίνησης της οικονομικής δραστηριότητας για τη φετινή χρονιά αφού υποδηλώνει μια σχετική ήπια ύφεση στο α' τρίμηνο του έτους και προδιαθέτει για μια καλύτερη επίδοση του ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ, *ceteris paribus*, σε σχέση με το τρέχον σενάριο αναφοράς. Το 2022 ο ρυθ-

18 Στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων και στο ισοζύγιο κεφαλαίων καταγράφονται επίσης οι μεταβιβάσεις από την ΕΕ, κυρίως στο πλαίσιο της ΚΑΠ και της πολιτικής συνοχής της ΕΕ, καθώς και οι αποδόσεις στον κοινοτικό προϋπολογισμό.

19 Βλ. υποσημείωση 14.

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

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

Πίνακας IV.7 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

	2020	2021	2022	2023
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	-8,2	4,2	5,3	3,9
Ιδιωτική κατανάλωση	-5,2	2,2	3,7	3,2
Δημόσια κατανάλωση	2,7	3,0	1,2	0,8
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-0,7	15,5	18,5	11,2
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-21,7	9,6	8,2	6,2
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-6,8	7,3	6,4	5,1
ΕνΔΤΚ	-1,3	-0,7	0,4	0,4
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	-0,5	-1,2	0,4	0,4
Απασχόληση	-0,9	0,1	2,1	2,7
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	16,3	16,7	15,7	14,0
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-6,7	-4,3	-1,3	-0,7

Πηγές: Για το 2020: ΕΛΣΤΑΤ και για τις προβλέψεις 2021-2023: Τράπεζα της Ελλάδος.

μός μεταβολής της οικονομικής δραστηριότητας προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί σε 5,3%, ενώ το 2023 θα διαμορφωθεί σε 3,9% (βλ. Πίνακα IV.7).

Η εγχώρια ζήτηση θα έχει τη σημαντικότερη συμβολή στην οικονομική ανάπτυξη καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης, με βασικές συνιστώσες την ιδιωτική κατανάλωση και τις επενδύσεις. Ο εξωτερικός τομέας αναμένεται να συμβάλει θετικά, αλλά σε μικρότερο βαθμό.

Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να αυξηθεί με ήπιο ρυθμό το τρέχον έτος. Η αύξηση της αποταμίευσης που έλαβε χώρα όλο το προηγούμενο διάστημα τόσο για λόγους πρόνοιας όσο και εξαιτίας των περιοριστικών μέτρων και η πραγματοποίηση αγορών που είχαν αναβληθεί εκτιμάται ότι θα συμβάλουν θετικά στην αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης. Τα επόμενα δύο έτη, καθώς θα βελτιώνονται οι συνθήκες στην αγορά εργασίας και θα ενισχύεται το διαθέσιμο εισόδημα, η ιδιωτική κατανάλωση προβλέπεται να σημειώσει ταχύτερους ρυθμούς.

Οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα ενισχυθούν σημαντικά καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης. Η αβεβαιότητα ως προς την εξέλιξη της διασποράς του κορωνοϊού σταδιακά υποχωρεί. Η επιστροφή στην κανονικότητα και η αποκατάσταση του επενδυτικού κλίματος αναμένεται να συντείνουν στην υλοποίηση σχεδίων που ενδεχομένως είχαν αναβληθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας, αλλά και στην ανάληψη νέων ιδιωτικών πρωτοβουλιών. Επίσης σημαντικό ρόλο αναμένεται να παίξουν και οι πόροι του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU, οι οποίοι θα χρηματοδοτήσουν ευρείας έκτασης αναπτυξιακές δράσεις. Στο πλαίσιο του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, οι προγραμματισμένες επενδύσεις και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στους τομείς της πράσινης οικονομίας, του ψηφιακού μετασχηματισμού, του φιλικού προς την ανάπτυξη επιχειρηματικού περιβάλλοντος, της εξαγωγικής ικανότητας, αναμένεται να επηρεάσουν σε μεγάλο βαθμό τον οικονομικό και θεσμικό μετασχηματισμό της ελληνικής οικονομίας και επομένως να συμβάλουν σημαντικά στην ενίσχυση της ανάπτυξης τα επόμενα χρόνια.

Οι συνολικές εξαγωγές προβλέπεται ότι θα αυξηθούν με υψηλούς ρυθμούς την περίοδο 2021-2023. Οι εξαγωγές αγαθών αναμένεται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται, εξαιτίας της ενίσχυσης της εξωτερικής ζήτησης. Οι εξαγωγές υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα κινηθούν ανοδικά το τρέχον έτος, μετά τη σημαντική πτώση που κατέγραψαν ως αποτέλεσμα των μέτρων που είχαν ληφθεί σε παγκόσμιο επίπεδο για τον περιορισμό της πανδημίας, καθώς οι τουριστικές εισπράξεις θα ανακάμψουν μερικώς, ενώ και η ζήτηση ναυτιλιακών υπηρεσιών θα σημειώσει αύξηση, συμβαδίζοντας με την εξέλιξη της παγκόσμιας οικονομίας. Η άνοδος των εξαγωγών υπηρεσιών

εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί έως το τέλος της περιόδου πρόβλεψης. Αύξηση όμως θα σημειώσουν και οι εισαγωγές, ακολουθώντας την πορεία της εγχώριας ζήτησης, κυρίως των επενδύσεων.

Το 2021 η ανεργία αναμένεται να σημειώσει μικρή άνοδο, καθώς η απασχόληση εκτιμάται ότι θα παραμείνει ουσιαστικά στα ίδια επίπεδα όπως το προηγούμενο έτος, ενώ η συμμετοχή στην αγορά εργασίας θα ανακάμψει μερικώς. Τα μέτρα που υιοθετήθηκαν από την ελληνική κυβέρνηση για τη στήριξη των επιχειρήσεων και των εργαζομένων μετριάζουν τις αρνητικές επιδράσεις στην αγορά εργασίας. Η καταγραφή υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης τα επόμενα δύο χρόνια και κυρίως η ανάκαμψη κλάδων που επλήγησαν περισσότερο από την πανδημία, όπως ο τουρισμός, αναμένεται να οδηγήσουν στη σταδιακή αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων και την υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας.

Ο πληθωρισμός με βάση τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή εκτιμάται ότι θα παραμείνει αρνητικός το 2021, κυρίως λόγω των υπηρεσιών, ιδιαίτερα του τουρισμού, και των αυστηρών περιορισμών που τέθηκαν στην οικονομική και κοινωνική ζωή, οι οποίοι επηρέασαν τόσο τη ζήτηση όσο και την προσφορά αγαθών. Το 2022 και το 2023 ο γενικός δείκτης θα καταγράψει θετικό αλλά χαμηλό ρυθμό μεταβολής. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να κινηθεί σε χαμηλότερα επίπεδα από εκείνα του γενικού δείκτη το 2021, καθώς οι δύο βασικές συνιστώσες του (υπηρεσίες και μη ενεργειακά αγαθά) θα διατηρηθούν σε αρνητικό έδαφος λόγω των πολλών αβεβαιοτήτων, ενώ τα επόμενα δύο έτη θα ακολουθήσει την πορεία του γενικού δείκτη.

Όσον αφορά τις αβεβαιότητες που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, κίνδυνοι απορρέουν από την πανδημία COVID-19, και συγκεκριμένα από μια αργή επιστροφή στην κανονικότητα. Μια αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων μετά τη λήξη των μέτρων αναστολής πληρωμής δόσεων δανείων (moratoria) καθώς και μια απότομη και πρόωρη απόσυρση των μέτρων στήριξης αποτελούν επιπρόσθετους κινδύνους για την οικονομία και την αγορά εργασίας. Επίσης, ένας επιπλέον κίνδυνος πηγάζει από τη μη αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του NGEU. Από την άλλη πλευρά, μια ταχύτερη υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων εκτιμάται ότι θα συμβάλει σε μια πιο γρήγορη απορρόφηση των πόρων του NGEU και μπορεί να οδηγήσει σε μια θετικότερη της αναμενόμενης έκβαση της οικονομικής ανάκαμψης. Επιπλέον, η σταδιακή αποκατάσταση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης δύναται να οδηγήσει σε μια υψηλότερη του αναμενόμενου αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία θα στηριχθεί και στην αποταμίευση που συσσωρεύθηκε κατά τη διάρκεια της υγειονομικής κρίσης, συμβάλλοντας περαιτέρω στην τόνωση της εγχώριας ζήτησης. Στο εξωτερικό περιβάλλον, τυχόν γεωπολιτικές εντάσεις στην ευρύτερη περιοχή ενδέχεται να επηρεάσουν το οικονομικό κλίμα και τις επενδύσεις.

Πλαίσιο IV.1

ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ ΤΟΥ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΥ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΚΑΙ ΑΝΘΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Στις 27 Απριλίου 2021 η Ελλάδα κατέθεσε προς έγκριση στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (National Recovery and Resilience Plan) “Ελλάδα 2.0”, το οποίο φιλοδοξεί να εξασφαλίσει 30,5 δισεκ. ευρώ την περίοδο 2021-2026 για τη χρηματοδότηση νέων επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων.¹ Το ελληνικό σχέδιο αναπτύσσει τις προτάσεις του βασιζόμενο σε τέσσερις πυλώνες: (α) πράσινη μετάβαση, (β) ψηφιακή μετάβαση, (γ) απασχόληση, δεξιότητες και κοινωνική συνοχή και (δ) ιδιωτικές επενδύσεις και οικονομικός και θεσμικός μετασχηματισμός. Σκοπός του είναι να διευκολύνει την ελληνική οικονομία να κινηθεί προς ένα πιο

¹ Για πληροφορίες, βλ. <https://www.minfin.gr/web/guest/tameio-anakampses>.

εξωστρεφές και ανταγωνιστικό οικονομικό πρότυπο και ένα βελτιωμένο επιχειρηματικό περιβάλλον, στοχεύοντας παράλληλα στην ολοκλήρωση της πράσινης και της ψηφιακής μετάβασης. Στο παρόν πλαίσιο εκτιμώνται οι δυνητικές οικονομικές επιδράσεις από τη χρήση των πόρων και την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων που προβλέπονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Μεθοδολογική προσέγγιση

Η εκτίμηση γίνεται με τη χρήση του Δυναμικού Στοχαστικού Υποδείγματος Γενικής Ισορροπίας (Dynamic Stochastic General Equilibrium Model) της Τράπεζας της Ελλάδος.² Όπως αναλύεται παρακάτω, το υπόδειγμα έχει διευρυνθεί ώστε να αντανάκλα επαρκώς τις υποθέσεις εργασίας που γίνονται ως προς τη χρήση των πόρων και την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Η μεθοδολογική προσέγγιση ακολουθεί τη σχετική βιβλιογραφία.³ Συγκεκριμένα, οι δαπάνες και τα διαρθρωτικά μέτρα στο πλαίσιο του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας εισάγονται ως διαταραχές (shocks) στις κατάλληλες εξωγενείς μεταβλητές του υποδείγματος. Η αξιολόγηση των δυνητικών επιδράσεων της εφαρμογής του Σχεδίου στηρίζεται σε συγκεκριμένες υποθέσεις εργασίας που αφορούν το ύψος, την απορρόφηση και τη χρήση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας,⁴ καθώς και την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων.

A. Υποθέσεις για τις δαπάνες

Η υπόθεση εργασίας είναι ότι η Ελλάδα θα λάβει από τον ευρωπαϊκό Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (Recovery and Resilience Facility – RRF) επιχορηγήσεις ύψους 18,1 δισεκ. ευρώ και δάνεια ύψους 12,4 δισεκ. ευρώ. Επίσης, θα υπάρχει η απαραίτητη διαχειριστική ικανότητα ώστε οι πόροι αυτοί να απορροφηθούν πλήρως έως και το 2026. Ειδικότερα ως προς την πορεία απορρόφησης, αναμένεται ότι το 2021 θα γίνει εκταμίευση και ταυτόχρονη απορρόφηση των προβλεπόμενων προκαταβολών από το Μηχανισμό με βάση το σχετικό Κανονισμό της ΕΕ⁵ (13% των επιχορηγήσεων και των δανείων), ενώ οι υπόλοιποι πόροι κατανέμονται ισόποσα στα έτη 2022-2026.

Ως προς τη χρήση των πόρων του Μηχανισμού, υιοθετείται η αρχή της προσθετικότητας (additionality principle), δηλαδή το σύνολο των πόρων του Μηχανισμού χρηματοδοτεί νέες επενδύσεις και μεταρρυθμίσεις. Το 67% των (δημοσιονομικά ουδέτερων) επιχορηγήσεων διατίθεται για τη χρηματοδότηση δημόσιων επενδύσεων και το υπόλοιπο 33% για τη χρηματοδότηση δημόσιας κατανάλωσης. Το σύνολο των δανείων διατίθεται στον ιδιωτικό τομέα με πολύ ευνοϊκό επιτόκιο⁶ προκειμένου να ενεργοποιηθούν ιδιωτικά κεφάλαια. Τα δάνεια επιβαρύνουν το δημόσιο χρέος την περίοδο 2021-2026 και αποπληρώνονται σταδιακά από τον ιδιωτικό τομέα έως το τέλος του 2058.⁷

Δεδομένων των ανωτέρω υποθέσεων, το υπόδειγμα αντιμετωπίζει διαφορετικά τις επιχορηγήσεις και τα δάνεια ως προς την επίδρασή τους στην οικονομική δραστηριότητα και το δημόσιο χρέος. Συγκεκριμένα, η επίδραση των επιχορηγήσεων εξετάζεται μέσω αύξησης των δημόσιων επενδύσεων και της δημόσιας κατανάλωσης, οι οποίες όμως δεν αυξάνουν το δημόσιο χρέος. Τα δάνεια επιβαρύνουν το δημόσιο χρέος και εισάγονται στο υπόδειγμα

2 Το υπόδειγμα ενσωματώνει μια σειρά πραγματικών και ονομαστικών στρεβλώσεων, καθώς και ένα ευρύ φάσμα δημοσιονομικών εργαλείων. Για λεπτομέρειες βλ. Papageorgiou, D. and E. Vourvachaki (2017), "Macroeconomic effects of structural reforms and fiscal consolidations: Trade-offs and complementarities", *European Journal of Political Economy*, 48, 54-73 και Papageorgiou, D. (2014), "BoGGEM: A dynamic stochastic general equilibrium model for policy simulations", Bank of Greece Working Paper No. 182.

3 Βλ. μεταξύ άλλων Uhlig, H. (2010), "Some fiscal calculus", *American Economic Review*, 100, 30-34 και European Commission (2016), "The Economic Impact of Selected Structural Reform Measures in Italy, France, Spain and Portugal", Institutional Paper No. 23, Brussels.

4 Οι υποθέσεις αυτές στηρίχθηκαν σε πληροφόρηση από το Υπουργείο Οικονομικών (22.3.2021).

5 Κανονισμός (ΕΕ) 2021/241 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 12ης Φεβρουαρίου 2021 για τη θέσπιση του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης L 57/17, 18.2.2021.

6 Χάρη στην ανώτατη AAA πιστοληπτική ικανότητα της ΕΕ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα μπορέσει να δανειστεί στις αγορές υπό ευνοϊκούς όρους, μετακυλώντας κατόπιν το όφελος αυτό στα κράτη-μέλη με τη μορφή εξαιρετικά χαμηλότοκων δανείων.

7 Μετά το πέρας της περιόδου 2021-2026 όλες οι δαπάνες επανέρχονται στα αρχικά τους επίπεδα (μέσος όρος περιόδου 2017-2019).

ως έμμεσες επιδοτήσεις επενδύσεων (implicit investment subsidies), η αύξηση των οποίων μειώνει το κόστος για κάθε μονάδα παραγωγικών επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα, ενισχύοντας τα κίνητρα για ιδιωτικές επενδύσεις. Ως αποτέλεσμα, κινητοποιούνται ενδογενώς ιδιωτικοί πόροι για επενδύσεις πλέον του ποσού των δανείων.

B. Υποθέσεις για τις μεταρρυθμίσεις

Για να ποσοτικοποιηθούν οι μεταρρυθμίσεις του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, αντιστοιχίζονται με εξωγενείς μεταβλητές ή παραμέτρους του υποδείγματος που αντανακλούν τον κύριο δίαυλο μέσω του οποίου οι μεταρρυθμίσεις επηρεάζουν τα οικονομικά αποτελέσματα. Το μέγεθος της διαταραχής επιλέγεται έτσι ώστε η σχετική διαρθρωτική απόκλιση της Ελλάδος από το μέσο όρο της ΕΕ να μειώνεται τουλάχιστον κατά το ήμισυ έως το 2030.⁸ Σημειώνεται ότι οι μεταρρυθμίσεις συνιστούν μόνιμες μεταβολές στις εξωγενείς μεταβλητές του υποδείγματος, σε αντίθεση με τον προσωρινό χαρακτήρα των δαπανών.

Επισημαίνεται ότι οι ανωτέρω υποθέσεις εργασίας είναι απαραίτητες λόγω της δυσκολίας της εκ των προτέρων ποσοτικοποίησης του μεγέθους των μεταρρυθμίσεων που περιλαμβάνονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, καθώς τα διαρθρωτικά μέτρα δεν εξειδικεύονται πλήρως και εκκρεμούν οι σχετικές νομοθετικές παρεμβάσεις. Επιπλέον, υπάρχει αβεβαιότητα ως προς την ταχύτητα ολοκλήρωσής τους και το χρόνο που χρειάζεται προκειμένου οι μεταρρυθμίσεις να επηρεάσουν τα οικονομικά αποτελέσματα. Έπεται ότι η εκτίμηση των επιδράσεων των μεταρρυθμίσεων του Σχεδίου περιορίζεται στις μεταρρυθμίσεις που μπορούν αξιόπιστα να αντιστοιχιστούν με μεταβολές σε εξωγενείς μεταβλητές του υποδείγματος.

Ειδικότερα, γίνεται ποσοτικοποίηση τεσσάρων διαφορετικών ομάδων μεταρρυθμίσεων:

(α) Μεταρρυθμίσεις που αυξάνουν τον ανταγωνισμό σε αγορές προϊόντων και υπηρεσιών

Σε αυτή την κατηγορία εντάσσονται μεταξύ άλλων οι μεταρρυθμίσεις του τέταρτου πυλώνα του Σχεδίου που στοχεύουν στη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και την απλοποίηση του ρυθμιστικού πλαισίου, τη διευκόλυνση του διεθνούς εμπορίου και τη μείωση του διοικητικού βάρους και του κόστους συμμόρφωσης των επιχειρήσεων. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές προσομοιώνονται με μια μόνιμη μείωση του περιθωρίου κέρδους (markup) των επιχειρήσεων.

(β) Μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν τη συμμετοχή στην αγορά εργασίας

Ο τρίτος πυλώνας του Σχεδίου περιλαμβάνει μέτρα που έχουν στόχο να ενισχύσουν τη συμμετοχή στην αγορά εργασίας, όπως οι μεταρρυθμίσεις του συνταξιοδοτικού συστήματος, καθώς και αυτές που αφορούν τις ενεργητικές και παθητικές πολιτικές απασχόλησης. Στην ίδια κατεύθυνση κινούνται οι πολιτικές για τη βελτίωση της εκπαίδευσης και της κατάρτισης του εργατικού δυναμικού, συμπεριλαμβανομένων των δράσεων για τη διευκόλυνση της συμμετοχής των γυναικών στην αγορά εργασίας. Η επίδραση αυτής της κατηγορίας μεταρρυθμίσεων προσομοιώνεται με μια μόνιμη αύξηση της προσφοράς εργασίας.

(γ) Μεταρρυθμίσεις που αυξάνουν τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας

Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι μεταρρυθμίσεις του τέταρτου πυλώνα του Σχεδίου που βελτιώνουν το επιχειρηματικό περιβάλλον και μειώνουν το κόστος του επιχειρείν, διευκολύνοντας την πιο αποτελεσματική κατανομή των παραγωγικών πόρων (allocative efficiency). Επίσης περιλαμβάνονται οι μεταρρυθμίσεις του δεύτερου και του τρίτου πυλώνα που προωθούν τον ψηφιακό μετασχηματισμό, π.χ. η διαμόρφωση του θεσμικού πλαισίου για την ανάπτυξη δικτύων 5G, καθώς και δράσεις για την ανάπτυξη ψηφιακών δεξιοτήτων. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές συμβάλλουν σε μια μόνιμη αύξηση του επιπέδου της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής (total factor productivity).

(δ) Μεταρρυθμίσεις που προωθούν τον ψηφιακό μετασχηματισμό της δημόσιας διοίκησης

Τέλος, στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται παρεμβάσεις του δεύτερου πυλώνα του Σχεδίου που αποσκοπούν στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της δημόσιας διοίκησης μέσω της ψηφιοποίησης των διαδικασιών και

8 Προϋπόθεση είναι να υπάρχουν αξιόπιστες εκτιμήσεις στη βιβλιογραφία για την ευαισθησία (ελαστικότητα) της υπό εξέταση μεταβλητής σε μεταβολές διαρθρωτικών δεικτών.

υπηρεσιών της, της διασυνδεσιμότητας και διαλειτουργικότητας των πληροφοριακών της συστημάτων και της ενίσχυσης της κυβερνοασφάλειας. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές προσομοιώνονται μέσω μιας μόνιμης μείωσης του χρόνου που αφιερώνεται σε μη παραγωγικές διαδικασίες όπως η γραφειοκρατία.⁹ Η ποσοτικοποίηση αυτών των μεταρρυθμίσεων και η ανάλυση των επιδράσεών τους πραγματοποιείται στο πλαίσιο ενός “διευρυμένου σεναρίου μεταρρυθμίσεων”.

Αξίζει να σημειωθεί ότι στις εκτιμήσεις του υποδείγματος δεν συμπεριλαμβάνονται μεταρρυθμίσεις που βελτιώνουν την ποιότητα της διακυβέρνησης, ούτε αυτές που ενισχύουν το κράτος δικαίου και την αποτελεσματικότητα του δικαστικού συστήματος. Η ποσοτικοποίηση αυτών των μεταρρυθμίσεων είναι δύσκολη, όμως γνωρίζουμε από τη βιβλιογραφία ότι μπορούν να έχουν σημαντικές πρόσθετες θετικές επιδράσεις στη μακροχρόνια ανάπτυξη και ευημερία.¹⁰

Αποτελέσματα των προσομοιώσεων

Η εκτίμηση των επιδράσεων της υλοποίησης του Σχεδίου συνοψίζονται στον πίνακα. Οι επιδράσεις στο ΑΕΠ εκφράζονται ως ποσοστιαίες αποκλίσεις από το αρχικό σημείο ισορροπίας (steady state) για τα έτη 2021-2026 και τη μακροχρόνια περίοδο (10 και 20 έτη).

Επιδράσεις της υλοποίησης του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας στο ΑΕΠ

(ποσοστιαίες αποκλίσεις από το αρχικό σημείο ισορροπίας, σε %)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	10 έτη	20 έτη
A. Συνολική επίδραση δαπανών	2,2	3,3	3,7	4,0	4,3	4,3	2,1	0,6
– Επιχορηγήσεις	1,0	1,3	1,2	1,3	1,3	1,5	0,3	0,3
– Δάνεια	1,2	2,0	2,5	2,8	2,9	2,9	1,7	0,3
B. Συνολική επίδραση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων υπό το βασικό σενάριο (α+β+γ)	0,4	0,7	1,1	1,5	2,1	2,6	4,9	6,0
(α) αύξηση ανταγωνισμού	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	1,0	1,3
(β) αύξηση συμμετοχής στην αγορά εργασίας	0,2	0,3	0,5	0,8	1,1	1,4	2,8	3,5
(γ) αύξηση συνολικής παραγωγικότητας	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	1,1	1,2
(δ) ψηφιακός μετασχηματισμός της δημόσιας διοίκησης	0,2	0,4	0,6	0,9	1,2	1,6	3,1	3,9
Γ. Συνολική επίδραση Σχεδίου (A+B)								
– Βασικό σενάριο	2,6	4,0	4,8	5,6	6,3	6,9	7,0	6,6
– Διευρυμένο σενάριο	2,8	4,3	5,4	6,4	7,5	8,5	10,1	10,5

Πηγή: Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημειώσεις: Στο βασικό σενάριο περιλαμβάνονται η επίδραση των επιχορηγήσεων και των δανείων (σύνολο A) και η επίδραση των μεταρρυθμίσεων που αυξάνουν (α) τον ανταγωνισμό, (β) τη συμμετοχή στην αγορά εργασίας και (γ) τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας. Στο διευρυμένο σενάριο περιλαμβάνεται επιπλέον η επίδραση των μεταρρυθμίσεων που αφορούν (δ) τον ψηφιακό μετασχηματισμό της δημόσιας διοίκησης. Το άθροισμα των επιμέρους στοιχείων ενδέχεται να μη συμφωνεί με το σύνολο λόγω στρογγυλοποίησης.

Η από κοινού επίδραση των επιχορηγήσεων και των δανείων οδηγεί σε αύξηση του επιπέδου του ΑΕΠ το 2026 κατά 4,3% (βλ. σύνολο A του πίνακα). Μετά το 2026, οπότε και παύει η εκταμίευση των πόρων, η οικονομία επανέρχεται σταδιακά στην αρχική κατάσταση μακροχρόνιας ισορροπίας. Ωστόσο, οι θετικές επιδράσεις στο ΑΕΠ

9 Για το σκοπό της προσομοίωσης, το υπόδειγμα διευρύνεται ώστε να ενσωματώνει την υπόθεση ότι ένα ποσοστό του χρόνου εργασίας των νοικοκυριών αφιερώνεται σε μη παραγωγικές διαδικασίες που δεν αμείβεται και συνεπώς μειώνει τη χρησιμότητα (utility) των νοικοκυριών.

10 Βλ. π.χ. Masuch, K., R. Anderton, R. Setzer, and N. Benalal (eds.) (2018), “Structural reforms in the euro area”, ECB Occasional Paper No. 210, Kaufmann, D., A. Kraay and P. Zoido-Lobaton (1999), “Governance matters”, Policy Research Working Paper Series 2196, The World Bank, και OECD (2018), *OECD Economic Surveys: Greece 2018*, Paris.

έχουν μακρά διάρκεια, γεγονός που οφείλεται κυρίως στη σημαντική αύξηση του αποθέματος κεφαλαίου κατά την περίοδο της εφαρμογής του Σχεδίου.

Όσον αφορά τους διαύλους μέσω των οποίων οι δαπάνες επιδρούν στην αύξηση του ΑΕΠ, η κύρια επίδραση από την πλευρά των επιχορηγήσεων προέρχεται από την αύξηση της συνολικής ζήτησης, η οποία συμπαρασύρει ανοδικά την παραγωγή και την απασχόληση. Ταυτόχρονα, η αύξηση των δημόσιων επενδύσεων επηρεάζει ευνοϊκά και την πλευρά της προσφοράς, καθώς η συσσώρευση του δημόσιου κεφαλαίου προκαλεί θετικές εξωτερικές επιδράσεις στην παραγωγικότητα του ιδιωτικού τομέα.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η οικονομική επέκταση που χρηματοδοτείται από τα δάνεια που διοχετεύονται προς τον ιδιωτικό τομέα έχει μεγαλύτερη επίδραση στο ΑΕΠ από ό,τι οι επιχορηγήσεις. Αυτό εξηγείται από τη σημαντική αύξηση της ζήτησης για ιδιωτικές επενδύσεις λόγω της μείωσης του κόστους των επενδύσεων, καθώς και από την αύξηση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας λόγω της μείωσης των εγχώριων τιμών, γεγονός που ενισχύει τις εξαγωγές. Αντίθετα, η αύξηση των επιχορηγήσεων βραχυπρόθεσμα οδηγεί σε πληθωριστικές πιέσεις που ασκούν αρνητική επίδραση στη ζήτηση για εξαγωγές και ιδιωτικές επενδύσεις.

Όσον αφορά τις επιδράσεις των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που έχουν ποσοτικοποιηθεί, τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι, σε αντίθεση με τις δαπάνες, οι μεταρρυθμίσεις έχουν μόνιμες επιδράσεις μακροχρόνια, δεδομένου ότι συνεπάγονται μετάβαση σε ένα νέο σημείο ισορροπίας με υψηλότερο επίπεδο παραγωγικότητας, μεγαλύτερη προσφορά εργασίας και πιο αποτελεσματική κατανομή των παραγωγικών πόρων. Οι μεταρρυθμίσεις επιδρούν θετικά στην οικονομική δραστηριότητα μέσω της μείωσης του κόστους παραγωγής και της αύξησης της απασχόλησης και της αποτελεσματικότητας των παραγωγικών συντελεστών, ενισχύοντας έτσι και τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας και συνεπώς αυξάνοντας τις εξαγωγές. Συνολικά, στο βασικό σενάριο οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις αυξάνουν το ΑΕΠ κατά 2,6% το 2026 (βλ. σύνολο Β του πίνακα). Η επίδρασή τους στο ΑΕΠ ενισχύεται μακροπρόθεσμα καθώς ολοκληρώνεται η εφαρμογή τους και ανέρχεται σε 6,0%.

Συνδυαστικά, οι δαπάνες και οι μεταρρυθμίσεις του Σχεδίου αυξάνουν το ΑΕΠ κατά 6,9% το 2026 στο βασικό σενάριο (βλ. τον πίνακα). Τα οφέλη αυτά παραμένουν μακροχρόνια, λόγω της επίδρασης των μεταρρυθμίσεων. Στο διευρυμένο σενάριο, που λαμβάνει υπόψη και τα οφέλη από τον ψηφιακό μετασχηματισμό της δημόσιας διοίκησης και τη συνακόλουθη βελτίωση της κατανομής των παραγωγικών πόρων, το ΑΕΠ αυξάνεται κατά 8,5% το 2026 και κατά 10,5% μακροχρόνια. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα οφέλη για την οικονομία σε όρους εισοδήματος και απασχόλησης θα είναι διατηρήσιμα μακροχρόνια μόνο εφόσον υπάρξει πλήρης υλοποίηση των προβλεπόμενων μεταρρυθμίσεων. Διαφορετικά, τα οικονομικά οφέλη του Σχεδίου θα είναι βραχυπρόθεσμα και η οικονομία θα επιστρέψει σταδιακά στην προηγούμενη κατάσταση.

Συμπεράσματα

Τα αποτελέσματα της παραπάνω ανάλυσης δείχνουν ότι η έγκαιρη και πλήρης υλοποίηση των δράσεων που προβλέπει το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας θα έχει σημαντικές θετικές επιδράσεις στο ΑΕΠ, δημιουργώντας παράλληλα τις συνθήκες για την κάλυψη του επενδυτικού κενού και τη δημιουργία νέων διατηρήσιμων θέσεων εργασίας. Σημαντικές προϋποθέσεις για να υπάρξουν αυτά τα οφέλη είναι η χρήση των πόρων για παραγωγικές δημόσιες και ιδιωτικές επενδύσεις και η πλήρης υλοποίηση των προβλεπόμενων μεταρρυθμίσεων.

Η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να έχει ευεργετικές επιδράσεις και στα έσοδα του Δημοσίου, λόγω της αύξησης της φορολογικής βάσης, δημιουργώντας έμμεσα πρόσθετο δημοσιονομικό χώρο. Στο βαθμό που το περιθώριο αυτό θα αξιοποιηθεί για μειώσεις φορολογικών συντελεστών ή αυξήσεις δαπανών, μπορεί να επιφέρει πρόσθετες θετικές επιδράσεις στην ανάπτυξη μέσα από έναν ενάρετο κύκλο.

Επιπλέον, τα αποτελέσματα υπογραμμίζουν ότι η υλοποίηση των προβλεπόμενων μεταρρυθμίσεων αποτελεί αναγκαία και ικανή συνθήκη για να διασφαλιστούν αξιόλογα μακροχρόνια οφέλη από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, καθώς και για να επιταχυνθεί η οικονομική σύγκλιση μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ.

Πλαίσιο IV.2

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΞΩΣΤΡΕΦΕΙΑΣ, ΤΟΥ ΨΗΦΙΑΚΟΥ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΣΗΣ ΤΟΥ ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΥ ΔΥΝΑΜΙΚΟΥ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ

Βασικός στόχος του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0” είναι η δημιουργία ενός εξωστρεφούς και ανταγωνιστικού οικονομικού υποδείγματος. Στο παρόν πλαίσιο αξιοποιούνται τα τελευταία διαθέσιμα κλαδικά εθνολογιστικά στοιχεία ώστε να εκτιμηθούν οι πηγές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας την περίοδο ανάκαμψης της (2017-2019), πριν από το ξέσπασμα της πανδημίας COVID-19, εστιάζοντας στο βαθμό εξωστρεφείας, την εξειδίκευση του ανθρώπινου δυναμικού και τη χρήση τεχνολογιών πληροφορικής και επικοινωνιών. Στόχος της παρούσας ανάλυσης είναι να εξεταστεί κατά πόσον οι επενδύσεις για τον ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας και την ενίσχυση των δεξιοτήτων του ανθρώπινου δυναμικού θα μπορούσαν να συμβάλλουν στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.

Στην ελληνική οικονομία, η ανάπτυξη κατά την περίοδο πριν την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση προήλθε σε μεγάλο βαθμό από μη εμπορεύσιμους τομείς δραστηριότητας, με αποτέλεσμα την απώλεια ανταγωνιστικότητας και τη σημαντική επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Μέρος της απώλειας της ανταγωνιστικότητας ανακλήθηκε κατά την αρχική περίοδο της προσαρμογής (2008-2013) και συνεχίστηκε την περίοδο σχετικής σταθεροποίησης της οικονομίας (2014-2016)¹ μέσω της ανακατανομής πόρων προς εξωστρεφείς κλάδους, όπως ο τουρισμός, η μεταποιητική παραγωγή, οι υπηρεσίες μεταφορών και ο αγροτικός τομέας. Την περίοδο 2017-2019 ο ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας ήταν θετικός με την πραγματική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία να καταγράφει άνοδο 1,5%, ενώ παράλληλα αυξήθηκε η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής (ΣΠΣ) κατά 2%.

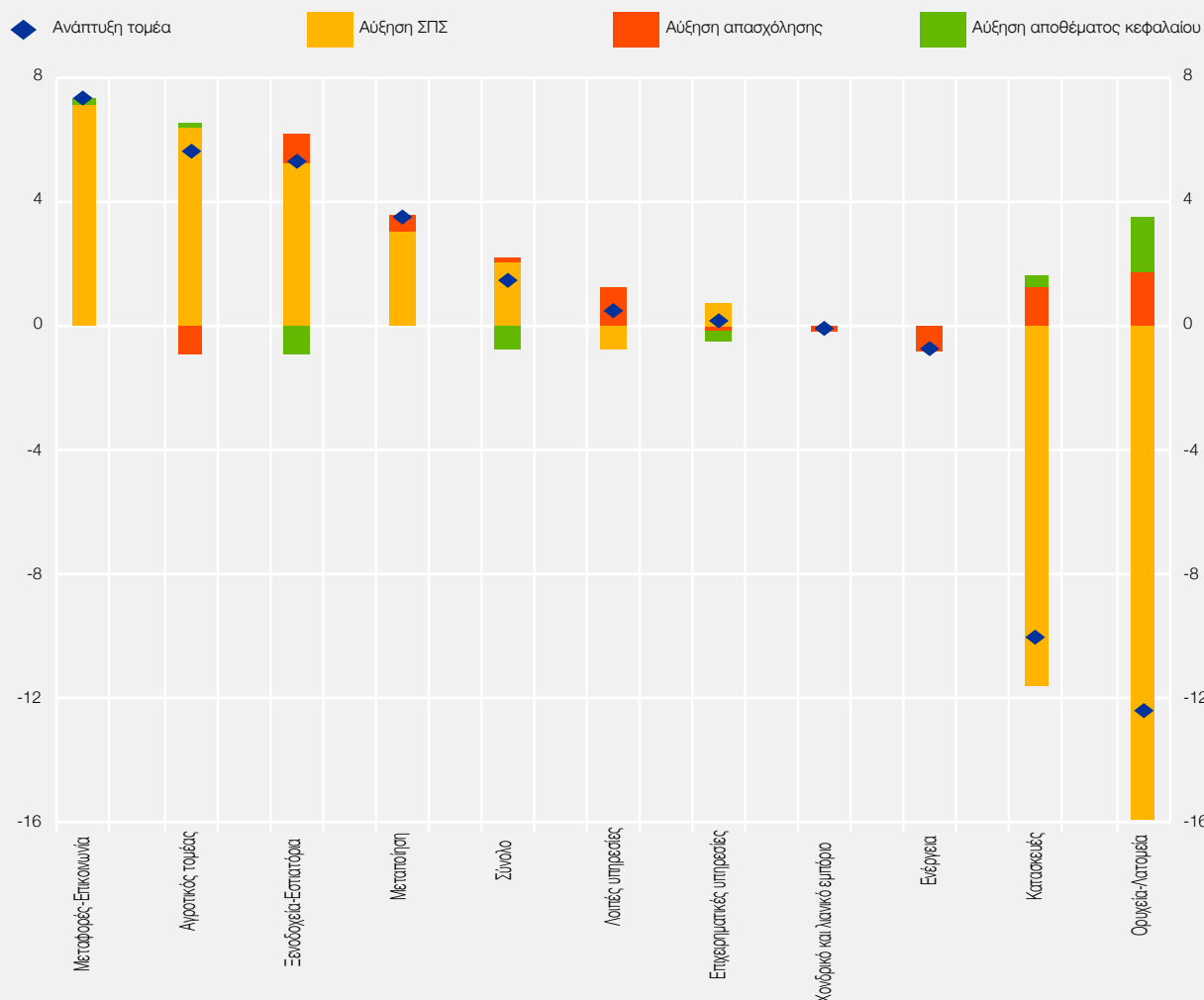
Υπολογισμός της συμβολής των παραγωγικών συντελεστών στην ανάπτυξη

Για τον υπολογισμό της ανάπτυξης κατά τομέα εκτιμάται μια συνάρτηση παραγωγής σταθερών αποδόσεων κλίμακας Cobb-Douglas.² Κύρια πηγή στατιστικής πληροφόρησης είναι οι Εθνικοί Λογαριασμοί της ΕΛΣΤΑΤ (ESA 2010),³ που παρέχουν λεπτομερείς ετήσιες σειρές για την ελληνική οικονομία σε επίπεδο διψήφιου κωδικού ταξινόμησης για την περίοδο 2010-2019. Η ανάπτυξη εκτιμάται ως ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της Ακαθάριστης Προστιθέμενης Αξίας (ΑΠΑ). Ο ρυθμός αύξησης της εισροής εργασίας εκτιμάται ως ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των ωρών εργασίας, ενώ για την εκτίμηση της αύξησης του αποθέματος κεφαλαίου χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος των διαρκών αποθεμάτων.⁴ Τέλος, τα μερίδια συμβολής της εργασίας (α_i) σε διψήφιο επίπεδο εκτιμώνται ως ο λόγος των ακαθάριστων μισθών προς το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα κάθε τομέα με διόρθωση ώστε να ληφθεί υπόψη η αυτοαπασχόληση.⁵

- 1 Για την ανάλυση των πηγών ανάπτυξης την περίοδο 1995-2017, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2015*, Δεκέμβριος 2015, Ειδικό θέμα IV.2 “Κλαδική παραγωγικότητα και εξαγωγική δραστηριότητα”, και *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2018*, Δεκέμβριος 2018, Ειδικό θέμα IV.3 “Η συμβολή της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής στην οικονομική ανάπτυξη: μία κλαδική ανάλυση”.
- 2 Η συνάρτηση Cobb-Douglas είναι: $Y_i = A_i + \alpha L_i + (1-\alpha)K_i$, όπου, για κάθε τομέα i , Y_i είναι ο ρυθμός αύξησης της παραγωγής, A_i είναι η αύξηση της ΣΠΣ, L_i είναι η αύξηση των ωρών εργασίας, K_i είναι η αύξηση του αποθέματος κεφαλαίου, α_i είναι το μερίδιο συμβολής της εργασίας και $(1-\alpha_i)$ είναι το μερίδιο συμβολής του κεφαλαίου. Για μια παρόμοια ανάλυση, βλ. Gibson, H. (2010), “Ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας κατά τομέα την περίοδο 1995-2003”, μελέτη 4.2 στην έκδοση *Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος: Απίες ανισορροπιών και προτάσεις πολιτικής*, Τράπεζα της Ελλάδος.
- 3 Νέοι αναθεωρημένοι ετήσιοι Εθνικοί Λογαριασμοί για τα έτη 2010-2019, ΕΛΣΤΑΤ, Οκτώβριος 2020.
- 4 Συγκεκριμένα, το κεφαλαιακό απόθεμα υπολογίστηκε σύμφωνα με τον ακόλουθο τύπο: $K_{t,i} = (1-\delta) K_{t-1,i} + \text{ΑΕΠΚ}_{t,i}$, όπου δ είναι ο συντελεστής απόσβεσης, K_t είναι το αρχικό απόθεμα κεφαλαίου τη χρονική στιγμή t και ΑΕΠΚ_t οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου τη χρονική στιγμή t . Οι συντελεστές απόσβεσης διαφοροποιούνται ανά τομέα και για τον υπολογισμό τους χρησιμοποιούνται οι συντελεστές απόσβεσης κατά τομέα για δύο είδη επενδύσεων, σε εξοπλισμό και κτίρια, από το NIESR “Academic Review of Asset Lives in the UK”, Discussion Paper No. 474 (2017), και ακολούθως εξάγεται ο συντελεστής απόσβεσης για κάθε συγκεκριμένο τομέα ως ο σταθμισμένος μέσος όρος.
- 5 Η διόρθωση του μεριδίου εργασίας για την αυτοαπασχόληση γίνεται, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, βάσει της υπόθεσης ότι οι αυτοαπασχολούμενοι λαμβάνουν εισόδημα από εργασία ίσο με τις μέσες αποδοχές στον τομέα. Έτσι, το συνολικό εισόδημα από εργασία ισούται με το εισόδημα από μισθούς συν το τεκμαρτό εισόδημα από εργασία των αυτοαπασχολουμένων. Το εναπομένον εισόδημα των αυτοαπασχολουμένων αντανάκλα την απόδοση του κεφαλαίου των αυτοαπασχολουμένων (κέρδη ή ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα).

Διάγραμμα Α Τομεακή ανάπτυξη και συνιστώσες την περίοδο 2017-2019

(κατά ρυθμό τομεακής ανάπτυξης)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Για την αντιστοιχία ανάμεσα στους ευρείς τομείς που παρουσιάζονται στο διάγραμμα και τους διψήφιους τομείς, βλ. υποσημείωση 6.

Αποτελέσματα και ανάλυση

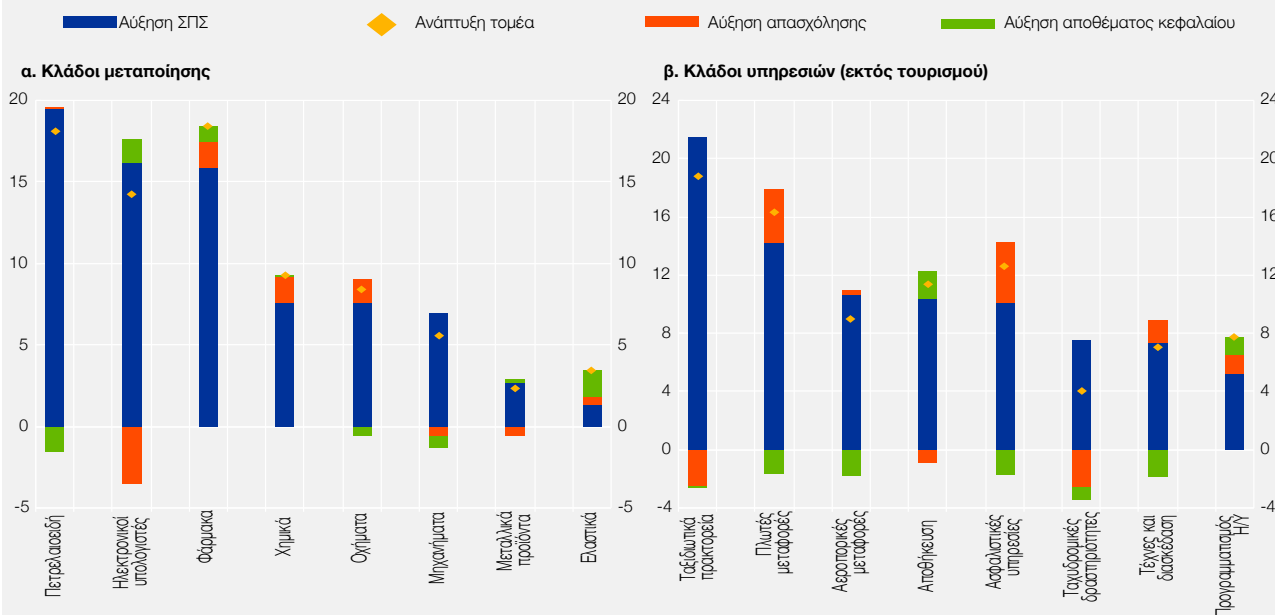
Την περίοδο 2017-2019 καταγράφονται θετικοί ρυθμοί ανάπτυξης σε αρκετούς τομείς της οικονομίας (βλ. Διάγραμμα Α), με τις υψηλότερες επιδόσεις σε όρους ανάπτυξης και παραγωγικότητας να εμφανίζονται σε κλάδους εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών, και συγκεκριμένα στον τομέα μεταφορών και επικοινωνίας (7,3% και 7,1% αντίστοιχα), στον αγροτικό τομέα (5,6% και 6,3% αντίστοιχα), στον κλάδο του τουρισμού (5,3% και 5,2% αντίστοιχα), ενώ ιδιαίτερα θετική είναι και η επίδοση του κλάδου της μεταποίησης (3,5% και 3,0% αντίστοιχα).^{6,7}

Στο διάγραμμα παρουσιάζονται οι κλάδοι με τις υψηλότερες επιδόσεις σε όρους ανάπτυξης και παραγωγικότητας στους τομείς της μεταποίησης και των υπηρεσιών εκτός του τουρισμού την περίοδο 2017-2019. Στο μεταποιητικό

6 Η αντιστοιχία ανάμεσα στους διψήφιους τομείς και τους ευρύτερους τομείς που εμφανίζονται στα Διαγράμματα Α και Δ είναι η εξής (εντός παρενθέσεως οι διψήφιοι κωδικοί NACE Rev.2): Αγροτικός τομέας (01-03), Ορυχεία και Λατομεία (05-09), Μεταποίηση (10-33), Ενέργεια (35-39), Κατασκευές (41-43), Χονδρικό και Λιανικό Εμπόριο (45-47), Μεταφορές και Επικοινωνία (49-53 και 58-63), Ξενοδοχεία και Εστιατόρια (55-56), Επιχειρηματικές Υπηρεσίες (64-66 και 69-82), Λοιπές Υπηρεσίες (84-99).

7 Από την ανάλυση παραλείπεται ο διψήφιος τομέας “Διαχείριση ακίνητης περιουσίας” (κωδικός 68), ο οποίος αφορά εισόδημα από μισθώσεις ακινήτων και άρα δεν είναι κατ’ αρχήν εφικτή η εφαρμογή της έννοιας της παραγωγικότητας.

Διάγραμμα Β Οι κλάδοι της μεταποίησης και των υπηρεσιών με τις υψηλότερες επιδόσεις ΣΠΣ την περίοδο 2017-2019



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

τομέα (βλ. Διάγραμμα Βα), σημαντικές αυξήσεις της ΣΠΣ καταγράφουν οι κλάδοι “παραγωγή οπτάνθρακα και προϊόντων διύλισης πετρελαίου” (19,4%), “κατασκευή ηλεκτρονικών υπολογιστών, ηλεκτρονικών και οπτικών προϊόντων” (16,1%) και “παραγωγή βασικών φαρμακευτικών προϊόντων και φαρμακευτικών παρασκευασμάτων” (15,8%). Πρόκειται για κλάδους της μεταποίησης που έχουν καταγράψει δυναμικούς ρυθμούς ανόδου τα τελευταία έτη και έχουν αυξήσει τον εξαγωγικό τους προσανατολισμό. Στις υπηρεσίες (βλ. Διάγραμμα Ββ), οι κλάδοι με την υψηλότερη ανάπτυξη και άνοδο της ΣΠΣ είναι οι κλάδοι μεταφορών, εν μέρει εξαιτίας της σημαντικής τουριστικής ανάπτυξης την εν λόγω περίοδο.

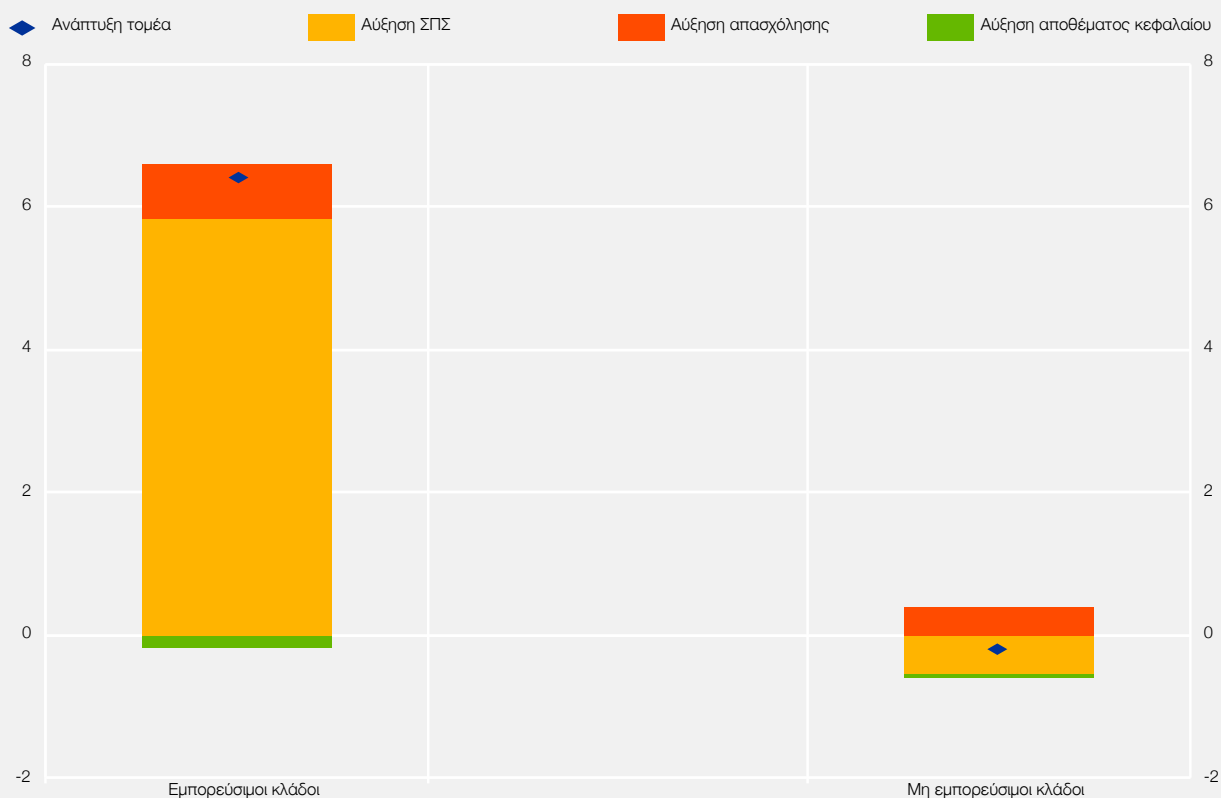
Τομείς εμπορεύσιμων και παραγωγικότητα

Προκειμένου να εξεταστεί η σχέση εξωστρέφειας, ανάπτυξης και παραγωγικότητας, οι τομείς σε διψήφιο επίπεδο ταξινομούνται σε δύο κατηγορίες: ως τομείς εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων.⁸ Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Γ, τόσο η ανάπτυξη όσο και η άνοδος της ΣΠΣ της οικονομίας οφείλεται αποκλειστικά σε τομείς εμπορεύσιμων την περίοδο 2017-2019 (6,4% και 5,8% αντίστοιχα). Αντίθετα, στους κλάδους μη εμπορεύσιμων καταγράφεται οριακή μείωση της ΑΠΑ και της ΣΠΣ κατά 0,2% και 0,6% αντίστοιχα.

Η ενίσχυση της εξωστρέφειας της οικονομικής δραστηριότητας επιβεβαιώνεται και από την πορεία του λόγου των εξαγωγών προς την ακαθάριστη αξία παραγωγής κατά κλάδο δραστηριότητας. Η αύξηση της εξαγωγικής επίδοσης που παρατηρήθηκε από το 2010 εντάθηκε κατά την περίοδο ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας (2017-2019) τόσο σε κλάδους παραγωγής αγαθών όσο και σε κλάδους υπηρεσιών (βλ. Διάγραμμα Δ). Πέρα από την αναμενόμενη άνοδο της εξωστρέφειας του κλάδου του τουρισμού, αξιοσημείωτη είναι η εξαγωγική επίδοση του κλάδου της μεταποίησης, της οποίας ο λόγος εξαγωγών προς την ακαθάριστη αξία παραγωγής διαμορφώθηκε στο 56% την περίοδο 2017-2019, αυξημένος κατά 12 ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με την περίοδο 2010-2016. Σύμφωνα με το Σχέδιο Ανάκαμψης για την Ελληνική Οικονομία (Έκθεση Πισσαρίδη, Νοέμβριος 2020), τα προϊόντα μεταποίησης θα μπορούσαν να αυξήσουν σημαντικά τη συμμετοχή τους στις εξαγωγές, καθώς αντιπροσωπεύουν μεγάλο εύρος προϊόντων, με διαφορετικό βαθμό εξειδίκευσης τεχνολογίας και εργα-

8 Ως κλάδοι εμπορεύσιμων ορίζονται εκείνοι που εξάγουν περισσότερο από το 20% της προστιθέμενης αξίας που παράγουν (βλ. Σχέδιο Ανάκαμψης για την Ελληνική Οικονομία, Έκθεση Πισσαρίδη, Νοέμβριος 2020). Εναλλακτικοί ορισμοί κλάδων εμπορεύσιμων που απαντώνται στη βιβλιογραφία δεν μεταβάλλουν σημαντικά τα αποτελέσματα.

Διάγραμμα Γ Συνιστώσες ανάπτυξης στους εμπορεύσιμους και μη εμπορεύσιμους κλάδους δραστηριότητας την περίοδο 2017-2019



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

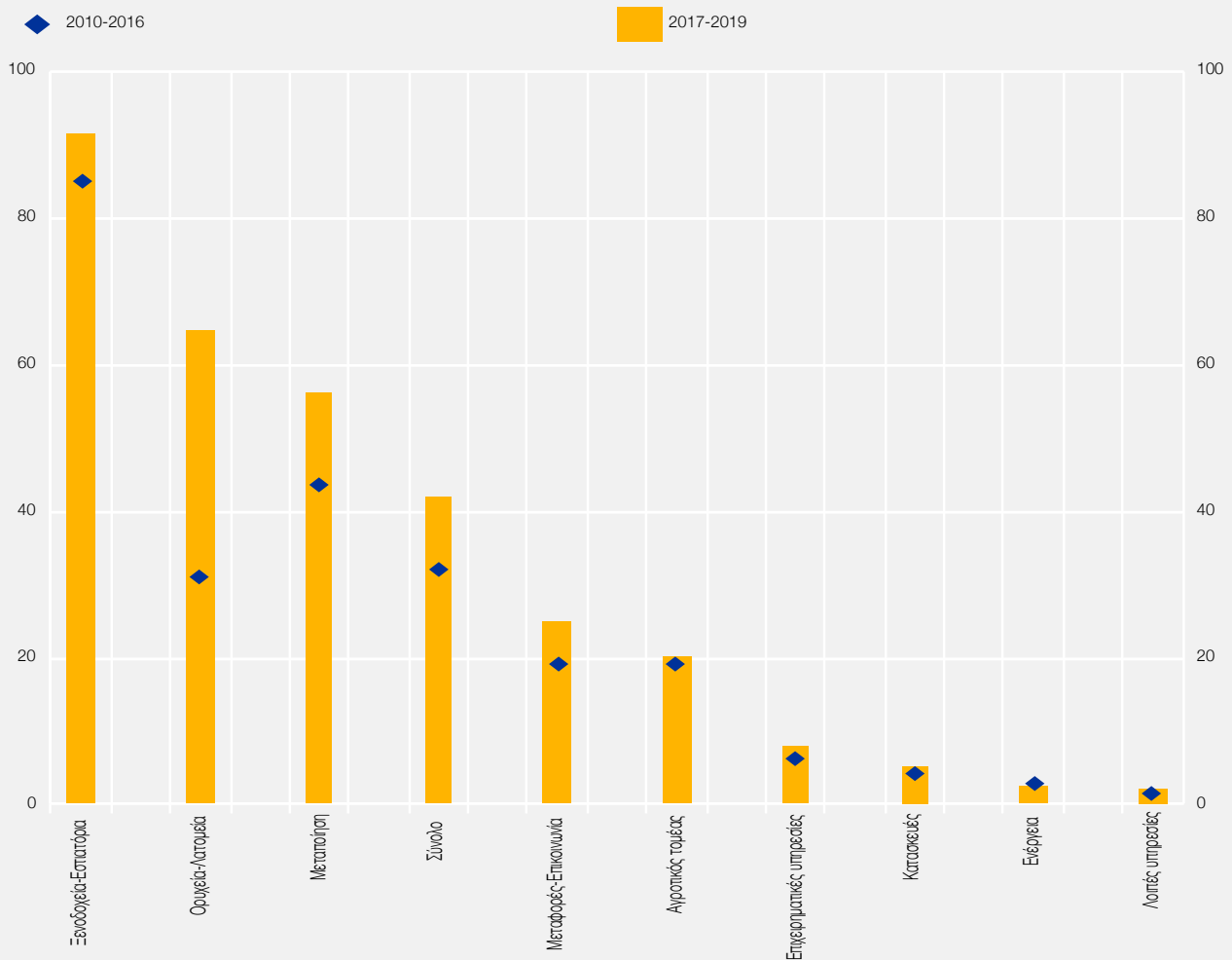
σίας και μπορούν να συμβάλουν στη διεύρυνση της κλαδικής σύνθεσης των εξαγόμενων προϊόντων. Προκλήσεις αποτελούν ο τεχνολογικός εκσυγχρονισμός, η ενίσχυση της καινοτομίας μέσω της συμμετοχής σε δραστηριότητες έρευνας και ανάπτυξης και η εντατικοποίηση της συμμετοχής μεταποιητικών κλάδων στις διεθνείς αλυσίδες αξίας. Ακόμη, ο αγροδιατροφικός τομέας έχει δυνατότητες βελτίωσης της εξαγωγικής του επίδοσης μέσω αφενός της αποτελεσματικότερης προώθησης των ελληνικών προϊόντων και αφετέρου της αύξησης της προστιθέμενης αξίας των παραγόμενων προϊόντων, που μπορεί να επιτευχθεί από τη μεγέθυνση και τον εκσυγχρονισμό των εκμεταλλεύσεων, την κατάρτιση του ανθρώπινου δυναμικού και την εισαγωγή καινοτομιών που θα συμβάλουν στην αύξηση της παραγωγικότητας. Επιπλέον, οι επιχειρηματικές υπηρεσίες έχουν μεγάλες δυνατότητες διεύρυνσης του εξαγωγικού τους μεριδίου και ευνοούνται από την επέκταση του ψηφιακού μετασχηματισμού. Τέλος, στον τουριστικό κλάδο υπάρχει προοπτική περαιτέρω ανόδου της προστιθέμενης αξίας του τουριστικού προϊόντος μέσω της επέκτασης της τουριστικής περιόδου και της διαφοροποίησης των προσφερόμενων υπηρεσιών πέρα από το παραδοσιακό μοντέλο “ήλιος και θάλασσα”.

Παραγωγικότητα, βαθμός ειδίκευσης του ανθρώπινου δυναμικού και ο ρόλος των τεχνολογιών πληροφορικής και επικοινωνιών (ΤΠΕ)

Ένας παράγοντας που θεωρείται κρίσιμος για την αύξηση του δυνητικού προϊόντος είναι οι επενδύσεις σε ανθρώπινο κεφάλαιο.⁹ Η αναλογία των θέσεων εργασίας υψηλής ειδίκευσης σε κάθε τομέα (με βάση το ότι είναι

9 Για το ρόλο της εκπαίδευσης στην αύξηση της παραγωγικότητας, βλ. Σιδέρης, Δ. (2010), “Ο ρόλος των θεσμών των αγορών προϊόντων και εργασίας και της εκπαίδευσης στην εξέλιξη της παραγωγικότητας: συνέπειες για την ελληνική οικονομία”, μελέτη 4.5 στην έκδοση *Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος: Αιτίες ανισορροπιών και προτάσεις πολιτικής*, Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα Δ Εξαγωγική επίδοση της ελληνικής οικονομίας κατά κλάδο δραστηριότητας την περίοδο 2010-2019¹



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
 Για την αντιστοίχια ανάμεσα στους ευρείς τομείς που παρουσιάζονται στο διάγραμμα και στους διψήφιους τομείς, βλ. υποσημείωση 6.
 1 Εξαγωγική επίδοση = εξαγωγές ανά μονάδα ακαθάριστου προϊόντος.

διαφορετικά τα είδη επαγγελματιών που κυριαρχούν σε κάθε τομέα)¹⁰ παρέχει έναν δείκτη του βαθμού ειδίκευσης. Τα αποτελέσματα της τομεακής ανάπτυξης ανά επίπεδο ειδίκευσης καταδεικνύουν ότι το μεγαλύτερο ποσοστό της πραγματικής ΑΠΑ της οικονομίας (39%) την περίοδο 2017-2019 προέρχεται από κλάδους χαμηλής έως μεσαίας ειδίκευσης, με μέσο ρυθμό ανόδου της ΑΠΑ 2,4% και μέση ΣΠΣ 2,2%. Η ανάπτυξη και η παραγωγικότητα σε τομείς υψηλής ειδίκευσης ήταν χαμηλότερη (1,7% και 0,6% αντίστοιχα), ενδεχομένως λόγω της μεγάλης βαρύτητας κλάδων υπηρεσιών στη συνολική ΑΠΑ της ελληνικής οικονομίας που εν πολλοίς (ιδίως στον τουρισμό, στο χονδρικό και στο λιανικό εμπόριο, αλλά και σε επιχειρηματικές και λοιπές υπηρεσίες) απασχολούν ανθρώπινο δυναμικό χαμηλής έως μεσαίας ειδίκευσης. Άλλωστε, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της Έρευνας Διάρθρωσης Αποδοχών (Structure of Earnings Survey) της Eurostat για το 2018, ο βαθμός ειδίκευσης των θέσεων εργασίας σχεδόν στο σύνολο των τομέων δραστηριότητας της ελληνικής οικονομίας υπολείπεται του μέσου όρου των οικονομιών της ζώνης του ευρώ.

10 Για τον υπολογισμό της αναλογίας επαγγελματιών υψηλής ειδίκευσης κατά τομέα δραστηριότητας αξιοποιούνται απογραφικά στοιχεία από τις ετήσιες εγγραφές στο πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ του Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών Υποθέσεων, που καλύπτουν το σύνολο των θέσεων εργασίας στον ιδιωτικό τομέα. Συγκεκριμένα, τα στοιχεία προέρχονται από τη σύνθεση μικροδεδομένων (micro-aggregated data) και αναφέρονται, μεταξύ άλλων, σε θέσεις εργασίας, τύπο απασχόλησης (υψηλής ή χαμηλής ειδίκευσης) και κλάδο οικονομικής δραστηριότητας.

Στη συνέχεια, δεδομένου ότι οι τεχνολογίες πληροφορικής και επικοινωνιών έχουν οδηγήσει σε σημαντικές αλλαγές στις μεθόδους παραγωγής και στις μορφές απασχόλησης και επιδρούν στην ανταγωνιστικότητα μιας οικονομίας, οι τομείς δραστηριότητας κατηγοριοποιούνται σε τομείς παραγωγής και χρήσης ΤΠΕ και σε τομείς που δεν χρησιμοποιούν ΤΠΕ.¹¹ Το συμπέρασμα που προκύπτει από αυτή την ταξινόμηση είναι ότι η μεγαλύτερη άνοδος της ΑΠΑ της ελληνικής οικονομίας και της ΣΠΣ (2,8% και 2,6% αντίστοιχα) μπορεί να αποδοθεί σε τομείς παραγωγής και χρήσης ΤΠΕ. Ωστόσο, στην Ελλάδα ο ρυθμός ψηφιακού μετασχηματισμού, όπως μετρείται από το Δείκτη Ψηφιακής Οικονομίας και Κοινωνίας (Digital Economy and Society Index – DESI), παρέμεινε χαμηλός σε σχέση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, με αποτέλεσμα το 2019 η Ελλάδα να κατατάσσεται στην προτελευταία θέση μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ.¹² Επομένως, επενδύσεις για τον ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας και την αναβάθμιση των ψηφιακών δεξιοτήτων του ανθρώπινου δυναμικού αναμένεται να έχουν πολλαπλά οφέλη σε όρους ανάπτυξης και ανταγωνιστικότητας.

Προκειμένου να διερευνηθεί η σχέση του ρυθμού άνοδου της ΣΠΣ με το βαθμό εξωστρέφειας της οικονομίας, το επίπεδο ειδίκευσης και τη χρήση ΤΠΕ, εκτιμάται μία παλινδρόμηση διαστρωματικών δεδομένων¹³ για την περίοδο 2017-2019. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης για το σύνολο των κλάδων δραστηριότητας καταδεικνύουν ότι η εξαγωγική επίδοση, ο μεσαίος έως υψηλός βαθμός ειδίκευσης του ανθρώπινου δυναμικού και η χρήση ΤΠΕ επιδρούν θετικά στην άνοδο της ΣΠΣ. Τέλος, ο υψηλότερος ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας (ΣΠΣ) στους κλάδους των εμπορεύσιμων υποστηρίζεται από τον υψηλότερο βαθμό ειδίκευσης του προσωπικού και από τη μεγαλύτερη χρήση ΤΠΕ στους κλάδους αυτούς σε σχέση με τους κλάδους των μη εμπορεύσιμων.

Επομένως, είναι πολύ σημαντικό να συνεχιστεί ο μετασχηματισμός της οικονομίας προς τους κλάδους εμπορεύσιμων και παράλληλα να κινητοποιηθούν πόροι για την άνοδο της ειδίκευσης του ανθρώπινου δυναμικού και τον ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας. Οι επενδύσεις για τον ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας και την αναβάθμιση του ανθρώπινου κεφαλαίου στο πλαίσιο του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας αναμένεται να αυξήσουν τα επίπεδα ειδίκευσης και τεχνολογικής διείσδυσης σε πολλούς τομείς δραστηριότητας και να συμβάλουν στην αύξηση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.

Συμπεράσματα

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης καταδεικνύουν ότι η ανάπτυξη και η αύξηση της ΣΠΣ την περίοδο ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας (2017-2019) καταγράφηκαν σε τομείς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών και επομένως συνεχίστηκε η αναδιάρθρωση της ελληνικής οικονομίας προς κλάδους εμπορεύσιμων. Επίσης, από την ανάλυση προκύπτει ότι η στροφή της παραγωγής προς τομείς υψηλότερης ειδίκευσης, η βελτίωση της ειδίκευσης των τομέων δραστηριότητας και η μεγαλύτερη διείσδυση των ΤΠΕ θα μπορούσαν να συμβάλουν σε βελτίωση της ΣΠΣ, ενισχύοντας τη διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της χώρας.

Οι επενδυτικοί πόροι που κινητοποιεί το Ταμείο Ανάκαμψης για την ψηφιακή μετάβαση τόσο στο δημόσιο όσο και στον ιδιωτικό τομέα, την ενίσχυση των ψηφιακών δυνατοτήτων της εκπαίδευσης και τον εκσυγχρονισμό της επαγγελματικής εκπαίδευσης και κατάρτισης αναμένεται να έχουν πολλαπλασιαστικά οφέλη για την ελληνική οικονομία σε όρους ανάπτυξης και παραγωγικότητας και να συμβάλουν στη δημιουργία ενός ανταγωνιστικού και εξωστρεφούς οικονομικού υποδείγματος.

11 Οι τομείς παραγωγής και χρήσης ΤΠΕ ορίζονται σύμφωνα με τα στοιχεία του DESI Report 2019 – Integration of Digital technology, European Commission.

12 Βλ. Albani, M., S. Anyfantaki and S. Lazaretou (2019), “How do digital technologies drive Greece’s economic growth? Opportunities and challenges”, Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 49, 73-92.

13 Εκτιμάται η ακόλουθη παλινδρόμηση διαστρωματικών δεδομένων με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων: $\Delta SP_{i,t} = \alpha + \beta_1 x_{i,t} + \beta_2 HS_i + \beta_3 TPE_i + \epsilon$, όπου $\Delta SP_{i,t}$ είναι ο μέσος ρυθμός μεταβολής της ΣΠΣ κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας i την περίοδο 2017-2019, $x_{i,t}$ είναι η μέση εξαγωγική επίδοση κατά κλάδο δραστηριότητας, που ορίζεται ως ο λόγος εξαγωγών προς την ΑΠΑ, HS_i είναι ο βαθμός ειδίκευσης των θέσεων εργασίας στον ιδιωτικό τομέα κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας σύμφωνα με τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ και TPE_i είναι μία ψευδομεταβλητή που λαμβάνει την τιμή 1 εάν ο διψήφιος κλάδος οικονομικής δραστηριότητας χρησιμοποιεί ή παράγει ΤΠΕ και 0 εάν δεν χρησιμοποιεί ΤΠΕ.

Πλαίσιο IV.3

ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ ΠΑΝΔΗΜΙΑΣ

Η κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας που σημειώθηκε κατά τη διάρκεια της πανδημίας COVID-19 επέφερε σημαντικές αποπληθωριστικές πιέσεις, με αποτέλεσμα ο ρυθμός μεταβολής του γενικού επιπέδου των τιμών στην Ελλάδα το 2020 και μέχρι σήμερα να είναι αρνητικός. Παράλληλα αυξήθηκε η αβεβαιότητα σχετικά με τη μελλοντική πορεία του πληθωρισμού, όπως προκύπτει μεταξύ άλλων από έρευνες πεδίου για τη ζώνη του ευρώ.¹ Η αυξημένη οικονομική αβεβαιότητα επηρεάζει τις οικονομικές αποφάσεις των ατόμων και των επιχειρήσεων, επιφέροντας δυνητικά σημαντικό αρνητικό αντίκτυπο στην οικονομική δραστηριότητα και δυσχεραίνοντας την άσκηση οικονομικής πολιτικής. Αντίστοιχα, η αβεβαιότητα σε ό,τι αφορά την πορεία του πληθωρισμού αποτελεί τροχοπέδη για την άσκηση νομισματικής πολιτικής, επιδρώντας αρνητικά στην αποτελεσματικότητά της, αφού υπάρχουν ενδείξεις ότι μπορεί να επηρεάζει τον ίδιο το ρυθμό μεταβολής των τιμών.

Η τρέχουσα αβεβαιότητα σχετικά με την πορεία του πληθωρισμού αντανακλά αντίρροπες τάσεις στην οικονομία. Τόσο τα νοικοκυριά όσο και οι επιχειρήσεις έχουν περιορίσει σημαντικά την κατανάλωσή τους, αφενός λόγω του ότι τα μέτρα κοινωνικής αποστασιοποίησης την καθιστούν δυσχερή και αφετέρου λόγω της μεγάλης μείωσης των εισοδημάτων που παρατηρείται σε αρκετούς κλάδους, μέρος της οποίας ίσως δεν είναι προσωρινό. Παράλληλα έχει αυξηθεί σημαντικά η αποταμίευση λόγω των περιοριστικών μέτρων που αύξησαν την αναγκαστική αποταμίευση καθώς και για λόγους πρόνοιας, με αποπληθωριστικό αντίκτυπο στην οικονομία. Από την άλλη πλευρά εκφράζεται ο προβληματισμός ότι η υιοθέτηση πληθώρας έκτακτων μέτρων επεκτατικής νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής κατά την περίοδο της πανδημίας ίσως δημιουργήσει πληθωριστικές πιέσεις, όταν η οικονομία αρχίσει σταδιακά να ανακάμπτει. Προκύπτει συνεπώς το ερώτημα κατά πόσον η αβεβαιότητα σχετικά με την πορεία του πληθωρισμού επηρεάζει το ίδιο το επίπεδο του και, αν ναι, μέσω ποιου μηχανισμού.

Η σχέση αυτή έχει εξεταστεί επανειλημμένα τόσο θεωρητικά όσο και εμπειρικά. Οι Cukierman and Meltzer (1986) πρώτοι ισχυρίστηκαν ότι η αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό μπορεί να επηρεάσει το επίπεδο του πληθωρισμού.² Στο υπόδειγμά τους, η νομισματική αρχή επιθυμεί κάποιο βαθμό αβεβαιότητας, την οποία αξιοποιεί για να τονώσει την οικονομική δραστηριότητα. Αντίθετα, με βάση τον Holland (1995), η σχέση μπορεί να είναι αντίστροφη, καθώς η νομισματική αρχή ίσως λαμβάνει πιο δραστικά μέτρα για να επαναφέρει τον πληθωρισμό κοντά στο στόχο υπό συνθήκες αβεβαιότητας, αναγνωρίζοντας τις αρνητικές συνέπειές της.³ Οι δύο αυτές θεωρητικές υποθέσεις έχουν εξεταστεί εμπειρικά, με αντιφατικά αποτελέσματα.⁴ Για την Ελλάδα το ζήτημα έχει εξεταστεί από τις Balfoussia

1 Βλ. ομιλία του Fabio Paneta, 1.7.2020 (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200701.en.html>).

2 Βλ. Cukierman, A. and A. Meltzer (1986), "A theory of ambiguity, credibility and inflation under discretion and asymmetric information", *Econometrica*, 54, 1099-1128.

3 Βλ. Holland, S. (1995), "Inflation and uncertainty: Tests for temporal ordering", *Journal of Money Credit and Banking*, 27, 82-837.

4 Για παράδειγμα οι Grier and Perry (1998) βρίσκουν ότι η αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό μειώνει το μέσο επίπεδο πληθωρισμού στη Μ. Βρετανία, τις ΗΠΑ και τη Γερμανία, επιβεβαιώνοντας την υπόθεση Holland (1995). Ο Fountas (2010) ανιχνεύει θετική σχέση για 11 ανεπτυγμένες οικονομίες. Ωστόσο οι Grier and Perry (2000), Fountas (2010) και Kontonikas (2004) δεν εντοπίζουν στατιστικά σημαντική σχέση για μια σειρά χωρών. Σε πιο πρόσφατη μελέτη, οι Fuest and Schmidt (2017) βρίσκουν θετική σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας για τον πληθωρισμό και του επιπέδου του πληθωρισμού για τις ΗΠΑ, ενώ οι Barnett et al. (2020) επιβεβαιώνουν εμπειρικά την υπόθεση του Holland για κάποιες χώρες, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα που περιλαμβάνει και περιόδους αποπληθωρισμού (βλ. Barnett, W., F. Jawadi and Z. Ftiti (2020), "Causal relationships between inflation and inflation uncertainty", *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, De Gruyter, vol. 24(5), 1-26, Fuest, A. and T. Schmidt (2017), "Inflation Expectation Uncertainty, Inflation and the Output Gap", RUHR Economic Paper No. 673, Fountas, S. (2010), "Inflation, Inflation Uncertainty and Growth: Are They Related?", *Economic Modelling*, 27 (5), 896-899, Grier, K.B. and M.J. Perry (1998), "On Inflation and Inflation Uncertainty in the G7 Countries", *Journal of International Money and Finance*, 17(4), 671-689, Grier, K.B. and M.J. Perry (2000), "The effects of real and nominal uncertainty on inflation and output growth: some GARCH-M evidence", *Journal of Applied Economics*, 15, 45-58, Kontonikas, A. (2004), "Inflation and Inflation Uncertainty in the United Kingdom, Evidence from GARCH Modelling", *Economic Modelling*, 21(3): 525-543, Karanasos, M. and S. Schurer (2008), "Is the Relationship between Inflation and Its Uncertainty Linear?", *German Economic Review*, 9(3), 265-286).

and Gibson (2010) για την περίοδο 1981-2008, οι οποίες βρίσκουν ότι η αιτιότητα είναι από τον πληθωρισμό προς την αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό και όχι αντίστροφα.⁵

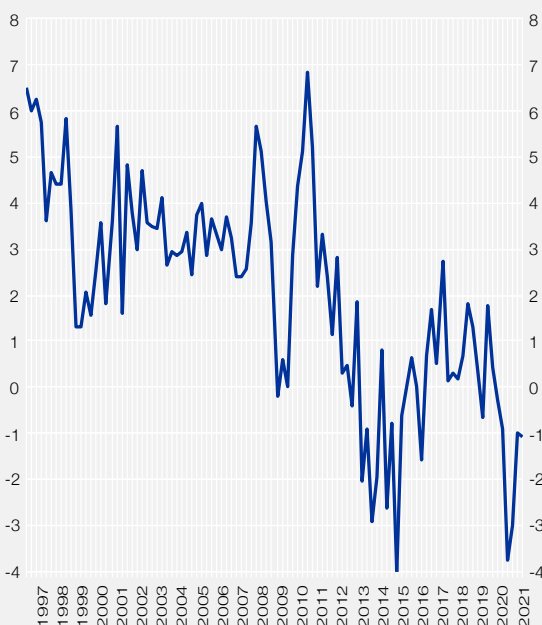
Στο παρόν πλαίσιο μελετάται η σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας για τον πληθωρισμό και του ίδιου του πληθωρισμού στην ελληνική οικονομία, τόσο πριν όσο και κατά τη διάρκεια της πανδημίας COVID-19. Η αβεβαιότητα σχετικά με τον πληθωρισμό δεν είναι άμεσα μετρήσιμη. Συχνά προσεγγίζεται με έναν απλό εκ των υστέρων υπολογισμό της διακύμανσης του πληθωρισμού για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, μέθοδος που δεν αποτυπώνει τυχόν διακυμάνσεις του βαθμού αβεβαιότητας. Εναλλακτικά εξετάζεται η απόκλιση του πληθωρισμού από τις αντίστοιχες προβλέψεις που είχαν κάνει στο παρελθόν παράγοντες της αγοράς για τη συγκεκριμένη περίοδο, δηλ. το σφάλμα πρόβλεψης, ή χρησιμοποιείται η απόκλιση μεταξύ εναλλακτικών προβλέψεων ως ένδειξη της αβεβαιότητας των προβλέψεων αυτών για τον πληθωρισμό. Ωστόσο, οι προσεγγίσεις αυτές κρίνονται ατελείς, κυρίως υπό την έννοια ότι δεν αποτυπώνουν την αβεβαιότητα σχετικά με τον πληθωρισμό εξίσου ορθά σε όλες τις φάσεις του οικονομικού κύκλου.⁶ Μια τεχνικά αρτιότερη προσέγγιση είναι η εκτίμηση της χρονικά μεταβαλλόμενης αβεβαιότητας για τον πληθωρισμό από τα ίδια τα στοιχεία του πληθωρισμού.

Η μεθοδολογία που ακολουθείται στο παρόν πλαίσιο βασίζεται στην εκτίμηση ενός μονομεταβλητού υποδείγματος, στο οποίο οι συντελεστές είναι χρονομεταβλητοί και η αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό, όπως προσεγγίζεται

Διάγραμμα Α Πληθωρισμός και αβεβαιότητα σχετικά με τον πληθωρισμό

Πληθωρισμός
(ποσοστά %)

— Ετησιοποιημένες ποσοστιαίες μεταβολές (%) του ΕνΔΤΚ

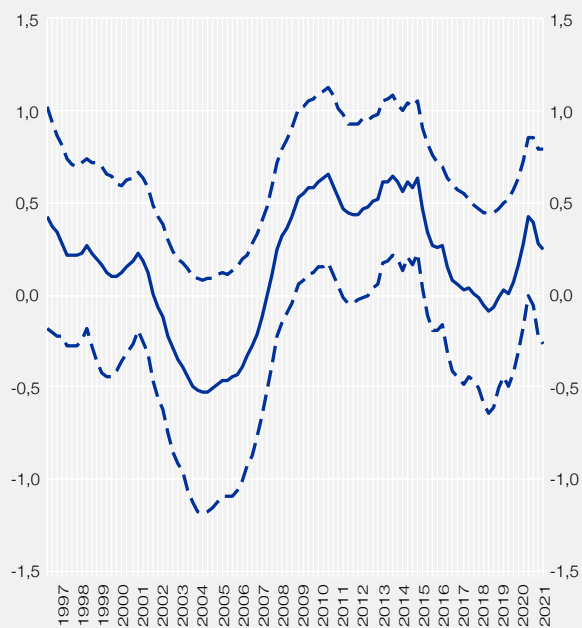


Αβεβαιότητα σχετικά με τον πληθωρισμό

— Κάτω όριο του διαστήματος εμπιστοσύνης 90%

— Λογαριθμική στοχαστική μεταβλητότητα του πληθωρισμού

— Άνω όριο του διαστήματος εμπιστοσύνης 90%



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και οικονομετρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

5 Βλ. Balfoussia, H. and H. Gibson (2010), "Inflation and nominal uncertainty: the case of Greece", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 33, 63-78.

6 Βλ. Glas, A. and M. Hartmann (2016), "Inflation uncertainty, disagreement and monetary policy: Evidence from the ECB Survey of Professional Forecasters' Discussion Paper Series, No. 612, University of Heidelberg, Department of Economics, <http://dx.doi.org/10.11588/heidok.00020434>.

από το λογάριθμο της στοχαστικής μεταβλητότητάς του, εισέρχεται ως επεξηγηματική μεταβλητή στην εξίσωση του μέσου του πληθωρισμού (time-varying parameter stochastic volatility in mean model, TVP-SVM). Το υπόδειγμα, που αποτελεί προσαρμογή εκείνου που ανέπτυξε ο Chan (2017) για να εξετάσει τη σχέση μεταξύ πληθωρισμού και ονομαστικής αβεβαιότητας, επιτρέπει να εκτιμηθεί η διαχρονικά μεταβαλλόμενη αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό από τα στοιχεία για τον πληθωρισμό, η οποία όμως παράλληλα χρησιμοποιείται ως ερμηνευτική μεταβλητή, επηρεάζοντας η ίδια τον πληθωρισμό.⁷ Έτσι μπορούμε να μελετήσουμε αν η επίδραση της αβεβαιότητας στον πληθωρισμό αλλάζει στο χρόνο, αλλά και να εστιάσουμε στην πρόσφατη περίοδο της υγειονομικής κρίσης COVID-19.

Για την εκτίμηση του υποδείγματος χρησιμοποιείται ο εποχικά διορθωμένος (με την τεχνική Tramo-Seats) εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) σε τριμηνιαία συχνότητα (βλ. Διάγραμμα Α).⁸ Η περίοδος που εξετάζεται είναι εικοσιπενταετής, από τον Ιανουάριο του 1996 έως και το Μάρτιο του 2021. Το δείγμα αυτό καλύπτει όλες τις φάσεις του οικονομικού κύκλου, σημαντικές εναλλαγές στη νομισματική πολιτική και αρκετές περιόδους αυξημένης ονομαστικής και πραγματικής μεταβλητότητας.

Όπως παρατηρούμε στο Διάγραμμα Α, η αβεβαιότητα σχετικά με την πορεία των τιμών λαμβάνει τις υψηλότερες τιμές της κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και της ελληνικής κρίσης δημόσιου χρέους. Ύστερα από μια δεύτερη περίοδο σχετικά αυξημένης αβεβαιότητας, με κορύφωση την επιβολή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, ακολουθεί ταχεία αποκλιμάκωση της αβεβαιότητας σχετικά με τον πληθωρισμό, καθώς η ελληνική οικονομία επανέρχεται σταδιακά σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης και ο πληθωρισμός καταγράφει θετικές τιμές. Ωστόσο, η ευνοϊκή αυτή τάση διακόπτεται με το ξέσπασμα της πανδημίας COVID-19, που οδήγησε σε εκ νέου σημαντική αύξηση της αβεβαιότητας σε σχέση με τον πληθωρισμό, η οποία πάντως φαίνεται να αποκλιμακώνεται κατά τους τελευταίους μήνες του δείγματος.

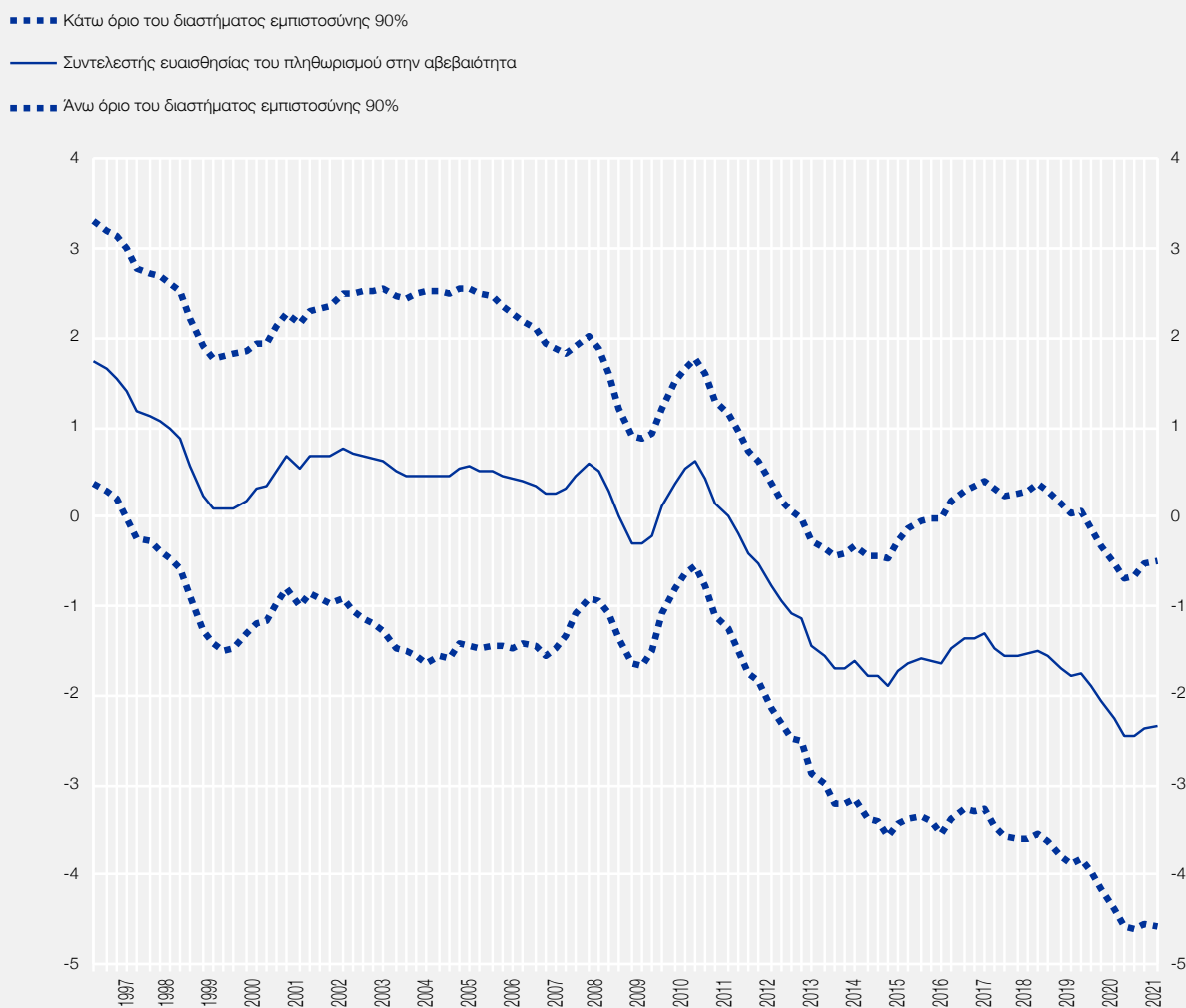
Ο διαχρονικά μεταβαλλόμενος εκτιμώμενος συντελεστής ευαισθησίας του πληθωρισμού στην αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό (βλ. Διάγραμμα Β) αντανάκλα πώς το εκάστοτε επίπεδο αβεβαιότητας επηρεάζει το ρυθμό αύξησης του επιπέδου των τιμών.⁹ Η επίδραση της αβεβαιότητας στον πληθωρισμό είναι ως επί το πλείστον μη στατιστικά σημαντική. Στην αρχή του δείγματος ο εκτιμώμενος συντελεστής ευαισθησίας είναι για μια μικρή περίοδο θετικός και στατιστικά σημαντικός, αντανάκλωντας το γεγονός ότι, πριν από την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, υπήρχε σχετικά αυξημένη αβεβαιότητα όσον αφορά το επίπεδο του πληθωρισμού, η οποία ασκούσε πληθωριστικές πιέσεις. Παρατηρείται ωστόσο μια εμφανής δομική αλλαγή από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση περίπου και μετά, καθώς ο συντελεστής ευαισθησίας του πληθωρισμού στην αβεβαιότητα γίνεται αρνητικός. Σε αυτό το διάστημα, εκτιμάται στατιστικά διάφορος του μηδενός για δύο υποπεριόδους. Η πρώτη είναι μεταξύ δ' τριμήνου 2012 και α' τριμήνου 2016, δηλ. πριν και κατά τη διάρκεια της επιβολής των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, περίοδος κατά την οποία η οικονομία επανειλημμένα συρρικνώθηκε, και η δεύτερη είναι η τρέχουσα περίοδος της πανδημίας COVID-19. Σε αυτά τα διαστήματα, μια αύξηση της αβεβαιότητας για τον πληθωρισμό επιδρά στατιστικά σημαντικά και αρνητικά στο επίπεδο του πληθωρισμού, λειτουργεί δηλαδή αποπληθωριστικά.

7 Βλ. Chan, J.C.C. (2017), "The Stochastic Volatility in Mean Model With Time-Varying Parameters: An Application to Inflation Modeling", *Journal of Business & Economic Statistics*, 35(1), 17-28.

8 Συγκεκριμένα, υπολογίζεται ο τριμηνιαίος πληθωρισμός χρησιμοποιώντας τις ετησιοποιημένες λογαριθμικές διαφορές του ΕνΔΤΚ, δηλ. $400 \times \log(p_t/p_{t-1})$, όπου p_t είναι ο τριμηνιαίος μέσος όρος του ΕνΔΤΚ σε μηνιαία συχνότητα, όπως δημοσιεύεται από την ΕΛΣΤΑΤ.

9 Πιο συγκεκριμένα, το υπόδειγμα χρησιμοποιεί ως ερμηνευτικές μεταβλητές δύο χρονικές υστερήσεις του πληθωρισμού, καθώς και την αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό, η οποία προσεγγίζεται από τη στοχαστική διακύμανση των καταλοίπων, δηλαδή το υπόδειγμά μας είναι της μορφής $p_t = c_t + b_{1,t} p_{t-1} + b_{2,t} p_{t-2} + \alpha_t \theta^h (\text{αβεβαιότητα}) + \varepsilon_t$. Συνεπώς, η μεταβολή της αβεβαιότητας κατά μία μονάδα επιφέρει, ceteris paribus, μεταβολή κατά α_t στον πληθωρισμό. Με βάση τις εκτιμήσεις που παρουσιάζονται στο διάγραμμα, μια αύξηση της αβεβαιότητας για τον πληθωρισμό κατά μία μονάδα σε ένα τρίμηνο μπορεί να επηρεάσει, ceteris paribus, το ρυθμό μεταβολής του πληθωρισμού σε εκείνο το τρίμηνο, με επίδραση που κυμαίνεται από -2,5 έως και 1,7 ποσοστιαίες μονάδες, ανάλογα με το μέγεθος και το πρόσημο του συντελεστή ευαισθησίας κατά τη χρονική στιγμή της μεταβολής. Αξίζει να σημειωθεί ότι η μέγιστη αρνητική επίδραση εντοπίζεται στο β' τρίμηνο του 2020 (-2,5 ποσοστιαίες μονάδες).

Διάγραμμα Β Χρονικά μεταβαλλόμενος συντελεστής ευαισθησίας του πληθωρισμού στις μεταβολές της αβεβαιότητας σχετικά με τον πληθωρισμό



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Ενδεχομένως το εύρημα αυτό υποδηλώνει ότι η πρόσφατα αυξημένη αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό αντανακλά κυρίως τον κίνδυνο περαιτέρω αποπληθωρισμού (downside risk) και λιγότερο τον κίνδυνο απροσδόκητης ανάκαμψής του, και γι' αυτό πυροδοτεί και η ίδια μια περαιτέρω μείωση του πληθωρισμού. Ο ακριβής μηχανισμός μέσω του οποίου η αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό επιδρά στον πληθωρισμό δεν είναι γνωστός, είναι όμως πιθανόν να πρόκειται για μηχανισμό ανατροφοδότησης διαμέσου των προσδοκιών. Γνωρίζοντας τον κίνδυνο περαιτέρω αποπληθωρισμού, οι καταναλωτές ίσως λειτουργούν κατά τρόπο που τον εντείνει, περιορίζοντας δηλαδή την καταναλωτική και επενδυτική τους δαπάνη για λόγους πρόνοιας, αφού διαβλέπουν πιθανή μελλοντική κάμψη των τιμών και συνεπώς οικονομική συρρίκνωση. Μια τέτοια οικονομική συμπεριφορά θα μπορούσε να ερμηνεύσει το εύρημα του αρνητικού και στατιστικά σημαντικού συντελεστή ευαισθησίας του πληθωρισμού στην αβεβαιότητα κατά τις πρόσφατες περιόδους κρίσης. Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι ένας τέτοιος μηχανισμός διαφαίνεται μόνο σε περιόδους κατά τις οποίες η κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα ήταν ταχεία και οι προσδοκίες πολύ αρνητικές και όχι κατά την περίοδο 2008-2009, όταν η ύφεση ήταν μικρότερη.¹⁰

¹⁰ Οι εκτιμήσεις αυτές συνάδουν με ανάλογα προηγούμενα ευρήματα, (βλ. Πλαίσιο IV.1 "Αβεβαιότητα και οικονομική δραστηριότητα στην Ελλάδα", *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2020*, σελ. 108-113) με βάση τα οποία κατ' αυτές τις περιόδους η οικονομική αβεβαιότητα συντέλεσε στην περαιτέρω μείωση της οικονομικής δραστηριότητας.

Συνάγεται συνεπώς ότι η συστηματική προσπάθεια από πλευράς του Ευρωσυστήματος να κατευθύνει τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό και να περιορίσει τη σχετική αβεβαιότητα είναι σημαντική για την ίδια την πορεία του πληθωρισμού και, σε περιόδους έντονων αρνητικών προσδοκιών για την πραγματική οικονομία και το επίπεδο των τιμών, μπορεί να συμβάλει στην αποτροπή της περαιτέρω επιδείνωσης ήδη υφιστάμενων συνθηκών ύφεσης και αποπληθωρισμού. Ο περιορισμός της αβεβαιότητας σχετικά με τον πληθωρισμό, η εμπέδωση δηλαδή της εμπιστοσύνης στη νομισματική αρχή, αποτελεί αφ' εαυτής μια μορφή επεκτατικής νομισματικής πολιτικής σε περιόδους στασιμότητας και αποπληθωρισμού, διευκολύνοντας τη σταθεροποίηση του επιπέδου των τιμών. Συνεπώς, τα έκτακτα μέτρα νομισματικής πολιτικής που έλαβε το Ευρωσύστημα κατά τη διάρκεια της πανδημίας με σκοπό τη διατήρηση της τραπεζικής ρευστότητας και των πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία πιθανόν δρουν και μέσω της μείωσης της αβεβαιότητας για τον πληθωρισμό. Ενδεχομένως μάλιστα συνέβαλαν στη μείωση της αβεβαιότητας, αλλά και στην ελαφρά κάμψη της ευαισθησίας του πληθωρισμού που καταγράφεται κατά τους τελευταίους μήνες.

Συμπεράσματα

Εν κατακλείδι, η αβεβαιότητα σχετικά με την πορεία του πληθωρισμού επιδρά κατά περιόδους στο ίδιο το επίπεδο του πληθωρισμού και η κατεύθυνση της επίδρασης μεταβάλλεται διαχρονικά. Η αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό αυξήθηκε ιδιαίτερα στην περίοδο της πανδημίας, με αποπληθωριστικές επιπτώσεις. Η εφαρμογή μέτρων διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής από το Ευρωσύστημα, σε συνδυασμό με τα μέτρα επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής από την ελληνική κυβέρνηση, φαίνεται ότι επέδρασαν θετικά, καθώς πρόσφατα παρατηρείται σταδιακή αποκλιμάκωση της αβεβαιότητας σχετικά με την πορεία του πληθωρισμού, σε μια περίοδο μάλιστα κατά την οποία η ευαισθησία του πληθωρισμού στο βαθμό αβεβαιότητας είναι στατιστικά σημαντική. Ωστόσο, η διατάραξη της οικονομικής δραστηριότητας λόγω της πανδημίας COVID-19 και η συνακόλουθη αβεβαιότητα αναμένεται να επιμείνουν για αρκετούς μήνες. Παρότι ο ρυθμός μεταβολής των τιμών αναμένεται να αρχίσει σταδιακά να ανακάμπτει, η αβεβαιότητα σχετικά με την πορεία του ίσως συνεχίσει να ασκεί αποπληθωριστικές πιέσεις στο άμεσο μέλλον.

Πλαίσιο IV.4

Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΞΑΓΩΓΕΣ: ΜΙΑ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η περαιτέρω βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της χώρας αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για την επιτάχυνση της ανάπτυξης. Την περίοδο 2007-2019 η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας σε όρους σχετικών τιμών και κόστους εργασίας βελτιώθηκε, ως συνέπεια των πολιτικών που εφαρμόστηκαν για την αντιμετώπιση της κρίσης χρέους. Η βελτίωση αυτή είχε ως αποτέλεσμα την ενίσχυση του εξωστρεφούς προσανατολισμού της χώρας. Ωστόσο, σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, παρά τη βελτίωση η οποία παρατηρείται σε ορισμένους δείκτες, η Ελλάδα φαίνεται να εξακολουθεί να υπολείπεται σε σχέση με το μέσο όρο των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ.

Στο παρόν πλαίσιο παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη επιλεγμένων δεικτών διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, η οποία καταγράφει τις επιδόσεις της Ελλάδος και των χωρών της ζώνης του ευρώ σε διάφορους τομείς οικονομικής δραστηριότητας κατά την τελευταία δεκαετία σε ετήσια βάση. Επιπλέον επιχειρείται η εμπειρική διερεύνηση της σχέσης ανάμεσα στις εξαγωγές και τους κυριότερους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, σύμφωνα με την κατάταξη και αξιολόγηση των παγκόσμιων οργανισμών.

Δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας

α. Τάσεις και πρόσφατες εξελίξεις στους κυριότερους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος

Οι εν δυνάμει επενδυτές, στη διαδικασία λήψης αποφάσεων σχετικά με τη χώρα όπου πρόκειται να επενδύσουν, πέραν των παραγόντων που συνδέονται με την ανταγωνιστικότητα σε όρους σχετικών τιμών και κόστους ανά μονάδα εργασίας, εξετάζουν και παράγοντες ποιοτικούς οι οποίοι θα μπορούσαν να δυσχεράνουν ή να διευκολύνουν την υλοποίηση και την αποδοτικότητα της επένδυσής τους. Τέτοιοι παράγοντες περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων την αποτελεσματική λειτουργία των θεσμών και της δικαιοσύνης, την οικονομική ελευθερία, την ευελιξία

των αγορών και τη φορολόγηση των επιχειρήσεων. Οι δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας αποτυπώνουν την τρέχουσα κατάσταση της χώρας, όπως διαμορφώνεται υπό την επίδραση των ανωτέρω παραγόντων και το εύρος πραγματοποίησης μεταρρυθμίσεων. Επίσης καταγράφουν τόσο τη σχετική όσο και την απόλυτη θέση στην οποία βρίσκεται κάθε χώρα. Η σχετική θέση (rank-κατάταξη) αναφέρεται στο πού τοποθετείται η επίδοση της χώρας σε σχέση με άλλες χώρες, ενώ η απόλυτη θέση (score-βαθμολογία) κατά πόσον η βαθμολογία της χώρας κινείται ανοδικά ή καθοδικά. Επιπλέον, καθώς η συλλογή στοιχείων για την κατάρτιση των δεικτών βασίζεται κυρίως σε επιχειρηματικές έρευνες, οι εν λόγω δείκτες επηρεάζονται από τις μεταβολές στις γενικότερες μακροοικονομικές συνθήκες. Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, αν και παραμένει συγκριτικά χαμηλή σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, εμφανίζει βελτίωση σε ορισμένους τομείς. Η μείωση του κόστους των επιχειρήσεων σε όρους φορολογίας και εργοδοτικών εισφορών και η αύξηση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα είναι μερικοί από αυτούς.

Για τους σκοπούς του παρόντος πλαισίου επιλέχθηκαν δείκτες βάσει της ευρύτητας και συχνότητας της χρήσης τους στη λήψη αποφάσεων, αλλά και της διαθεσιμότητας στοιχείων.

Δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας και πηγές προέλευσης

- Ο οργανισμός **World Economic Forum** καταρτίζει το σύνθετο Διεθνή Δείκτη Ανταγωνιστικότητας (WEF-GCI), ο οποίος συντίθεται από 12 πυλώνες (θεσμοί, υποδομές, υιοθέτηση ΤΠΕ, μακροοικονομική σταθερότητα, υγεία, δεξιότητες, αγορά προϊόντων, αγορά εργασίας, χρηματοπιστωτικό σύστημα, μέγεθος αγοράς, δυναμισμός επιχειρήσεων, ικανότητα καινοτομίας). Η Ελλάδα, παρόλο που βελτίωσε την αξιολόγησή της στην πλέον πρόσφατη έκθεση για το 2019 κατά 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας, κατάρχηκε 59η μεταξύ 141 χωρών, δύο θέσεις χαμηλότερα σε σχέση με την προηγούμενη έκθεση. Οι πυλώνες με τις καλύτερες επιδόσεις για την Ελλάδα περιλαμβάνουν την υγεία (23η), τις υποδομές (37η), ενώ οι πλέον αδύναμοι παραμένουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα (115η), εξαιτίας της περιορισμένης χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ) και της κατάστασης όσον αφορά τη σταθερότητα των τραπεζών και τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, και η αγορά εργασίας (111η), εξαιτίας της υψηλής φορολογίας και της μειωμένης ευελιξίας στη διαμόρφωση των μισθών.
- Το **International Institute for Management Development** δημοσιεύει το σύνθετο δείκτη διεθνούς κατάταξης της ανταγωνιστικότητας (IMD-WCR), που συντίθεται από τέσσερις υποδείκτες (οικονομική επίδοση, αποτελεσματικότητα δημόσιου τομέα, αποτελεσματικότητα επιχειρήσεων, υποδομές). Η Ελλάδα κατέγραψε βελτίωση το 2020 κατά 9 θέσεις, κατατασσόμενη 49η μεταξύ 63 οικονομιών, καθώς βελτιώθηκαν οι υποδείκτες κυρίως της αποτελεσματικότητας και δευτερευόντως της μακροοικονομικής επίδοσης και των υποδομών. Οι σημαντικότερες προκλήσεις είναι η διεύρυνση της παραγωγικής βάσης μέσω αύξησης των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, η βελτίωση της πρόσβασης των επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση, η επιτάχυνση του ψηφιακού μετασχηματισμού σε όλη την οικονομία, η στοχευμένη ενίσχυση δυναμικών και εξωστρεφών κλάδων και η υιοθέτηση ενός περισσότερο φιλικού προς την ανάπτυξη φορολογικού μίγματος.
- Η **Παγκόσμια Τράπεζα** δημοσιεύει το σύνθετο δείκτη “ευχέρειας του επιχειρείν” (WB-EDB), ο οποίος συντίθεται από δέκα πυλώνες (έναρξη επιχειρηματικής δραστηριότητας, άδειες οικοδομής, ηλεκτροδότηση, μεταγραφή ακίνητης περιουσίας, λήψη πιστώσεων, προστασία μικροεπενδυτών, καταβολή φόρων, διασυνοριακό εμπόριο, εφαρμογή συμβάσεων, διαδικασίες πτώχευσης). Σύμφωνα με την τελευταία έκθεσή της (2019), η θέση της Ελλάδος επιδεινώθηκε και η χώρα κατατάσσεται 79η από 72η το 2018. Βελτίωση καταγράφηκε στη διαδικασία έναρξης επιχειρηματικής δραστηριότητας (WB-SB), στην προστασία των δικαιωμάτων μειοψηφίας και το χρόνο εγγραφής στο μητρώο επιχειρήσεων, ενώ η πρόσβαση σε χρηματοδότηση και η εφαρμογή συμβάσεων χειροτέρευσε.
- Ο **σύνθετος δείκτης διεθνούς διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας** περιλαμβάνει έξι διακριτούς δείκτες (WB-WGI, εκπροσώπηση και λογοδοσία, πολιτική σταθερότητα και απουσία βίας/τρομοκρατίας, αποτελεσματικότητα δημόσιου τομέα, ποιότητα των θεσμών, κράτος δικαίου, έλεγχος της διαφθοράς). Η επίδοση της Ελλάδος βελτιώθηκε όσον αφορά την πολιτική σταθερότητα και την απουσία βίας/τρομοκρατίας (47η από 51η), καθώς και την ποιότητα των θεσμών (62η από 75η).

- Ο οργανισμός **Tax Foundation** καταρτίζει το σύνθετο δείκτη φορολογικής ανταγωνιστικότητας (ITCI), ο οποίος εξετάζει πάνω από 40 μεταβλητές φορολογικής πολιτικής. Η Ελλάδα παρέμεινε σταθερά στην 29η θέση, αν και η επίδοσή της σε απόλυτους όρους βελτιώθηκε κατά 2,5 ποσοστιαίες μονάδες εξαιτίας μειώσεων στους συντελεστές φορολόγησης των εταιριών και των μερισμάτων. Αντίθετα, χαμηλές επιδόσεις καταγράφονται στη φορολόγηση της κατανάλωσης και της ακίνητης περιουσίας.
- Ο οργανισμός **Heritage Foundation** καταρτίζει το σύνθετο δείκτη οικονομικής ελευθερίας (Heritage Economic Freedom), όπου η Ελλάδα κατατάχθηκε 100ή μεταξύ 180 χωρών αναβαθμιζόμενη κατά 6 θέσεις, κυρίως λόγω της βελτίωσης στον τομέα της ακεραιότητας της κυβέρνησης.
- Το **Ινστιτούτο Frazer** καταρτίζει το σύνθετο δείκτη οικονομικής ελευθερίας (Frazer Economic Freedom), αποτελούμενο από πέντε κατηγορίες (μέγεθος της κυβέρνησης και φορολογία, ιδιωτική περιουσία και κράτος δικαίου, αξιοπιστία του νομίσματος, ρυθμιστικό πλαίσιο στις συναλλαγές εμπορίου και δασμών, ρυθμιστικό πλαίσιο επιχειρήσεων, αγορών εργασίας και κεφαλαίων), όπου αξιολογούνται κυβερνητικές πολιτικές. Βελτιωμένη είναι η κατάταξη της Ελλάδος (92η από 102η θέση) στην τελευταία έκθεση του 2020.
- Ο οργανισμός **Transparency International** καταρτίζει το σύνθετο δείκτη αντίληψης της διαφθοράς (CPI) εξετάζοντας συμπεριφορές διαφθοράς στο δημόσιο τομέα (δωροδοκία, εκτροπή δημόσιων πόρων, χρήση δημόσιου αξιώματος για ιδιωτικό όφελος, νεποτισμός στη δημόσια διοίκηση, επιρροή ομάδων συμφερόντων στη λειτουργία του κράτους), όπου η Ελλάδα το 2020 κατατάχθηκε 59η μεταξύ 180 χωρών, μία θέση υψηλότερα από ό,τι στην έκθεση του προηγούμενου έτους. Ωστόσο, από το 2012 καταγράφει τη μεγαλύτερη σωρευτική ανέλιξη (κατά 14 θέσεις). Οι χώρες με καλή επίδοση στο δείκτη αυτό επενδύουν περισσότερο στις υπηρεσίες υγείας και είναι λιγότερο πιθανό να παραβιάσουν δημοκρατικούς κανόνες.
- Το **Ινστιτούτο Legatum** καταρτίζει το σύνθετο δείκτη ευημερίας (Legatum Prosperity), συνθέτοντας δώδεκα κατηγορίες (ασφάλεια και προστασία, προσωπική ελευθερία, διακυβέρνηση, κοινωνικό κεφάλαιο, επενδυτικό περιβάλλον, συνθήκες επιχειρείν, πρόσβαση στις αγορές και υποδομές, ποιότητα στην οικονομία, συνθήκες διαβίωσης, υγεία, παιδεία, φυσικό περιβάλλον), στον οποίο η θέση της Ελλάδος αναβαθμίστηκε κατά μία θέση (από 42η σε 41η) σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα στοιχεία του 2020.

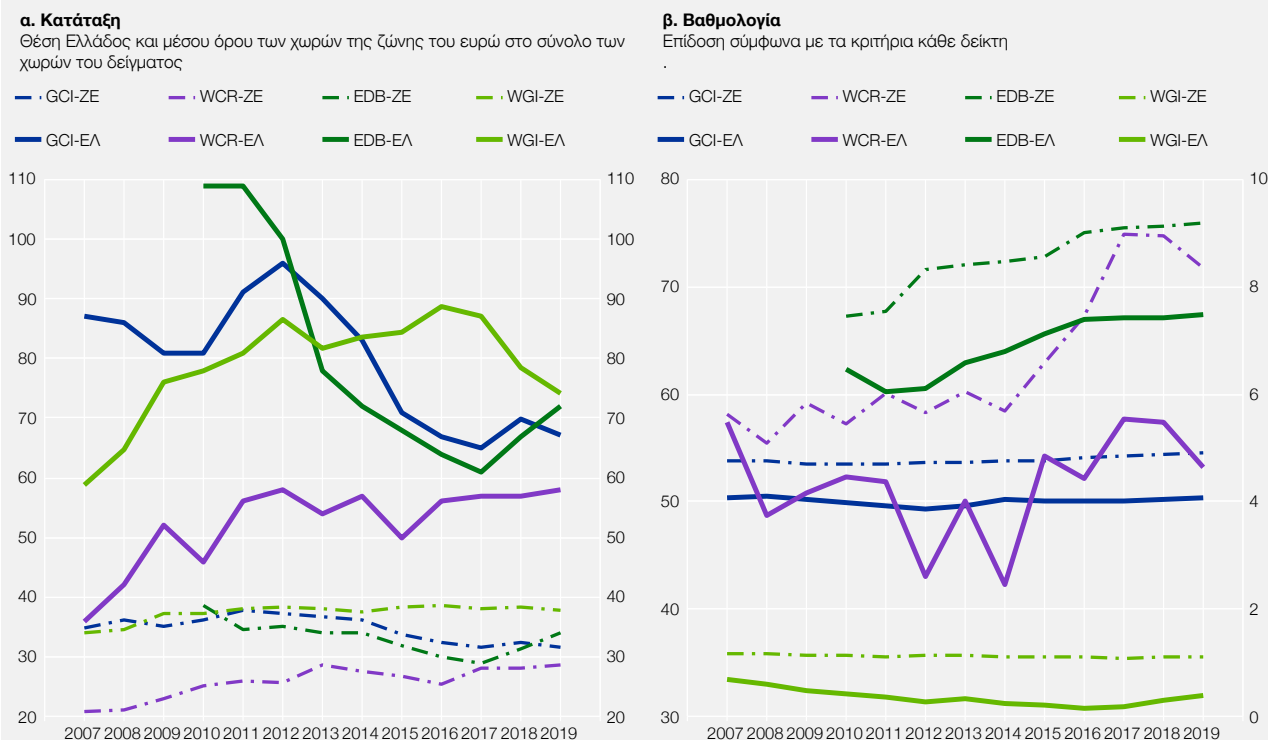
β. Σύγκριση με το μέσο όρο των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ

Διαχρονικά, η κατάταξη της Ελλάδος υπολείπεται στους κυριότερους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας σε σχέση με τις χώρες της ζώνης του ευρώ, καθώς χαμηλότερη (υψηλότερη) τιμή αντιστοιχεί σε καλύτερη (χειρότερη) κατάταξη (βλ. Διάγραμμα Αα). Μάλιστα, ενώ οι δείκτες για τις χώρες της ζώνης του ευρώ κατά μέσο όρο δεν εμφανίζουν έντονη διακύμανση, στην περίπτωση της Ελλάδος παρουσίασαν σημαντική επιδείνωση κατά την περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης και σταδιακή επανάκαμψη στη συνέχεια. Οι χώρες της ζώνης του ευρώ έχουν, όπως αναμενόταν, υψηλότερη βαθμολογία από την Ελλάδα, καθώς υψηλότερη (χαμηλότερη) τιμή καταδεικνύει καλύτερη (χειρότερη) βαθμολογία (βλ. Διάγραμμα Αβ). Στο Διάγραμμα Β εμφανίζεται η θέση της Ελλάδος στους κυριότερους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας με βάση την κατάταξη και τη βαθμολογία της σε σχέση με το μέσο όρο των χωρών της ζώνης του ευρώ, καθώς και η απόστασή της από τη χώρα με τη μέγιστη ή ελάχιστη τιμή. Με εξαίρεση τους δείκτες διακυβέρνησης, η κατάταξη της Ελλάδος είναι χαμηλότερη από το μέσο όρο των χωρών της ζώνης του ευρώ, ενώ σε αρκετούς δείκτες η χώρα κατατάσσεται μεταξύ των τελευταίων στη ζώνη του ευρώ, παρά την πρόοδο που έχει επιτευχθεί τα τελευταία χρόνια. Η διαφορά μεταξύ κατάταξης και βαθμολογίας φανερώνει τη μεγαλύτερη ταχύτητα στην πραγματοποίηση μεταρρυθμίσεων σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ.

Συσχέτιση της εξέλιξης των εξαγωγών της Ελλάδος και των χωρών της ζώνης του ευρώ με τους κυριότερους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας – Εμπειρική ανάλυση με χρήση διαστρωματικών και χρονολογικών δεδομένων (πάνελ)

Σκοπός της ανάλυσης που ακολουθεί είναι να διερευνηθεί η επίδραση των κυριότερων δεικτών διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας στις εξαγωγές και να ερμηνευθεί η επίδραση του καθενός. Η διερεύνηση της ύπαρξης σχέσης μεταξύ των εξαγωγών (αγαθών και υπηρεσιών) και της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας προσεγγίστηκε με την

Διάγραμμα Α Εξέλιξη των κυριότερων δεικτών διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας για την Ελλάδα και το μέσο όρο των χωρών της ζώνης του ευρώ με βάση την κατάταξη και τη βαθμολογία τους (2007-2019)



Πηγές: World Economic Forum - The Global Competitiveness Report, Institute for Management Development - The World Competitiveness Ranking, IFC-World Bank Group - Ease of Doing Business, The World Bank - The World Governance Indicators.
Σημείωση: GCI: διεθνής δείκτης ανταγωνιστικότητας, WCR: δείκτης διεθνούς κατάταξης της ανταγωνιστικότητας, EDB: δείκτης ευχέρειας του επιχειρείν, WGI: δείκτες διεθνούς διακυβέρνησης.

εκτίμηση εννέα εξισώσεων (όσοι και οι δείκτες που εξετάζονται).¹ Η εμπειρική εκτίμηση αφορά τις 19 χώρες της ζώνης του ευρώ και την περίοδο 2007-2019. Παράλληλα, εκτιμήθηκαν χωριστά εξισώσεις του ίδιου τύπου για την Ελλάδα για λόγους σύγκρισης, προκειμένου να διερευνηθούν οι διαφορές στη σχέση εξαγωγών-ανταγωνιστικότητας μεταξύ της Ελλάδας και των χωρών της ζώνης του ευρώ.

Στην εμπειρική ανάλυση υιοθετείται η μέθοδος εκτίμησης που συνδυάζει διαστρωματικά στοιχεία και χρονολογικές σειρές (πάνελ). Η συναρτησιακή μορφή είναι λογαριθμική, με αποτέλεσμα οι συντελεστές που λαμβάνονται από την εκτίμηση να αποτελούν ελαστικότητες. Ένα γενικό συμπέρασμα είναι ότι η βελτίωση της κατάταξης των χωρών σύμφωνα με τους σύνθετους δείκτες ανταγωνιστικότητας έχει ευνοϊκή επίδραση στις εξαγωγές.² Το Διάγραμμα Γ παρουσιάζει ταξινομημένους τους εκτιμημένους συντελεστές διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας σύμφωνα με την κατάταξη (τμήμα α του διαγράμματος) και σύμφωνα με τη βαθμολογία (τμήμα β του διαγράμματος) για τη ζώνη του ευρώ και για την Ελλάδα. Διαπιστώνεται ότι η επίδραση είναι ανελαστική, καθώς στην πλειονότητά τους οι εκτιμώμενοι συντελεστές είναι μικρότεροι της μονάδας. Αναλυτικότερα, μια δεδομένη ποσοστιαία βελτίωση στους

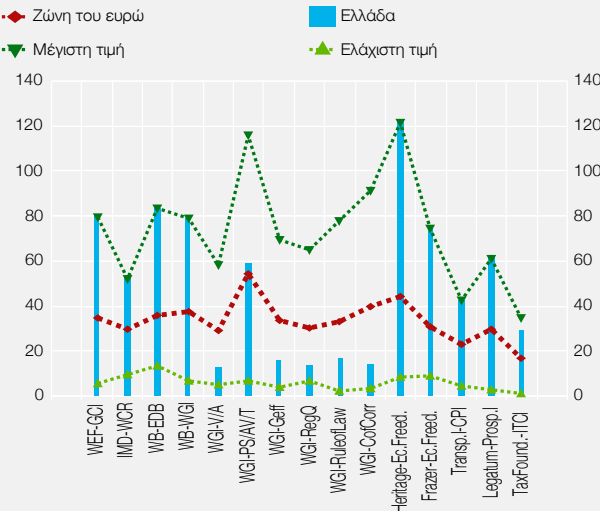
1 Στις εξισώσεις η εξαρτημένη μεταβλητή είναι ο όγκος των εξαγωγών και οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι η εξωτερική ζήτηση και ο εκάστοτε δείκτης διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας. Στο πλαίσιο παρουσιάζονται μόνο οι εκτιμημένοι συντελεστές των δεικτών ανταγωνιστικότητας (βλ. Διάγραμμα Γ), καθώς για τους σκοπούς του παρόντος πλαισίου η ανάλυση εστιάζει στη δική τους επίδραση στις εξαγωγές.

2 Όταν η κατάταξη γίνεται σύμφωνα με τη βαθμολογία (score) το πρόσημο του δείκτη είναι θετικό – υψηλότερη βαθμολογία, περισσότερες εξαγωγές – ενώ όταν η κατάταξη γίνεται σύμφωνα με τη θέση (κατάταξη) το πρόσημο είναι αρνητικό – μεγαλύτερη απόσταση από την πρώτη θέση, λιγότερες εξαγωγές. Εξαίρεση αποτελούν οι δείκτες “ευχέρειας του επιχειρείν” (WB-EDB) και έναρξης επιχειρηματικής δραστηριότητας (WB-SB), καθώς η βαθμολογία ορίζεται ως η απόσταση από την καλύτερη και όσο μεγαλύτερη είναι η θέση, τόσο ευνοείται η επιχειρηματικότητα, με αποτέλεσμα να αντιστρέφονται τα πρόσημα για τους συντελεστές βαθμολογίας και κατάταξης.

Διάγραμμα Β Η θέση της Ελλάδος στους κυριότερους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας με βάση την κατάταξη και τη βαθμολογία σε σχέση με το μέσο όρο των χωρών της ζώνης του ευρώ και η απόστασή της από τη χώρα με τη μέγιστη ή ελάχιστη τιμή (μέσος όρος 2007-2019)

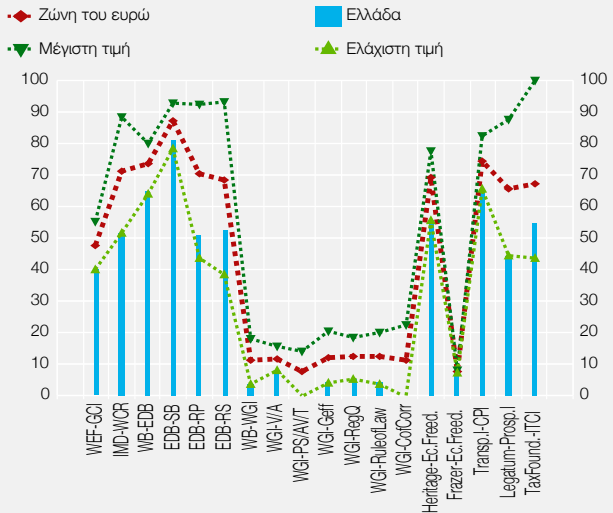
α. Κατάταξη

Θέση Ελλάδος και μέσο όρο των χωρών της ζώνης του ευρώ στο σύνολο των χωρών του δείγματος



β. Βαθμολογία

Επίδοση σύμφωνα με τα κριτήρια κάθε δείκτη



Πηγές: World Economic Forum - The Global Competitiveness Report, Institute for Management Development - The World Competitiveness Ranking, IFC-World Bank Group - Ease of Doing Business, The World Bank - The World Governance Indicators, Heritage Foundation - Index of Economic Freedom, Frazer Institute - Economic Freedom of the World, Transparency International - Corruption Perception Index, The Legatum Institute - Prosperity Index, Tax Foundation - International Tax Competitiveness Index.

Σημείωση: WEF-GCI: διεθνής δείκτης ανταγωνιστικότητας, IMD-WCR: δείκτης διεθνούς κατάταξης της ανταγωνιστικότητας, WB-EDB: δείκτης ευχέρειας του επιχειρείν, WB-WGI: δείκτης διεθνούς διακυβέρνησης, WGI-V/A: εκπροσώπηση και λογοδοσία, WGI-PS/AV/T: πολιτική σταθερότητα και απουσία βίας/τρομοκρατίας, WGI-Geff: αποτελεσματικότητα δημόσιου τομέα, WGI-RegQ: ποιότητα θεσμών, WGI-RuleofLaw: κράτος δικαίου, WGI-CorCorr: έλεγχος της διαφθοράς, Heritage-Ec.Freed.: δείκτης οικονομικής ελευθερίας του Heritage Foundation, Frazer-Ec.Freed.: δείκτης οικονομικής ελευθερίας του Ινστιτούτου Frazer, Transp.-CPI: δείκτης αντίληψης της διαφθοράς, Legatum-Propsp.I: δείκτης οικονομικής ευημερίας, TaxFound.-ITCI: δείκτης διεθνούς φορολογικής ανταγωνιστικότητας.

Δείκτες βαθμολογίας ή κατάταξης έχει ως αποτέλεσμα, με λίγες εξαιρέσεις, την ποσοστιαία μικρότερη ενίσχυση των εξαγωγών (συνολικά στη ζώνη του ευρώ, αλλά και στην Ελλάδα). Πιο συγκεκριμένα, η κατά μέσο όρο 1% βελτίωση στους δείκτες που εξετάζονται και για τις 19 χώρες της ζώνης του ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο προκαλεί ενίσχυση των εξαγωγών κατά 0,8%. Η ανταπόκριση δηλαδή των εξαγωγών στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας είναι μικρότερη από την αρχική βελτίωση του δείκτη διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας. Για την Ελλάδα μεμονωμένα, η ανταπόκριση των εξαγωγών είναι κατά μέσο όρο στο σύνολο των δεικτών περίπου ισόποση με την αρχική βελτίωση στους δείκτες.³ Από τη σύγκριση των συντελεστών του πάνελ, για τις 19 χώρες της ζώνης του ευρώ και εκείνων που υπολογίζονται για την Ελλάδα, όπως παρουσιάζεται στο Διάγραμμα Γ, φαίνεται ότι εκείνοι που αντιστοιχούν στην Ελλάδα είναι μεγαλύτεροι σε απόλυτο μέγεθος και για τις εννέα περιπτώσεις δεικτών που εξετάζονται. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι, λόγω της χαμηλής θέσης της Ελλάδος, η όποια βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας έχει μεγαλύτερη οριακή επίδραση στις εξαγωγές της σε σχέση με τις εξαγωγές των χωρών της ζώνης του ευρώ, των οποίων η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα βρίσκεται ήδη σε υψηλό επίπεδο. Τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν ότι η βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας συνδέεται με την ανάπτυξη και την εξωστρέφεια για τις χώρες της ζώνης του ευρώ και κατά μείζονα λόγο για την Ελλάδα. Επίσης, αφενός επιβεβαιώνουν τη θετική συμβολή των μεταρρυθμίσεων στην Ελλάδα και αφετέρου διευκολύνουν τη διαμόρφωση προτάσεων εθνικής στρατηγικής για περαιτέρω συνέχιση της καινοτομίας και της ανάπτυξης.

Συμπεράσματα – Προτάσεις πολιτικής

Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, αν και παραμένει χαμηλή, έχει καταγράψει βελτίωση. Ωστόσο, η ταχύτητα υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων υπολείπεται εκείνης άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ,

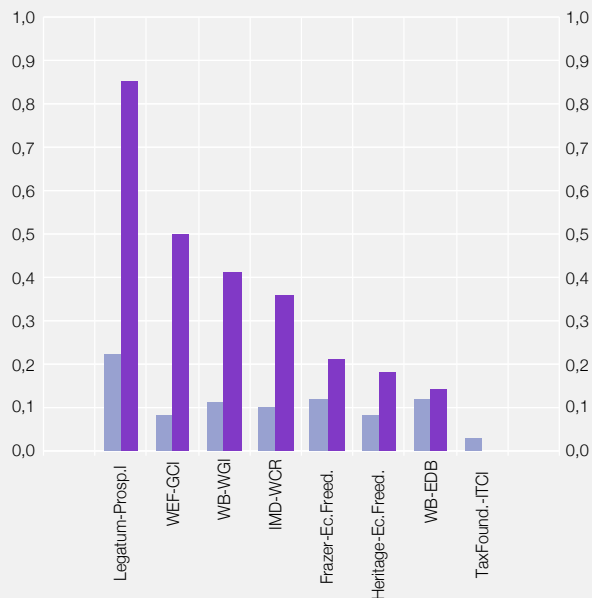
3 Το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει την ιδιαίτερη σημασία που έχει για την εξωστρέφεια της Ελλάδος η βελτίωση των παραγόντων τους οποίους εξετάζουν οι δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, αποτυπώνοντας βελτιώσεις στο επιχειρηματικό περιβάλλον και τη λειτουργία των θεσμών.

Διάγραμμα Γ Συντελεστές επίδρασης καθενός από τους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας στον όγκο εξαγωγών των χωρών της ζώνης του ευρώ και της Ελλάδος, 2007-2019

α. Κατάταξη

Συντελεστής επίδρασης

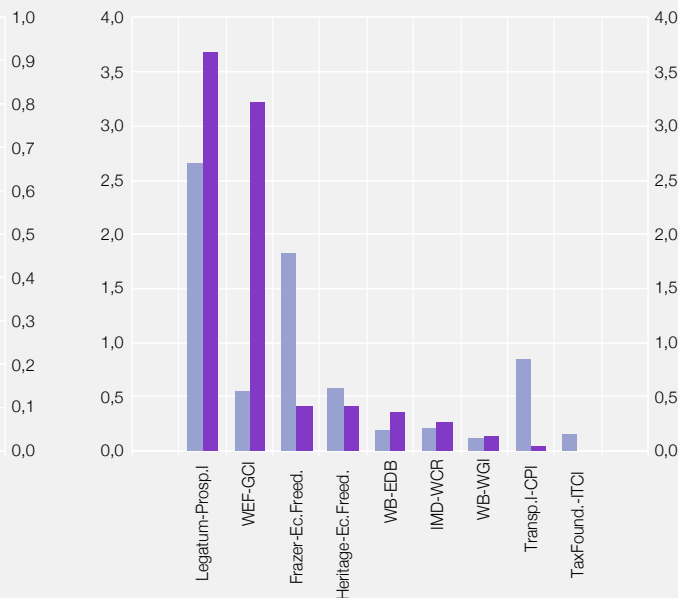
■ Ζώνη του ευρώ ■ Ελλάδα



β. Βαθμολογία

Συντελεστής επίδρασης

■ Ζώνη του ευρώ ■ Ελλάδα



Πηγές: The Legatum Institute - Prosperity Index, World Economic Forum - The Global Competitiveness Report, The World Bank - The World Governance Indicators, Institute for Management Development - The World Competitiveness Ranking, Frazer Institute - Economic Freedom of the World, Heritage Foundation - Index of Economic Freedom, IFC-World Bank Group - Ease of Doing Business, Tax Foundation - International Tax Competitiveness Index, Transparency International - Corruption Perception Index.

Σημείωση: Legatum-Prosp.I: δείκτης οικονομικής ευημερίας, WEF-GCI: διεθνής δείκτης ανταγωνιστικότητας, WB-WGI: δείκτης διεθνούς διακυβέρνησης, IMD-WCR: δείκτης διεθνούς κατάταξης της ανταγωνιστικότητας, Frazer-Ec.Freed.: δείκτης οικονομικής ελευθερίας του Ινστιτούτου Frazer, Heritage-Ec.Freed.: δείκτης οικονομικής ελευθερίας του Heritage Foundation, WB-EDB: δείκτης ευχέρειας του επιχειρείν, TaxFound.-ITCI: δείκτης διεθνούς φορολογικής ανταγωνιστικότητας, Transp.I-CPI: δείκτης αντίληψης της διαφθοράς.

με αποτέλεσμα η όποια βελτίωση να μην επιτρέπει την ανέλιξη της θέσης της Ελλάδος σε σχέση με ανταγωνίστριες χώρες. Ιδιαίτερα κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης, η συγκριτική θέση της Ελλάδος υποχώρησε σε πολλές διεθνείς κατατάξεις. Πολλές από τις δυσκολίες που αποτρέπουν επιχειρηματικές-επενδυτικές αποφάσεις παρέμειναν και μετά την κρίση, και αφορούν κυρίως τη φορολογία, το μη μισθολογικό κόστος εργασίας, το κόστος ενέργειας, το κόστος χρηματοδότησης και το θεσμικό πλαίσιο.

Από τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων προκύπτει ότι οι εξαγωγές ανταποκρίνονται στους κυριότερους σύνθετους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας για τις χώρες της ζώνης του ευρώ συνολικά. Ειδικότερα για την Ελλάδα, η αντίστοιχη εξάρτηση των εξαγωγών είναι υψηλότερη, γεγονός που επιβεβαιώνει τη βελτίωση της ανταγωνιστικής της θέσης και συνδέεται με την προώθηση των εξαγωγών και την αυξανόμενη εξωστρέφεια της οικονομίας. Η αξιοποίηση των διαθέσιμων πόρων από την ΕΕ μέσω του Next Generation EU αποτελεί μία σημαντική ευκαιρία που δεν πρέπει να μείνει ανεκμετάλλευτη. Αποτέλεσμα θα είναι η επιτάχυνση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, η οποία θα αποτυπωθεί και στους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας με θετικό αντίκτυπο στις εξαγωγές, την υποκατάσταση των εισαγωγών, τη συμμετοχή της χώρας στις διεθνείς αλυσίδες αξίας και την επακόλουθη ενίσχυση των επενδύσεων και την ανάπτυξη της χώρας.

V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Το 2021 ξεκίνησε με αυξημένη αβεβαιότητα σχετικά με την εξέλιξη της πανδημίας και την παράταση των επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων που ήταν απαραίτητα για να αντισταθμιστούν οι αρνητικές επιδράσεις της υγειονομικής κρίσης. Ως εκ τούτου, συνεχίστηκε η επιβάρυνση του δημοσιονομικού αποτελέσματος και του δημόσιου χρέους που είχε καταγραφεί το 2020. Η έκτακτη δημοσιονομική παρέμβαση διευκολύνθηκε από τη συντονισμένη δράση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, η οποία συνέβαλε ώστε το κόστος δανεισμού να παραμείνει σε ιστορικούς χαμηλά επίπεδα, αλλά και από τη διατήρηση και το 2021 της αναστολής των δημοσιονομικών κανόνων σε επίπεδο ΕΕ. Εν όψει του υψηλού λόγου χρέους προς ΑΕΠ και των αυξημένων χρηματοδοτικών αναγκών την επόμενη περίοδο, θα πρέπει να ενταθούν οι προσπάθειες για γρήγορη και αξιόπιστη αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας.

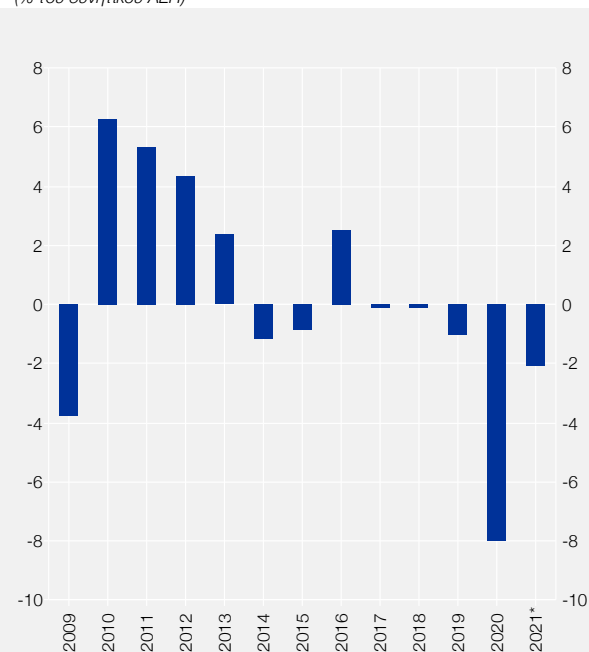
1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Το 2021 η δημοσιονομική πολιτική αναμένεται να παραμείνει επεκτατική (βλ. Διάγραμμα V.1), εξαιτίας της ανάγκης παράτασης των μέτρων στήριξης, καθώς τα επιδημιολογικά δεδομένα επιδεινώθηκαν το πρώτο διάστημα του έτους. Όπως και το 2020, η συντονισμένη δράση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) για την ενίσχυση της ρευστότητας, την παροχή της μέγιστης δυνατής δημοσιονομικής ευελιξίας στα κράτη-μέλη και την ενεργοποίηση νέων χρηματοδοτικών εργαλείων συνέβαλε στη διατήρηση του κόστους δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου σε χαμηλά επίπεδα. Ως εκ τούτου, το 2021 αντλήθηκαν κεφάλαια από τις διεθνείς αγορές με συνεχώς μειούμενα επιτόκια, επιτρέποντας την ομαλή χρηματοδότηση των επεκτατικών μέτρων και τη διατήρηση του ταμειακού αποθέματος σε υψηλά επίπεδα.

Τους πρώτους μήνες του 2021 το τρίτο κύμα της πανδημίας κατέστησε αναγκαία τη συνέχιση του αυστηρού περιορισμού δραστηριοτήτων και οδήγησε στην παράταση των δημοσιονομικών μέτρων που είχαν ληφθεί το 2020 και στη λήψη νέων. Η δημοσιονομική πολιτική, όπως περιγράφηκε στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2021, συμπληρώθηκε με πρόσθετες επεκτατικές παρεμβάσεις, που αναμένεται να επιβαρύνουν το δημοσιονομικό αποτέλεσμα και το δημόσιο χρέος. Όπως εξάλλου περιγράφεται στο Πρόγραμμα Σταθερότητας 2021, το δημο-

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 Ευρωσυστήματος. Δεν περιλαμβάνονται η στήριξη προς το χρηματοπιστωτικό τομέα και τα έσοδα από NGEU.

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 14.6.2021.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)

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

Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

* Εκτίμηση Τράπεζας της Ελλάδος.

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

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

σιονομικό έλλειμμα αναμένεται να παραμείνει υψηλό και το 2021, ενώ η αποκλιμάκωση του χρέους επιβραδύνεται.

Η διαδικασία απόσυρσης της κρατικής στήριξης, μεγάλο μέρος της οποίας προστατεύει τις υφιστάμενες θέσεις απασχόλησης, θα πρέπει να συνδυαστεί με τη σταδιακή επιστροφή σε θετικούς και ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης, ώστε να μετριαστεί ο κίνδυνος μαζικών πτωχεύσεων επιχειρήσεων σε κλάδους που επλήγησαν περισσότερο από την πανδημική κρίση και να διευκολυνθεί ο αναπροσανατολισμός των επιχειρηματικών κεφαλαίων και της απασχόλησης προς δραστηριότητες με καλύτερες προοπτικές, προκειμένου να είναι ομαλή η μετάβαση στη νέα οικονομική πραγματικότητα. Ωστόσο, η δημοσιονομική επέκταση θα πρέπει να είναι προσωρινού χαρακτήρα και καταλλήλως στοχευμένη, 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 τίθεται σε κίνδυνο, παρά το γεγονός ότι μεσοπρόθεσμα 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.

Την επαύριο της πανδημίας, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει και πάλι να εστιάσει στη σταδιακή μείωση των ελλειμμάτων και την αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας, μέσω της άρσης των έκτακτων μέτρων και της επίτευξης υψηλών ρυθμών ανάπτυξης. Καθοριστικά προς το σκοπό αυτό δύνανται να συμβάλουν η ενίσχυση των επενδύσεων σε δημόσιες υποδομές και των παραγωγικών δαπανών, η μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης, καθώς και η ταχύτερη υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Η αποτελεσματική και έγκαιρη αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης Next Generation EU (NGEU) κρίνεται αποφασιστικής σημασίας για την επίτευξη αυτών των στόχων.

2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2021

Σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων 2017-2020 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) τον Απρίλιο του 2021, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2020 διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 6,7% του ΑΕΠ. Το αποτέλεσμα έχει επιβαρυνθεί από ποσό ύψους 1,8 δισεκ. ευρώ (ή 1,1% του ΑΕΠ) που αφορά καταπτώσεις εγγυήσεων παρελθόντων ετών, οι οποίες καταγράφηκαν εξ ολοκλήρου στο αποτέλεσμα του 2020, χωρίς όμως να επηρεάσουν το χρέος το 2020. Σε βάθος πέντε ετών θα προσμετρούνται στο δημόσιο χρέος

σταδιακά οι αντίστοιχες ταμειακές καταβολές.² Το δημόσιο χρέος το 2020 διαμορφώθηκε σε 205,6% του ΑΕΠ.

Όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας,³ το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2020 εκτιμάται σε έλλειμμα ύψους 7,5% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα V.1). Η μεγάλη επιδείνωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος το 2020 επηρεάστηκε, όπως άλλωστε ήταν αναμενόμενο, από την ευρεία δημοσιονομική στήριξη της ιδιωτικής οικονομίας. Ειδικότερα, το 2020 υιοθετήθηκαν στοχευμένες δημοσιονομικές παρεμβάσεις ύψους 17,4 δισεκ. ευρώ (ή 10,5% του ΑΕΠ).

Οι παρεμβάσεις κατευθύνθηκαν ως επί το πλείστον στην παροχή ρευστότητας προς τις πληττόμενες επιχειρήσεις μέσω ενισχύσεων, με τη μορφή της επιστρεπτέας προκαταβολής, και στη διαφύλαξη της απασχόλησης, μέσω αποζημιώσεων ειδικού σκοπού για μισθωτούς και αυτοαπασχολούμενους και της κάλυψης των ασφαλιστικών τους εισφορών. Βασική προϋπόθεση για την ένταξη των επιχειρήσεων στα παραπάνω μέτρα ήταν η διατήρηση των υφιστάμενων θέσεων απασχόλησης για ορισμένο διάστημα. Άλλα δημοσιονομικά μέτρα σχετίζονταν κυρίως με μείωση της προκαταβολής φόρου επιχειρήσεων, την αναστολή φορολογικών και ασφαλιστικών υποχρεώσεων εργαζομένων και επιχειρήσεων, καθώς και την παροχή κρατικών εγγυήσεων για τη χορήγηση επιχειρηματικών δανείων. Τέλος, μέρος των παρεμβάσεων αφορούσε φορολογικές διευκολύνσεις, μέσω της αναστολής πληρωμής ΦΠΑ, τη μείωση των έμμεσων φόρων με τη μετάταξη ορισμένων προϊόντων στο μειωμένο συντελεστή ΦΠΑ, την επέκταση των επιδομάτων ανεργίας, τις επιδοτήσεις τόκων δανείων πρώτης κατοικίας και τη στήριξη του εθνικού συστήματος υγείας.⁴

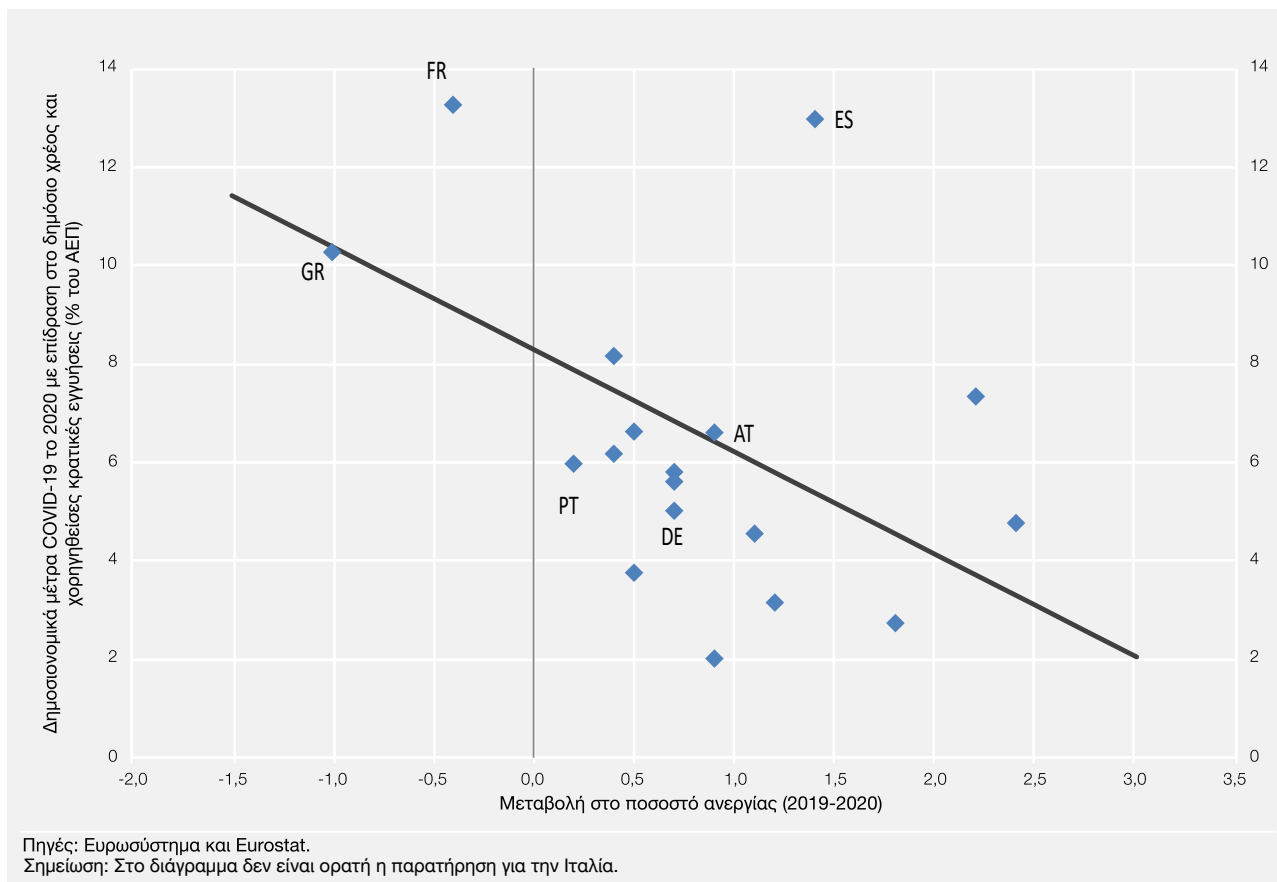
Λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της ελληνικής οικονομίας, της εξάρτησης από τον τουρισμό και τις συνδεδεμένες υπηρεσίες, η Ελλάδα αναγκάστηκε να υιοθετήσει ευρεία δέσμη δημοσιονομικών παρεμβάσεων, ώστε να περιοριστούν, κατά το δυνατόν, οι υφιστάμενες επιπτώσεις της πανδημίας. Αποτέλεσμα ήταν να εμφανίσει τη μεγαλύτερη επιδείνωση στον προϋπολογισμό της το 2020, μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης. Παρά τη μεγάλη δημοσιονομική επιβάρυνση, σε όρους κυκλικά διορθωμένου ελλείμματος, η Ελλάδα κατατάσσεται 8η μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, χάρη στο δημοσιονομικό χώρο που είχε δημιουργηθεί την περίοδο πριν από την πανδημία, λόγω των σημαντικών δημοσιονομικών πλεονασμάτων. Με τον τρόπο αυτό καθίσταται ευκολότερη η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας μετά τη σταδιακή απόσυρση των έκτακτων μέτρων. Όπως περιγράφεται στο Πρόγραμμα Σταθερότητας 2021, το δημοσιονομικό έλλειμμα αναμένεται να μειωθεί κάτω από το όριο του 3% του ΑΕΠ το 2022, χαμηλότερα από τον μέσο όρο των χωρών της ευρωζώνης, ενώ το 2023 η Ελλάδα προβλέπεται να επιστρέψει στους δημοσιονομικούς στόχους που είχαν συμφωνηθεί πριν από την πανδημική κρίση, οι οποίοι εγγυώνται τη μεσοπρόθεσμη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Λαμβάνοντας υπόψη τόσο τα μέτρα που επιβάρυναν το έλλειμμα όσο και αυτά που καταγράφηκαν απευθείας στο δημόσιο χρέος καθώς και τις εγγυήσεις που δόθηκαν, η Ελλάδα ήταν η 4η μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης ως προς το συνολικό ύψος των δημοσιονομικών παρεμβάσεων το 2020. Περίπου το ήμισυ των παρεμβάσεων στόχευσε στην προστασία των θέσεων απασχόλησης, με σκοπό τον περιορισμό των απωλειών του διαθέσιμου εισοδήματος των εργαζομένων και τη διευκόλυνση της ανάκαμψης της αγοράς εργασίας. Η διαφύλαξη των θέσεων εργασίας επιτρέπει στις επιχειρήσεις να επαναλειτουργήσουν άμεσα, εξαλείφοντας το κόστος της διακο-

2 Το ποσό των 1,8 δισεκ. ευρώ έχει προγραμματιστεί να εξοφληθεί σταδιακά από το Ελληνικό Δημόσιο στις εμπορικές τράπεζες την περίοδο 2020-24. Εντούτοις, αποφασίστηκε να καταγραφεί εξ ολοκλήρου στο εθνολογιστικό αποτέλεσμα το 2020, οπότε και αναγνωρίστηκε η ανάληψη της υποχρέωσης από το Ελληνικό Δημόσιο. Το δημόσιο χρέος επηρεάζεται μόνο από το ποσό που καταβάλλεται ταμειακά κάθε έτος.

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

4 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2020*, Απρίλιος 2021, Κεφάλαιο V (Διάγραμμα V.2).

Διάγραμμα V.2 Δημοσιονομικά μέτρα για την αντιμετώπιση της πανδημίας COVID-19 ως ποσοστό του ΑΕΠ και μεταβολή του ποσοστού ανεργίας



πής της εργασιακής σχέσης μεταξύ εργοδότη και εργαζομένου. Η πολιτική αυτή είχε σημαντική συμβολή στη συγκράτηση της ανεργίας, σε μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι στις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης⁵ (βλ. Διάγραμμα V.2).

Το τρίτο κύμα της πανδημίας στην αρχή του 2021 κατέστησε αναγκαία την παράταση των αυστηρών περιοριστικών μέτρων σε τοπικό και εθνικό επίπεδο. Η ελληνική κυβέρνηση διατήρησε κατά το πρώτο εξάμηνο του 2021 μεγάλο μέρος των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης που είχε λάβει το 2020. Επιπλέον υιοθέτησε νέες παρεμβάσεις με κατάλληλη στόχευση για την περίοδο μετά την άρση των περιοριστικών μέτρων, αναθεωρώντας τον προϋπολογισμό του έτους. Το συνολικό ύψος των παρεμβάσεων το 2021 διευρύνθηκε σε 15,4 δισεκ. ευρώ (ή 8,9% του ΑΕΠ), έναντι αρχικής πρόβλεψης για 7,3 δισεκ. ευρώ (ή 4,3% του ΑΕΠ) στον Προϋπολογισμό. Ως εκ τούτου, η δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ότι θα εξακολουθήσει να είναι επεκτατική και το 2021 (βλ. Διάγραμμα V.1), μικρότερης όμως έντασης σε σύγκριση με το 2020, καθώς προσδοκείται ότι με την πρόοδο των εμβολιασμών και την άρση των περιορισμών η οικονομία συνολικά θα επαναλειτουργήσει πλήρως εντός του 2021.

Η δημοσιονομική επέκταση επηρέασε, όπως άλλωστε ήταν αναμενόμενο, τη δημοσιονομική θέση της Ελλάδος τόσο από την πλευρά των εσόδων όσο και από την πλευρά των δαπανών. Ως εκ τούτου, οι αρχικές προβλέψεις του Προϋπολογισμού για το 2021 αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω το Μάρτιο του 2021, στο πλαίσιο του Προγράμματος Σταθερότητας 2021 που κατατέ-

5 Βλ. <https://voxeu.org/article/how-protect-jobs-during-covid-19-lessons-greece>.

θηκε στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Ειδικότερα, στο Πρόγραμμα Σταθερότητας 2021 εκτιμάται ότι το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης θα διαμορφωθεί σε έλλειμμα ύψους 7,2% του ΑΕΠ για το 2021 (έναντι αρχικής πρόβλεψης για έλλειμμα ύψους 3,8%). Το δημόσιο χρέος προβλέπεται να μειωθεί ελαφρά σε 204,8% του ΑΕΠ το 2021 (έναντι αρχικής πρόβλεψης για χρέος ύψους 184,7%) από 205,6% του ΑΕΠ το 2020, λόγω της προβλεπόμενης αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 3,8%. Παράλληλα, σύμφωνα με τις εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,⁶ το πρωτογενές έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται το 2021 να διαμορφωθεί σε 7,3% του ΑΕΠ, ενώ σύμφωνα με την αναθεωρημένη πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2021 (υπολογιζόμενο με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας) αναμένεται να διαμορφωθεί σε έλλειμμα περίπου 7,1% του ΑΕΠ.

Το πρώτο τετράμηνο του 2021 ενισχύθηκε η εμπιστοσύνη των διεθνών αγορών στο αξιόχρεο της χώρας, που είχε ήδη καλλιεργηθεί από το 2020, παρά την αυξημένη διεθνή αβεβαιότητα. Οι κύριοι παράγοντες που ενίσχυσαν την εμπιστοσύνη και συνετέλεσαν στη διατήρηση του κόστους δανεισμού σε χαμηλά επίπεδα είναι η συμπερίληψη των ελληνικών ομολόγων στο έκτακτο λόγω πανδημίας πρόγραμμα αγοράς τίτλων (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) της ΕΚΤ, η προοπτική άντλησης κεφαλαίων για επενδύσεις και μεταρρυθμίσεις στο πλαίσιο του NGEU, η ευρεία αναγνώριση των θετικών προοπτικών της ελληνικής οικονομίας και τα ιδιαίτερως ευνοϊκά χαρακτηριστικά του ελληνικού δημόσιου χρέους.

Ειδικότερα, η συμπερίληψη των ελληνικών ομολόγων στο PEPP συνέβαλε καθοριστικά στην αποκλιμάκωση των αποδόσεων. Σύμφωνα με σχετική ανάλυση που έγινε για 11 χώρες της ευρωζώνης, στη διάρκεια του 2020, τα προγράμματα αγοράς τίτλων εκτιμάται ότι συνέβαλαν στη μείωση των αποδόσεων των 10ετών τίτλων κατά μέσο όρο κατά 76 μ.β., υπεραντισταθμίζοντας τις αυξητικές επιδράσεις που ασκήθηκαν κυρίως από το δημόσιο χρέος, με τη μεγαλύτερη ωφέλεια να εκτιμάται για την Ελλάδα (βλ. Πλαίσιο V.1).

Οι παραπάνω παράγοντες συνετέλεσαν στη διατήρηση της προοπτικής αναβάθμισης της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος, επιβεβαιώνοντας την ενισχυμένη εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών στις αναπτυξιακές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Συγκεκριμένα, στις 23.1.2021, ο οίκος Fitch διατήρησε την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδος στη βαθμίδα 'BB', με σταθερές προοπτικές. Στις 19.3.2021, ο οίκος DBRS επιβεβαίωσε το αξιόχρεο της Ελλάδας στη βαθμίδα 'BB (low)' με σταθερή τάση, τονίζοντας ιδιαίτερα τη δημοσιονομική δυνατότητα της χώρας να αντιμετωπίσει τον αντίκτυπο της πανδημικής κρίσης, λόγω της δημοσιονομικής υπεραπόδοσης για σειρά ετών πριν το 2020, σε συνδυασμό με τα υψηλά ταμειακά διαθέσιμα. Στις 23.4.2021 ο οίκος Standard & Poor's αναβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα του Ελληνικού Δημοσίου κατά μία βαθμίδα (σε 'BB' από 'BB-'), βελτιώνοντας παράλληλα την προοπτική της χώρας από "σταθερή" σε "θετική". Αυτή η κίνηση αποτέλεσε ηχηρό μήνυμα ενισχυόμενης εμπιστοσύνης στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, μειώνοντας περαιτέρω την απόσταση που χωρίζει την πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας από την επενδυτική βαθμίδα.

Οι εξελίξεις αυτές επέτρεψαν στο Ελληνικό Δημόσιο να έχει αδιάλειπτη παρουσία στις αγορές ως τακτικός εκδότης κρατικών τίτλων. Ειδικότερα, στις 27 Ιανουαρίου 2021 ο ΟΔΔΗΧ προχώρησε στην έκδοση νέου 10ετούς ομολόγου, αντλώντας 3,5 δισεκ. ευρώ με ιστορικά χαμηλή απόδοση 0,807%. Επιπλέον, στο πλαίσιο της επίτευξης των διαχειριστικών στόχων του χαρτοφυλακίου δημόσιου χρέους, τον Ιανουάριο του 2021 ο ΟΔΔΗΧ ολοκλήρωσε τις πράξεις επαναγοράς (buy back) και επανέκδοσης (re-opening) υφιστάμενων ομολογιακών εκδόσεων του Ελληνικού Δημοσίου με τις ελληνικές συστημικές τράπεζες, που είχε ξεκινήσει το 2020. Οι εν λόγω συναλλαγές αφενός ενίσχυσαν τα ταμειακά διαθέσιμα του Ελληνικού Δημοσίου κατά 2 δισεκ. ευρώ και αφετέρου συνέβαλαν στην περαιτέρω βελτίωση των δεικτών βιωσιμότητας του

6 Βλ. European Commission, *European Economic Forecast*, Spring 2021, May 2021.

χρέους, τόσο αναφορικά με το λόγο του χρέους προς το ΑΕΠ όσο και με το λόγο των ετήσιων ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών προς το ΑΕΠ.

Στις 17.3.2021 ο ΟΔΔΗΧ προχώρησε στην έκδοση νέου 30ετούς ομολόγου, από την οποία άντλησε 2,5 δισεκ. ευρώ με απόδοση 1,956%, καταγράφοντας εντυπωσιακή ζήτηση από πλευράς θεσμικών επενδυτών. Η έκδοση ομολόγου τόσο μεγάλης διάρκειας αποτελεί ορόσημο, αφενός επειδή συμπληρώνεται η καμπύλη αποδόσεων των ελληνικών τίτλων και αφετέρου επειδή επιβεβαιώνεται η εμπιστοσύνη των αγορών στις μακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.

Στις 18.3.2021 ολοκληρώθηκε η δεύτερη πρόωρη αποπληρωμή δανείων του ΔΝΤ ύψους 3,35 δισεκ. ευρώ, μετά την αντίστοιχη πρόωρη αποπληρωμή το Νοέμβριο του 2019. Η κίνηση αυτή 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.

Στις 4.5.2021 ο ΟΔΔΗΧ προχώρησε στην έκδοση νέου 5ετούς ομολόγου, από την οποία άντλησε 3 δισεκ. ευρώ με απόδοση 0,172%, τη χαμηλότερη απόδοση που έχει επιτευχθεί σε κοινοπρακτική έκδοση, ανεξαρτήτως διάρκειας. Τέλος, στις 9.6.2021 ο ΟΔΔΗΧ προχώρησε στην επανέκδοση του 10ετούς ομολόγου του Ιανουαρίου, από την οποία άντλησε 2,5 δισεκ. ευρώ με απόδοση 0,888%.

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 2021, καθώς και μέσω πράξεων διαχείρισης ταμειακής ρευστότητας υπό τη μορφή συμφωνιών επαναγοράς (repos), που συνάπτονται κυρίως με τους φορείς τις γενικής κυβέρνησης για την αξιοποίηση των διαθέσιμων τους.

Επιπλέον, τα ταμειακά διαθέσιμα ενισχύθηκαν από την εκταμίευση 3,3 δισεκ. ευρώ από το πρόγραμμα SURE της ΕΕ το Φεβρουάριο και το Μάιο, την επιστροφή των επιλέξιμων κερδών από τα ομόλογα που διακρατεί η Τράπεζα της Ελλάδος στο χαρτοφυλάκιο ANFA και SMP ύψους 162,7 εκατ. ευρώ τον Απρίλιο και από έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους 227,6 εκατ. ευρώ, που αφορούν κυρίως δικαιώματα χρήσης ραδιοσυχνοτήτων το Φεβρουάριο.

Η επικράτηση ευνοϊκών συνθηκών στις διεθνείς αγορές επέτρεψε την ομαλή χρηματοδότηση του ταμειακού ελλείμματος και το 2021, με παράλληλη διατήρηση των ταμειακών διαθεσίμων σε ικανοποιητικό επίπεδο. Στο τέλος του α' τριμήνου του 2021 τα ταμειακά διαθέσιμα του Ελληνικού Δημοσίου είχαν διαμορφωθεί σε περίπου 18,5 δισεκ. ευρώ (από 18 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2020). Αξίζει να σημειωθεί ότι το μεγάλο ύψος των ταμειακών διαθεσίμων περιορίζει σημαντικά τον κίνδυνο αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους.

Πλαίσιο V.1

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣ ΤΙΤΛΩΝ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΣΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΚΡΑΤΙΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ ΠΑΝΔΗΜΙΑΣ COVID-19

Τα προγράμματα αγοράς τίτλων του Ευρωσυστήματος (Asset Purchase Programme, APP) αποτελούν μέρος μιας ευρύτερης δέσμης μη συμβατικών μέτρων διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής, η οποία άρχισε να τίθεται σε εφαρμογή στα μέσα του 2014 από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), ως αντίδραση στις επικρατούσες συνθήκες χαμηλού πληθωρισμού και ασθενικού ρυθμού ανάπτυξης. Εντάσσονται στο πλαίσιο των μέτρων ποσοτικής χαλάρωσης που υιοθετήθηκαν παράλληλα με την επικράτηση ιστορικά χαμηλών επιτοκίων διεθνώς μετά

τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση και έχουν χρησιμοποιηθεί και από άλλες κεντρικές τράπεζες, όπως η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, η Τράπεζα της Αγγλίας και η Τράπεζα της Ιαπωνίας. Τα προγράμματα αυτά αφορούν αγορές κρατικών και ιδιωτικών τίτλων¹ και στοχεύουν στην ενίσχυση της ρευστότητας στην οικονομία, προκειμένου να διευκολυνθεί η επίτευξη του στόχου της ΕΚΤ για πληθωρισμό λίγο κάτω από 2%. Καθώς η Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης απαγορεύει τη νομισματική χρηματοδότηση, η απόκτηση κρατικών ομολόγων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο της αποστολής του είναι δυνατή μόνο μέσω της δευτερογενούς αγοράς και με την τήρηση συγκεκριμένων κανόνων και περιορισμών.² Η ΕΚΤ έχει ανακοινώσει ότι οι αγορές τίτλων θα διατηρηθούν για όσο διάστημα κριθεί απαραίτητο προκειμένου να ενισχυθεί η διευκολυντική επίδραση της επιτοκιακής της πολιτικής και ότι θα τερματιστούν λίγο πριν ξεκινήσουν να αυξάνονται τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ.³

Το Μάρτιο του 2020 τα προγράμματα αγοράς τίτλων του Ευρωσυστήματος διευρύνθηκαν με ένα έκτακτο πρόγραμμα για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της πανδημίας COVID-19 (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP). Το PEPP αφορά κρατικούς τίτλους και τίτλους του ιδιωτικού τομέα και είχε αρχικό ύψος 750 δισεκ. ευρώ, το οποίο αυξήθηκε κατά 600 δισεκ. ευρώ τον Ιούνιο του 2020 και κατά επιπλέον 500 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2020, φθάνοντας συνολικά στο ποσό των 1.850 δισεκ. ευρώ.⁴ Επίσης, το πρόγραμμα επιτρέπει τη συμπερίληψη και των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, οι οποίοι δεν είναι επιλέξιμοι στο πλαίσιο του APP.⁵ Η ΕΚΤ έχει ανακοινώσει ότι οι αγορές στο πλαίσιο του PEPP θα τερματιστούν όταν κρίνει ότι έχει παρέλθει η πανδημική κρίση και οπωσδήποτε όχι πριν το τέλος Μαρτίου 2022.⁶

Το παρόν πλαίσιο διερευνά την επίδραση του APP της ΕΚΤ στις αποδόσεις των 10ετών κρατικών τίτλων ένδεκα χωρών της ζώνης του ευρώ.⁷ Με δεδομένο τον προσωρινό χαρακτήρα του APP, η ποσοτικοποίηση των επιδράσεων του στο κόστος δανεισμού των κρατών-μελών είναι σημαντική, προκειμένου να εκτιμηθούν οι πιθανές συνέπειες του τερματισμού του.

Μέθοδος εμπειρικής διερεύνησης

Η εμπειρική ανάλυση βασίζεται στην εφαρμογή μεθόδων χρονικά μεταβαλλόμενων συντελεστών (time-varying coefficient model) που της επιτρέπουν να επικεντρωθεί στην περίοδο μεταξύ Ιανουαρίου και Δεκεμβρίου 2020, η οποία καλύπτει την εκδήλωση της πανδημίας COVID-19 και την έναρξη του PEPP.⁸ Χρησιμοποιούνται μηνιαία δεδομένα που καλύπτουν την περίοδο Σεπτεμβρίου 2004-Δεκεμβρίου 2020.

Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις των 10ετών κρατικών τίτλων εκτιμώνται ως χρονομεταβλητή συνάρτηση των εξής ερμηνευτικών μεταβλητών: του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου μηδενικού κινδύνου (risk-free rate, το οποίο μετρείται από το ημερήσιο επιτόκιο EONIA), της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων (η οποία μετρείται από τη διαφορά ανάμεσα στις αποδόσεις 10ετών και ετήσιων κρατικών τίτλων της ευρωζώνης με πιστοληπτική διαβάθμιση AAA), του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ, του ποσοστού ανεργίας, των επισφαλειών από τη διεθνή αβεβαιότητα (η οποία μετρείται από το φυσικό λογάριθμο του δείκτη VIX),⁹ ενός δείκτη της ρευστότητας (που υπολογίζεται ως το δημόσιο χρέος κάθε χώρας προς το συνολικό χρέος της ευρωζώνης), της συνολικής αξίας των τίτλων που διακρατούνται στις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος για σκοπούς νομισματικής πολιτικής (APP) και της μέσης πιστοληπτικής διαβάθμισης από τους οίκους Moody's, Fitch and S&P.

1 Στις αγορές ιδιωτικών τίτλων περιλαμβάνονται οι καλυμμένες ομολογίες, τα εταιρικά ομόλογα και τα ομόλογα τιτλοποιήσεων.
2 Άρθρο 18.1.

3 Δελτίο τύπου “Αποφάσεις νομισματικής πολιτικής”, ΕΚΤ, 12 Σεπτεμβρίου 2019.

4 Περισσότερες πληροφορίες βλ. Τράπεζα της Ελλάδος (2021), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2020*, Κεφάλαιο III.

5 Στο πλαίσιο του APP δεν είναι επιλέξιμοι κρατικοί τίτλοι χωρών χωρίς επενδυτική βαθμίδα που βρίσκονται εκτός προγράμματος ESM.

6 Δελτίο τύπου “Αποφάσεις νομισματικής πολιτικής”, ΕΚΤ, 10 Δεκεμβρίου 2020.

7 Βέλγιο, Γερμανία, Ιρλανδία, Ελλάδα, Ισπανία, Γαλλία, Ιταλία, Ολλανδία, Αυστρία, Πορτογαλία και Φινλανδία.

8 Για περισσότερες πληροφορίες βλ. Hondroyannis, G. and D. Papaioannidou (2021), “The effect of Eurosystem asset purchase programmes on euro area sovereign bond yields during the COVID-19 pandemic”, Bank of Greece, Working Paper forthcoming.

9 Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index.

Κατά κανόνα αναμένονται θετικές επιδράσεις στις αποδόσεις των 10ετών τίτλων από αυξήσεις στο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο, στην κλίση της καμπύλης αποδόσεων, στο λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ και στην ανεργία, ενώ αρνητική επίδραση αναμένεται από μια αύξηση της ρευστότητας, του χαρτοφυλακίου APP και της πιστοληπτικής διαβάθμισης. Η επίδραση από μια αύξηση της διεθνούς αβεβαιότητας μπορεί να είναι είτε θετική είτε αρνητική, με την αρνητική να υποδηλώνει καθεστώς ασφαλούς καταφυγίου (safe haven) για συγκεκριμένους κρατικούς τίτλους.¹⁰ Σε αντίθεση με υποδείγματα σταθερών συντελεστών, όπου η ευαισθησία των αποδόσεων των κρατικών τίτλων στις επεξηγηματικές μεταβλητές δεν μεταβάλλεται στο χρόνο, η παρούσα εμπειρική ανάλυση επιτρέπει τη διάκριση μεταξύ επιδράσεων που οφείλονται αφενός σε μεταβολές των επεξηγηματικών μεταβλητών και αφετέρου σε μεταβολές της σημασίας που αποδίδουν οι αγορές την εκάστοτε χρονική στιγμή στις επεξηγηματικές μεταβλητές (market perception of risk).

Αποτελέσματα της εμπειρικής διερεύνησης

Το Διάγραμμα Α παραθέτει την εκτιμώμενη συμβολή των επιμέρους προσδιοριστικών παραγόντων στη μεταβολή των αποδόσεων κατά το 12μηνο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2020. Οι μεταβολές των αποδόσεων αποδίδονται με στίγματα και δηλώνουν ότι στη διάρκεια του 2020 υπήρξε αποκλιμάκωση σε όλες τις χώρες, με τη μεγαλύτερη μείωση των αποδόσεων, κατά περίπου 80 μ.β., να καταγράφεται στην περίπτωση της Ιταλίας και της Ελλάδος. Οι αυξητικές επιδράσεις, που ασκήθηκαν κυρίως από το δημόσιο χρέος, υπεραντισταθμίστηκαν κατά το μεγαλύτερο βαθμό από τη μειωτική επίδραση των προγραμμάτων αγοράς τίτλων στις αποδόσεις, με τη μεγαλύτερη ωφέλεια να εκτιμάται για την Ελλάδα. Στη διάρκεια του 2020 τα προγράμματα αγοράς τίτλων συνέβαλαν κατά μέσο όρο στη μείωση των αποδόσεων κατά 76 μ.β. Το Δεκέμβριο του 2020 η επίδραση ανά μονάδα αξίας αγορών τίτλων¹¹ κυμάνθηκε από 34 μ.β. στη Γερμανία έως 159 μ.β. στην Ελλάδα. Οι εντονότερα μειωτικές επιδράσεις του APP εντοπίζονται στις χώρες της περιφέρειας και εκτιμάται ότι είναι αντιστρόφως ανάλογες προς την πιστοληπτική διαβάθμιση.¹² Εντούτοις, οι εντονότερα μειωτικές οριακές επιδράσεις του APP τείνουν διαχρονικά να φθίνουν ως απόλυτο μέγεθος. Επιπλέον, οι αυξητικές επιδράσεις του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ κατά τη διάρκεια του 2020 προέρχονται όχι τόσο από αυξήσεις στο ίδιο το χρέος, αλλά κυρίως από την αυξημένη αποτίμηση του πιστωτικού κινδύνου από τις αγορές. Ως προς αυτό το τελευταίο, εκτιμάται ότι οι αγορές προχώρησαν σε μερική διόρθωση της αποτίμησης του εν λόγω κινδύνου τον Ιούνιο και στο υπόλοιπο έτος, μετά την ανακοίνωση της διεύρυνσης του PEPP. Τέλος, επιβεβαιώνεται η διαφορετική επίδραση της διεθνούς αβεβαιότητας μεταξύ χωρών της ζώνης του ευρώ. Οι μεγάλες αυξήσεις της διεθνούς αβεβαιότητας το Φεβρουάριο και κυρίως το Μάρτιο επέδρασαν έντονα αυξητικά στις αποδόσεις των χωρών της περιφέρειας, ενώ αντιθέτως η επίδραση υπήρξε μειωτική στις χώρες του πυρήνα. Η επίδραση εκτιμάται ότι είναι αντιστρόφως ανάλογη προς την πιστοληπτική διαβάθμιση.¹³

Συμπεράσματα

Τα παραπάνω ευρήματα καταδεικνύουν τη μειωτική επίδραση του προγράμματος αγοράς τίτλων στις αποδόσεις των ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Συνεπώς, μια απότομη μείωση του μεγέθους των προγραμμάτων αγοράς τίτλων μετά τη λήξη της πανδημίας θα οδηγούσε, *ceteris paribus*, σε σημαντικές αυξήσεις στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, κυρίως στις χώρες της περιφέρειας. Επιπλέον επιβεβαιώνεται η σημασία της συνεχιζόμενης προσπάθειας στη βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών της ελληνικής οικονομίας, καθώς μπορεί να λειτουργήσει ως

10 Οι D'Agostino, A. and M. Ehrmann (2014) παρατηρούν καθεστώς ασφαλούς καταφυγίου στην περίπτωση της Γερμανίας, χρησιμοποιώντας ένα χρονομεταβλητό υπόδειγμα στοχαστικής μεταβλητότητας για τις διαφορές αποδόσεων (spreads) των 10ετών τίτλων στις χώρες της G7, με τους χρονομεταβλητούς συντελεστές να ακολουθούν τυχαίο βηματισμό χωρίς σταθερό όρο (driftless random walk). Βλ. D'Agostino, A. and M. Ehrmann (2014). "The pricing of G7 sovereign bond spreads – The times, they are a-changin", *Journal of Banking and Finance*, 47, 155-176.

11 Η μονάδα μέτρησης της μεταβλητής APP είναι τα τρισεκ. ευρώ.

12 Τα ευρήματα συνάδουν με τα αποτελέσματα που παραθέτουν σε πρόσφατη μελέτη ανάλυσης γεγονότων (event study analysis) βάσει ημερήσιων δεδομένων οι Fengel and Neugebauer (2020), "Country-specific euro area government bond yield reactions to ECB's non-standard monetary policy announcements", *German Economic Review*, 21(4), 417-474.

13 Στατιστικά σημαντική συνάρτηση της αποτίμησης κινδύνου από την πιστοληπτική διαβάθμιση παραθέτουν και οι μελέτες Georgoutsos, D. A. and P. M. Migiakis (2018), "Risk perceptions and fundamental effects on sovereign spreads", Bank of Greece Working Paper no. 250, και Malliaropoulos, D. and P. M. Migiakis (2018), "Quantitative easing and sovereign bond yields: a global perspective", Bank of Greece Working Paper no. 253.

Προσδιοριστικοί παράγοντες της μεταβολής των αποδόσεων των δεκαετών κρατικών τίτλων μεταξύ Ιανουαρίου και Δεκεμβρίου 2020

(συμβολές σε εκατοντάδες μονάδες βάσης)



Πηγή: Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Τα κατάλοιπα της εκτίμησης είναι πολύ μικρά σε μέγεθος και δεν είναι ορατά στο διάγραμμα.

μέσον ανάσχεσης των αυξητικών πιέσεων που θα ασκηθούν στο κόστος δανεισμού κατά τη διαδικασία επαναφοράς του πληθωρισμού λίγο κάτω από 2% και της αλλαγής της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Μια μόνιμη αύξηση του δυνητικού ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, μέσα από την αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων του NGEU, θα μπορούσε να ενισχύσει τόσο την αποκλιμάκωση της ανεργίας όσο και τη μακροπρόθεσμη μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Επιπλέον, η ισχυροποίηση των θεμελιωδών μεγεθών της οικονομίας μπορεί να οδηγήσει σε περαιτέρω βελτίωση του αξιόχρεου του Ελληνικού Δημοσίου, το οποίο εκτιμάται ότι αμβλύνει την αντίληψη των αγορών για την έκθεση της χώρας σε διεθνείς αναταράξεις.

3 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Το Φεβρουάριο του 2021 δημοσιεύθηκε η 9η έκθεση ενισχυμένης εποπτείας από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η οποία κατέληξε στη διαπίστωση ότι, αν και η Ελλάδα είχε πραγματοποιήσει επαρκή πρόοδο στην προώθηση ορισμένων μεταρρυθμίσεων, η συνολική μεταρρυθμιστική προσπάθεια σημείωσε επιβράδυνση, η οποία όμως οφειλόταν στις ιδιαίτερες συνθήκες λόγω της πανδημίας. Με βάση την έκθεση, στο Eurogroup της 15ης Μαρτίου 2021 επισφραγίστηκε η επιτυχής ολοκλήρωση της 9ης αξιολόγησης για την Ελλάδα. Παράλληλα συμφωνήθηκαν ως προτεραιότητες η διατήρηση ορισμένων μέτρων στήριξης και το 2022 και η ταχεία εκταμίευση των πόρων του NGEU, με βάση συγκεκριμένα μεταρρυθμιστικά ορόσημα και επενδυτικά σχέδια, προκειμένου να εδραιωθεί η ανάκαμψη.

Κατά τους πρώτους μήνες του 2021 θεσμοθετήθηκαν νέες δημοσιονομικές παρεμβάσεις επιπλέον αυτών του Προϋπολογισμού του 2021. Οι κύριοι άξονές τους αφορούσαν την παράταση της ισχύος και τη διεύρυνση ορισμένων μέτρων στήριξης εργοδοτών και εργαζομένων που είχαν ήδη ληφθεί το 2020, τη στήριξη των επιχειρήσεων κατά την επανεκκίνησή τους και την παροχή φορολογικών ελαφρύνσεων και διευκολύνσεων από το 2021 και εξής. Ειδικότερα οι

παρατάσεις αφορούν μεταξύ άλλων: (α) τις επαγγελματικές μισθώσεις, με απαλλαγή κατά 40% έως 100% του μισθώματος μέχρι τον Ιούνιο του 2021 και τη στήριξη των εκμισθωτών, (β) τα μέτρα στήριξης εργαζομένων και εργοδοτών καταλυμάτων δωδεκάμηνης λειτουργίας που εμφανίζουν σημαντική μείωση του κύκλου εργασιών έως τον Ιούνιο του 2021, (γ) το πρόγραμμα “ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ” έως τον Ιούνιο του 2021, καθώς και την αντίστοιχη κάλυψη από τον κρατικό προϋπολογισμό των ασφαλιστικών εισφορών των εργοδοτών διαφόρων κλάδων, (δ) τις αναστολές συμβάσεων εργασίας με κρατική αποζημίωση μέχρι τον Ιούνιο του 2021, (ε) τις αναστολές πληρωμών των φορολογικών και ασφαλιστικών εισφορών στις οποίες είχε δοθεί παράταση πληρωμής μέχρι τις 30.4.2021 έως τις 31.12.2021, με δυνατότητα υπαγωγής τους σε ρύθμιση τμηματικής καταβολής σε 24 έως 48 δόσεις, (στ) την αναστολή της καταβολής των δόσεων ρυθμισμένων φορολογικών και ασφαλιστικών οφειλών πληρωτέων την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2021 για τις πληττόμενες επιχειρήσεις και για τους εργαζομένους των οποίων η σύμβαση εργασίας τέθηκε σε αναστολή, (ζ) την οικονομική στήριξη των καλλιτεχνών έως τον Απρίλιο του 2021, (η) την παράταση των επιδομάτων ανεργίας που έληξαν το πρώτο τετράμηνο του 2021, (θ) την εφαρμογή των υπερμειωμένων συντελεστών ΦΠΑ για μέσα ατομικής προστασίας και υγιεινής και των μειωμένων συντελεστών ΦΠΑ για συγκεκριμένα αγαθά και υπηρεσίες (μεταφορές, καφές, μη αλκοολούχα ποτά, εισιτήρια κινηματογράφων) πέραν της 30.4.2021 έως την 31.12.2021 και (ι) την αποζημίωση ειδικού σκοπού για τους πληττόμενους ναυτικούς έως τον Απρίλιο του 2021.

Επιπλέον, βελτιώθηκαν οι όροι του μέτρου της επιστρεπτέας προκαταβολής ως εξής: (α) για τους κύκλους 1 έως 3 ορίστηκε απαλλαγή μέρους έως και 50% της ενίσχυσης που είχε δοθεί (όπως είχε ισχύσει στους κύκλους 4 έως 6), βάσει κριτηρίων για τις απώλειες τζίρου που υπέστησαν οι επιχειρήσεις εντός του 2020, (β) διευρύνθηκαν οι περίοδοι αποπληρωμής όλων των κύκλων (από 40 σε 60 δόσεις) και (γ) δόθηκε η δυνατότητα εφάπαξ επιστροφής του ποσού με έκπτωση 15%. Τον Απρίλιο του 2021 εφαρμόστηκε έβδομος κύκλος με βάση την πτώση τζίρου των επιχειρήσεων κατά το α΄ τρίμηνο του 2021 και με ποσοστό απαλλαγής 50%.

Παράλληλα, η μορφή και ο χαρακτήρας των νέων μέτρων σταδιακά άλλαξε προς την κατεύθυνση της στήριξης των επιχειρήσεων κατά την επανεκκίνησή τους. Σε αυτό το πλαίσιο: (α) με τον ν. 4772/2021 του Φεβρουαρίου θεσπίστηκε προσωρινό μέτρο κρατικής ενίσχυσης επιχειρήσεων με τη μορφή της επιδότησης πάγιων δαπανών. Η επιδότηση αφορά τις πληττόμενες επιχειρήσεις που παρουσιάζουν σημαντική πτώση κύκλου εργασιών και καταγράφουν ζημίες παρά την ενίσχυση που έχουν ήδη λάβει και καλύπτει τις πάγιες δαπάνες της περιόδου Μαρτίου 2020-Ιουνίου 2021. Η ενίσχυση είναι ακατάσχετη, αφορολόγητη και δεν συμψηφίζεται με οποιαδήποτε οφειλή. (β) Με την υπ’ αριθ. 29013/2021 απόφαση του Μαρτίου θεσπίστηκε η ενίσχυση με το ποσό των 3.000 ευρώ των επιχειρήσεων που παρέμειναν κατ’ εξαίρεση σε αναστολή λειτουργίας κατά την περίοδο των Χριστουγέννων λόγω τοπικής ισχύος μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας. (γ) Τον ίδιο μήνα δόθηκε η δυνατότητα στις επιχειρήσεις που συμμετείχαν στους τρεις πρώτους κύκλους του μέτρου της επιστρεπτέας προκαταβολής να ανταλλάξουν την απαλλαγή του 50% που προβλέπεται με το 35% του συνολικού ποσού, ως επιχορήγηση που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πληρωμή μελλοντικών φορολογικών και ασφαλιστικών εισφορών. (δ) Τον Απρίλιο θεσπίστηκε η επιδότηση για την αγορά πρώτων υλών κατά τους πρώτους μήνες επανεκκίνησης της λειτουργίας των επιχειρήσεων εστίασης. (ε) Τέλος, τον Ιούνιο θεσπίστηκε η επιδότηση για την ενίσχυση της ρευστότητας των γυμναστηρίων και των επιχειρήσεων του τουρισμού κατά την επαναλειτουργία τους.

Επιπρόσθετα με τον ν. 4790/2021 του Απριλίου θεσπίστηκε νέο πρόγραμμα επιδότησης επιχειρηματικών δανείων, το “Γέφυρα 2”, για μεσαίες, μικρές και ατομικές επιχειρήσεις που έχουν πληγεί από την πανδημία και πληρούν συγκεκριμένα οικονομικά και περιουσιακά κριτήρια. Απευθύνεται τόσο σε επιχειρήσεις που έχουν εξυπηρετούμενες οφειλές όσο και σε επιχειρήσεις που δεν μπορούν να αντεπεξέλθουν στις δανειακές τους υποχρεώσεις. Το ύψος της επιδότησης κυμαίνεται από 60% έως 90% της μηνιαίας δόσης με διάρκεια οκτώ μηνών. Επίσης, με τον ν. 4797/2021 θεσπίστηκε η δυνατότητα χορήγησης ενίσχυσης με τη μορφή “αυξημένης αποζη-

μίσωσης ειδικού σκοπού” για τις επιχειρήσεις των κλάδων στους οποίους εφαρμόζονται περιοριστικά μέτρα κατά το μήνα Απρίλιο.

Τον Απρίλιο με τον ν. 4797/2021 θεσπίστηκαν νέες φορολογικές διευκολύνσεις των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, οι οποίες περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων: (α) τη δυνατότητα καταβολής του φόρου εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων το 2021 σε οκτώ ισόποσες μηνιαίες δόσεις, (β) την παροχή έκπτωσης 3% στα φυσικά πρόσωπα για εφάπαξ καταβολή του φόρου το 2021, (γ) τη δυνατότητα εμπρόθεσμης υποβολής της δήλωσης φυσικών και νομικών προσώπων μέχρι τις 27.8.2021 με την καταβολή των δύο πρώτων μηνιαίων δόσεων, (γ) τη δυνατότητα καταβολής του ΕΝΦΙΑ σε έξι ισόποσες μηνιαίες δόσεις, με πρώτη δόση το Σεπτέμβριο του 2021, (δ) την άρση της φορολόγησης βάσει των αντικειμενικών κριτηρίων διαβίωσης για όσους έχουν πληγεί από την πανδημία, (ε) τη μη επιβολή, στους πληττόμενους υπόχρεους και στους φορολογούμενους άνω των 60 ετών, της προσαύξησης φόρου που προκύπτει εάν το δηλωθέν ποσό με ηλεκτρονικές συναλλαγές είναι μικρότερο του 30% του πραγματικού εισοδήματος και (στ) τη μείωση του προστίμου στο ήμισυ για υπόχρεους που δεν εμπίπτουν στην ανωτέρω περίπτωση και κάλυψαν μόνο το 20% αντί του 30% του εισοδήματος.

Τέλος, συνεχίστηκε η φορολογική μεταρρύθμιση που είχε ξεκινήσει το 2019 και είχε επιβραδυνθεί το 2020 λόγω πανδημίας. Ειδικότερα, με τον ν. 4799/2021 προβλέφθηκαν: (α) η μείωση από το 2021, σε μόνιμη βάση, της προκαταβολής φόρου από το 100% στο 55% για όλα τα φυσικά πρόσωπα που ασκούν επιχειρηματική δραστηριότητα, (β) η μείωση της προκαταβολής φόρου για τα νομικά πρόσωπα από το 100% στο 70% για το 2021 και στο 80% από το 2022 και εφεξής, (γ) η μείωση, σε μόνιμη βάση, από το 2022 (φορολογικό έτος 2021) του συντελεστή φόρου των νομικών προσώπων, από το 24% στο 22% και (δ) η επέκταση της αναστολής της ειδικής εισφοράς αλληλεγγύης στον ιδιωτικό τομέα και το 2022. Επιπλέον ανακοινώθηκε η επέκταση της μείωσης κατά τρεις ποσοστιαίες μονάδες των ασφαλιστικών εισφορών των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα και το 2022.

Το Μάιο του 2021 δημοσιεύθηκε η έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ageing Report 2021, η οποία περιλαμβάνει προβολές για τη συνταξιοδοτική δαπάνη στις χώρες της ΕΕ κατά την περίοδο 2019-70. Οι προβολές βασίζονται σε αυτές του πληθυσμού της Eurostat του 2019 (EU-ROPOP2019), καθώς και στις μακροοικονομικές υποθέσεις της έκθεσης όπως διαμορφώθηκαν το Νοέμβριο του 2020. Για την Ελλάδα, για την οποία λαμβάνεται υπόψη το νομοθετικό έργο έως τον Ιούλιο του 2020, τα αποτελέσματα της ανάλυσης υποδηλώνουν μείωση στη συνταξιοδοτική δαπάνη ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά 3,8 ποσοστιαίες μονάδες την περίοδο 2019-70 (από 15,7% του ΑΕΠ το 2019, σε 11,9% του ΑΕΠ το 2070). Πρόκειται για την υψηλότερη πτώση μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ, η οποία οδηγεί τη συνταξιοδοτική δαπάνη ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ελλάδα σε επίπεδα αντίστοιχα με το μέσο όρο της ΕΕ μετά το 2050. Από την ανάλυση προκύπτει ότι οι μεταρρυθμίσεις που έλαβαν χώρα τα τελευταία έτη διασφαλίζουν τη βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού συστήματος, παρά τις δυσμενείς δημογραφικές εξελίξεις.

Τέλος, τον Ιούνιο δημοσιεύθηκε η 10η έκθεση ενισχυμένης εποπτείας από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η οποία κατέληξε στη διαπίστωση ότι η Ελλάδα, παρά τις αντίξοες συνθήκες που δημιουργήθηκαν λόγω της πανδημίας, προέβη στις απαραίτητες ενέργειες για την τήρηση των μεταρρυθμιστικών της δεσμεύσεων καταγράφοντας πρόοδο σε διαρθρωτικές δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις και αναλαμβάνοντας ενέργειες για την αντιμετώπιση των καθυστερήσεων εξαιτίας της πανδημίας. Όσον αφορά τη βιωσιμότητα του χρέους, στο επικαιροποιημένο βασικό σενάριο της έκθεσης αναγνωρίζεται ότι, παρά τη βραχυπρόθεσμη επιδείνωση, ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ θα επανέλθει σε καθοδική τροχιά μετά το 2021. Η έκθεση αποτελεί τη βάση για την αποδέσμευση της πέμπτης δόσης στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους, ύψους 748 εκατ. ευρώ. Παράλληλα, παρατάθηκε η αναστολή των δημοσιονομικών κανόνων της ΕΕ και για το 2022 και επιβεβαιώθηκαν ως προτεραιότητες η διατήρηση ορισμένων μέτρων στήριξης το 2022 και η ταχεία εκταμίευση των πόρων του NGEU, με βάση συγκεκριμένα μεταρρυθμιστικά ορόσημα και επενδυτικά σχέδια, προκειμένου να εδραιωθεί η ανάκαμψη.

4 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Το πρώτο διάστημα του 2021 η αβεβαιότητα σχετικά με την εξέλιξη της πανδημίας και την πορεία των εμβολιασμών διεθνώς διατήρησαν την οικονομική αβεβαιότητα σε πολύ υψηλά επίπεδα. Κατά συνέπεια, κρίθηκε αναγκαία η συνέχιση της δημοσιονομικής στήριξης, με επιβάρυνση όμως του δημοσιονομικού αποτελέσματος και του δημόσιου χρέους και το 2021. Καθώς ένα σημαντικό μέρος των μέτρων συμβάλλει στη στήριξη της αγοράς εργασίας, η άρση τους θα πρέπει να είναι σταδιακή και να συνδυαστεί με την εδραίωση της ανάκαμψης στην οικονομία. Σε διαφορετική περίπτωση, υπάρχει ο κίνδυνος μεγάλης μείωσης των εισοδημάτων και αύξησης της εισοδηματικής ανισότητας και της ανεργίας, που θα επέφεραν σημαντικό πλήγμα στην κοινωνική συνοχή.

Επίσης έχει ιδιαίτερη σημασία η δημοσιονομική επέκταση να παραμείνει στοχευμένη και προσωρινή, προκειμένου να διαφυλαχθεί η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και να μη μετατραπεί η υγειονομική κρίση σε κρίση δημόσιου χρέους. Επιπλέον, το ταμειακό απόθεμα θα πρέπει να παραμείνει σε υψηλά επίπεδα, καθώς συμβάλλει στη διατήρηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και κατά συνέπεια στον περιορισμό του κόστους αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους, δεδομένου ότι οι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου υπολείπονται ακόμη της επενδυτικής βαθμίδας αξιολόγησης. Η επόμενη μέρα της υγειονομικής κρίσης πρέπει να συνδέεται με οικονομικές πολιτικές που ως κύριο μέλημά τους θα έχουν την οικονομική μεγέθυνση σε συνδυασμό με την αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας.

Το 2021 συνεχίστηκε η προσπάθεια μεταρρύθμισης του φορολογικού συστήματος που είχε ξεκινήσει το 2019, ενσωματώνοντας ρυθμίσεις που αποσκοπούν στη βαθμιαία ελάφρυνση της φορολογικής επιβάρυνσης εργαζομένων και επιχειρήσεων. Τα μέτρα αυτά όμως είναι απαραίτητο να συνδυαστούν με διαρθρωτικές παρεμβάσεις με κύριο στόχο τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης και την αύξηση της αποδοτικότητας των φόρων, ώστε να διευκολυνθεί η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας.

Στη διεύρυνση της φορολογικής βάσης έχει συμβάλει τα τελευταία χρόνια η ανάπτυξη των ηλεκτρονικών μέσων συναλλαγών (χρεωστικές/πιστωτικές κάρτες και διαδικτυακές πληρωμές). Η διενέργεια ηλεκτρονικών συναλλαγών βελτιώνει τη φορολογική συμμόρφωση, περιορίζει τη φοροδιαφυγή και την απώλεια φορολογικών εσόδων και ως εκ τούτου αυξάνει την αποδοτικότητα των φόρων,⁷ επιτρέποντας τη δικαιότερη κατανομή της επιβάρυνσης. Η δυναμική άνοδος των ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών στην Ελλάδα οφείλεται κατά κύριο λόγο σε δύο έκτακτα εξωτερικά γεγονότα: στην επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων το 2015 και στη λήψη μέτρων περιορισμού δραστηριοτήτων με φυσική παρουσία το 2020.⁸ Στον καιρό της πανδημίας, η συνέχιση της λειτουργίας ενός μεγάλου μέρους των κοινωνικών και οικονομικών δραστηριοτήτων με μεταφορά τους από το φυσικό κόσμο στον ψηφιακό, χρησιμοποιώντας σύγχρονες τεχνολογίες επικοινωνιών, επιτάχυνε και διέυρυνε τις συναλλαγές που διενεργούνται μέσω των ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών. Με την άρση των περιορισμών, η προσαρμογή καταναλωτών και επιχειρήσεων στη νέα πραγματικότητα, όπως εκδηλώνεται με τη ραγδαία αύξηση του ηλεκτρονικού εμπορίου, συμβάλλει στη μετάβαση ενός ολοένα αυξανόμενου μέρους της συναλλακτικής δραστηριότητας από φυσική σε ψηφιακή μορφή. Ως εκ τούτου, καθίσταται απαραίτητη η ενίσχυση των κινήτρων για τη μεγαλύτερη διείσδυση των ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών σε όλους τους κλάδους της επιχειρηματικής δραστηριότητας, κάτι που θα έχει σημαντικά οφέλη για την αποδοτικότητα των φόρων.

7 Για μια εμπειρική διερεύνηση της θετικής σχέσης μεταξύ της χρήσης καρτών και της αύξησης των εσόδων από ΦΠΑ, βλ. Hondroyannis, G. and D. Papaoikonomou (2017), "The effect of card payments on VAT revenues: new evidence from Greece", *Economics Letters*, 175, 17-20.

8 Παρά τη δυναμική άνοδο τα τελευταία χρόνια, η διείσδυση των καρτών στην Ελλάδα ως μέσου πληρωμών, όπως μετρείται από το λόγο της αξίας των συναλλαγών με κάρτα προς την ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη, παραμένει μικρότερη από το μέσο όρο της ΕΕ. Βλ. IOBE (2021), "Ηλεκτρονικές πληρωμές στην Ελλάδα: Πολιτικές και επιδράσεις στη χρήση καρτών, 2015-2020", Μάρτιος.

Καθώς η προώθηση της ανάπτυξης είναι παράγοντας καθοριστικής σημασίας για τη μείωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ, απαραίτητο είναι η τρέχουσα οικονομική πολιτική να συνδυαστεί με σημαντικές διαρθρωτικές πολιτικές που αποσκοπούν στον οικονομικό, θεσμικό και τεχνολογικό μετασχηματισμό της ελληνικής οικονομίας. Στο πλαίσιο αυτό εντάσσεται η ενίσχυση του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων, δεδομένου τόσο του υψηλού δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή όσο και του μεγάλου επενδυτικού κενού. Η ταχεία και αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU για την ανάπτυξη της ψηφιακής και της πράσινης οικονομίας αποτελεί μοναδική ευκαιρία για το σκοπό αυτό.⁹

Παράλληλα, η αξιόπιστη τήρηση των κανόνων του υπό διαμόρφωση νέου ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου αποτελεί προϋπόθεση για την εξασφάλιση της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών και της αδιάλειπτης παρουσίας της χώρας στις διεθνείς αγορές. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο έχει ήδη εμπνευστεί η ανάγκη αναμόρφωσης του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, ώστε να καταστεί απλούστερο, πιο ευέλικτο και ταυτοχρόνως να διασφαλίζει τη δημοσιονομική βιωσιμότητα.

Το νέο, μετά την πανδημία, πλαίσιο δημοσιονομικής διακυβέρνησης πρέπει, για να είναι αποτελεσματικότερο και ανθεκτικότερο, όχι μόνο να διορθώνει τις προϋπάρχουσες αρρυθμίες, αλλά και να είναι προσαρμοσμένο στη νέα δημοσιονομική πραγματικότητα. Με οδηγό την εμπειρία από τη διαχείριση τόσο της τρέχουσας πανδημικής κρίσης όσο και της κρίσης δημοσίου χρέους στην ευρωζώνη, οι συζητήσεις για την επανεξέταση των κανόνων εστιάζονται σε τρεις βασικούς άξονες: (α) την απλοποίησή τους, ώστε να γίνουν περισσότερο κατανοητοί, εύχρηστοι, ρεαλιστικοί και πολιτικά αποδεκτοί, (β) την αύξηση των παραγωγικών δημόσιων δαπανών και (γ) τη δημιουργία ενός μόνιμου μηχανισμού κεντρικής δημοσιονομικής ικανότητας για την αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση εξωγενών διαταραχών, τον καλύτερο συντονισμό των δημοσιονομικών πολιτικών μεταξύ των κρατών-μελών και την ταχύτερη σύγκλιση των οικονομιών.

5 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟ 2021

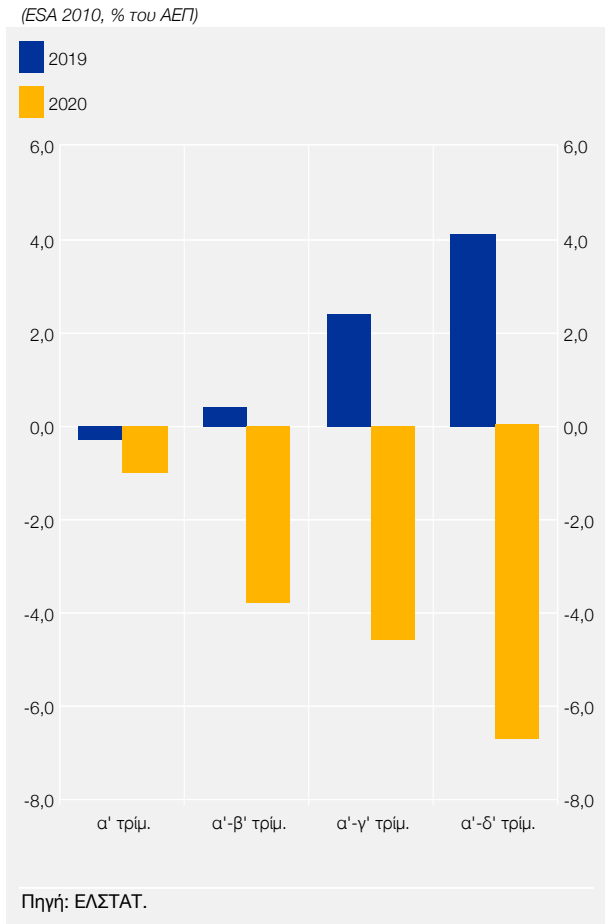
5.1 Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)

Σύμφωνα με τα εθνικολογιστικά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης για το 2020, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης παρουσίασε επιδείνωση κατά 10,9 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ έναντι του 2019 και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 6,7% του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα V.3). Η επιδείνωση προέκυψε ως το καθαρό αποτέλεσμα από την αύξηση των πρωτογενών δαπανών κατά 12,9 ποσ. μον. του ΑΕΠ και την αύξηση των εσόδων κατά 2,0 ποσ. μον. του ΑΕΠ.

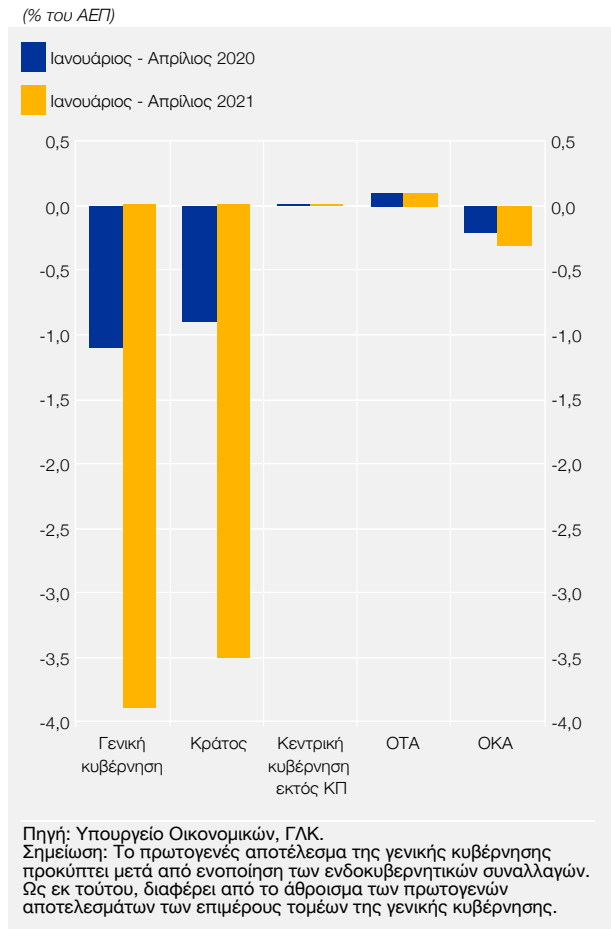
Σε απόλυτα μεγέθη, τα έσοδα μειώθηκαν (κατά 6,0%) έναντι του 2019, ως αποτέλεσμα της επίδρασης των δημοσιονομικών μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας. Η μείωση των εσόδων εντοπίζεται: (α) στους έμμεσους φόρους, λόγω μετάταξης προϊόντων σε χαμηλότερο συντελεστή ΦΠΑ, μείωση της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά και λόγω της εκτιμώμενης απώλειας από τις αναστολές πληρωμών, (β) στους άμεσους φόρους, λόγω κυρίως αναστολών πληρωμών και μείωσης της προκαταβολής φόρου για τις επιχειρήσεις, γ) στις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης, πρωτίστως λόγω της εκτιμώμενης απώλειας από τις παρατάσεις στις προθεσμίες καταβολής δόσεων και της παροχής έκπτωσης 25% για έγκαιρη καταβολή, αλλά και λόγω της μείωσης της απασχόλησης, (δ) στις πωλήσεις, λόγω της μείωσης της οικονομικής δραστηριότητας, και (ε) στα λοιπά τρέχοντα έσοδα. Αντίθετα, αύξηση παρουσίασαν τα κεφαλαιακά έσοδα, λόγω αυξημένων μεταβιβάσεων από την ΕΕ για τη χρηματοδότηση μέτρων προς αντιμετώπιση της πανδημίας.

⁹ Κατατέθηκε στις 27.4.2021 στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας "Ελλάδα 2.0". Το Σχέδιο περιλαμβάνει 106 επενδυτικά προγράμματα και 67 μεταρρυθμίσεις που περιγράφονται και κοστολογούνται με ακρίβεια.

Διάγραμμα V.3 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση



Διάγραμμα V.4 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση



Οι πρωτογενείς δαπάνες αυξήθηκαν (κατά 16,3%) έναντι του 2019. Αύξηση παρουσίασαν: (α) οι κεφαλαιακές δαπάνες και κυρίως οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις, λόγω δαπανών για την αντιμετώπιση της πανδημίας COVID-19, της καταγραφής καταπτώσεων εγγυήσεων παλαιότερων ετών, καθώς και της καταβολής των αναδρομικών στους συνταξιούχους, (β) οι δημόσιες επενδύσεις λόγω αυξημένων εξοπλιστικών παραλαβών το 2020 και αυξημένων επενδυτικών δαπανών, (γ) οι επιδοτήσεις, λόγω δαπανών για την αντιμετώπιση της πανδημίας COVID-19, (δ) οι αμοιβές των εργαζομένων, λόγω της έκτακτης οικονομικής ενίσχυσης προσωπικού νοσοκομείων και λόγω προσλήψεων προσωπικού, (ε) οι λοιπές τρέχουσες δαπάνες, λόγω της έκτακτης επιχορήγησης σε διάφορους φορείς για την αντιμετώπιση της πανδημίας, και (στ) η ενδιάμεση κατανάλωση, λόγω εν μέρει αυξημένων υγειονομικών δαπανών. Αντίθετα, μικρή μείωση παρουσίασαν οι κοινωνικές παροχές ως αποτέλεσμα βάσης λόγω της καταβολής της 13ης σύνταξης το 2019. Το 2020 οι δαπάνες της κατηγορίας αυτής έχουν ενισχυθεί λόγω των έκτακτων μέτρων για τη στήριξη των ανέργων και της καταβολής αυξήσεων σε προσωρινές συντάξεις και αναδρομικών για αυτές.

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 2021 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρουσίασε επιδείνωση, καταγράφοντας έλλειμμα 5,3% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 2,5% του ΑΕΠ πέρυσι. Επίσης, το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε επιδείνωση και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 3,9% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 1,1% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2020.

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

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Απρίλιος		Ποσοστιαία μεταβολή 2021/2020	Απόκλιση από τις εκτιμήσεις του Προϋπ/σμού 2021 ¹
	2020	2021		
1. Καθαρά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (α-β)	14.100	15.125	7,3	-467
α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV)	15.425	16.468	6,8	-421
I. Φόροι	13.216	13.939	5,5	-179
II. Μεταβιβάσεις	1.562	1.555	-0,4	-251
III. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	142	191	34,5	2
IV. Λοιπά έσοδα	506	784	54,9	7
β. Επιστροφές φόρων	1.325	1.343	1,4	46
Πληροφοριακά στοιχεία: Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων ²	1.267	1.343	6,0	-344
2. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI)	18.172	23.922	31,6	562
Πρωτογενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (2-V)	15.615	21.169	35,6	329
I. Παροχές σε εργαζομένους	4.445	4.388	-1,3	-56
II. Μεταβιβάσεις	9.029	12.254	35,7	1.311
III. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	228	278	21,9	64
IV. Λοιπές πρωτογενείς δαπάνες	104	1.349	1.197,1	-2.595
V. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	2.557	2.753	7,7	233
VI. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων	1.808	2.900	60,4	1.605
3. Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (1-2)	-4.072	-8.797		-1.030
% του ΑΕΠ	-2,5	-5,1		
4. Πρωτογενές αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (3+2.V)	-1.516	-6.201		-954
% του ΑΕΠ	-0,9	-3,6		

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Απρίλιος 2021.

¹ Απόκλιση από τους στόχους του Προϋπολογισμού 2021, προσαρμοσμένους στα συνολικά μεγέθη όπως αποτυπώνονται στις εκτιμήσεις της εισηγητικής έκθεσης του Προϋπολογισμού 2021.

² Τα έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) περιλαμβάνονται στις κατηγορίες "Μεταβιβάσεις" και "Λοιπά έσοδα".

Η επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος προήλθε από: (α) την επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος του ΚΠ κατά 2,6 ποσ. μον. του ΑΕΠ, που οφείλεται στην αύξηση των επιδοτήσεων και των μεταβιβάσεων καθώς και στη μείωση των έμμεσων φόρων λόγω της μείωσης της οικονομικής δραστηριότητας (ειδικότερα, οι επιδοτήσεις χρηματοδότησαν μεταξύ άλλων την αποζημίωση ειδικού σκοπού και την κρατική ενίσχυση εκμισθωτών, ενώ οι μεταβιβάσεις την επιστρεπτέα προκαταβολή και άλλους φορείς της γενικής κυβέρνησης), (β) τη σταθεροποίηση του πρωτογενούς αποτελέσματος των νομικών προσώπων της κεντρικής κυβέρνησης, (γ) την επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης (ΟΚΑ) κατά 0,1 ποσ. μον. του ΑΕΠ, κυρίως λόγω των προκαταβολών για τις εκκρεμείς συντάξεις και των αυξημένων κοινωνικών επιδομάτων (στεγαστικό, οικογενειακά, ελάχιστο εγγυημένο εισόδημα και καταβολή επιδόματος θέρμανσης) και (δ) τη σταθεροποίηση του πρωτογενούς αποτελέσματος των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ) (βλ. Διάγραμμα V.4).

Οι συνολικές ληξιπρόθεσμες οφειλές της γενικής κυβέρνησης στο τέλος Απριλίου 2021 (συμπεριλαμβάνονται οι επιστροφές φόρων, αλλά όχι οι εκκρεμείς αιτήσεις συνταξιοδότησης) διαμορφώθηκαν σε 2.317 εκατ. ευρώ, έναντι 1.838 εκατ. ευρώ στο τέλος Δεκεμβρίου 2020.

5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2021 ο Κρατικός Προϋπολογισμός (ΚΠ) παρουσίασε επιδεινωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου. Συγκεκριμένα κατέγραψε έλλειμμα 5,1% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 2,5% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2020 (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε επίσης επιδείνωση και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 3,6% του ΑΕΠ, από έλλειμμα 0,9% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2020.

Η επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου οφείλεται στην αύξηση των πρωτογενών δαπανών του ΚΠ (35,6%), που εντοπίζεται κυρίως: (α) στις μεταβιβάσεις, που αφορούν την καταβολή αποζημίωσης ειδικού σκοπού (μισθωτών και επιστημόνων), την ενίσχυση επιχειρήσεων με τη μορφή επιστρεπτέας προκαταβολής, την κρατική αποζημίωση εκμισθωτών λόγω μειωμένων μισθωμάτων που λαμβάνουν και την επιχορήγηση προς τον ΟΠΕΚΑ για την αποπληρωμή δανείων πληγέντων από την πανδημία, (β) στις δαπάνες του Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) που αφορούν μέρος της επιστρεπτέας προκαταβολής, την επιδότηση τόκων δανείων μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, την ενίσχυση μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων στις πληττόμενες περιφέρειες, την ενίσχυση των Φορέων Υγείας με επικουρικό προσωπικό στις πληττόμενες περιφέρειες, τη δαπάνη για τη δημιουργία δικτύου νοσηλευτών για κατ' οίκον βοήθεια στα ύποπτα κρούσματα και την ενίσχυση των αλιευτικών δραστηριοτήτων και (γ) στις αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων λόγω πληρωμών για εξοπλιστικά προγράμματα.

Αντίθετα, τα έσοδα του ΚΠ κατέγραψαν αύξηση (6,8%) έναντι του 2020. Η αύξηση εντοπίζεται κυρίως στα φορολογικά έσοδα λόγω της είσπραξης των δύο τελευταίων δόσεων του φόρου εισοδήματος και του ΕΝΦΙΑ του 2020 έως το Φεβρουάριο του 2021 και της παράτασης των τελών κυκλοφορίας (που ήταν πληρωτέα το 2020) έως τις αρχές Μαρτίου 2021.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε υστέρηση κατά 954 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2021. Η υστέρηση αυξάνεται μάλιστα σε 1.722 εκατ. ευρώ αν γίνουν οι κατάλληλες προσαρμογές ως προς τα αυξημένα τέλη κυκλοφορίας του 2020 που εισπράχθηκαν το 2021 (κατά 600 εκατ. ευρώ περίπου) και τα έσοδα από την εκχώρηση αδειών των δικτύων κινητής τηλεφωνίας 5G (194 εκατ. ευρώ), που δεν είχαν προβλεφθεί στον Προϋπολογισμό, αλλά έχουν ενισχύσει τα έσοδα του πρώτου τετραμήνου του 2021. Ωστόσο, η υστέρηση έναντι του στόχου είναι αναμενόμενη, καθώς σχετίζεται με την πρόβλεψη του Προϋπολογισμού του 2021 για το δημοσιονομικό αποτέλεσμα, η οποία έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω στο Πρόγραμμα Σταθερότητας 2021.

5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση

Το καθαρό ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ το πρώτο τετράμηνο του 2021 παρουσίασε επιδείνωση σε σχέση με το πρώτο τετράμηνο του προηγούμενου έτους και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 5,5% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 3,6% του ΑΕΠ το 2020 (βλ. Πίνακα V.3). Επίσης, το καθαρό πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ επιδεινώθηκε και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 3,6% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 1,6% του ΑΕΠ το 2020.

Ο Τακτικός Προϋπολογισμός (ΤΠ) παρουσίασε επιδείνωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος, λόγω αυξημένων πρωτογενών δαπανών εξαιτίας κυρίως της αποζημίωσης ειδικού σκοπού στα φυσικά πρόσωπα, μέρους της επιστρεπτέας προκαταβολής επιχειρήσεων και της

Πίνακας V.3 Καθαρό αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Απρίλιος	
	2019	2020	2020	2021
Κρατικός προϋπολογισμός ¹	-477	-24.138	-6.014	-9.378
% του ΑΕΠ	-0,3	-14,6	-3,6	-5,5
- Τακτικός προϋπολογισμός	2.376	-19.043	-5.475	-7.826
- Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων	-2.853	-5.095	-539	-1.553

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.

επιδότησης ενοικίων. Τα έσοδα ήταν αυξημένα λόγω της είσπραξης των δύο τελευταίων δόσεων του φόρου εισοδήματος και του ΕΝΦΙΑ του 2020 έως το Φεβρουάριο του 2021, και της παράτασης των τελών κυκλοφορίας έως τις αρχές Μαρτίου 2021.

Ο Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) παρουσίασε επιδείνωση, λόγω αυξημένων δαπανών εξαιτίας των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας. Τα έσοδα παρουσίασαν αύξηση, λόγω κυρίως εσόδων από την ΕΕ για τη χρηματοδότηση μέτρων προς αντιμετώπιση της πανδημίας.

5.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης

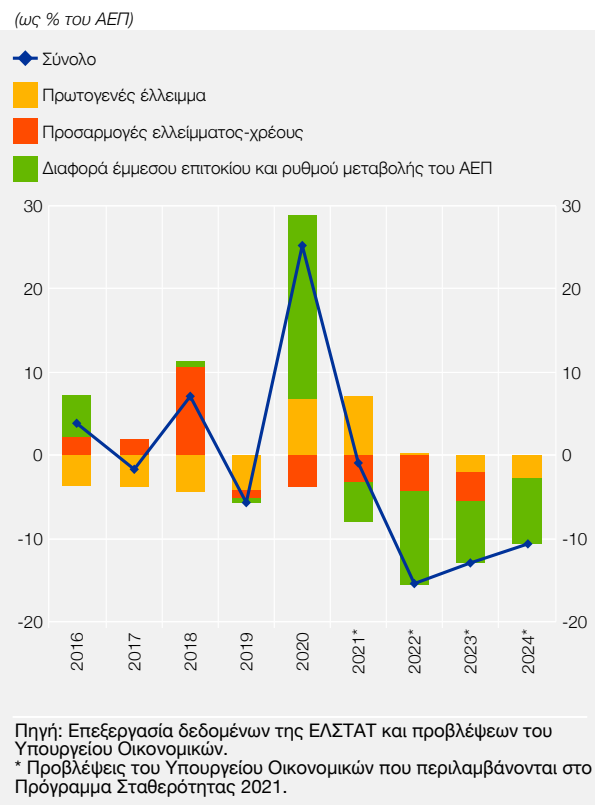
Το χρέος της ΓΚ το 2020 αυξήθηκε σε 341.023 εκατ. ευρώ, από 331.073 εκατ. ευρώ το 2019. Η ονομαστική αύξηση του δημόσιου χρέους αποτυπώνει, μεταξύ άλλων, τον αυξημένο δανεισμό από τις αγορές για τη χρηματοδότηση των επεκτατικών δημοσιονομικών παρεμβάσεων το 2020.

Ως ποσοστό του ΑΕΠ, το χρέος της ΓΚ αυξήθηκε το 2020 σε 205,6% του ΑΕΠ, από 180,5% του ΑΕΠ το 2019, αντανάκλωντας και την αυξητική επίδραση του παρονομαστή (λόγω της μείωσης του ονομαστικού ΑΕΠ). Κυριότερη συνιστώσα της αύξησης του λόγου χρέους προς ΑΕΠ αποτέλεσε η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect), η οποία συνέβαλε κατά περίπου 22 ποσοστιαίες μονάδες, αντανάκλωντας τη συρρίκνωση του ονομαστικού ΑΕΠ. Σε μικρότερο βαθμό συνέβαλε στην αύξηση του λόγου του χρέους προς ΑΕΠ το πρωτογενές έλλειμμα ύψους 6,7% του ΑΕΠ το 2020 (βλ. Διάγραμμα V.5).

Η δημοσιονομική επέκταση που αποφασίστηκε το 2021, με επακόλουθο τη διατήρηση του σημαντικού πρωτογενούς ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης για δεύτερο έτος, αναμένεται να μεταβάλει 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 2021, ότι θα παραμείνει σε υψηλό επίπεδο και το 2021, και ότι θα αποκλιμακωθεί μόνο οριακά σε 204,8% του ΑΕΠ, αντανάκλωντας κυρίως την εκτιμώμενη βελτίωση του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 3,8%. Η αποκλιμάκωσή του προβλέπεται εντονότερη τα επόμενα έτη, σε 189,5% του ΑΕΠ το 2022, 176,7% του ΑΕΠ το 2023 και 166,1% του ΑΕΠ το 2024, υπό την προϋπόθεση της σταδιακής επαναφοράς του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος σε θετικό έδαφος και της σταθερά βελτιούμενης οικονομικής δραστηριότητας.

Σύμφωνα με τις επικαιροποιημένες υποθέσεις του βασικού σεναρίου της Τράπεζας της Ελλάδος, η μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παραμένει διασφαλισμένη. Ειδικότερα, εκτιμάται ταχεία αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ από το 2021 και επαναφορά του μακροπρόθεσμου στην προ πανδημίας τροχιά του. Ωστόσο, εξαιτίας της αύξησης των δημοσιονομικών μέτρων την περίοδο 2020-2021 (συνολικού ύψους 32,8 δισεκ. ευρώ, που επηρέασε το χρέος κατά περίπου 30 δισεκ. ευρώ) και του πρόσθετου δανεισμού από ευρωπαϊκούς πόρους (NGEU, SURE), τόσο το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ όσο και οι ακαθά-

Διάγραμμα V.5 Μεταβολή του δημόσιου χρέους



ριστες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου έχουν επιβαρυνθεί. Παρότι εξακολουθεί η πτωτική πορεία του δημόσιου χρέους, 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. Εξαλείφεται συνεπώς οποιοδήποτε περιθώριο χαλάρωσης των υποθέσεων για πρωτογενή πλεονάσματα, ενώ αυξάνονται οι κίνδυνοι σε περίπτωση υλοποίησης αρνητικών μακροοικονομικών σεναρίων.

Με βάση την ευνοϊκή σύνθεση του δημόσιου χρέους, που αποτελείται κατά περίπου 80% 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 αύξηση του κόστους χρηματοδότησης (επιτοκιακός κίνδυνος).

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.

VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

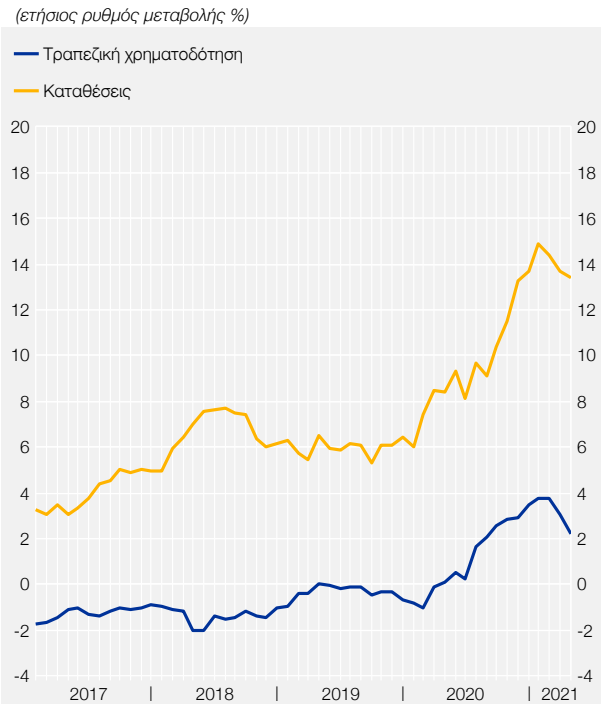
Η δέσμη μέτρων της ΕΚΤ και οι παρεμβάσεις της Πολιτείας για την αντιμετώπιση των οικονομικών συνεπειών της πανδημίας ενθάρρυναν την επέκταση της τραπεζικής πίστης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις υπό συνθήκες σημαντικής αύξησης των αναγκών για χρηματοδοτική στήριξη της πραγματικής οικονομίας. Η εξέλιξη αυτή, καθώς και η εθνική δημοσιονομική πολιτική, αντικατοπτρίζεται σε αύξηση και των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα (βλ. Διάγραμμα VI.1). Οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και η δυνατότητά του να χρηματοδοτήσει την οικονομική ανάπτυξη είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με την περαιτέρω εξέλιξη της πανδημίας και τις επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία που τυχόν θα επιμείνουν μετά την αποδρομή της. Βασικές προκλήσεις για τις ελληνικές τράπεζες αποτελούν η ταχύτερη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η ενίσχυση της οργανικής κερδοφορίας και η ποιοτική και ποσοτική ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η πιστωτική επέκταση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αυξήθηκε το 2020 έναντι των προηγούμενων ετών. Οι ανάγκες όμως της πραγματικής οικονομίας για δανειακά κεφάλαια δεδομένης της πανδημίας έχουν επίσης πολυπλασιασθεί. Τόσο η καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης όσο και η ακαθάριστη ροή δανείων με προκαθορισμένη λήξη κατέγραψαν σημαντική άνοδο. Οι τράπεζες αύξησαν τις πιστώσεις τους ιδίως προς τις μεγάλες, αλλά και προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Εντούτοις το υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα δεν κατέγραψε άνοδο, τουναντίον υποχωρεί.

Δεδομένης της καθίζησης των πωλήσεών τους λόγω της πανδημίας, οι επιχειρήσεις αναζήτησαν εξωτερική χρηματοδότηση. Η παροχή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ενθαρρύνθηκε μεταξύ άλλων από τη βελτίωση των όρων υπό τους οποίους οι τράπεζες μπορούν να αντλήσουν ρευστά διαθέσιμα με τη συμμετοχή τους στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, καθώς και από την αξιολογητή αύξηση των δημόσιων πόρων που διατέθηκαν για τα προγράμματα της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας, στο πλαίσιο των οποίων τραπεζικά δάνεια καλύπτονται μερικώς με εγγυήσεις ενώ άλλες τραπεζικές πιστώσεις συγχρηματοδοτούνται. Επιπλέον έλαβε χώρα απευθείας δανειοδότηση των επιχειρήσεων (και των ελεύθερων επαγγελματιών) από την κυβέρνηση μέσω της επιστρεπτέας προκαταβολής,

Διάγραμμα VI.1 Τραπεζική χρηματοδότηση και καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα¹ (Ιανουάριος 2017 - Απρίλιος 2021)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

¹ Του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα, δηλ. των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, των ελεύθερων επαγγελματιών και των νοικοκυριών.

¹ Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία διαθέσιμα μέχρι τις 11 Ιουνίου 2021.

καθώς επίσης και έκδοση ομολόγων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη διεθνή και την εγχώρια αγορά κεφαλαίων. Παρά την έντονη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και την περαιτέρω υποχώρηση των επιτοκίων καταθέσεων, οι καταθέσεις των νοικοκυριών συνέχισαν να αυξάνονται, ενώ η άνοδος των καταθέσεων των επιχειρήσεων υπήρξε έντονη.

Όσον αφορά τα αποτελέσματα στο τραπεζικό σύστημα, το 2020, τα έσοδα ήταν αυξημένα έναντι του 2019 κυρίως λόγω των κερδών που προήλθαν από το χαρτοφυλάκιο ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου που διαχειρίζονται οι τράπεζες, ενώ συνεχίστηκε η υποχώρηση των εξόδων. Ωστόσο, λόγω των αυξημένων προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, οι τράπεζες κατέγραψαν ζημίες σε επίπεδο συστήματος. Το α' τρίμηνο του 2021 οι τράπεζες κατέγραψαν, συνολικά, ζημίες καθώς η βελτίωση της οργανικής τους κερδοφορίας δεν ήταν αρκετή για να καλύψει το αυξημένο κόστος αναδιάρθρωσης των επιχειρηματικών μοντέλων λειτουργίας και την καταγραφή προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο που συνδέεται με προγραμματισμένες τιτλοποιήσεις. Μικρή υποχώρηση παρατηρήθηκε στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, οι οποίοι παρέμειναν σε ικανοποιητικό επίπεδο. Παραμένει υψηλός όμως ο λόγος της αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης έναντι του Ελληνικού Δημοσίου προς το σύνολο των κεφαλαίων των τραπεζών. Η μείωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων που παρατηρήθηκε το 2020, ουσιαστικά λόγω πωλήσεων δανείων, ανακόπηκε το α' τρίμηνο του 2021 με τα ΜΕΔ να εμφανίζουν οριακή αύξηση και το υψηλό τους υπόλοιπο να αποτελεί πρόκληση ενόψει μάλιστα και της δημιουργίας νέων ΜΕΔ λόγω της πανδημίας. Στο περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, αβεβαιότητας για την εξέλιξη της πανδημίας και της επιθετικής στρατηγικής των τραπεζών για μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, οι τράπεζες πρέπει να επανεξετάσουν το επιχειρηματικό τους μοντέλο, την επάρκεια των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο και ειδικότερα την ικανότητα αποπληρωμής δανείων από δανειολήπτες που επλήγησαν από την πανδημία, δεδομένου ότι τα μέτρα στήριξης αλλοιώνουν την πραγματική εικόνα. Επίσης πρέπει να ενισχύσουν τις πηγές της οργανικής τους κερδοφορίας και, ποιοτικά και ποσοτικά, τα κεφάλαιά τους, κατεύθυνση στην οποία καταγράφονται ήδη θετικές εξελίξεις.

2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) επιταχύνθηκε κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2020 (βλ. Διάγραμμα VI.2). Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά συνέχισε να μειώνεται με ελαφρά επιβραδυνόμενο ετήσιο ρυθμό μεταβολής το 2020 και το α' τετράμηνο του 2021. Ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τη γενική κυβέρνηση επιταχύνθηκε κατά το 2020 και τον Απρίλιο του 2021 διαμορφώθηκε σε 81,3%, κυρίως λόγω της απόκτησης τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου από την Τράπεζα της Ελλάδος στο πλαίσιο του προγράμματος ΡΕΡΡ. Οι εμπορικές τράπεζες επίσης προέβησαν σε σημαντικές αγορές ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου.

Τα υπόλοιπα της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, σε αντιδιαστολή με τις καθαρές και ακαθάριστες ροές τραπεζικής χρηματοδότησης (που συνιστούν δείκτες της πιστωτικής επέκτασης), κατέγραψαν μείωση 9,6 δισεκ. ευρώ το 2020 και 11,3 δισεκ. ευρώ το α' τετράμηνο του 2021, σύμφωνα με τη συγκεντρωτική λογιστική κατάσταση των εγχώριων Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων πλην της Τράπεζας της Ελλάδος. Οι εν λόγω μειώσεις είναι κυρίως απότοκες των εταιρικών μετασχηματισμών των τραπεζών. Ειδικότερα, κατά τους μετασχηματισμούς αυτούς οι τραπεζικές δραστηριότητες του ομίλου διαχωρίζονται (απόσχιση κλάδου) και μεταβιβάζονται σε νέα υπό ίδρυση εταιρία, η οποία λαμβάνει άδεια λειτουργίας πιστωτικού ιδρύματος. Η "Νέα Τράπεζα" που προκύπτει από τον εταιρικό μετασχηματισμό λαμβάνει επιλεκτικά μέρος του συνόλου του ενεργητικού και το σύνολο του παθητικού της αρχικά υφιστάμενης τράπεζας, ενώ οι μη τραπεζικές δραστηριότητες διατηρούνται στη μητρική εταιρία του ομίλου.²

2 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα*, Πλαίσιο 1, Ιανουάριος 2021.

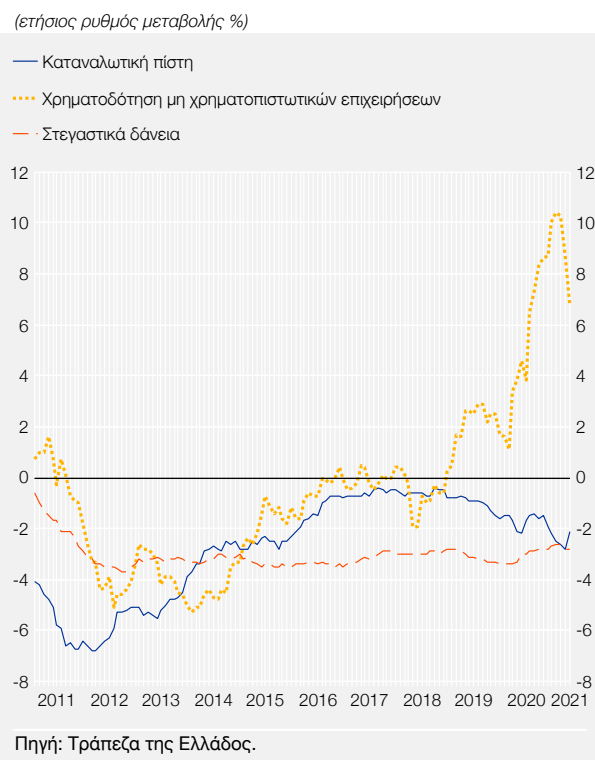
Αναλυτικότερα, τον Ιανουάριο-Απρίλιο του 2021 η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων τακτής λήξης προς τις ΜΧΕ ανήλθε σε 869 εκατ. ευρώ, έναντι 1,35 δισεκ. ευρώ το 2020 (2019: 666 εκατ. ευρώ). Η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ το τετράμηνο αυτό διαμορφώθηκε αρνητική σε -43 εκατ. ευρώ, έναντι 558 εκατ. ευρώ το 2020 (2019: 110 εκατ. ευρώ), λόγω της αρνητικής ροής η οποία καταγράφηκε τον Απρίλιο του 2021. Επίσης, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια (δηλ. των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων) προς τις ΜΧΕ μειώθηκε το α' τετράμηνο του 2021 κατά 15% έναντι του 2020.

Η πιστωτική επέκταση προς τις ΜΧΕ εξακολουθεί να αντικατοπτρίζει αυξημένη ζήτηση δανείων, καθώς οι επιχειρήσεις προσφεύγουν σε τραπεζική χρηματοδότηση λόγω της εξασθένησης των εσόδων τους. Τη ζήτηση στηρίζει και το χαμηλό επίπεδο των ονομαστικών επιτοκίων. Αυτό δεν σημαίνει ωστόσο ότι η τραπεζική χρηματοδότηση είναι επαρκής ώστε να ικανοποιήσει πλήρως τις τεράστιες ανάγκες για δανειακά κεφάλαια που δημιουργεί η πανδημία. Από την πλευρά της προσφοράς τραπεζικής πίστης, οι ελληνικές τράπεζες συνέχισαν να αντλούν πόρους μεγάλου ύψους από το Ευρωσύστημα (κυρίως μέσω των TLTRO III), ενώ διευκολύνθηκαν και από τα εποπτικά μέτρα ελάφρυνσης του SSM. Εξάλλου, οι εισροές καταθέσεων πελατών ήταν σημαντικά ενισχυμένες. Ωστόσο οι σημαντικοί πόροι που έχουν συγκεντρώσει οι τράπεζες δεν έχουν διοχετευθεί ακόμη σε χορηγήσεις προς τους πελάτες τους. Οι τράπεζες συνέχισαν να πιστοδοτούν την πραγματική οικονομία με τη στήριξη κυρίως των προγραμμάτων που διαχειρίζεται η Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα. Λιγότεροι πόροι ήταν πλέον διαθέσιμοι το α' τετράμηνο του 2021 αναφορικά με το πρόγραμμα εγγυήσεων ή επιδότησης επιτοκίου ("Ταμείο Εγγυήσεων COVID-19" και "ΤΕΠΙΧ II") καθώς είχε προηγηθεί ικανοποιητική απορρόφησή τους μέχρι το Δεκέμβριο.

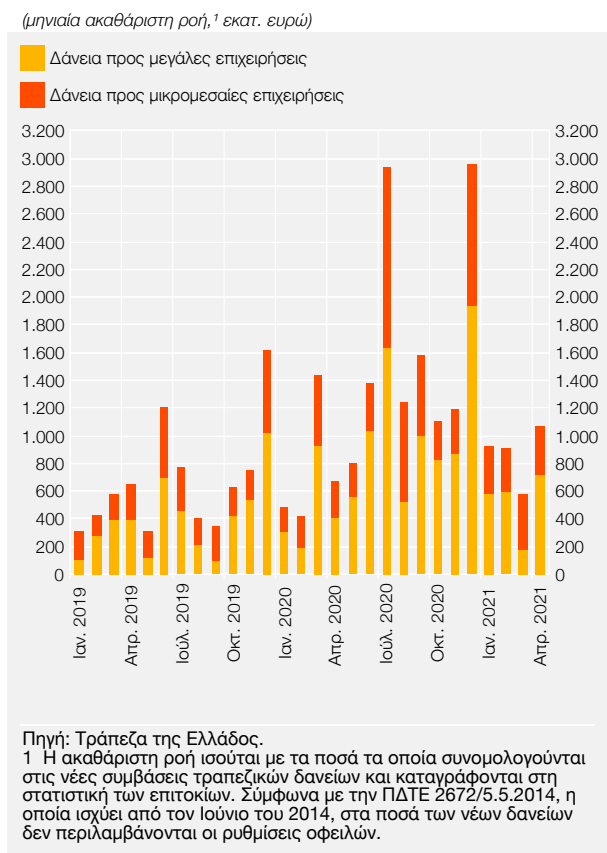
Σημειώνεται ότι το μέτρο της αναστολής πληρωμών δόσεων δανείων από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά προς τις τράπεζες έπαυσε να ισχύει μετά το τέλος του 2020 για τα περισσότερα δάνεια που είχαν ενταχθεί σε αυτό το καθεστώς. Επομένως η μέχρι πρότινος θετική επίδραση στην καθαρή ροή δανείων, λόγω της διακοπής των αποπληρωμών, εξέλιπε μετά το Δεκέμβριο. Από την άλλη πλευρά, η συνέχιση του δημοσιονομικού μέτρου της επιστρεπτέας προκαταβολής κατά το 2021 βελτιώνει τη χρηματοοικονομική κατάσταση των ΜΧΕ, περιορίζοντας τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα τον πιστωτικό κίνδυνο.

Η εξέταση της τραπεζικής χρηματοδότησης ανά μέγεθος επιχείρησης (βλ. Διάγραμμα VI.3) δείχνει ότι ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τις μεγάλες επιχειρήσεις επιταχύνθηκε το α' τετράμηνο του 2021 σε 10,8% κατά μέσο όρο από 9,9% το 2020. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των δανείων προς τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) επίσης αυξήθηκε σε 7,4% το α' τετράμηνο του 2021 από 1,9% το 2020. Το διάστημα Ιανουαρίου-Απριλίου 2021 η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή δανείων (τακτής λήξης) προς τις μεγάλες επιχειρήσεις ανήλθε σε 515 εκατ. ευρώ, σε σύγκριση με ροή ύψους 847 εκατ. ευρώ το 2020. Η αντίστοιχη ροή δανείων προς τις ΜΜΕ το τρίμηνο αυτό ήταν 355 εκατ. ευρώ (2020: 503 εκατ. ευρώ), μόνο κατά τι χα-

Διάγραμμα VI.2 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα (Ιανουάριος 2011 - Απρίλιος 2021)



Διάγραμμα VI.3 Τραπεζικά δάνεια προς ΜΧΕ με καθορισμένη διάρκεια, ανά μέγεθος επιχειρήσεως (Ιανουάριος 2019 - Απρίλιος 2021)



μηλότερη σε σύγκριση με τις μεγάλες επιχειρήσεις. Επίσης, το μερίδιο των δανείων προς ΜΜΕ στη σωρευτική ακαθάριστη ροή δανείων (τακτής λήξης) προς ΜΧΕ την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2021 αυξήθηκε σε 43,8% (2020: 37,3%, 2019: 41,1%). Επομένως, το τετράμηνο μέχρι τον Απρίλιο του 2021 οι τράπεζες συνέχισαν, όπως και το 2020, να κατευθύνουν μεγαλύτερο μέρος των δανείων προς τις μεγάλες επιχειρήσεις σε σύγκριση με τις ΜΜΕ, οι οποίες συνδέονται με υψηλό πιστωτικό κίνδυνο. Η διαφορά όμως μειώθηκε το εν λόγω τετράμηνο σε σύγκριση με το 2020, ως αποτέλεσμα της επίδρασης των προγραμμάτων της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας.

Οι τρεις τομείς οικονομικής δραστηριότητας προς τις επιχειρήσεις των οποίων καταγράφηκε υψηλότερη σωρευτική καθαρή ροή χρηματοδότησης το α' τετράμηνο του τρέχοντος έτους ήταν: (α) ο τουρισμός (280 εκατ. ευρώ), (β) το εμπόριο (168 εκατ. ευρώ) και (γ) οι δραστηριότητες που σχετίζονται με τη διαχείριση ακίνητης περιουσίας (95 εκατ. ευρώ) (2020: 1,1 δισεκ. ευρώ, 1,7 δισεκ. ευρώ και 476 εκατ. ευρώ αντίστοιχα). Η μεγαλύτερη συμβολή των τομέων του τουρισμού και του εμπορίου στην καθαρή ροή χρηματοδότησης των ΜΧΕ το 2020 και το α' τετράμηνο του 2021 επηρεάστηκε από την ενίσχυση που τους παρείχαν τα προγράμματα της

Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας, καθώς οι εν λόγω τομείς επλήγησαν ιδιαίτερα από τις επιπτώσεις της πανδημίας. Σε αντιδιαστολή, το 2019 οι τραπεζικές πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον τομέα του εμπορίου δεν συνέβαλαν σημαντικά στη συνολική καθαρή ροή χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ.

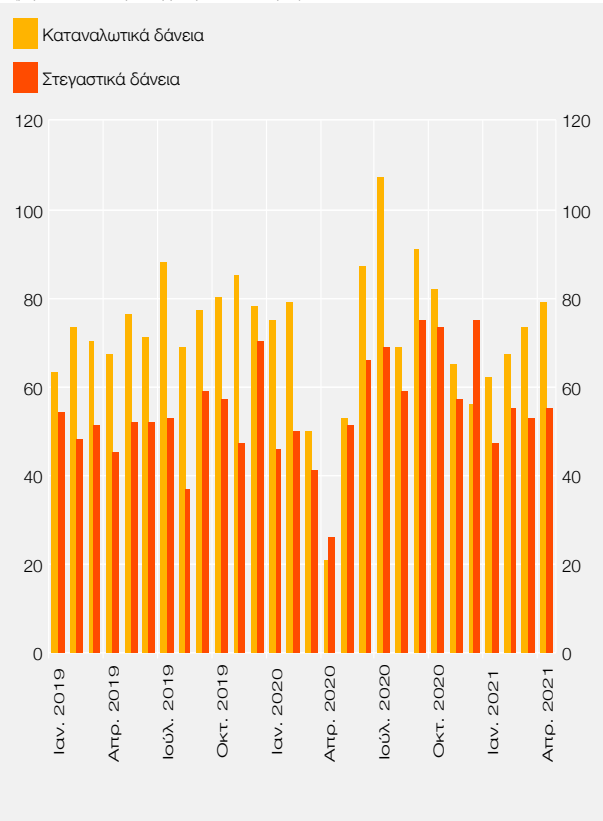
Όσον αφορά την πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά, το α' τετράμηνο του 2021 παρατηρήθηκε αντίθετη εξέλιξη στις δύο κύριες συνιστώσες. Ο ετήσιος ρυθμός συρρίκνωσης της καταναλωτικής πίστης (σε όρους καθαρής ροής) διευρύνθηκε σε -2,5% κατά μέσο όρο το εν λόγω διάστημα από -1,7% το 2020. Τουναντίον, ο αντίστοιχος ρυθμός για τα στεγαστικά δάνεια περιορίστηκε κάπως, σε -2,7% (2020: -3,0%). Επίσης, η ακαθάριστη ροή νέων δανείων (με τακτή λήξη) εμφάνισε αύξηση, αν και οριακή, τον Ιανουάριο-Απρίλιο 2021 έναντι του 2020, στην περίπτωση των καταναλωτικών δανείων και μικρή μείωση στην περίπτωση των στεγαστικών δανείων (βλ. Διάγραμμα VI.4). Η επιτάχυνση του ρυθμού με τον οποίο τα καταναλωτικά δάνεια συνέχισαν να συρρικνώνονται ετησίως είχε ξεκινήσει από το Νοέμβριο του 2020 και είναι συνεπής με την εκ νέου επιβολή περιοριστικών υγειονομικών μέτρων κατά τους χειμερινούς μήνες και τη μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2020 όπως καταγράφηκε στους εθνικούς λογαριασμούς. Εξάλλου, η λήξη της αναστολής πληρωμών των δόσεων των καταναλωτικών δανείων έπαψε να έχει θετική επίδραση στις καθαρές ροές πιστώσεων μετά το Δεκέμβριο.

Σχετικά με τις προοπτικές της εξέλιξης των δανείων, η πιστωτική επέκταση προς τις ΜΧΕ αναμένεται να στηριχθεί από την επίδραση των κονδυλίων του Next Generation EU κατά το διάστημα 2021-2026, στο βαθμό που αυτά είναι εφικτό να απορροφηθούν πλήρως από την οικονομία. Οι τράπεζες αναμένεται να συμβάλουν με δικούς τους πόρους στη χρηματοδότηση επενδύσεων σημαντικού ύψους κυρίως σε φυσικό κεφάλαιο, λογισμικό κ.λπ. Επίσης, τα ελλη-

νικά πιστωτικά ιδρύματα προβλέπεται να μεσολαβήσουν ώστε να διοχετευθεί ένα μέρος των δανείων συνολικού ύψους 12,7 δισεκ. ευρώ τα οποία πρόκειται να αντλήσει η χώρα από τα κονδύλια της ΕΕ μέσω του προγράμματος του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Αναλυτικότερα, τα δάνεια αυτά, όπως προβλέπεται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (“Ελλάδα 2.0”), θα διοχετευθούν στην οικονομία μέσω τριών διαφορετικών σχημάτων χρηματοδότησης: (α) μέσω της συγχρηματοδότησης, με ποσοστό συμμετοχής μέχρι 50% της επενδυτικής αξίας, από το κράτος (με τα δανειακά κονδύλια του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας) μαζί με ευρωπαϊκούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς (Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης), ιδιωτικών επενδύσεων από μεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις,³ (β) μέσω της συγχρηματοδότησης, με ποσοστό συμμετοχής μέχρι 50% της επενδυτικής αξίας, από το κράτος (με τα δανειακά κεφάλαια του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας) μαζί με τις εμπορικές τράπεζες, επενδύσεων από επιχειρήσεις⁴ και (γ) της θέσπισης ταμείου επιχειρηματικών συμμετοχών, το οποίο θα διαχειρίζεται η Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα Επενδύσεων για τη χρηματοδότηση επενδύσεων (κατά 70% της αξίας τους) των ΜΜΕ μέσω συμμετοχής σε εταιρείες διαχείρισης επενδυτικών κεφαλαίων.^{5,6} Το υπόλοιπο ½ των πόρων που απαιτούνται για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων (υπό τα δύο πρώτα σχήματα) προϋποθέτει τη συμμετοχή των ιδιωτών κατά τουλάχιστον 20% της συνολικής επένδυσης, καθώς και συμμετοχή των τραπεζών (στην περίπτωση του δεύτερου σχήματος) ή/και των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών οργανισμών (στην περίπτωση του πρώτου σχήματος), με πρόσθετες πιστώσεις, κατά τουλάχιστον 30% της επενδυτικής αξίας.⁷ Επίσης,

Διάγραμμα VI.4 Τραπεζικά δάνεια προς νοικοκυριά με καθορισμένη διάρκεια (Ιανουάριος 2019 - Απρίλιος 2021)

(μηνιαία ακαθάριστη ροή,¹ εκατ. ευρώ)



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. Σύμφωνα με την ΠΔΤΕ 2672/5.5.2014, η οποία ισχύει από τον Ιούνιο του 2014, στα ποσά των νέων δανείων δεν περιλαμβάνονται οι ρυθμίσεις οφειλών.

- 3 Σημειώνεται ότι η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων πρόκειται να συμμετάσχει, με το σχήμα αυτό, στη διοχέτευση συνολικά 5 δισεκ. ευρώ από τα 12,7 δισεκ. ευρώ δανείων του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Προς το παρόν, ήδη υπέγραψε μνημόνιο συνεργασίας (τον Απρίλιο του 2021) για τη συμμετοχή της στη διαχείριση και τη συγχρηματοδότηση σχεδίων για μελλοντικές επενδύσεις συνολικού ύψους 5 δισεκ. ευρώ, οι οποίες υπάγονται στο δανειακό σκέλος του προγράμματος του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Οι επενδύσεις αυτές πρόκειται να χρηματοδοτηθούν κατά 80% από την ΕΤΕπ και τους πόρους του Ταμείου και κατά 20% μέσω της ίδιας συμμετοχής των εταιρειών οι οποίες επενδύουν.
- 4 Το σύνολο των κρατικών δανείων στο εν λόγω σχήμα πρόκειται να διοχετευθεί προς τον ιδιωτικό τομέα με τη διαμεσολάβηση των τραπεζών.
- 5 Η Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα Επενδύσεων (θυγατρική εταιρία της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας) πρόκειται να μεσολαβήσει ώστε τα κοινοτικά κονδύλια ύψους 500 εκατ. ευρώ να χρηματοδοτήσουν κεφάλαια (equity financing) εταιριών διαχείρισης επενδυτικών κεφαλαίων για την παροχή χρηματοδότησης σε ΜΜΕ.
- 6 Οι επενδύσεις που πρόκειται να χρηματοδοτηθούν από το σύνολο των δανείων τα οποία δικαιούται να αντλήσει η Ελλάδα από το Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας προβλέπεται να υπάγονται σε 5 κατηγορίες: α) ψηφιακός μετασχηματισμός, β) πράσινη μετάβαση, γ) εξωστρέφεια, δ) ανάπτυξη οικονομιών κλίμακας μέσω συνεργασιών, εξαγωγών και συγχωνεύσεων και ε) καινοτομία-έρευνα και ανάπτυξη.
- 7 Το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας περιλαμβάνει την εκτίμηση ότι θα δημιουργηθούν 12,7 δισεκ. ευρώ νέων (αμιγώς) τραπεζικών δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα μέσω του δανειακού σκέλους του προγράμματος του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας μέχρι το 2025.

οι πόροι από το σκέλος των επιχορηγήσεων του προγράμματος το οποίο αφορά τις δημόσιες επενδύσεις αναμένεται να διανεμηθούν και μέσω συμπράξεων δημόσιου και ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ), οι οποίες αναπόφευκτα θα προσελκύσουν τη συμμετοχή των πιστωτικών ιδρυμάτων με επέκταση πιστώσεων. Το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας θα λειτουργήσει συμπληρωματικά και ως προς τα προγράμματα με πόρους ΕΣΠΑ για το 2021-2027. Τέλος, σημαντικά κοινοτικά κονδύλια αναμένεται να διοχετευθούν, υπό τη διαχείριση του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων, σε πιστώσεις προς τις ΜΧΕ μέσω του τραπεζικού συστήματος από τα προγράμματα της ΕΕ τα οποία περιλαμβάνονται στο πρόγραμμα “Invest EU”.

Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά αναμένεται να ακολουθήσει με υστέρηση την ανάκαμψη των δανείων προς τις ΜΧΕ, πιθανόν όταν θα έχει ελαχιστοποιηθεί η αβεβαιότητα για τις προοπτικές της χρηματοοικονομικής κατάστασης των νοικοκυριών.

Από την άλλη πλευρά, η εξέλιξη της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα αναμένεται να επηρεαστεί αρνητικά από το ενδεχόμενο να καταγραφεί αύξηση πτωχεύσεων επιχειρήσεων μετά την απόσυρση των παρόντων μέτρων στήριξης της τραπεζικής χρηματοδότησης και των δημοσιονομικών μέτρων λόγω της πανδημίας και να αυξηθεί ο πιστωτικός κίνδυνος. Τέλος, η ολοκλήρωση του σχεδίου “Ηρακλής” για τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) κατά το 2021, εφόσον δεν αντισταθμιστεί από άλλους παράγοντες, θα μειώσει την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών.

3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

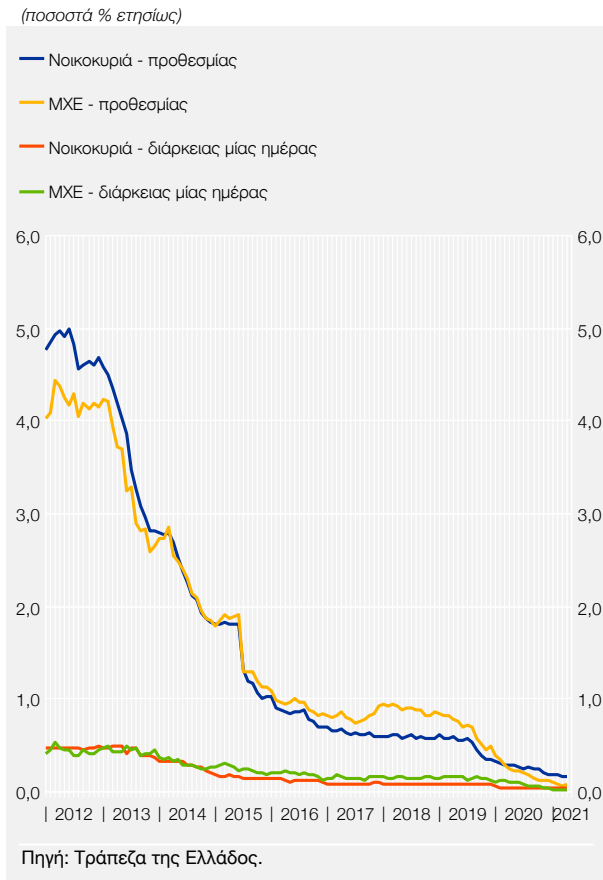
Τα επιτόκια καταθέσεων που προσφέρονται στις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και στα νοικοκυριά σχεδόν μηδενίστηκαν στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (λογαριασμοί τρεχούμενοι, όψεως και ταμειυτηρίου) και διαμορφώθηκαν σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα στις καταθέσεις προθεσμίας το α΄ τετράμηνο του τρέχοντος έτους (βλ. Διάγραμμα VI.5). Η διαμόρφωση των επιτοκίων καταθέσεων σε τόσο χαμηλά επίπεδα συνδέεται με τις βελτιωμένες συνθήκες ρευστότητας των εγχώριων τραπεζών, οι οποίες απορρέουν αφενός από τη σημαντική άνοδο των χαμηλότοκων καταθέσεων λιανικής που συγκεντρώθηκαν και αφετέρου από τους ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους άντλησης διαθεσίμων από το Ευρωσύστημα. Αναλυτικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας για τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε το α΄ τετράμηνο του τρέχοντος έτους κατά μέσο όρο σε 0,2% και αντίστοιχα για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε 0,09%. Από την άλλη πλευρά, σε πραγματικούς όρους τα επιτόκια καταθέσεων ενισχύθηκαν σημαντικά το 2020 και το τρέχον έτος, λόγω των έντονων αποπληθωριστικών πιέσεων που παρατηρήθηκαν.⁸ Το πραγματικό επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας τόσο για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και για τα νοικοκυριά κυμάνθηκε κατά μέσο όρο πλησίον του 2%, έναντι 1,5% το 2020.

Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων φαίνεται να σταθεροποιήθηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2020 και το τρέχον έτος (βλ. Διάγραμμα VI.6). Η εξέλιξη αυτή αφορά σχεδόν όλες τις επιμέρους κατηγορίες επιχειρηματικών δανείων. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού των επιχειρήσεων παρέμεινε χαμηλό σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη και διαμορφώθηκε σε 3,0% κατά μέσο όρο το α΄ τετράμηνο του 2021, 19 μ.β. χαμηλότερα έναντι του μέσου επιτοκίου του 2020.

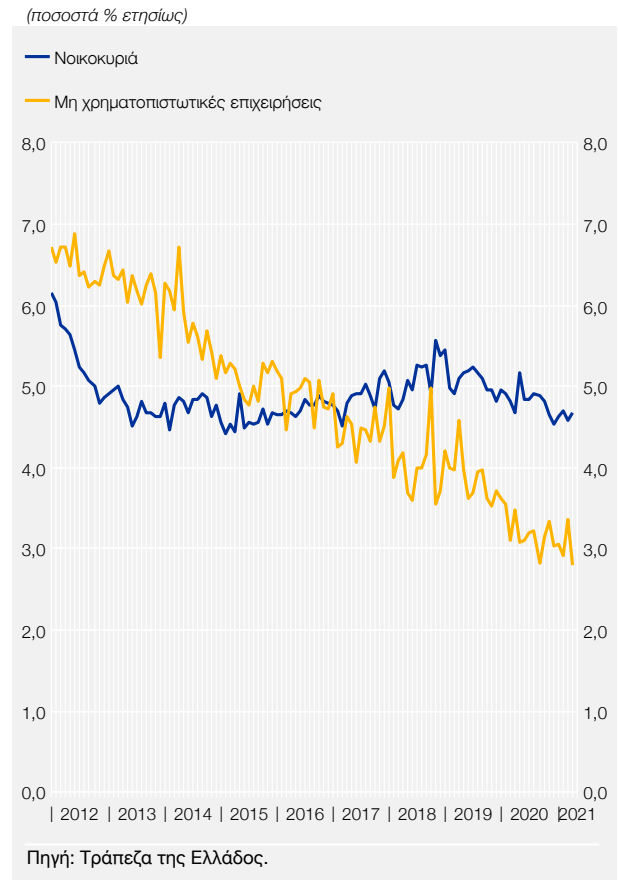
Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 4,3%, 20 μ.β. χαμηλότερα έναντι του μέσου επιτοκίου του 2020. Το αντίστοιχο επιτόκιο στα δάνεια με καθορισμένη διάρκεια υποχώρησε κάτω του 3% (α΄ τετράμηνο 2021: 2,9%, 2020: 3,1%, μέσος όρος 2012-2019: 4,9%), εξέλιξη που

⁸ Το πραγματικό επιτόκιο για ένα δεδομένο μήνα εκτιμάται ως η διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου που καταγράφεται το μήνα αυτό και του δωδεκάμηνου ρυθμού πληθωρισμού που καταγράφεται τον ίδιο μήνα.

Διάγραμμα VI.5 Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας και καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας νοικοκυριών και μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2012 - Απρίλιος 2021)



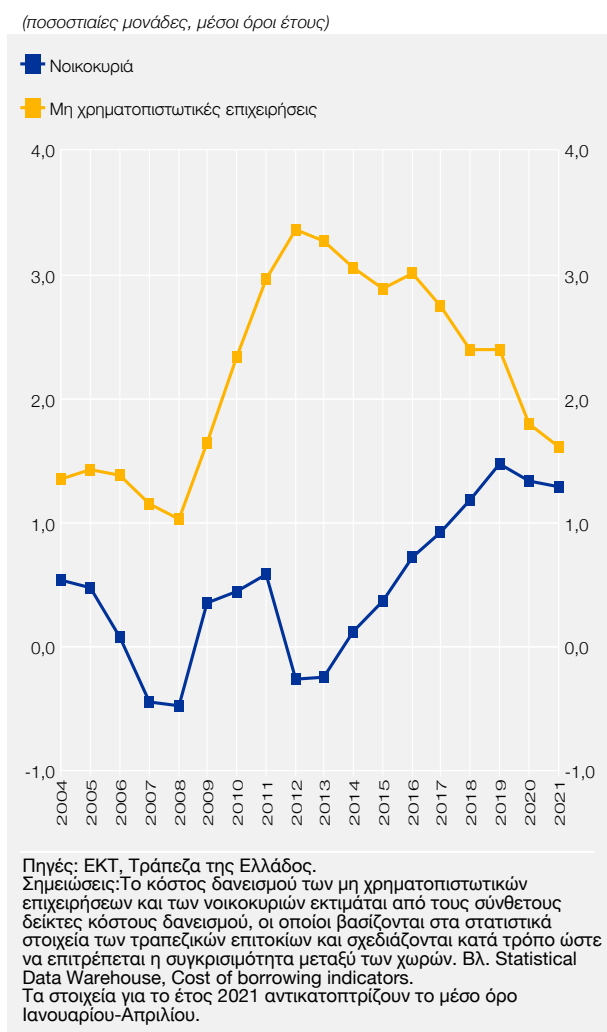
Διάγραμμα VI.6 Επιτόκιο νέων τραπεζικών δανείων νοικοκυριών και μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2012 - Απρίλιος 2021)



αποδίδεται στην ευνοϊκότερη τιμολόγηση των κοινοπρακτικών δανείων και των δανείων άνω του 1 εκατ. ευρώ. Το επιτόκιο των τραπεζικών δανείων προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις (τα εν λόγω δάνεια αντιπροσώπευαν περίπου 40% της ακαθάριστης ροής επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη κατά το α' τετράμηνο του 2021) μειώθηκε κατά 37 μ.β. το 2021 έναντι του προηγούμενου έτους και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 3,3%. Μειώσεις επιτοκίου παρατηρήθηκαν στα τραπεζικά δάνεια ποσού: (α) έως 250.000 ευρώ (κατά 22 μ.β.), (β) μεταξύ 250.000 ευρώ και 1 εκατ. ευρώ (κατά 31 μ.β.) και (γ) άνω του 1 εκατ. ευρώ (κατά 21 μ.β.). Το μερίδιο των νέων δανείων μικρότερου ύψους, δηλ. δανείων έως 250.000 ευρώ και μεταξύ 250.000 ευρώ και 1 εκατ. ευρώ, τα οποία κατά τεκμήριο διοχετεύονται σε επιχειρήσεις συγκριτικά μικρότερου μεγέθους, στο σύνολο των επιχειρηματικών δανείων τακτής λήξης παρέμεινε περίπου στο ίδιο επίπεδο όπως το 2020 (10% και 11% της ετήσιας ακαθάριστης ροής των επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη κατά το 2021 αντίστοιχα, έναντι 9% και 13% το 2020).

Ευνοϊκή επίδραση στη διαθεσιμότητα και τους όρους τραπεζικού δανεισμού συνέχισαν να ασκούν τα προγράμματα της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας και του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων. Οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων που υποστήριξαν τα χρηματοδοτικά εργαλεία των ανωτέρω αναπτυξιακών φορέων ξεπέρασαν το α' τρίμηνο του 2021 τα 1,2 δισεκ. ευρώ (2020: 7,4 δισεκ. ευρώ), αποτελώντας ποσοστό άνω του 45% της ακαθάριστης ροής νέων δανείων τακτής λήξης προς το σύνολο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και ελευθέρων επαγγελματιών για το τρίμηνο αυτό (2020: 43%). Εξάλλου, 2/3 της αξίας των εκταμιεύσεων δανείων τακτής λήξης προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις συνδέονταν με τα εν λόγω χρηματοδοτικά εργαλεία.

Διάγραμμα VI.7 Απόκλιση στο κόστος δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών για αγορά κατοικίας μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (2004 - Απρίλιος 2021)



Το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού των νοικοκυριών ακολουθεί πτωτική τάση από τα τέλη του 2018 (βλ. Διάγραμμα VI.6). Το α΄ τετράμηνο του τρέχοντος έτους διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 4,6%, έναντι 4,8% το 2020. Μεταξύ των επιμέρους συνιστωσών, το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων υποχώρησε σε 2,7%, κατά 15 μ.β. χαμηλότερα έναντι της μέσης τιμής του 2020, καθώς η τιμολόγηση των δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου (περίπου το 60% των νέων χορηγήσεων το 2020 και 2021) κατά κανόνα συνδέεται με τα επιτόκια της αγοράς χρήματος και συνηθέστερα με το Euribor τριών μηνών, το οποίο καταγράφει πτωτική τάση από το β΄ τρίμηνο του 2020. Το επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας υποχώρησε ελαφρά, κατά 17 μ.β., και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 9,5%. Η εν λόγω μείωση αποδίδεται κυρίως στην άνοδο του μεριδίου των καταναλωτικών δανείων με εξασφαλίσεις (από 46% του συνόλου των καταναλωτικών δανείων τακτής λήξης το 2018 σε περίπου 55% το α΄ τετράμηνο του 2021). Όσον αφορά τη σχετική σπουδαιότητα των δύο κατηγοριών πιστώσεων (καταναλωτικών και στεγαστικών), τα καταναλωτικά δάνεια εξακολούθησαν να συνιστούν τη σημαντικότερη κατηγορία νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας προς τα νοικοκυριά (58% της ακαθάριστης ροής νέων δανείων του 2021). Το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας, που περιλαμβάνουν, κατά σειρά μεγέθους του υφιστάμενου υπολοίπου, τις πιστωτικές κάρτες, τα ανοικτά δάνεια και τις υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως, παρέμεινε σε υψηλό επίπεδο (14,6%).

Οι συνθήκες αποπληθωρισμού που παρατηρούνται από τον Απρίλιο του 2020 συνέβαλαν ώστε τα πραγματικά επιτόκια δανεισμού να διαμορφωθούν το α΄ τετράμηνο του 2021 σε υψηλό επίπεδο. Σε πραγματικούς όρους, το μέσο επιτόκιο τραπεζικών δανείων για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διαμορφώθηκε σε 4,9% το 2021, έναντι 4,5% το 2020. Ομοίως, το μέσο πραγματικό επιτόκιο τραπεζικών δανείων για τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 6,5%, που συνιστά την υψηλότερη τιμή της δεκαετίας 2011-2020.

Η απόκλιση μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ως προς το μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις⁹ περιορίστηκε σε 161 μ.β. κατά μέσο όρο το α΄ τετράμηνο του 2021, έναντι 290 μ.β. κατά μέσο όρο την περίοδο 2011-2019 (βλ. Διάγραμμα VI.7). Τα επιτόκια δανείων για αγορά κατοικίας βελτιώθηκαν τα δύο τελευταία έτη συγκριτικά περισσότερο στην Ελλάδα. Η απόκλιση ως προς το μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού των νοικοκυριών για αγορά κατοικίας περιορίστηκε τη διαθέσιμη περίοδο του 2021 σε 129 μ.β. (2020: 133 μ.β.).

9 Το κόστος δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών εκτιμάται από τους σύνθετους δείκτες κόστους δανεισμού, οι οποίοι βασίζονται στα στατιστικά στοιχεία των τραπεζικών επιτοκίων και σχεδιάζονται κατά τρόπο ώστε να επιτρέπεται η συγκρισιμότητα μεταξύ των χωρών. Βλ. Statistical Data Warehouse, Cost of borrowing indicators.

Γενικά, οι δυσμενείς επιπτώσεις της πανδημίας στα βασικά οικονομικά μεγέθη δεν έχουν μέχρι στιγμής οδηγήσει σε αύξηση του ονομαστικού κόστους τραπεζικής χρηματοδότησης του εγχώριου ιδιωτικού τομέα. Η διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και η αξιολογούμενη αύξηση των καταθέσεων λιανικής, των οποίων τα επιτόκια τείνουν να μηδενιστούν, διασφάλισαν στις ελληνικές τράπεζες ευνοϊκές συνθήκες ρευστότητας. Αντιθέτως, το πραγματικό κόστος δανεισμού αυξήθηκε υπό την επιρροή των αποπληθωριστικών πιέσεων, αν και αναμένεται ότι η εξέλιξη αυτή του πληθωρισμού θα αντιστραφεί σταδιακά. Η επίπτωση στα επιτόκια χορηγήσεων από την τυχόν επιδείνωση του πιστωτικού κινδύνου, όταν θα αποσυρθούν τα μέτρα στήριξης επιχειρήσεων και νοικοκυριών, αναμένεται να αντισταθμιστεί σε κάποιο βαθμό από την αναθέρμανση της οικονομικής δραστηριότητας και την ενίσχυση της απασχόλησης και των εισοδημάτων. Καθώς σε επίπεδο ζώνης του ευρώ τα επιτόκια νομισματικής πολιτικής αναμένεται να διατηρηθούν στα παρόντα χαμηλά επίπεδα και τα προγράμματα αγοράς τίτλων να συνεχιστούν, οι συνθήκες ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων εκτιμάται ότι θα παραμείνουν υποστηρικτικές. Τέλος, οι όροι και η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης, κυρίως προς τις επιχειρήσεις, θα συνεχίσουν να υποστηρίζονται από δημόσιους πόρους μέσω προγραμμάτων συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας.

4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

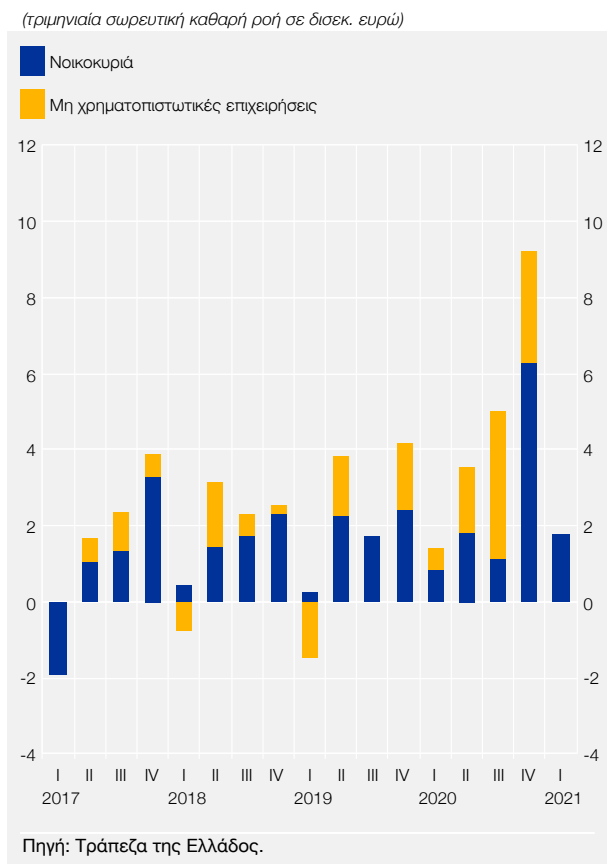
Η δέσμη μέτρων δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής που ελήφθησαν για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της πανδημίας αποτέλεσε τον καθοριστικότερο παράγοντα για την εξέλιξη των ιδιωτικών καταθέσεων το 2020 και τους πρώτους μήνες του 2021.

Ειδικότερα, μεταξύ Ιανουαρίου 2020 και Απριλίου 2021 οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα σημείωσαν σωρευτική αύξηση κατά 24,7 δισεκ. ευρώ ή 17% σε σχέση με το τέλος του 2019. Οι καταθέσεις των νοικοκυριών σημείωσαν άνοδο κατά 13,5 δισεκ. ευρώ (ή 12%) και ο ετήσιος ρυθμός αύξησής τους επιταχύνθηκε κυρίως από το 8^ο τρίμηνο του 2020 και εξής (βλ. Διαγράμματα VI.8 και VI.9). Η ανοδική πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών την περίοδο αυτή είναι σε μεγάλο βαθμό αποτέλεσμα του συνδυασμού τριών παραγόντων. Πρώτον, παρά τη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας στη διάρκεια του 2020, το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών στηρίχθηκε από δημοσιονομικά μέτρα ενίσχυσης των πληττόμενων από την πανδημία.¹⁰ Δεύτερον, τα μέτρα κοινωνικής αποστασιοποίησης περιόρισαν δραστικά, παρά τη σχετική ανθεκτικότητα του εισοδήματος, τις δυνατότητες των νοικοκυριών να πραγματοποιήσουν διάφορες μορφές καταναλωτικής δαπάνης. Τρίτον, είναι πιθανόν ότι η αβεβαιότητα που ανέδειξε η πανδημία ιδίως ως προς τις προοπτικές της απασχόλησης συνέβαλε σε ενίσχυση της αποταμιευτικής συμπεριφοράς των νοικοκυριών για λόγους πρόνοιας έναντι μελλοντικών αναγκών. Επισημαίνεται ότι η αύξηση των καταθέσεων των νοικοκυριών την περίοδο αυτή έλαβε χώρα παρά την περαιτέρω συρρίκνωση του υπολοίπου των στεγαστικών και των καταναλωτικών δανείων.

Οι επιχειρηματικές καταθέσεις αυξήθηκαν κατά 8,5 δισεκ. ευρώ (ή 37%) την εξεταζόμενη περίοδο, ποσό που αντιπροσωπεύει το 35% της σωρευτικής ροής καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα την περίοδο αυτή έναντι 20% περίπου τα δύο προηγούμενα έτη. Κατά συνέπεια, η σχετική συμβολή του τομέα των ΜΧΕ στην άνοδο των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα ενισχύθηκε σημαντικά. Ειδικότερα, το μερίδιο των καταθέσεων των νοικοκυριών στο σύνολο των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα υποχώρησε σε 79% κατά μέσο όρο την υπό εξέταση περίοδο από 82% το 2019, των ΜΧΕ ενισχύθηκε σε 18% από 15%, ενώ το αντίστοιχο μερίδιο των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (εκτός των τραπεζών) διατηρήθηκε γύρω

10 Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το 2020 και το 1^ο τετράμηνο του 2021 δημοσιονομικές δαπάνες ύψους περίπου 4 δισεκ. ευρώ αφορούσαν την καταβολή αποζημίωσης ειδικού σκοπού σε μισθωτούς και αυτοαπασχολούμενους που περιλαμβάνονται στον τομέα των νοικοκυριών. Επιπρόσθετα, σημαντικό μέρος της ενίσχυσης με τη μορφή της επιστρεπτέας προκαταβολής —η οποία ανήλθε συνολικά σε 8 δισεκ. ευρώ την εξεταζόμενη περίοδο— χορηγήθηκε προς ατομικές επιχειρήσεις και ελεύθερους επαγγελματίες και συνεπώς πιστώθηκε σε καταθέσεις που ταξινομούνται στον τομέα των νοικοκυριών.

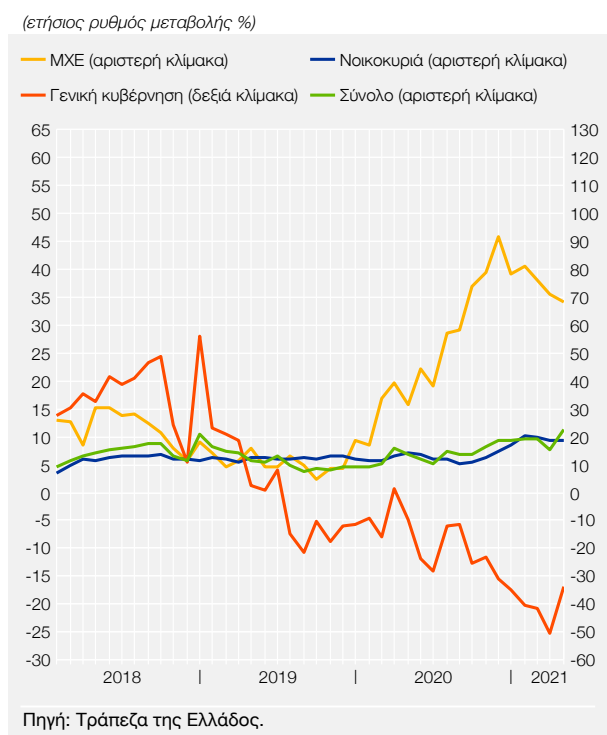
Διάγραμμα VI.8 Καταθέσεις ΜΧΕ και νοικοκυριών (α' τρίμηνο 2017 - α' τρίμηνο 2021)



στο 3%. Η εν λόγω τάση σταδιακής ενίσχυσης του μεριδίου των επιχειρηματικών καταθέσεων καταγράφεται από το 2016 και μετά.

Δεδομένου του περιορισμού των εσόδων τους την περίοδο της πανδημίας, πολλές επιχειρήσεις προσέφυγαν στο σχηματισμό αποθεμάτων ρευστότητας μέσω της αύξησης του τραπεζικού δανεισμού και άμεσων κρατικών ενισχύσεων που συνέβαλαν στη δημιουργία χρήματος στην οικονομία. Επιπρόσθετα, η ρευστότητα των επιχειρήσεων ενισχύθηκε από τα μέτρα αναστολής πληρωμών δανειακών και φορολογικών υποχρεώσεων και την αναβολή πραγματοποίησης επενδυτικών δαπανών, ενώ ορισμένες μεγάλες ΜΧΕ είχαν τη δυνατότητα να αντλήσουν πόρους μέσω της έκδοσης εταιρικών ομολόγων στην εγχώρια και τη διεθνή αγορά. Κατά συνέπεια, ο ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών καταθέσεων σημείωσε απότομη επιτάχυνση στη διάρκεια του 2020, διατηρούμενος σε υψηλά επίπεδα και κατά το α' τετράμηνο του 2021 (Απρίλιος 2021: 34,1%, Δεκέμβριος 2019: 9,3%, βλ. Διαγράμματα VI.8 και VI.9).

Διάγραμμα VI.9 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Ιανουάριος 2018 - Απρίλιος 2021)



Παρά τη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας το 2020 λόγω της πανδημίας, θετική επίδραση στις καταθέσεις των επιχειρήσεων εξακολούθησε να ασκεί η χρήση ηλεκτρονικών πληρωμών, η οποία προϋποθέτει τη χρήση τραπεζικού χρήματος και η οποία ενισχύθηκε λόγω των ειδικών συνθηκών που έθεσε η πανδημία ως προς την αναγκαιότητα χρήσης ηλεκτρονικού εμπορίου αλλά και κάποιες αρχικές ανησυχίες για τον κίνδυνο μετάδοσης του ιού μέσω των μετρητών. Ειδικότερα, σύμφωνα με τα προσωρινά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, η αξία των εγχώριων πληρωμών με κάρτα αυξήθηκε το 2020 κατά 11% (2019: 13%, 2018: 7%) αποκλειστικά λόγω της αυξημένης χρήσης χρεωστικών καρτών. Αντίστοιχα, ο αριθμός των πληρωμών αυτών ενισχύθηκε κατά 23%, όσο περίπου και τα δύο προηγούμενα έτη, υποδηλώνοντας τη διεύρυνση της χρήσης των χρεωστικών καρτών προς αγορές χαμηλής αξίας. Περαιτέρω ανάπτυξη καταγράφηκε στη χρήση κυρίως των υπηρεσιών mobile banking και σε μικρότερο βαθμό των υπηρεσιών internet banking των τραπεζών. Σύμφωνα με στοιχεία της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, ο αριθμός των πληρωμών προς οργανισμούς με τη χρήση κωδικού πληρωμής (λογαριασμών κοινής ωφέλειας, φορολογικών/ασφαλιστικών υποχρεώσεων κ.ά.) μέσω των υπηρεσιών mobile banking των τρα-

πεζών αυξήθηκε το 2020 κατά 90% (2019: 64%, 2018: 76%) και η αξία των πληρωμών αυτών αυξήθηκε κατά 70% (2019: 63%, 2018: 72%) αντιστοίχως. Ο αριθμός των εν λόγω πληρωμών μέσω internet banking αυξήθηκε κατά περίπου 10% (2019: 8%, 2018: 11%), αλλά η αξία τους μειώθηκε κατά 8% (2019: +6%, 2018: +14%).

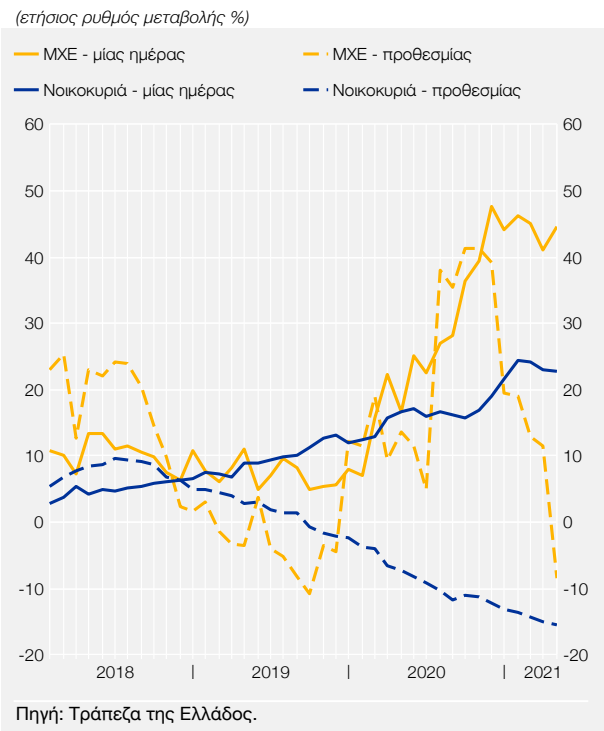
Η άνοδος των καταθέσεων των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών προήλθε αποκλειστικά από τις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (δηλ. απλού ταμειυτηρίου, όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί), που αποτελούν άλλωστε την κύρια πηγή απόδοσης των καταθέσεων εδώ και αρκετά έτη (βλ. Διάγραμμα VI.10). Πέρα από την επίδραση των μέτρων στήριξης της ρευστότητας στους τραπεζικούς λογαριασμούς των δικαιούχων, η προτίμηση για διακράτηση των πιο ρευστών μορφών καταθέσεων συνεχίστηκε υπό το πρίσμα της περαιτέρω υποχώρησης των επιτοκίων καταθέσεων σε νέο ιστορικό χαμηλό επίπεδο και της αυξανόμενης ζήτησης καταθέσεων ως μέσου συναλλαγών.

Η σημαντική αύξηση των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα στις εμπορικές τράπεζες αντισταθμίστηκε εν μέρει από την υποχώρηση των καταθέσεων της κεντρικής κυβέρνησης κατά 5,1 δισεκ. ευρώ (ή 47% σε σχέση με το τέλος του 2019), κυρίως ως αποτέλεσμα των εκτεταμένων δημοσιονομικών μέτρων στήριξης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, ενώ επιπλέον οι καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στην Τράπεζα της Ελλάδος μειώθηκαν το διάστημα Ιανουαρίου 2020-Απριλίου 2021 κατά 1,7 δισεκ. ευρώ. Οι καταθέσεις στις εμπορικές τράπεζες των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης (ΟΚΑ) και των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ), που μαζί με την κεντρική κυβέρνηση αποτελούν τον τομέα της γενικής κυβέρνησης, επίσης μειώθηκαν κατά 2,0 δισεκ. ευρώ ή κατά 38% (βλ. Διάγραμμα VI.9).

Οι λοιποί τομείς είχαν θετική συμβολή στην καταθετική βάση των τραπεζών, καθώς οι καταθέσεις των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αυξήθηκαν κατά 2,7 δισεκ. ευρώ (ή 85%) και οι καταθέσεις των μη κατοίκων αυξήθηκαν κατά 2,1 δισεκ. ευρώ (ή 27%).

Οι συνθήκες εξαιρετικής αβεβαιότητας που επέφερε η πανδημία ενίσχυσαν, μετά από αρκετά έτη, τη ζήτηση χρήματος σε φυσική μορφή. Από το Μάρτιο του 2020 και μετά, διακόπηκε η σταδιακή υποχώρηση που παρουσίαζε η εγχώρια νομισματική κυκλοφορία από το δεύτερο εξάμηνο του 2015 και μετά. Επιπρόσθετα, ως αποτέλεσμα των μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης και της συρρίκνωσης του τουρισμού το 2020 και στις αρχές του 2021, περιορίστηκαν δραστικά τόσο τα τραπεζογραμμάτια που εισέρρεαν προηγουμένως στη χώρα μας από ξένους επισκέπτες, αλλά και εκείνα που επανακατατίθεντο στο τραπεζικό σύστημα εκ μέρους επιχειρήσεων σε κλάδους της οικονομίας που την περίοδο της πανδημίας υπολειπούν ή τελούσαν σε αναστολή λειτουργίας. Έτσι, αν και η μέση μηνιαία καθαρή εισροή τραπεζογραμμάτων στο τραπεζικό σύστημα το 2019 και τα δύο αμέσως προηγούμενα έτη ανερχόταν σε 600 εκατ. ευρώ περίπου, το 2020 και το πρώτο πεντάμηνο του 2021 καταγράφηκε μικρή μηνιαία καθαρή εκροή της τάξεως των 30 εκατ. ευρώ. Από το δεύτερο εξάμηνο του 2020 και μετά, η ζήτηση τραπεζογραμμάτων παρουσίασε ενδείξεις αποκλιμάκωσης, αν και εντεινόταν κατά διαστήματα λόγω της αναζωπύρωσης των κρουσμάτων και της επέκτασης των μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης.

Διάγραμμα VI.10 Καταθέσεις μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητας (Ιανουάριος 2018 - Απρίλιος 2021)



5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Το 2020 οι τράπεζες κατέγραψαν ζημίες σε επίπεδο συστήματος, κυρίως εξαιτίας του σχηματισμού αυξημένων προβλέψεων χρήσεως για τον πιστωτικό κίνδυνο. Η κεφαλαιακή επάρκεια παρέμεινε σε ικανοποιητικά επίπεδα, αν και παρουσίασε μικρή υποχώρηση, ενώ το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) μειώθηκε περαιτέρω, παραμένοντας ωστόσο σε υψηλό επίπεδο.¹¹ Το α' τρίμηνο του 2021 οι τράπεζες, συνολικά, κατέγραψαν εκ νέου ζημίες, καθώς η βελτίωση της οργανικής κερδοφορίας τους δεν ήταν αρκετή για να καλύψει την αύξηση των λειτουργικών εξόδων (κυρίως μη επαναλαμβανόμενων) και την καταγραφή προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο που συνδέεται με προγραμματισμένες πιλοποιήσεις. Ελαφρά υποχώρηση σημειώθηκε στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας ενώ οριακή αύξηση παρατηρήθηκε στο υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Οι προκλήσεις που θα κληθούν να αντιμετωπίσουν οι τράπεζες, τόσο το υπόλοιπο του 2021 όσο και τα επόμενα έτη, αφορούν την ανάγκη ενίσχυσης της οργανικής τους κερδοφορίας (μέσω νέων χορηγήσεων δανείων, αύξησης των μη επιτοκιακών εσόδων και περαιτέρω περιστολής δαπανών μέσω της αξιοποίησης της τεχνολογίας), τη δραστική μείωση των ΜΕΔ, την ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης. Κρίσιμη για την κερδοφορία των τραπεζών και το ύψος των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, θα είναι η εξέλιξη της ποιότητας του ενεργητικού μετά τη λήξη των μέτρων στήριξης της Πολιτείας και των προγραμμάτων διευκόλυνσης των αποπληρωμών δανείων που προσφέρουν οι τράπεζες στους πελάτες τους.

Ειδικότερα, όσον αφορά την κερδοφορία (βλ. Πίνακα VI.1), τα λειτουργικά έσοδα το α' τρίμηνο του 2021 αυξήθηκαν σε ετήσια βάση, υποστηριζόμενα από την αύξηση των καθαρών εσόδων τόσο από τόκους (ουσιαστικά λόγω της μείωσης των εξόδων για τόκους)¹² όσο και από μη τοκοφόρες εργασίες (κυρίως εσόδων που συνδέονται με το χαρτοφυλάκιο ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου). Τα λειτουργικά έξοδα αυξήθηκαν λόγω μη επαναλαμβανόμενων εξόδων που σχετίζονται με κόστος αναδιάρθρωσης και προγραμμάτων αποχώρησης προσωπικού σε ορισμένες τράπεζες. Αν εξαιρεθούν τα εν λόγω μη επαναλαμβανόμενα έξοδα, τα λειτουργικά έξοδα εμφάνισαν υποχώρηση αντανakλώντας τη συρρίκνωση του δικτύου καταστημάτων και του προσωπικού. Τα καθαρά έσοδα εμφάνισαν αύξηση, ωστόσο, μετά την καταγραφή των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, οι οποίες αντανakλούν κυρίως τις ζημίες συνεπεία της προγραμματισμένης πώλησης μεγάλου όγκου μη εξυπηρετούμενων δανείων μιας συστημικής τράπεζας, καθώς και γενικές και ειδικές προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο, οι τράπεζες, συνολικά, κατέγραψαν ζημίες.

Αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια, τόσο ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1) όσο και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε ενοποιημένη βάση υποχώρησαν ελαφρώς το α' τρίμηνο του 2021 σε σύγκριση με το 2020, αλλά παρέμειναν σε ικανοποιητικό επίπεδο (13,6% και 15,6% αντίστοιχα στο τέλος Μαρτίου του 2021). Ωστόσο, υπολείπονται του ευρωπαϊκού μέσου όρου. Η υποχώρηση οφείλεται στο γεγονός ότι η μείωση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων¹³ ήταν μεγαλύτερη από εκείνη των σταθμισμένων ως προς τον κίνδυνο στοιχείων ενεργητικού. Ενσωματώνοντας την πλήρη επίδραση του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9), ο δείκτης CET1 διαμορφώθηκε σε 11,8% και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 13,8%. Επίσης, σχετικά αδύναμα είναι τα μεγέθη κεφαλαιακής επάρκειας ορισμένων μη συστημικών τραπεζών. Πρέπει πάντως να επισημανθεί ότι περίπου το 65%, κατά μέσο όρο, των κεφαλαίων CET1 των τραπεζών αντιστοιχεί σε αναβαλλόμενη φορολογική

11 Αναλυτικότερα για τα οικονομικά αποτελέσματα των τραπεζών και την εξέλιξη των ΜΕΔ για το 2020 βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Ιούνιος 2021.

12 Σε αυτό συνέβαλαν η υποχώρηση των επιτοκίων καταθέσεων και οι ευνοϊκοί όροι του προγράμματος στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO III) του Ευρωσυστήματος.

13 Σημειώνεται ότι κατά τα τελευταία τρίμηνα αρνητική επίδραση στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας ασκούν οι πιλοποιήσεις που γίνονται στο πλαίσιο αντιμετώπισης των ΜΕΔ και η σταδιακή ενσωμάτωση του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9).

Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζών

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος- Μάρτιος 2020	Ιανουάριος- Μάρτιος 2021	Μεταβολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	2.564	2.773	8,1%
Καθαρά έσοδα από τόκους	1.388	1.436	3,5%
– Έσοδα από τόκους	1.862	1.834	-1,5%
– Έξοδα τόκων	-474	-398	-16,0%
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	1.311	1.468	12,0%
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	458	471	2,8%
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	839	674	-19,7%
– Λοιπά έσοδα	13	323	>100%
Λειτουργικά έξοδα	-972	-1.115	14,7%
Δαπάνες προσωπικού	-488	-554	13,6%
Διοικητικά έξοδα	-348	-412	18,7%
Αποσβέσεις	-136	-148	8,8%
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)	1.593	1.658	4,1%
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-1.370	-1.566	14,2%
Λοιπές ζημίες απομείωσης ¹	-108	-39	-64,1%
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημίες	-115	-62	-46,4%
Κέρδη προ φόρων	-1	-8	>100%
Φόροι	-92	98	-
Κέρδη/ζημίες από διακοπτόμενες δραστηριότητες ²	1	48	>100%
Κέρδη μετά από φόρους	92	-58	-

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

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

2 Τα κέρδη/ζημίες από διακοπτόμενες δραστηριότητες απορρέουν κυρίως από την αποεπένδυση των ελληνικών τραπεζών από θυγατρικές του εξωτερικού.

απαίτηση έναντι του Ελληνικού Δημοσίου. Αυτό το γεγονός χρήζει αντιμετώπισης, ιδίως αν ληφθεί υπόψη ότι το ποσοστό που αντιπροσωπεύει η αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση στα συνολικά κεφάλαια των τραπεζών εκτιμάται ότι θα αυξηθεί στο πλαίσιο της παρούσας στρατηγικής για τη μείωση των ΜΕΔ.

Μετά την υποχώρηση που εμφάνισε το υπόλοιπο των ΜΕΔ το 2020, κυρίως λόγω των πωλήσεων δανείων στο πλαίσιο αξιοποίησης του προγράμματος παροχής κρατικής εγγύησης σε τιτλοποιήσεις δανείων πιστωτικών ιδρυμάτων, γνωστού με την ονομασία “Ηρακλής”,¹⁴ οριακή αύξηση παρατηρήθηκε το α’ τρίμηνο του 2021. Το υπόλοιπο των ΜΕΔ στο τέλος Μαρτίου του 2021 ανήλθε σε 47,3 δισεκ. ευρώ (βλ. Πίνακα VI.2), το οποίο κατανέμεται κατά περίπου 58% σε επιχειρηματικά δάνεια, 28% περίπου σε στεγαστικά και το υπόλοιπο σε καταναλωτικά δάνεια.¹⁵ Επίσης, το ήμισυ σχεδόν του υπολοίπου των ΜΕΔ αφορά δανειακές συμβάσεις που έχουν ήδη καταγγεληθεί από τις τράπεζες, ακολουθούμενο από τα δάνεια αβέβαιης είσπραξης (“unlikely to pay”) και τα δάνεια σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών τα οποία δεν

14 Τον Απρίλιο του 2021 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε την παράταση του προγράμματος “Ηρακλής” μέχρι τον Οκτώβριο του 2022. Όσον αφορά τις εγγυήσεις του Ελληνικού Δημοσίου που σχετίζονται με τον “Ηρακλή”, αυτές ανέρχονται σε περίπου 8,5 δισεκ. ευρώ μέχρι στιγμής, με το ποσό αυτό να εκτιμάται ότι θα ανέλθει σύντομα στα 12 δισεκ. ευρώ μετά από επικείμενη ολοκλήρωση μίας ακόμα τιτλοποίησης.

15 Σε ενοποιημένο επίπεδο, το υπόλοιπο των ΜΕΔ ανέρχεται σε περίπου 58 δισεκ. ευρώ. Επίσης, δάνεια (εξυπηρετούμενα και μη εξυπηρετούμενα) ύψους περίπου 38 δισεκ. ευρώ δεν καταγράφονται στις λογιστικές καταστάσεις των τραπεζών και τα διαχειρίζονται οι εγχώριες Εταιρείες Διαχείρισης Απαιτήσεων από Δάνεια και Πιστώσεις.

Πίνακας VI.2 Διάρθρωση μη εξυπηρετούμενων δανείων

(σε δισεκ. ευρώ, στοιχεία εντός ισολογισμού σε ατομική βάση)

	Δεκ. 2020	Μάρ. 2021
Σύνολο μη εξυπηρετούμενων δανείων	47,2	47,3
Ανά χαρτοφυλάκιο		
<i>Επιχειρηματικά</i>	27,7	27,8
Μεγάλες επιχειρήσεις	7,0	6,6
Μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις	11,0	11,5
Ελεύθεροι επαγγελματίες και πολύ μικρές επιχειρήσεις	8,4	8,6
Ναυτιλιακά	1,1	1,1
<i>Στεγαστικά</i>	13,7	13,6
<i>Καταναλωτικά</i>	5,8	5,8
Ανά περίοδο ή κατηγορία αθέτησης		
Σε καθυστέρηση > 90 ημέρες	11,0	10,7
91-180 ημέρες	2,2	1,5
181-360 ημέρες	1,4	1,3
>1 έτος	7,4	8,0
Αβέβαιες είσπραξης	13,8	12,8
Καταγγελλόμενες απαιτήσεις	22,3	23,8
Άλλες κατηγορίες		
Σε καθεστώς ρύθμισης	28,3	27,0
Εξυπηρετούμενα δάνεια	11,6	11,4
Μη εξυπηρετούμενα δάνεια	16,7	15,6
Υπό καθεστώς νομικής προστασίας	5,5	5,2

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας VI.3 Βασικοί δείκτες ποιότητας χαρτοφυλακίων δανείων

(ποσοστό %, στοιχεία εντός ισολογισμού)

	Δεκ. 2020	Μάρ. 2021
Δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ)	30,1	30,3
Δείκτης ΜΕΔ ανά χαρτοφυλάκιο		
<i>Επιχειρηματικά</i>	27,8	27,9
Μεγάλες επιχειρήσεις	15,0	14,2
Μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις	38,8	41,1
Ελεύθεροι επαγγελματίες και πολύ μικρές επιχειρήσεις	51,0	50,8
Ναυτιλιακά	13,9	13,3
<i>Στεγαστικά</i>	31,0	31,1
<i>Καταναλωτικά</i>	46,0	47,3
Δείκτης διάρθρωσης ΜΕΔ ανά περίοδο ή κατηγορία αθέτησης		
Σε καθυστέρηση > 90 ημέρες	21,2	22,1
91-180 ημέρες	4,8	3,1
181-360 ημέρες	2,9	2,7
>1 έτος	15,7	16,8
Αβέβαιες είσπραξης	29,4	27,0
Καταγγελλόμενες απαιτήσεις	47,3	50,3
Δείκτης ΜΕΔ άλλων κατηγοριών		
Σε καθεστώς ρύθμισης (ως προς σύνολο δανείων)	18,0	17,3
Εξυπηρετούμενα δάνεια	7,4	7,3
Μη εξυπηρετούμενα δάνεια	10,6	10
Υπό καθεστώς νομικής προστασίας	11,6	10,9
Άλλοι δείκτες		
Δείκτης κάλυψης ΜΕΔ από προβλέψεις	46,7	47
Δείκτης αθέτησης (default rate)	1,1	1
Δείκτης αποκατάστασης της τακτικής εξυπηρέτησης δανείων (cure rate)	1,3	1,9

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

έχουν ακόμη καταγγελθεί.¹⁶ Σημαντικό ποσοστό των ΜΕΔ (το 1/3 περίπου κατ' αξία) συνδέεται με κάποιου είδους ρύθμιση, ενώ συνολικά σε καθεστώς ρύθμισης υπάγεται περίπου το 1/6 του συνολικού υπολοίπου των δανείων, εξυπηρετούμενων και μη. Επισημαίνεται ότι υψηλό ποσοστό των δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης εμφάνισε και πάλι καθυστέρηση και μάλιστα σε αρκετές περιπτώσεις η εξέλιξη αυτή παρατηρείται σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα μετά την εφαρμογή της ρύθμισης.

Όσον αφορά βασικούς δείκτες ποιότητας των ΜΕΔ (βλ. Πίνακα VI.3), ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων παρέμεινε υψηλός (30,3%) στο τέλος Μαρτίου του 2021,¹⁷ σχεδόν δωδεκαπλάσιος του αντίστοιχου μεγέθους για τις τράπεζες που εποπτεύονται από τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό στη ζώνη του ευρώ. Συγκριτικά καλύτερη επίδοση καταγράφει ο δείκτης ΜΕΔ για το επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο¹⁸ έναντι των αντίστοιχων μεγεθών για το στεγαστικό και το

16 Περίπου το 74% των ΜΕΔ που δεν έχουν ακόμη καταγγελθεί έχει καθυστέρηση μεγαλύτερη του ενός έτους, με το μεγαλύτερο ποσοστό να αντιστοιχεί σε επιχειρηματικά δάνεια.

17 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.

18 Εντός του επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου, ο δείκτης για το χαρτοφυλάκιο τόσο των ελεύθερων επαγγελματιών και πολύ μικρών επιχειρήσεων όσο και των μικρομεσαίων επιχειρήσεων παραμένει ιδιαίτερα υψηλός. Καλύτερες επιδόσεις παρατηρούνται στο χαρτοφυλάκιο των μεγάλων επιχειρήσεων και στο χαρτοφυλάκιο των ναυτιλιακών δανείων.

καταναλωτικό χαρτοφυλάκιο. Όσον αφορά την κλαδική ανάλυση, ο δείκτης ΜΕΔ των τριών κλάδων με το υψηλότερο υπόλοιπο δανείων, δηλαδή του εμπορίου, της μεταποίησης και των κατασκευών, ανήλθε σε περίπου 32,7%, 26,5% και 36,4% αντίστοιχα. Στους συναφείς με τον τουρισμό κλάδους, όπως των καταλυμάτων και της εστίασης, ο αντίστοιχος λόγος ΜΕΔ ανήλθε σε περίπου 20,6% και 50,5% αντίστοιχα.

Οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για τις ελληνικές τράπεζες είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με την εξέλιξη της πανδημίας και τις επιπτώσεις της στην πραγματική οικονομία, αλλά και με την αξιοποίηση των πόρων του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων ασκεί πίεση στα καθαρά έσοδα από τόκους των τραπεζών, αναδεικνύοντας την ανάγκη νέων χορηγήσεων, αναζήτησης εναλλακτικών των επιτοκιακών πηγών εσόδων και περαιτέρω εξορθολογισμού του κόστους μέσω και της επιτάχυνσης του ψηφιακού μετασχηματισμού (βλ. Πλαίσια VI.1 και VI.2). Όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο, αναμένεται αύξηση εξαιτίας της επιδείνωσης της χρηματοοικονομικής κατάστασης επιχειρήσεων και νοικοκυριών και του γεγονότος ότι σημαντικό μέρος των δανείων που τελούσαν σε αναστολή πληρωμών ταξινομείται ως αυξημένου κινδύνου. Συνεπώς, εκτιμάται ότι θα προκύψουν νέα ΜΕΔ ως αποτέλεσμα της πανδημίας. Θετικές εξελίξεις κατά τη διάρκεια του 2021 αποτέλεσαν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας Πειραιώς κατά 1,4 δισεκ. ευρώ, η έκδοση ομολόγου Additional Tier 1 ύψους 600 εκατ. ευρώ από την ίδια τράπεζα, η έκδοση ομολόγου Tier 2 ύψους 500 εκατ. ευρώ από την Alpha Bank και η απόφασή της να προχωρήσει σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Επίσης, οι τράπεζες, κυρίως οι συστημικές, στοχεύουν σε πιο επιθετικές πολιτικές μείωσης των ΜΕΔ και εκτιμάται ότι ο δείκτης ΜΕΔ θα μπορούσε να μειωθεί σε μονοψήφιο ποσοστό σε επίπεδο συστήματος μέχρι το τέλος του 2022. Ωστόσο, ορισμένες τράπεζες, ιδίως μη συστημικές, δεν φαίνεται να ακολουθούν τη γενικότερη δυναμική μείωσης των ΜΕΔ. Τέλος, τέθηκαν εντός του τρέχοντος έτους σε ισχύ οι διατάξεις του νόμου 4738/2020 (“Ρύθμιση οφειλών και παροχή δεύτερης ευκαιρίας και άλλες διατάξεις”), η εφαρμογή των οποίων εκτιμάται ότι θα συμβάλει θετικά, μεταξύ άλλων, στη βελτίωση της ποιότητας του ενεργητικού των τραπεζών και γενικότερα στην ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας μέσω των διαδικασιών αναδιάρθρωσης και ανόρθωσης βιώσιμων επιχειρήσεων και αξιοποίησης των εργαλείων έγκαιρης προειδοποίησης περιστάσεων που μπορεί να οδηγήσουν σε αφερεγγυότητα.

Πλαίσιο VI.1

ΨΗΦΙΑΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ: Η ΔΕΣΜΗ ΠΡΟΤΑΣΕΩΝ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

Ο όρος ψηφιακή χρηματοοικονομική (digital finance) χρησιμοποιείται για να περιγράψει τις επιδράσεις των νέων τεχνολογιών στην παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Είναι πλέον προφανές ότι το μέλλον της παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών είναι ψηφιακό, καθώς όλο και περισσότεροι καταναλωτές και επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τη νέα τεχνολογία για την πρόσβαση σε χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Νεοφυείς επιχειρήσεις (start-ups), υφιστάμενοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί (incumbents) ή μεγάλες εταιρίες τεχνολογίας (big-techs) με τη χρήση ψηφιακών τεχνολογιών αιχμής προσφέρουν νέες λύσεις σε υφιστάμενα χρηματοοικονομικά προβλήματα. Το κανονιστικό πλαίσιο αποτελεί βασικό παράγοντα ενθάρρυνσης νέων λύσεων, στο βαθμό που αντιμετωπίζει τους νεοεμφανιζόμενους κινδύνους και προκλήσεις. Η αναγκαιότητα ρυθμιστικής παρέμβασης είναι ακόμα πιο επιτακτική, καθώς είναι κοινά αποδεκτό ότι κατά τη διάρκεια της πανδημίας οι νέες τεχνολογίες διατήρησαν σε λειτουργία τις επιχειρήσεις και τις δημόσιες υπηρεσίες, διασφάλισαν τη συνέχιση των εμπορικών συναλλαγών και επέτρεψαν την πρόσβαση των καταναλωτών σε υπηρεσίες και αγαθά. Στο πλαίσιο των μέτρων ανάκαμψης από τις επιπτώσεις της πανδημίας, μεταξύ των προτάσεων¹ περιλαμβάνεται η βάθυνση και περαιτέρω ψηφιοποίηση της ενιαίας αγοράς.

¹ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, (2020), “Η ώρα της Ευρώπης: ανασύνταξη και προετοιμασία για την επόμενη γενιά”, Μάιος, COM(2020) 456 final.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε μια συγκροτημένη πρωτοβουλία, με τη δημοσιοποίηση δέσμης προτάσεων για την ψηφιακή χρηματοοικονομική (Digital Finance Package). Η πρωτοβουλία αποσκοπεί στην επίτευξη ενός ολοκληρωμένου κανονιστικού πλαισίου για τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, κατάλληλου για την ψηφιακή εποχή, ώστε να δημιουργηθεί ένας ανταγωνιστικός χρηματοπιστωτικός τομέας που επιτρέπει την πρόσβαση σε καινοτόμα χρηματοοικονομικά προϊόντα, διασφαλίζοντας παράλληλα την προστασία των καταναλωτών και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Στόχος είναι ο ψηφιακός εκσυγχρονισμός όλων της τομέων της ευρωπαϊκής οικονομίας ώστε να μετατραπεί η Ευρώπη σε διεθνή παράγοντα ψηφιακής τεχνολογίας.

Η δέσμη προτάσεων αποτελείται από πέντε ακρογωνιαίους λίθους: τη στρατηγική ψηφιακών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (digital finance strategy),² τη στρατηγική για τις πληρωμές λιανικής (strategy on retail payments),³ την πρόταση κανονισμού σχετικά με τα κρυπτοστοιχεία (cryptoassets),⁴ ένα πιλοτικό πρόγραμμα για τις υποδομές της αγοράς που χρησιμοποιούν τεχνολογίες κατακευματισμένου καθολικού (Distributed Ledger Technology – DLT)⁵ και την πρόταση κανονισμού για την επιχειρησιακή ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα (operational resilience).⁶

Ψηφιακή χρηματοοικονομική στρατηγική

Η Ψηφιακή Χρηματοοικονομική Στρατηγική καθορίζει τον τρόπο με τον οποίο μπορεί να υποστηριχθεί ο ψηφιακός μετασχηματισμός του χρηματοπιστωτικού τομέα, με κύριες προτεραιότητες:

- την καταπολέμηση του κατακευματισμού της ενιαίας ψηφιακής αγοράς,
- την προσαρμογή του κανονιστικού πλαισίου για τη διευκόλυνση της ψηφιακής καινοτομίας, και
- τη διευκόλυνση της παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών με βάση την ανταλλαγή δεδομένων και πληροφοριών.

Για την αντιμετώπιση του κατακευματισμού της αγοράς, στόχος είναι η διευκόλυνση της πρόσβασης των καταναλωτών σε ψηφιακές υπηρεσίες σε διασυνοριακή βάση, π.χ. με τη δυνατότητα χρήσης λύσεων ψηφιακής ταυτότητας σε διάφορα λειτουργικά συστήματα, καθώς και η επέκταση του “μηχανισμού διαβατηρίου” (passporting) για ψηφιακές υπηρεσίες που δεν καλύπτονται από το υφιστάμενο πλαίσιο. Σχετικά με την προσαρμογή του κανονιστικού πλαισίου, επιδιώκεται τα νέα τεχνολογικά εργαλεία να μη θέτουν εμπόδια στην περαιτέρω ψηφιοποίηση των υπηρεσιών και να χρησιμοποιούνται με δίκαιο και ισότιμο τρόπο. Η στρατηγική συμπληρώνεται με επιμέρους εξειδικευμένο κανονιστικό πλαίσιο, όπως αυτό που δημοσιοποιήθηκε για την τεχνητή νοημοσύνη.⁷

Σημειώνεται ότι όλο το πλαίσιο διέπεται από την αρχή της τεχνολογικής ουδετερότητας, δηλ. την καθιέρωση ενιαίων κανόνων ανεξάρτητα από τον πάροχο της καινοτόμου λύσης, ώστε να υλοποιηθεί η πολιτική των ίσων ευκαιριών. Η αρχή αυτή κωδικοποιείται ως “ίδια δραστηριότητα, ίδιοι κίνδυνοι, ίδιοι κανόνες” (“same activity, same risk, same rules” principle).

Πολλές από τις προτάσεις συνάδουν με το Σχέδιο Δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών,⁸ καθώς οι καινοτόμες επιχειρήσεις χρειάζονται χρηματοδότηση, η οποία μπορεί να εξασφαλιστεί κυρίως από τις κεφαλαιαγορές, ιδιαι-

2 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, (2020), “Στρατηγική ψηφιακών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών για την ΕΕ”, Σεπτέμβριος, COM(2020) 591 final.

3 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, (2020), “Στρατηγική πληρωμών λιανικής για την ΕΕ”, Σεπτέμβριος, COM(2020) 592 final.

4 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, (2020), “Πρόταση κανονισμού για τις αγορές κρυπτοστοιχείων”, Σεπτέμβριος, COM(2020) 593 final.

5 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, (2020), “Πρόταση κανονισμού σχετικά με ένα πιλοτικό καθεστώς για τις υποδομές της αγοράς που βασίζονται σε τεχνολογία κατακευματισμένου καθολικού”, Σεπτέμβριος, COM(2020) 594 final.

6 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, (2020), “Πρόταση κανονισμού σχετικά με την ψηφιακή επιχειρησιακή ανθεκτικότητα του χρηματοοικονομικού τομέα”, Σεπτέμβριος, COM(2020) 595 final.

7 Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσιοποίησε πρόταση κανονισμού σχετικά με την ηθική διάσταση της τεχνητής νοημοσύνης. Παραδείγματος χάριν, συστήματα τεχνητής νοημοσύνης που αποτελούν απειλή για την ασφάλεια, τη διαβίωση και τα δικαιώματα των ανθρώπων θεωρείται ότι έχουν μη αποδεκτό κίνδυνο και απαγορεύονται. Σε αυτά περιλαμβάνονται, μεταξύ άλλων, εφαρμογές που ποδηγετούν την ανθρώπινη συμπεριφορά, εφαρμογές που παρακάμπτουν την ελεύθερη βούληση, καθώς και συστήματα που επιτρέπουν “κοινωνική βαθμονόμηση” (social scoring) από κυβερνήσεις. Για πλήθος εφαρμογών υψηλού κινδύνου, π.χ. ταυτοποίηση με βιομετρικά χαρακτηριστικά, προβλέπονται αυστηροί περιορισμοί πριν από τη χρησιμοποίησή τους. Βλ. European Commission (2021), “Laying down harmonised rules on artificial intelligence”, April, COM(2021) 206 final.

8 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, (2020), “Ένωση Κεφαλαιαγορών για τα άτομα και τις επιχειρήσεις – νέο σχέδιο δράσης”, Σεπτέμβριος, COM(2020) 590 final.

τερα για νεοφυείς επιχειρήσεις που συνήθως δεν διαθέτουν τις εμπράγματες ασφάλειες που απαιτούνται για τα τραπεζικά δάνεια. Επίσης, στοιχείο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών είναι η ανάπτυξη υποδομών που διευκολύνουν την πρόσβαση στις διαθέσιμες πηγές πληροφοριών, καθώς και την ενίσχυση της διαλειτουργικότητάς τους σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτό απαιτεί ανάπτυξη ψηφιακών δεξιοτήτων ώστε να καταστεί δυνατή η πρόωθηση και υιοθέτηση νέων τεχνολογιών και η προσβασιμότητα σε αυτές, γεγονός που επιτείνει την ανάγκη βάθυνσης της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Γενικότερα, καθώς ο ψηφιακός χρηματοπιστωτικός τομέας καταργεί συννοριακούς διαχωρισμούς, δίνει τη δυνατότητα ταχύτερης ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών τόσο στο πλαίσιο της Τραπεζικής Ένωσης όσο και της Ένωσης Κεφαλαιαγορών.

Επίσης, πολλές από τις προτάσεις εντάσσονται στην επέκταση της “ανοικτής τραπεζικής” (open banking) στην κατεύθυνση της “ανοικτής χρηματοοικονομικής” (open finance), όπου το άνοιγμα των δεδομένων για λογαριασμούς πληρωμών μπορεί να επεκταθεί για τα υπόλοιπα χρηματοπιστωτικά μέσα. Καταλύτης για την “ανοικτή τραπεζική” είναι η Οδηγία για τις υπηρεσίες πληρωμών (PSD2),⁹ η οποία αποτέλεσε σημαντικό βήμα προόδου για την ανταλλαγή και τη χρήση δεδομένων, κατόπιν έγκρισης του πελάτη, από τράπεζες και τρίτους παρόχους για τη δημιουργία νέων υπηρεσιών. Η επέκταση της πρόσβασης στα δεδομένα των πελατών δίνει τη δυνατότητα σε υφιστάμενους και νέους παρόχους να προσφέρουν πιο εξατομικευμένες υπηρεσίες, οι οποίες θα είναι καλύτερα προσαρμοσμένες στο προφίλ και τις ανάγκες των πελατών.

Στρατηγική για τις πληρωμές λιανικής

Οι πληρωμές λιανικής βρίσκονται στην πρώτη γραμμή της ψηφιακής καινοτομίας στο χρηματοπιστωτικό τομέα, καθώς ο ρυθμός των τεχνολογικών αλλαγών είναι ραγδαίος και η κλίμακά τους μεγάλη. Η στρατηγική στοχεύει στην περαιτέρω ανάπτυξη της ενιαίας αγοράς πληρωμών και στην ανάπτυξη λύσεων σε διασυνοριακό επίπεδο, ώστε οι καταναλωτές να επωφεληθούν από τα πλεονεκτήματα της ψηφιοποίησης και να μετριαστεί η ισχύς των μεγάλων εταιριών τεχνολογίας, οι οποίες έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν τη διεθνή πελατειακή τους βάση για να υπερκεράζουν λύσεις που περιορίζονται σε αγορές με βάση τα εθνικά σύνορα.

Το σχέδιο δράσης αναπτύσσεται σε τέσσερις πυλώνες, οι οποίοι συνδέονται μεταξύ τους. Ο πρώτος πυλώνας σχετίζεται με την αύξηση των επιλογών και των λύσεων πληρωμών στον πανευρωπαϊκό χώρο. Ως βασική στρατηγική προτάσσεται η υλοποίηση της διαδικασίας των “άμεσων πληρωμών” (instant payments), δηλ. τα χρηματικά ποσά να τίθενται αμέσως και αμετακλήτως στη διάθεση του δικαιούχου πληρωμής. Για να επιτύχει το εγχείρημα και να αποτελέσουν οι άμεσες πληρωμές το “νέο κανόνα”, πρέπει να χαίρουν της εμπιστοσύνης των καταναλωτών, π.χ. να αντιμετωπιστεί η δυνατότητα αντιστροφής μιας συναλλαγής σε περίπτωση λάθους ή απάτης και να διευρυνθεί το φάσμα των παραγωγικών μονάδων που δέχονται ψηφιακές πληρωμές.

Ο δεύτερος πυλώνας εστιάζει στην ασφάλεια των πληρωμών, η οποία είναι βασική συνιστώσα της εμπιστοσύνης των καταναλωτών. Έμφαση δίνεται στην αυστηρή εξακρίβωση της ταυτότητας κάθε φορά που ένας χρήστης διενεργεί μια ηλεκτρονική πληρωμή ή έχει πρόσβαση στη διαδικτυακή τραπεζική. Οι λύσεις που έχουν αναπτυχθεί βασίζονται στη χρήση δύο ή περισσότερων στοιχείων από τα παρακάτω: είτε κάτι που γνωρίζει μόνο ο χρήστης, είτε κάτι που κατέχει μόνο ο χρήστης, είτε κάποιο μοναδικό φυσικό χαρακτηριστικό του χρήστη (π.χ. βιομετρικά στοιχεία). Όμως, λόγω της εμφάνισης συνεχώς νέων μορφών απάτης, παράλληλα με τους αυστηρούς κανόνες εξακρίβωσης της ταυτότητας του πελάτη, οι πάροχοι πρέπει να εφαρμόζουν τεχνολογίες αιχμής για τον εντοπισμό και την πρόληψη της απάτης και να προστατεύουν τον εαυτό τους από κακόβουλες επιθέσεις στον κυβερνοχώρο.

Περαιτέρω, η ελκυστικότητα των λύσεων για τους καταναλωτές εδράζεται στην προσβασιμότητα και διαλειτουργικότητα των συστημάτων πληρωμών, το οποίο αποτελεί το αντικείμενο του τρίτου πυλώνα, και την αποτελεσματικότητα των διεθνών πληρωμών, το οποίο αποτελεί αντικείμενο του τέταρτου πυλώνα. Οι πάροχοι υπηρεσιών πληρωμών πρέπει να είναι σε θέση να προσφέρουν σε όλους τους χρήστες καινοτόμες λύσεις πληρωμών με τη χρήση όλων των σχετικών τεχνικών υποδομών, χωρίς αδικαιολόγητους περιορισμούς και υπό δίκαιους, εύλογους

9 Τράπεζα της Ελλάδος (2020), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2019*, Πλαίσιο VI.3, “Η 2η Οδηγία για τις υπηρεσίες πληρωμών (PSD2) και οι δυναμικές επιδράσεις της στο χρηματοπιστωτικό σύστημα”.

και αμερόληπτους όρους και προϋποθέσεις πρόσβασης. Για τις διασυστοριακές πληρωμές, ο στόχος είναι να γίνουν ταχύτερες και οικονομικά πιο προσιτές, να διευκολύνουν την πρόσβαση και να είναι πιο διαφανείς και εύχρηστες. Έτσι ισχυροποιείται ο διεθνής ρόλος του ευρώ.

Ψηφιακή επιχειρησιακή ανθεκτικότητα

Η δέσμη προτάσεων ψηφιακής χρηματοοικονομικής περιλαμβάνει νομοθετικές πρωτοβουλίες για την ψηφιακή επιχειρησιακή ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα. Κατ' ουσίαν αναφέρεται στην ικανότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να εντάξουν στις διαδικασίες διαχείρισης κινδύνων τον κίνδυνο που συνδέεται με τις τεχνολογίες πληροφοριών και επικοινωνιών (Information and Communication Technologies – ICT risks). Η πρόταση έχει πολλές ομοιότητες με την προσέγγιση του λειτουργικού κινδύνου στο πλαίσιο της Βασιλείας,¹⁰ αλλά περιορίζεται στην ανάλυση της ψηφιακής επιχειρησιακής ανθεκτικότητας και δεν επεκτείνεται σε άλλες πηγές κινδύνου όπως αυτές που αναλύονται στο πλαίσιο της Βασιλείας.

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πρέπει να δημιουργήσουν και να διατηρήσουν ένα ολοκληρωμένο και καλά τεκμηριωμένο πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων ICT που ανταποκρίνεται στις επιχειρηματικές ανάγκες, το μέγεθος και την πολυπλοκότητά τους. Στο πλαίσιο αυτό πρέπει να αναγνωρίζουν όλες τις πηγές κινδύνου σε συνεχή βάση, να παρακολουθούν, να ταξινομούν και να τεκμηριώνουν όλες τις επιχειρηματικές λειτουργίες που σχετίζονται με τον κίνδυνο και να υλοποιούν πολιτικές διαχείρισης και ελέγχου με την ανάπτυξη κατάλληλων στρατηγικών, πολιτικών, διαδικασιών, πρωτοκόλλων και εργαλείων. Παράλληλα, πρέπει να έχουν μια ολοκληρωμένη πολιτική επιχειρησιακής συνέχειας, σχέδια αναδιάρθρωσης και ανάκαμψης και πολιτική επικοινωνιών. Επίσης, πρέπει να διενεργούν δοκιμές ψηφιακής επιχειρησιακής ανθεκτικότητας και να παρακολουθούν τον κίνδυνο που πηγάζει από την εξωτερική ανάθεση λειτουργιών (outsourcing risk). Επιπλέον, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πρέπει να διαθέτουν σύστημα καταγραφής και διαχείρισης συμβάντων που σχετίζονται με τον κίνδυνο ICT. Πρέπει να ταξινομούν τα συμβάντα με βάση προκαθορισμένα κριτήρια και να αναφέρουν τα σημαντικότερα εξ αυτών στις ρυθμιστικές αρχές.

Μετασχηματιστικές τεχνολογίες και κρυπτοστοιχεία

Οι δύο επόμενες προτάσεις της δέσμης μέτρων για την ψηφιακή χρηματοοικονομική είναι πρωτοποριακές και εστιάζουν στην ανάπτυξη μετασχηματιστικών τεχνολογιών, δηλ. τεχνολογιών που έχουν ουσιώδη αντίκτυπο στη χρηματοπιστωτική αγορά (market disruption), όπως η τεχνολογία καταμεμημένου καθολικού (DLT), στη ρυθμιστική παρέμβαση για τα κρυπτοστοιχεία (cryptoassets) καθώς και στη ρυθμιστική παρέμβαση για τα σταθερά κρυπτονομίσματα (stablecoins).

Η τεχνολογία καταμεμημένου καθολικού αλλάζει τον τρόπο διενέργειας και διεκπεραίωσης μιας συναλλαγής, καθώς δεν απαιτεί την ύπαρξη ενός κεντρικού αντισυμβαλλομένου (π.χ. μιας τράπεζας) για να οριστικοποιηθεί μια συναλλαγή. Αντίθετα απαιτεί ένα δίκτυο συνδεδεμένων υπολογιστών (nodes) όπου όλοι είναι ομότιμοι (peer-to-peer), χωρίς ιεραρχία και χωρίς να υπάρχει ένα κεντρικό σημείο ελέγχου. Το δίκτυο διαχειρίζεται ένα δημόσιο σύστημα καταγραφής, ένα δημόσιο μητρώο, στο οποίο καταγράφεται όλη η ιστορία των συναλλαγών και στο οποίο έχουν πρόσβαση όλοι οι συμμετέχοντες στο δίκτυο. Για να πραγματοποιηθεί μια συναλλαγή, απαιτείται η συναίνεση όλων των συμμετεχόντων με βάση ένα πρωτόκολλο. Με άλλα λόγια, δεν υπάρχει ένα κεντρικό σημείο αναφοράς όπου τηρείται ένα ιδιωτικό μητρώο μέσω του οποίου πραγματοποιούνται και στο οποίο καταγράφονται οι συναλλαγές.

Η πιο διαδεδομένη εφαρμογή της τεχνολογίας καταμεμημένου καθολικού είναι η τεχνολογία blockchain, όπου οι συναλλαγές ομαδοποιούνται σε συστοιχίες (blocks), οι οποίες συνδέονται μεταξύ τους σε αλυσίδα (chain). Η ακεραιότητα του συστήματος εξασφαλίζεται με τη μέθοδο της κρυπτογράφησης. Η τεχνολογία blockchain, αν και αρχικά συνδέθηκε με τη δημιουργία του κρυπτονομίσματος bitcoin, στη συνέχεια έχει ανεξαρτητοποιηθεί και προσφέρει τη δυνατότητα να ψηφιοποιηθεί οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο ώστε να διευκολυνθεί η διαπραγμάτευση, η πώληση ή η ανταλλαγή του. Τα δικαιώματα ή οι υποχρεώσεις επί του περιουσιακού στοιχείου μετασχηματίζονται σε μοναδιαία ψηφιακή αποτύπωση (token) και έτσι δημιουργούνται τα κρυπτοστοιχεία.

¹⁰ Basel Committee on Banking Supervision (2021), "Principles for operational resilience", March. Στο κείμενο η επιχειρησιακή ανθεκτικότητα ορίζεται ως η ικανότητα μιας τράπεζας να συνεχίσει τις κρίσιμες λειτουργίες της εν μέσω διαταραχών.

Η ψηφιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων αποτελεί μια σημαντική εξέλιξη των τελευταίων ετών, αλλά στην Ευρωπαϊκή Ένωση οι υποδομές της αγοράς που χρησιμοποιούν την τεχνολογία DLT είναι περιορισμένες και δεν είναι πάντοτε εφικτό να διαπιστωθεί αν το κανονιστικό πλαίσιο αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα ή όχι. Για να μη διαταραχθεί η εξέλιξη της αγοράς, αλλά και για να διευκολυνθεί η περαιτέρω χρησιμοποίηση της τεχνολογίας, κρίθηκε σκόπιμο οι υποδομές της αγοράς, δηλ. οι πλατφόρμες¹¹ διαπραγμάτευσης και διακανονισμού συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα με τη μορφή κρυπτοστοιχείων, να υπαχθούν σε ένα πιλοτικό προσωρινό καθεστώς, όπου θα επιτρέπεται, υπό περιορισμούς, να λειτουργούν με ορισμένους εναλλακτικούς κανόνες σε σχέση με τις προβλέψεις του κανονιστικού πλαισίου. Η λύση αντιπροσωπεύει τη λεγόμενη προσέγγιση “sandbox” (ή προστατευμένο περιβάλλον),¹² όπου ελέγχεται αν οι υφιστάμενοι κανόνες θέτουν εμπόδια στην υιοθέτηση νέων τεχνολογιών. Επιτρέπονται προσωρινές παρεκκλίσεις από τους υπάρχοντες κανόνες έτσι ώστε να αποκτηθεί εμπειρία σχετικά με τη χρησιμοποίηση της τεχνολογίας κατανεμημένου καθολικού, να αναδειχθούν τα κενά του κανονιστικού πλαισίου και να διερευνηθεί αν διασφαλίζεται η προστασία των επενδυτών, η ακεραιότητα της αγοράς και η χρηματοοικονομική σταθερότητα. Αποτελεί ένα σημαντικό βήμα για την άρση των ανασταλτικών παραγόντων πριν από την υιοθέτηση πιο μόνιμων κανόνων. Γενικότερα, η πρωτοβουλία αναμένεται να διευκολύνει την πρωτογενή και δευτερογενή αγορά κρυπτοστοιχείων, να ενδυναμώσει την ασφάλεια δικαίου των χρηστών, να διευκολύνει περαιτέρω εφαρμογές σε πλατφόρμα blockchain με τη μετατροπή των παραδοσιακών χρηματοπιστωτικών μέσων σε ψηφιακά αποτυπώματα ή κέρματα (tokens), καθώς και να συμβάλει στην ευρύτερη χρήση της τεχνολογίας DLT σε χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

Άμεσα συνυφασμένη με τα παραπάνω είναι και η πρόταση κανονισμού για τα κρυπτοστοιχεία.¹³ Το πρόβλημα με τα κρυπτοστοιχεία είναι ότι ο χαρακτηρισμός τους ενέχει μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας και δεν μπορούν να θεωρηθούν, σε κάθε περίπτωση, ως χρηματοπιστωτικά μέσα¹⁴ ώστε να καλύπτονται από το υπάρχον θεσμικό πλαίσιο. Η πρόταση λοιπόν της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αναφέρεται στα κρυπτοστοιχεία που δεν εμπíπτουν στον ορισμό των χρηματοπιστωτικών μέσων και συνεπώς δεν εμπíπτουν στην υφιστάμενη νομοθεσία για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Σε αυτά περιλαμβάνονται τα κρυπτοστοιχεία αγοράς υπηρεσιών (utility tokens) και τα σταθερά κρυπτονομίσματα (stablecoins), τα οποία αποτελούν εξέλιξη των κρυπτονομισμάτων (cryptocurrencies).

Τα κρυπτονομίσματα αποτελούν τα παλαιότερα και πιο γνωστά παραδείγματα κρυπτοστοιχείων. Χρησιμοποιούν την τεχνολογία blockchain και είναι σχεδιασμένα ως μέσον ανταλλαγής γενικού σκοπού στο πλαίσιο της πλατφόρμας δημιουργίας τους. Μεταξύ των διάφορων κρυπτονομισμάτων που δημιουργήθηκαν, το bitcoin είναι κυρίαρχο, το πιο αναγνωρίσιμο και με το μεγαλύτερο μερίδιο στην αγορά. Οι αρχικές προσδοκίες των δημιουργών ήταν να αποτελέσει μέσο συναλλαγών, παράλληλα με τα παραδοσιακά νομίσματα, προτείνοντας ένα νέο τρόπο εμπιστοσύνης μεταξύ των συναλλασσομένων χωρίς τη διαμεσολάβηση μιας κεντρικής τράπεζας. Όμως η μεγάλη μεταβλητότητα της τιμής δεν δικαιώσε αυτή την προσδοκία. Η εξέλιξη ήταν η εμφάνιση των σταθερών κρυπτονομισμάτων, όπου η σταθεροποίηση της αξίας επιδιώκεται με εξασφάλιση ενός καλαθιού περιουσιακών στοι-

11 Ως υποδομές της αγοράς ορίζονται είτε ένας πολυμερής μηχανισμός διαπραγμάτευσης που χρησιμοποιεί τεχνολογία DLT ή ένα σύστημα διακανονισμού τίτλων, το οποίο τελεί υπό τη διαχείριση “Κεντρικού Αποθετηρίου Τίτλων” και χρησιμοποιεί τεχνολογία DLT.

12 Τα προστατευμένα κανονιστικά περιβάλλοντα (regulatory sandboxes) δίνουν τη δυνατότητα σε παρόχους FinTech να δοκιμάζουν καινοτόμες λύσεις τεχνολογίας με την υποστήριξη μιας Αρχής για περιορισμένο χρονικό διάστημα, ώστε να έχουν τη δυνατότητα να επικυρώνουν και να υποβάλλουν σε δοκιμές το επιχειρηματικό τους μοντέλο σε ένα ασφαλές περιβάλλον. Βλ. European Banking Authority, (2017), “Discussion Paper on the EBA’s approach to financial technology (FinTech)”, August, EBA/DP/2017/02.

13 Τα κρυπτοστοιχεία είναι ψηφιακά περιουσιακά στοιχεία (digital assets), τα οποία απεικονίζουν, σε μια πλατφόρμα blockchain, μια αξία, ένα δικαίωμα ή μια υποχρέωση. Ο στόχος της ψηφιακής απεικόνισης είναι η ανάπτυξη ενσωματωμένων εφαρμογών ώστε να μπορούν να γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης, πώλησης ή ανταλλαγής. Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος (2020), Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2019, Πλαίσιο III.2 “Κρυπτοστοιχεία (Cryptoassets): Πρόσφατες εξελίξεις και ενδεχόμενες επιπτώσεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα”.

14 Τα χρηματοπιστωτικά μέσα προσδιορίζονται σαφώς στην Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MiFID II), στην οποία δεν περιλαμβάνονται αυτά που δημιουργήθηκαν με την τεχνολογία κατανεμημένου καθολικού. Προτείνεται νέος ορισμός σε τροποποιήσεις που περιλαμβάνονται στην πρόταση COM(2020) 596 final.

χείων. Η δομή των σταθερών κρυπτονομισμάτων είναι πολύπλοκη και αποτελείται από πολλές αλληλεξαρτώμενες λειτουργίες και νομικές οντότητες.¹⁵

Για τις ανάγκες του κανονισμού τα κρυπτοστοιχεία διαχωρίζονται σε τρεις κατηγορίες:¹⁶

- Ψηφιακό κέρμα αγοράς υπηρεσιών (utility token): κρυπτοστοιχείο που προορίζεται για την παροχή ψηφιακής πρόσβασης σε ένα προϊόν ή μια υπηρεσία, διαθέσιμο σε DLT, και είναι αποδεκτό μόνο από τον εκδότη του εν λόγω ψηφιακού κέρματος.
- Ψηφιακό κέρμα με εγγύηση περιουσιακών στοιχείων (asset-referenced token): κρυπτοστοιχείο με εγγύηση περιουσιακά στοιχεία όπως νομίσματα, εμπορεύματα, κρυπτονομίσματα.
- Ψηφιακό κέρμα ηλεκτρονικού χρήματος (e-money token): κρυπτοστοιχείο με εγγύηση ενός παραστατικού νομίσματος που αποτελεί νόμιμο χρήμα.

Η έκδοση όλων των παραπάνω μετατρέπεται σε ρυθμιζόμενη υπηρεσία, γεγονός που σημαίνει ότι υπόκειται σε κανόνες αδειοδότησης.

Για τους παρόχους ψηφιακών κερμάτων αγοράς υπηρεσιών (utility tokens) προτείνεται να υπαχθούν στο δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης ώστε να επωφεληθούν από τις ρυθμίσεις διαβατηρίου. Έτσι, στα πρότυπα των εκδοτών κινητών αξιών χωρίς την τεχνολογία DLT, πριν από τη δημόσια προσφορά ή πριν από την αποδοχή προς διαπραγμάτευση σε πλατφόρμα διαπραγμάτευσης πρέπει να δημοσιοποιηθεί μία λευκή βίβλος (white paper), κατ'αντιστοιχία με το ενημερωτικό δελτίο, που περιέχει λεπτομερή περιγραφή του εκδότη, των χαρακτηριστικών της δημόσιας προσφοράς, των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων που συνδέονται με τα κρυπτοστοιχεία, πληροφορίες σχετικά με την υποκείμενη τεχνολογία, καθώς και περιγραφή των κινδύνων. Επίσης πρέπει να περιέχει μία λεπτομερή αιτιολόγηση γιατί δεν θεωρείται χρηματοπιστωτικό μέσο με βάση τη MiFID. Η διαφορά από το κλασικό ενημερωτικό δελτίο είναι ότι δεν απαιτείται η έγκριση της αρμόδιας ρυθμιστικής αρχής πριν από την έκδοση της λευκής βίβλου, αλλά απλώς η γνωστοποίηση 20 ημέρες πριν από τη δημοσιοποίηση.

Για τους παρόχους σταθερών κρυπτονομισμάτων ισχύουν πιο αυστηρές προϋποθέσεις και εξειδικευμένο νομοθετικό καθεστώς για την αντιμετώπιση των κινδύνων. Εκτός από την υποχρέωση δημοσιοποίησης λευκής βίβλου, απαιτείται αδειοδότηση από τις αρμόδιες αρχές όταν υπερβαίνουν ορισμένα όρια σε σχέση με το ποσό σε κυκλοφορία. Επίσης πρέπει να συμμορφώνονται με κεφαλαιακές απαιτήσεις και απαιτήσεις εταιρικής διακυβέρνησης, να θεσπίσουν διαδικασίες διαχείρισης καταγγελιών και διαχείρισης συγκρούσεων συμφερόντων, να κατέχουν και να φυλάσσουν τα αποθεματικά περιουσιακά στοιχεία κ.λπ. Ειδικά οι πάροχοι ψηφιακών κερμάτων ηλεκτρονικού χρήματος (e-money tokens) πρέπει να είναι πιστωτικά ιδρύματα ή ιδρύματα ηλεκτρονικού χρήματος και πρέπει να δημοσιοποιούν λευκή βίβλο, την οποία κοινοποιούν στις αρμόδιες αρχές. Επίσης, αν κάποιος πάροχος σταθερών κρυπτονομισμάτων θεωρηθεί συστημικά σημαντικός, τότε υπόκειται σε ενισχυμένη εποπτεία.

Επίλογος

Η δέσμη προτάσεων ψηφιακής χρηματοοικονομικής είναι μια φιλόδοξη προσπάθεια της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την προώθηση του ψηφιακού μετασχηματισμού έως το 2024. Αναμένεται να επηρεάσει τα επόμενα χρόνια τόσο το κανονιστικό πλαίσιο όσο και τον τρόπο λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Παρόμοιες δράσεις έχουν αναληφθεί και σε άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες. Καθώς η ψηφιοποίηση της παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών είναι δυναμικό φαινόμενο, προβλέπεται ότι θα απαιτηθούν και άλλες παρεμβάσεις. Όμως αποτελεί δρόμο χωρίς επιστροφή και η ρυθμιστική παρέμβαση που επιχειρείται αναμένεται να έχει θετικές επιπτώσεις στους καταναλωτές και να συμβάλλει στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

15 Η πρόθεση δημιουργίας σταθερού κρυπτονομίσματος από την εταιρία Facebook (Libra και τώρα Diem) με την εκμετάλλευση της μεγάλης πελατειακής της βάσης (network effects) κινητοποίησε τις κεντρικές τράπεζες για τη δημιουργία ψηφιακού νομίσματος. Στόχος είναι να συνδυάσουν τις νέες μετασχηματιστικές τεχνολογίες με την παραδοσιακή εμπιστοσύνη στις κεντρικές τράπεζες. Βλ. European Central Bank (2020), "Report on a digital euro", October.

16 Υπονοείται ότι το ψηφιακό κέρμα επενδύσεων (investment token) εμπίπτει στις υφιστάμενες διατάξεις του νομοθετικού πλαισίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης και δεν απαιτείται κάποια ιδιαίτερη μεταχείριση. Επίσης δεν υπάρχει καμία αναφορά για τα κρυπτονομίσματα, τα οποία παραμένουν εκτός ρυθμιστικού πλαισίου.

Πλαίσιο VI.2

ΨΗΦΙΑΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΝΤΑΞΗ

Η ανάγκη προώθησης του ψηφιακού χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, ο χρηματοοικονομικός αλφαριθμητισμός¹ είναι καθοριστικός παράγοντας για τη χρηματοοικονομική ένταξη (financial inclusion), η οποία με τη σειρά της μπορεί να συμβάλει στη μείωση της εισοδηματικής ανισότητας και στην ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.² Ωστόσο, αρκετές μελέτες δείχνουν ότι πολλοί άνθρωποι δεν έχουν επαρκείς βασικές οικονομικές γνώσεις όσον αφορά π.χ. τον υπολογισμό ή την κατανόηση των επιτοκίων, την κατανόηση της έννοιας του πληθωρισμού και της διαφοροποίησης του κινδύνου.³ Ο χρηματοοικονομικός αναλφαριθμητισμός, δηλαδή η έλλειψη αυτών των βασικών γνώσεων, μπορεί να εμποδίσει τους καταναλωτές να διαχειριστούν σωστά τα οικονομικά τους, με τελικά αρνητικές συνέπειες όπως είναι ο υπερβολικός δανεισμός και ο χρηματοοικονομικός αποκλεισμός. Γενικά, τα χρηματοοικονομικά εγγράμματα άτομα: (α) είναι λιγότερο ευάλωτα στην εκμετάλλευση ή εξαπάτηση, (β) λιγότερο επιρρεπή σε υπερβολικό δανεισμό, (γ) πιο αποτελεσματικά στον προγραμματισμό συνταξιοδότησης και (δ) συμμετέχουν πιο συχνά στις χρηματοπιστωτικές αγορές.⁴

Παράλληλα, η εμφάνιση νέων χρηματοοικονομικών τεχνολογιών άλλαξε τον τρόπο με τον οποίο οι καταναλωτές πραγματοποιούν τις τραπεζικές συναλλαγές και τις πάσης φύσεως πληρωμές τους και λαμβάνουν τις οικονομικές αποφάσεις ή ζητούν χρηματοοικονομικές συμβουλές. Η αύξηση της πρόσβασης σε ψηφιακές χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και η χρήση καινοτόμων χρηματοοικονομικών προϊόντων και εφαρμογών (apps) θα μπορούσε να προσφέρει νέες ευκαιρίες στις επιχειρήσεις και τους καταναλωτές, ενισχύοντας το επίπεδο χρηματοοικονομικής ένταξης. Από την άλλη πλευρά, η αυξημένη πρόσβαση ενέχει κινδύνους αν δεν συνδυαστεί με επαρκή επίπεδα χρηματοοικονομικής παιδείας. Επομένως, η αποτελεσματική χρήση των ψηφιακών χρηματοπιστωτικών προϊόντων και υπηρεσιών απαιτεί αυξημένα επίπεδα ψηφιακού χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού (digital financial literacy) και αυτό είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με την εξοικείωση των ατόμων με τις νέες τεχνολογίες.^{5,6}

Ο χρηματοοικονομικός αλφαριθμητισμός αποκτά ολοένα μεγαλύτερη σπουδαιότητα και η αύξηση του επιπέδου του – σε συνδυασμό με τη βελτίωση της ψηφιακής επάρκειας των καταναλωτών ώστε να είναι σε θέση να διαχειριστούν τα ζητήματα που αναφέρονται στο πλαίσιο του ψηφιακού μετασχηματισμού του χρηματοπιστωτικού τομέα – έχει αναγνωριστεί ως κορυφαία προτεραιότητα για τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής διεθνώς.⁷ Το 2016 οι ηγέτες της

1 Ο χρηματοοικονομικός αλφαριθμητισμός βασίζεται στο συνδυασμό γνώσεων, δεξιοτήτων, συμπεριφοράς και νοοτροπίας που πρέπει να διαθέτει ένα άτομο προκειμένου να μπορεί να λαμβάνει αποτελεσματικές οικονομικές αποφάσεις για τη διατήρηση της μακροπρόθεσμης οικονομικής ευημερίας του. Βλ. OECD/INFE (2012), *High-level Principles on National Strategies for Financial Education*, OECD Publishing, Paris.

2 Beck, T., A. Demirgüç-Kunt and R. Levine (2007), “Finance, inequality and the poor”, *Journal of Economic Growth*, 12(1), 27-49, Khan, H.R. (2011), “Financial Inclusion and Financial Stability: Are They Two Sides of the Same Coin?”, Bancon, Indian Bankers Association and Indian Overseas Bank, Chennai, India, και Morgan, P.J., and V. Pontines (2014), “Financial Stability and Financial Inclusion”, ADBI WP 488.

3 Lusardi, A. and O.S Mitchell (2013), “The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence”, *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, 52(1), 5-44, Fernandes, D., Lynch, Jr., J.G. and Netemeyer, R.G. (2014), “Financial Literacy: Do People Know the ABCs of Finance?”, Global Financial Literacy Excellence Center Working Paper No. 2014-9, και Lusardi, A. (2019), “Financial literacy and the need for financial education: evidence and implications”, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 155.

4 Βλ. μεταξύ άλλων: Lusardi, A. and O. Mitchell (2007), “Baby boomer retirement security: the roles of planning, financial literacy, and housing wealth”, *Journal of Monetary Economics*, 54(1), 205-24, van Rooij, M.C.J., A. Lusardi and R.J.M. Alessie (2011), “Financial literacy and stock market participation”, *Journal of Financial Economics*, 101(2), 449-72, Lusardi, A. and P. Tufano (2015), “Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness”, *Journal of Pension Economics and Finance*, 14(4), 332-68, Andreou, P.C. and D. Philip (2018), “Financial knowledge among university students and implications for personal debt and fraudulent investments”, *Cyprus Economic Policy Review*, 12, 3-23, και Deuffhard, F., D. Georgarakos and R. Inderst (2018), “Financial literacy and savings account returns”, *Journal of the European Economic Association*, 17(1), 131-64.

5 European Banking Authority (2020), *EBA Report on Financial Education 2019/20*.

6 Βλ. Andreou, P.C. and S. Anyfantaki (2020), “Financial literacy and its influence on internet banking behavior”, *European Management Journal*.

7 OECD (2018), *G20/OECD INFE policy guidance on digitalisation and financial literacy*, OECD Publishing, Paris.

G20 ενέκριναν τις αρχές υψηλού επιπέδου για την ψηφιακή χρηματοοικονομική ένταξη (digital financial inclusion), στις οποίες περιλαμβάνεται η ενίσχυση της ψηφιακής και χρηματοοικονομικής παιδείας και ευαισθητοποίησης, δεδομένων των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών, πλεονεκτημάτων και κινδύνων των ψηφιακών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και διαύλων διανομής.⁸ Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει αναγνωρίσει τη σημασία του χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού για τους καταναλωτές στο πλαίσιο της μεγαλύτερης συμμετοχής τους στην κεφαλαιαγορά και για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στο πλαίσιο της ένωσης κεφαλαιαγορών (Capital Markets Union).⁹

Τα αποτελέσματα ερευνών του ΟΟΣΑ δείχνουν ότι λιγότερο από το ήμισυ του ενήλικου πληθυσμού στις χώρες της G20 είναι χρηματοοικονομικά εγγράμματα άτομα.¹⁰ Το πρόβλημα εμφανίζεται πολύ πιο σοβαρό στις γυναίκες και στους νέους, όπως φαίνεται και από τα αποτελέσματα άλλων αντίστοιχων μελετών.¹¹ Για παράδειγμα, οι φοιτητές τείνουν να έχουν ανεπαρκή γνώση σε θέματα που αφορούν τη διαχείριση χρέους, όπως είναι ο υπολογισμός των δόσεων ενός δανείου και ο χρόνος αποπληρωμής του, καθώς επίσης και να είναι πιο ευάλωτοι σε χρηματοοικονομικές απάτες.¹² Ο χαμηλός αλφαριθμητισμός μεταξύ των νέων μπορεί να είναι προβληματικός, καθώς αυτή η ομάδα καλείται να λάβει από νωρίς οικονομικές αποφάσεις με σημαντικές συνέπειες για τις επόμενες δεκαετίες και με αντίκτυπο στη μελλοντική ευημερία, τον πλούτο και το εισόδημα. Επιπλέον, αυτή η γενιά απαιτεί γρήγορες, φθηνές και ανέπαφες πληρωμές και στρέφεται ολοένα περισσότερο σε εναλλακτικές υπηρεσίες τραπεζικής. Άρα, οι νέοι καταναλωτές, πέρα από την εξοικείωση με τις νέες ψηφιακές τεχνολογίες, θα πρέπει επίσης να είναι καταρτισμένοι σε χρηματοοικονομικά θέματα, ώστε να μπορούν να χρησιμοποιούν αποτελεσματικά τα προϊόντα και τις υπηρεσίες που προσφέρονται μέσω ηλεκτρονικών διαύλων.¹³

Η προώθηση της χρηματοοικονομικής παιδείας και η ενίσχυση του χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού θα έχει θετικές επιδράσεις για ολόκληρη την οικονομία και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Και αυτό γιατί, μεταξύ άλλων, το μεγαλύτερο μέρος του δανεισμού των νοικοκυριών αφορά την αγορά κατοικίας. Συνεπώς, είναι ζωτικής σημασίας η κατανόηση των συνεπειών του χρέους, ειδικά για τις πιο ευάλωτες ομάδες, όπως οι νέες οικογένειες, τα νοικοκυριά με χαμηλό εισόδημα και οι αγοραστές πρώτης κατοικίας. Επιπλέον, η πρόσθετη πίεση την οποία ασκεί η δημογραφική γήρανση στα συνταξιοδοτικά συστήματα απαιτεί υψηλότερα επίπεδα χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού. Τα άτομα ζουν περισσότερο, αλλά αποταμιεύουν αναλογικά λιγότερο, ενώ η Ελλάδα κατατάσσεται στις χαμηλότερες θέσεις της ΕΕ όσον αφορά τις αποταμιεύσεις για τα γηρατειά.¹⁴ Επομένως, η έλλειψη σωστού συνταξιοδοτικού-αποταμιευτικού προγραμματισμού συνεπάγεται ότι τα άτομα είναι δυνητικά απροετοίμαστα για τις οικονομικές προκλήσεις των γηρατειών.¹⁵ Επιπρόσθετα, η ενίσχυση της χρηματοοικονομικής παιδείας παίζει σημαντικό ρόλο στη στρατηγική της ΕΕ για ανάπτυξη χωρίς αποκλεισμούς. Σε έναν τόσο μεταβαλλόμενο και σύνθετο κόσμο, ο οικονομικός αλφαριθμητισμός αποκτά ολοένα και μεγαλύτερη βαρύτητα για την οικονομική αποτελεσματικότητα, την αποτελεσματική άσκηση της οικονομικής πολιτικής και επομένως για την οικονομική ευημερία. Πρώτον, οι πολίτες που κατανοούν τη λειτουργία του οικονομικού περιβάλλοντος είναι πιο ικανοί να κάνουν βέλτιστες επιλογές. Δεύτερον, σε συνδυασμό με το προηγούμενο, είναι πιο πιθανό να στηρίξουν “συνετές πολιτικές”, ενώ η ενίσχυση της χρηματοοικονομικής παιδείας εξασφαλίζει τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών και ενισχύει την αποτελεσματικότητα και την ευελιξία των αγορών.¹⁶

8 GPF1 (2016), *G20 High-Level Principles for Digital Financial Inclusion*, Global Partnership for Financial Inclusion.

9 European Commission (2020), *A new vision for Europe's capital markets*, Final Report of the High-Level Forum on the Capital Markets Union.

10 OECD (2017), *G20/OECD INFE report on adult financial literacy in G20 countries*, OECD Publishing, Paris.

11 Βλ. π.χ. Lusardi, A., O.S. Mitchell and V. Curto (2010), “Financial literacy among the young”, *Journal of Consumer Affairs*, 44(2), 358-38, και Lusardi, A. and P. Tufano (2015), “Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness”, *Journal of Pension Economics and Finance*, 14(4), 332-368.

12 Andreou, P.C. and D. Philip (2018), “Financial knowledge among university students and implications for personal debt and fraudulent investments”, *Cyprus Economic Policy Review*, 12, 3-23.

13 Βλ. υποσημειώσεις 5 και 6.

14 Βλ. για παράδειγμα Demirgüç-Kunt, A., L.F. Klapper and G.A. Panos (2016), “Saving for Old Age”, World Bank Group WP 7693.

15 Ακόμη και σε σχετικά πλούσιες οικονομίες, τα άτομα συχνά αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσκολίες καθώς γερνούν. Για παράδειγμα, έρευνα στη Γερμανία έδειξε ότι οι ενήλικες αναφέρουν χαμηλότερη ικανοποίηση με το τρέχον εισόδημά τους όταν συνταξιοδοτούνται. Βλ. World Bank (2019), “The role of digital financial inclusion in preparing for older age and retirement”.

16 Χαιρετισμός του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος κ. Γιάννη Στουρνάρα στην παρουσίαση του βιβλίου του καθηγητή Νίκου Φίλιππα για τον χρηματοοικονομικό αλφαριθμητισμό “Τα χρήματα δεν φυτρώνουν στα δέντρα!”, 31.10.2019.

Ψηφιακός χρηματοοικονομικός αλφαριθμητισμός και πανδημία

Ο αντίκτυπος της κρίσης COVID-19 στα εισοδήματα και τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών και η αυξημένη αβεβαιότητα καθιστούν το χρηματοοικονομικό αλφαριθμητισμό ακόμη πιο σημαντικό για την ενίσχυση της οικονομικής ανθεκτικότητας (financial resilience) των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων.¹⁷ Σύμφωνα με την Έρευνα Εισοδήματος και Συνθηκών Διαβίωσης των Νοικοκυριών (EU-SILC), το 2019 στην Ελλάδα 47,7% των νοικοκυριών δήλωσαν οικονομική δυσκολία να αντιμετωπίσουν έκτακτες δαπάνες, είναι δηλαδή οικονομικά εύθραυστα (financially fragile).¹⁸ Το Διάγραμμα Α δείχνει ότι, ακόμη και πριν από την πανδημία, περισσότερο από 30% των νοικοκυριών κατά μέσο όρο στην ΕΕ δεν μπορούσαν να καλύψουν έκτακτα έξοδα. Στα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ και στις χώρες που επλήγησαν σοβαρά από προηγούμενες οικονομικές κρίσεις, σχεδόν ένα στα δύο νοικοκυριά δήλωναν οικονομική δυσκολία να αντιμετωπίσουν έκτακτες δαπάνες (Λεττονία, Ελλάδα, Κροατία, Κύπρος, Λιθουανία και Ρουμανία).

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας του Eurofound που πραγματοποιήθηκε κατά τη διάρκεια του lockdown τον Ιούλιο του 2020, 21,1% των νοικοκυριών στην Ελλάδα απάντησαν ότι έχουν μεγάλη δυσκολία να αντεπεξέλθουν στις οικονομικές υποχρεώσεις τους (EE-27: 10,4%). Αντίστοιχα, 36,1% απάντησαν ότι δεν διαθέτουν αποταμιεύσεις σε περίπτωση απώλειας εισοδήματος (EE-27: 26,4%), ενώ μόνο 8,1% ότι διαθέτουν αποταμιεύσεις που τους επιτρέπουν να διατηρήσουν σταθερό το βιοτικό επίπεδο του νοικοκυριού τους για πάνω από ένα χρόνο σε περίπτωση απώλειας εισοδήματος (EE-27: 16,1%).¹⁹ Επίσης, σύμφωνα με την Έρευνα για τις Συνθήκες των Καταναλωτών (Consumer Conditions Survey, 2021) για το 2020, 71,2% των καταναλωτών ανησυχούν για την εξόφληση των λογαριασμών τους επόμενους μήνες (EE-27: 37,9%) και 62,6% ανέβαλαν την πραγματοποίηση κάποιας μεγάλης αγοράς (EE-27: 41,8%).²⁰

Είναι σημαντικό ότι, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Έκθεση Πληρωμών των Καταναλωτών (European Consumer Payment Report, ECPR), το 2020 στην Ελλάδα το 51% απάντησε ότι προσπαθεί να ενισχύσει τις χρηματοοικονομικές του γνώσεις ώστε να μπορεί να αντεπεξέλθει καλύτερα στην οικονομική αβεβαιότητα λόγω της πανδημίας COVID-19.²¹ Η χρηματοοικονομική παιδεία παίζει σημαντικό ρόλο προκειμένου τα άτομα να μη βρεθούν απροετοίμαστα σε δυσμενείς οικονομικές συγκυρίες και να έχουν τα εφόδια να αντεπεξέλθουν σε μακροοικονομικούς κλυδωνισμούς. Ο τρόπος με τον οποίο τα άτομα αντιμετωπίζουν την πρόσθετη οικονομική πίεση κατά τη διάρκεια μιας κρίσης εξαρτάται από το πόσο καλά κατανοούν οικονομικές έννοιες όπως η συσσώρευση χρέους, η διαφοροποίηση του κινδύνου και άλλες. Χαμηλά επίπεδα χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού μεταξύ του πληθυσμού θα μπορούσαν να επιδεινώσουν τον κίνδυνο στον οποίο εκτίθενται ορισμένες ομάδες κατά τη διάρκεια μίας οικονομικής διαταραχής.

Παράλληλα, η πανδημία COVID-19 ανέδειξε τη σημασία των ψηφιακών τεχνολογιών για την ανθεκτικότητα των ατόμων και των επιχειρήσεων σε περιόδους κρίσης και αυξημένης αβεβαιότητας. Σύμφωνα με έκθεση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), όπου χρησιμοποιείται ένας δείκτης ψηφιακής χρηματοοικονομικής ένταξης, η ψηφιακή χρηματοοικονομική (digital finance) οδηγεί σε αύξηση της χρηματοοικονομικής ένταξης και συνδέεται με αύξηση του ΑΕΠ.²² Η χρήση της ψηφιακής τεχνολογίας αυξήθηκε απότομα και μαζικά την άνοιξη του 2020 με την επιβολή των μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης. Ενδεικτικά, σύμφωνα με έρευνα της IME ΓΣΕΒΕΕ, σχεδόν 4 στους 10 (36,6%) ερωτώμενους αύξησαν τις ηλεκτρονικές τους αγορές, ενώ πάνω από 5 στους 10 (54,7%) αύξησαν τις ηλεκτρονικές τους πληρωμές.²³ Επομένως, το παραπάνω συνεπάγεται ότι η ψηφιακή χρηματοοικονομική

17 <http://aei.pitt.edu/103258/1/PC-15-2020-final.pdf> .

18 Η ερώτηση ήταν η εξής: "Έχει το νοικοκυριό σας την οικονομική δυνατότητα: Να αντιμετωπίζει — με δικούς του οικονομικούς πόρους — έκτακτες αλλά αναγκαίες δαπάνες αξίας περίπου, 380 €;". Οι έκτακτες δαπάνες αφορούν το ποσό των 380 ευρώ το οποίο αποτελεί το μηνιαίο ισοδύναμο διαθέσιμο εισόδημα του ετήσιου κατωφλίου του κινδύνου φτώχειας και είναι ανεξάρτητο από το μέγεθος και τη σύνθεση του νοικοκυριού. <https://www.statistics.gr/el/statistics/-/publication/SFA10/2019>

19 Eurofound (2020), *Living, working and COVID-19*, COVID-19 series, Publications Office of the European Union.

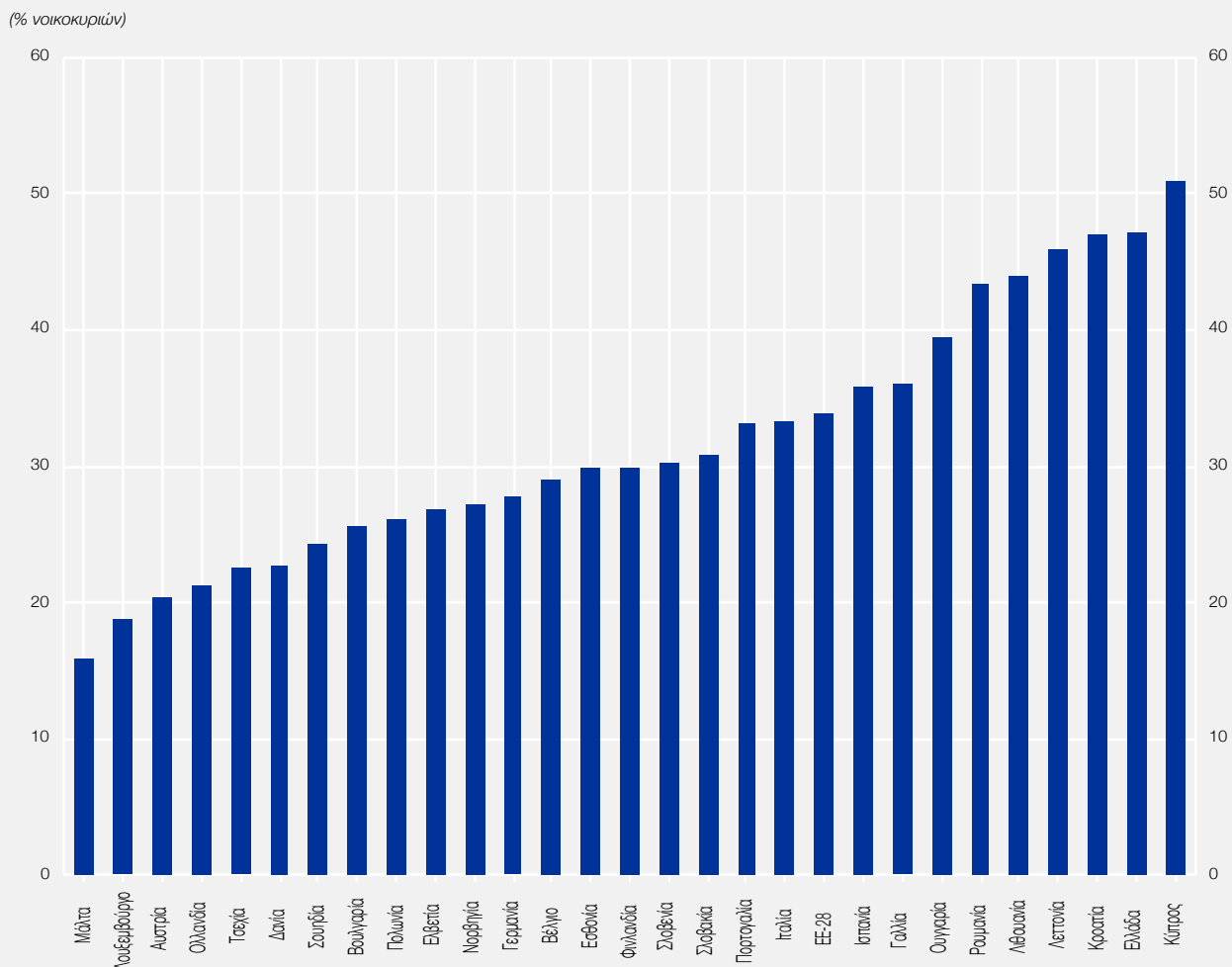
20 https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/ccs_factsheet_data_country_level_v2_1.pdf .

21 <https://www.intrum.com/publications/european-consumer-payment-report/european-consumer-payment-report-2020/> .

22 Sahay, M.R., M.U.E. von Allmen, , Lahreche, M. A., Khera, P., Ogawa, M. S., Bazarbash, M., and Beaton, M. K. (2020), *The promise of fintech: Financial inclusion in the post COVID-19 era*, International Monetary Fund.

23 Θανάπουλος, Γ. και Δ. Γιακούλας (2021) Έρευνα IME ΓΣΕΒΕΕ για την πανδημία του κορωνοϊού: Στάσεις και αντιλήψεις για τις επιπτώσεις στην οικονομία και την κοινωνία, Αθήνα: IME ΓΣΕΒΕΕ, σελ. 32.

Διάγραμμα Α Οικονομική αδυναμία κάλυψης έκτακτων αναγκών (2019)



Πηγή: Έρευνα Εισοδήματος και Συνθηκών Διαβίωσης των Νοικοκυριών (EU-SILC).

νομική ένταξη θα μπορούσε να διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στη μείωση των οικονομικών και κοινωνικών επιπτώσεων της κρίσης COVID-19. Τα νοικοκυριά και οι μικρές επιχειρήσεις μπορούν να επωφεληθούν σε μεγάλο βαθμό από την πρόοδο που επιτεύχθηκε στις υπηρεσίες χρηματοοικονομικής τεχνολογίας (FinTech) και στις διαδικτυακές τραπεζικές συναλλαγές. Ωστόσο, η πανδημία θα μπορούσε να ενισχύσει τους προϋπάρχοντες κινδύνους χρηματοοικονομικού αποκλεισμού και να δημιουργήσει νέους κινδύνους για τον ίδιο τον κλάδο FinTech.

Η ελληνική πραγματικότητα

Οι έρευνες δείχνουν ότι ο χρηματοοικονομικός αλφαριθμητισμός είναι σχετικά χαμηλός ακόμη και στις προηγμένες οικονομίες, αν και υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών. Σύμφωνα με την Παγκόσμια Έρευνα Χρηματοοικονομικού Αλφαριθμητισμού της Standard & Poors, το 2014 κατά μέσο όρο στην ΕΕ 52% των ενηλίκων είναι χρηματοοικονομικά εγγράμματοι, με τα υψηλότερα ποσοστά να καταγράφονται στη Βόρεια Ευρώπη και τα χαμηλότερα στο Νότο. Στην Ελλάδα το αντίστοιχο ποσοστό ήταν 45%. Πιο πρόσφατα, στην Ευρωπαϊκή Έκθεση Πληρωμών των Καταναλωτών (ECPR), το 2020 η Ελλάδα κατατάσσεται στην 11η θέση μεταξύ 24 χωρών ως προς το δείκτη χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού (όπως υπολογίζεται με βάση τους δείκτες της συγκεκριμένης έρευνας), παρουσιάζοντας αξιόλογη πρόοδο σε σχέση με το 2019 (15η θέση), κάτι που ενδεχομένως αποτελεί ένδειξη ότι η οικονομική αβεβαιότητα βοήθησε να αναπτυχθεί ενδιαφέρον για τη βελτίωση του χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού. Ανησυχητικό όμως είναι το γεγονός ότι τέσσερις στους 10 ερωτηθέντες (41%) απάντησαν ότι δεν αποταμιεύουν καθόλου, το υψηλότερο ποσοστό στην Ευρώπη (ευρωπαϊκός μέσος όρος 38%), ενώ το 37% ότι κατά τους τελευταίους έξι μήνες έχει δανειστεί για να εξοφλήσει τους λογαριασμούς του νοικοκυριού του (ευρω-

παϊκός μέσος όρος 21%). Συνολικά η χώρα βρίσκεται στην τελευταία θέση στην ΕΕ ως προς τη συνολική βαθμολογία οικονομικής ευημερίας των καταναλωτών.²⁴

Συγχρόνως, η Ελλάδα χαρακτηρίζεται από ένα έντονο “ψηφιακό χάσμα”, με σημαντικές κοινωνικοοικονομικές διαφορές στην πρόσβαση και χρήση ψηφιακών τεχνολογιών. Παρατηρείται ιδιαίτερα χαμηλός ψηφιακός αλφαριθμητισμός, ανεπαρκής ψηφιακός μετασχηματισμός της οικονομίας και υστέρηση στην υιοθέτηση νέων ψηφιακών τεχνολογιών τόσο από τα νοικοκυριά όσο και από τις επιχειρήσεις.²⁵ Το 2020, το 37% των ατόμων στην Ελλάδα χρησιμοποίησε ηλεκτρονική τραπεζική (ΕΕ-27: 57%), αν και με σημαντικές διαφορές ως προς την ηλικία, το επίπεδο εκπαίδευσης και την επαγγελματική κατάσταση, και το 5% των ατόμων πραγματοποίησε κάποια χρηματοοικονομική υπηρεσία μέσω διαδικτύου (ΕΕ-27: 15%) (βλ. Διάγραμμα Β). Σύμφωνα με την Έκθεση για τις Συνθήκες των Καταναλωτών (Consumer Conditions Survey, 2021), το 67% πραγματοποίησε κάποια ηλεκτρονική αγορά (ΕΕ-27: 70,9%). Αντίστοιχα, το 2020 ο ψηφιακός μετασχηματισμός των ελληνικών επιχειρήσεων, παρά τη συντελούμενη πρόοδο, υστερούσε σε σχέση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, με την Ελλάδα να κατατάσσεται 24η στο σχετικό υποδείκτη Ψηφιακής Οικονομίας και Κοινωνίας (DESI), γεγονός που αντικατοπτρίζει το χαμηλό βαθμό χρήσης υπηρεσιών cloud (μόνο 7% των επιχειρήσεων έναντι 18% στην ΕΕ) και τη χαμηλή διείσδυση των μικρο-μεσαίων επιχειρήσεων στο ηλεκτρονικό εμπόριο (μόνο το 9% του συνόλου των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, έναντι 18% στην ΕΕ). Σύμφωνα με την ετήσια έκθεση της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων για το 2020, οι ελληνικές επιχειρήσεις αναφέρουν χαμηλότερα επίπεδα εφαρμογής ψηφιακών τεχνολογιών (54%) σε σύγκριση με το μέσο όρο της ΕΕ (63%). Τέλος, με βάση το SEV Digital Maturity Index για το 2018 η Ελλάδα στις διαστάσεις ψηφιακής ωριμότητας των επιχειρήσεων και της κοινωνίας κατατάσσεται 26η (στο σύνολο 28 χωρών).²⁶

Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής

Οι σημερινές πολύπλοκες χρηματοπιστωτικές αγορές προσφέρουν ένα ευρύ φάσμα ψηφιακών χρηματοοικονομικών προϊόντων στους καταναλωτές, οι οποίοι θα πρέπει να είναι εφοδιασμένοι με όλες τις απαιτούμενες γνώσεις και δεξιότητες προκειμένου να είναι σε θέση να αξιολογούν τις διαθέσιμες επιλογές και να καταλήγουν στις καλύτερες δυνατές αποφάσεις ώστε να μεγιστοποιήσουν τη μακροπρόθεσμη οικονομική τους ευημερία. Η βελτίωση της χρηματοοικονομικής γνώσης των ατόμων έχει καταστεί μακροπρόθεσμη προτεραιότητα πολιτικής για πολλά κράτη, με τις κεντρικές τράπεζες και τις εποπτικές αρχές να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο προς την κατεύθυνση αυτή.²⁷ Η διαμόρφωση μίας Εθνικής Στρατηγικής για την προώθηση και την ενίσχυση της χρηματοοικονομικής παιδείας στην Ελλάδα, ακολουθώντας καλές πρακτικές άλλων χωρών που έχουν ήδη υιοθετήσει κάποια Εθνική Στρατηγική, κρίνεται απαραίτητη.

Συνολικά, οι εθνικές στρατηγικές χρηματοοικονομικής παιδείας που αποσκοπούν ταυτόχρονα και στη βελτίωση του ψηφιακού χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού μπορούν να ενδυναμώσουν τα άτομα και να τα εφοδιάσουν με τις απαιτούμενες χρηματοοικονομικές γνώσεις και δεξιότητες, συμπεριλαμβανομένων των ψηφιακών, να τα ενθαρρύνουν να αναζητούν χρηματοοικονομικές συμβουλές από υπεύθυνες πηγές, να αποτρέψουν την ανορθολογική συμπεριφορά και να ενισχύσουν την ικανότητα συνετής αξιολόγησης των οικονομικών συνθηκών. Μάλιστα, τα προγράμματα ψηφιακού χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού πρέπει όχι μόνο να εκπαιδεύουν και να καταρτίζουν τους καταναλωτές ώστε να χρησιμοποιούν αποτελεσματικά τα ψηφιακά χρηματοοικονομικά προϊόντα και τις υπηρεσίες, αλλά πρέπει επίσης να τους ενδυναμώσουν ώστε να διαχειρίζονται αποτελεσματικότερα τους ψηφιακούς χρηματοοικονομικούς κινδύνους και να αποφεύγουν κακόβουλες ψηφιακές δραστηριότητες (π.χ. phishing, hacking και μη εξουσιοδοτημένη χρήση δεδομένων). Η ψηφιακή εποχή απαιτεί ψηφιακά έξυπνα και χρηματοοικονομικά έγγραμματα άτομα, τα οποία θα μπορούν να συμμετέχουν αποτελεσματικά στην οικονομία με βάση τις νέες συνθήκες.

24 Η συνολική βαθμολογία οικονομικής ευημερίας κάθε χώρας είναι μια συνολική κατάταξη που συνδυάζει βαθμολογίες (από το 1 έως το 10) σε τρεις πυλώνες: δυνατότητα πληρωμής λογαριασμών, αποταμίευση για το μέλλον και οικονομικός αλφαριθμητισμός. Ως “οικονομική ευημερία” ορίζεται η οικονομική ασφάλεια για την κάλυψη των καθημερινών δαπανών και τον έλεγχο των οικονομικών των καταναλωτών. Βλ. European Consumer Payment Report 2020: Ελλάδα, Intrum.

25 Βλ. Albani A., S. Anyfantaki and S. Lazaretou (2019), “How do digital technologies drive Greece’s economic growth? Opportunities and challenges”, Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 49,

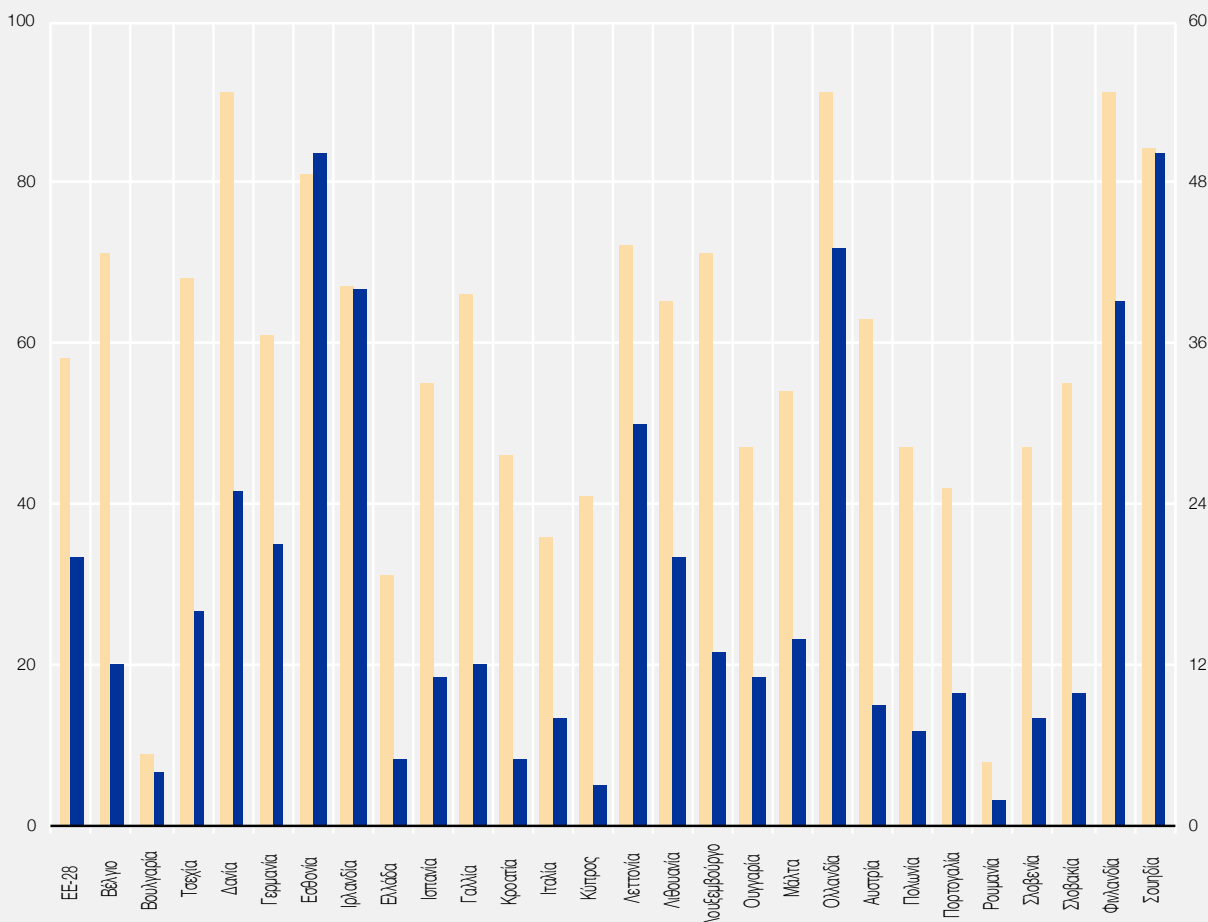
26 https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/gr/Documents/technology/gr_SEV_Digital_Transformation_Observatory_noexp.pdf.

27 Για μία λεπτομερή επισκόπηση των στρατηγικών χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού στην ΕΕ βλ. EBA (2020), Financial Education Report 2019/20.

Διάγραμμα Β Χρήση ψηφιακών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (2019)

(% του συνόλου)

Internet banking
 Διαδικτυακές χρηματοοικονομικές υπηρεσίες



Πηγή: Eurostat (isoc_ci_ac_i; isoc_ec_ifi).

Οι παρεμβάσεις πολιτικής με σκοπό την ενίσχυση του χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού των ατόμων θα μπορούσαν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής σταθερότητας και στο μετριασμό του κινδύνου και των επιπτώσεων μελλοντικών χρηματοπιστωτικών κρίσεων, καθιστώντας τα νοικοκυριά πιο ανθεκτικά στους κλυδωνισμούς. Η διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας απαιτεί μια γενική προσέγγιση που περιλαμβάνει όχι μόνο την ορθή ρύθμιση και εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά και το χρηματοοικονομικό αλφαριθμητισμό.²⁸ Η πανδημία δείχνει ότι η τάση για μεγαλύτερη ψηφιοποίηση των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών είναι εδώ για να μείνει. Για τη δημιουργία κοινωνιών χωρίς αποκλεισμούς και την αντιμετώπιση των αυξανόμενων ανισοτήτων κατά τη διάρκεια και μετά την τρέχουσα κρίση, στόχος είναι να κλείσει το ψηφιακό χάσμα μεταξύ και εντός των χωρών, έτσι ώστε να αποκομίσουν οι καταναλωτές τα οφέλη των ψηφιακών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Αυτό σημαίνει την εξεύρεση της σωστής ισορροπίας μεταξύ της ανάπτυξης της χρηματοοικονομικής καινοτομίας και της αντιμετώπισης των διάφορων κινδύνων.

28 Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (EBA) “η χρηματοοικονομική παιδεία συμπληρώνει τη ρύθμιση χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς και την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος... Οι καταναλωτές που είναι χρηματοοικονομικά εγγράμματοι, μέσω της επιλογής χρηματοοικονομικών προϊόντων που είναι κατάλληλα για τα προφίλ κινδύνου και τις ανάγκες τους, συμβάλλουν στην προώθηση μεγαλύτερης χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και στη χρηματοοικονομική ένταξη”. EBA (2020), Financial Education Report 2019/20.

VII ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

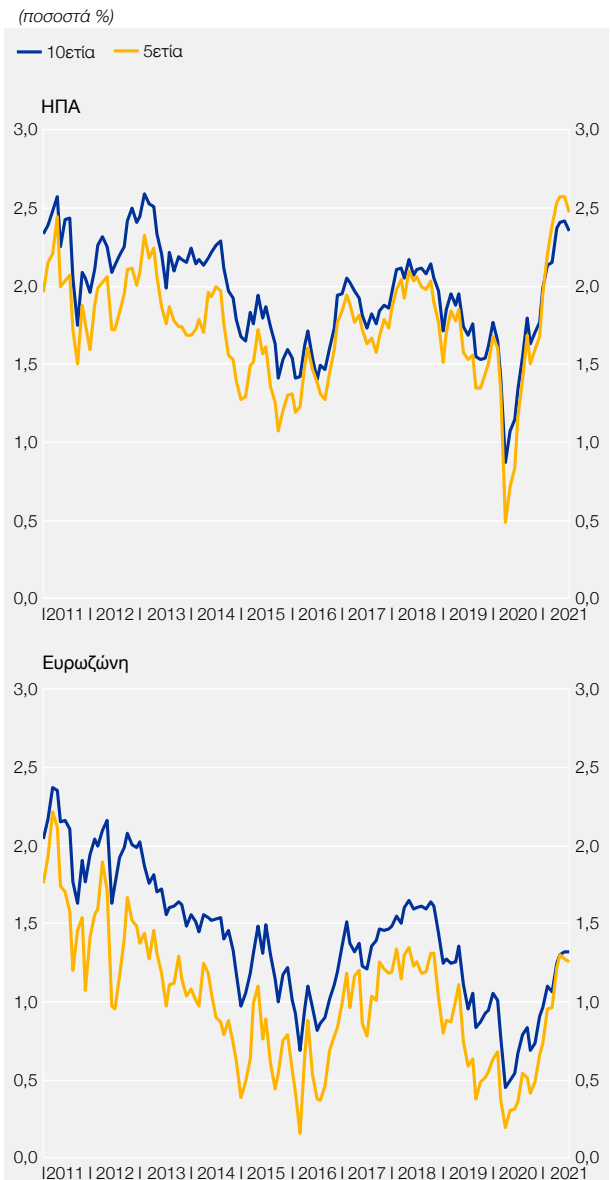
Στις αρχές του 2020 διαμορφώθηκαν σταδιακά έντονες ανησυχίες για τις επιπτώσεις της πανδημίας στην παγκόσμια οικονομία. Έτσι, παρατηρήθηκε ρευστοποίηση επενδυτικών θέσεων, απότομη αύξηση της μεταβλητότητας και πτώση των τιμών μετοχών και ομολόγων, ενώ το Μάρτιο και Απρίλιο 2020 εκδηλώθηκε έντονη αύξηση των υποβαθμίσεων των πιστοληπτικών αξιολογήσεων εκδοτών ομολόγων. Συνολικά, η διατάραξη που προκάλεσε στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα η πανδημία COVID-19 στις αρχές του 2020 διαμόρφωσε συνθήκες αύξησης του συστημικού κινδύνου διεθνώς.

Η ισχυρή και έγκαιρη αντίδραση των κεντρικών τραπεζών και των κυβερνήσεων για τον περιορισμό των επιπτώσεων της πανδημίας οδήγησαν σε εξομάλυνση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και μείωση των ασφαλίσιμων κινδύνου. Ωστόσο, παρατηρείται μείωση του ασφάλιστρου κινδύνου των μετοχών, ενώ η επίδραση της πανδημίας στα χρηματοοικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων επιφέρει επιδείνωση του αξιόχρεού τους και κίνδυνο αύξησης της συχνότητας πτωχεύσεων επιχειρήσεων. Ταυτόχρονα, παρατηρείται αύξηση του αναμενόμενου πληθωρισμού, κυρίως στις ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα VII.1). Σε αυτό το περιβάλλον που έχει διαμορφωθεί τους πρώτους μήνες του 2021, είναι ιδιαίτερα σημαντικό οι φορείς δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής να παραμένουν σε εγρήγορση.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η εκδήλωση της πανδημίας COVID-19 στις αρχές του 2020 αποτέλεσε μία σημαντική διατάραξη τόσο για την οικονομική δραστηριότητα όσο και για το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η αρχική αντίδραση των αγορών χαρακτηρίστηκε από πολύ έντονη αύξηση της μεταβλητότητας, πτώση των τιμών των μετοχών και των ομολόγων με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση,

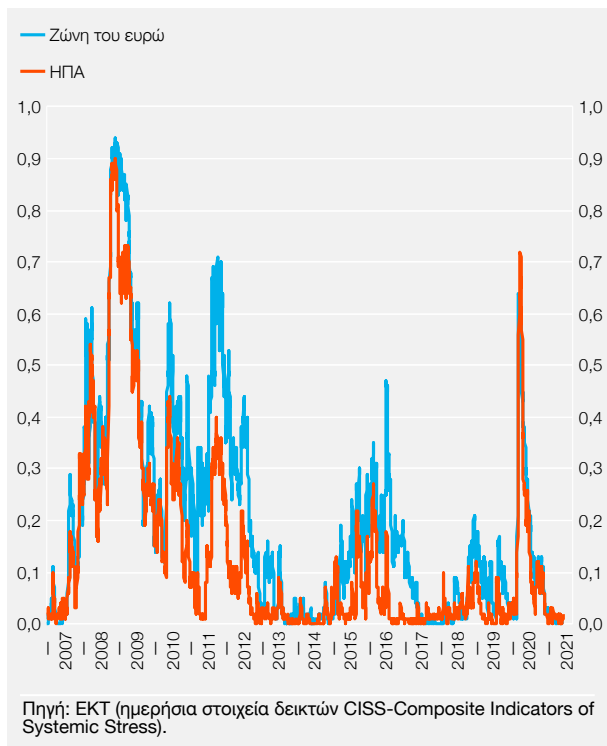
Διάγραμμα VII.1 Αποδόσεις εξισορρόπησης πληθωρισμού τίτλων 5ετούς και 10ετούς διάρκειας (5-year & 10-year breakeven inflation rates)



Πηγές: FRED - St Louis Federal Reserve Bank (ΗΠΑ) και Refinitiv (ευρωζώνη).
Σημείωση: Τα παραπάνω διαγράμματα απεικονίζουν τις αποδόσεις εξισορρόπησης του πληθωρισμού (διαφορά μεταξύ ονομαστικών και τιμαριθμοποιημένων αποδόσεων) για ομόλογα διάρκειας 10 και 5 ετών. Για την ευρωζώνη έχουν ληφθεί τα γερμανικά ονομαστικά και τιμαριθμοποιημένα ομόλογα. Τα στοιχεία είναι σε μηνιαία συχνότητα για την περίοδο Ιανουαρίου 2011 - Ιουνίου 2021.

¹ Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως 14.6.2021.

Διάγραμμα VII.2 Συστημικός χρηματοπιστωτικός κίνδυνος στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ (1.1.2007 - 14.6.2021)



καθώς και με ρευστοποιήσεις ακόμα και των θεωρούμενων ασφαλών επενδυτικών θέσεων. Η ένταση της αρχικής αντίδρασης οδήγησε σε ανησυχίες για εκδήλωση συστημικής χρηματοπιστωτικής κρίσης, όπως υποδεικνύεται από το επίπεδο των δεικτών συστημικού κινδύνου στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη (βλ. Διάγραμμα VII.2).²

Τα συστημικά χαρακτηριστικά αυτής της αντίδρασης, αλλά και το γεγονός ότι σε μεγάλο βαθμό προερχόταν από την αύξηση της αβεβαιότητας, οδήγησαν σε συντονισμένες παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών και κυβερνήσεων μεγάλων ανεπτυγμένων οικονομιών, οι οποίες έλαβαν έκτακτα μέτρα παροχής ρευστότητας και στήριξης της χρηματοδότησης κρατών, επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Οι αποφάσεις αυτές λειτούργησαν ως ανάχυμα (backstop) στην έντονη πτώση των αποτιμήσεων και οδήγησαν στη σταδιακή αποκλιμάκωση των πιέσεων σε μετοχές και ομόλογα, συμβάλλοντας καθοριστικά στη σταδιακή εξομάλυνση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών.

Έτσι, από τις αρχές του β' τριμήνου του 2020, οι τιμές των μετοχών ακολούθησαν σχεδόν αδιάλειπτα ανοδική πορεία, ενώ οι αποδόσεις των ομο-

λόγων υποχώρησαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, στα οποία διατηρούνται και κατά το 2021. Οι εξελίξεις αυτές αποτυπώνουν αφενός τις προσδοκίες των επενδυτών για τη μελλοντική ομαλοποίηση των οικονομικών συνθηκών, εφόσον οι κοινωνίες και η οικονομική δραστηριότητα επιστρέψουν στην προ πανδημίας κανονικότητα, και αφετέρου την αυξημένη ανάληψη κινδύνων από τους επενδυτές, στα πλαίσια των ιδιαίτερα διευκολυντικών χρηματοπιστωτικών συνθηκών.³

Παράλληλα, ειδικά μετά το γ' τρίμηνο του 2020, η άνοδος του πληθωρισμού στις ΗΠΑ και οι υποδεικνυόμενες από σχετικούς δείκτες προσδοκίες των επενδυτών για περαιτέρω άνοδο του έχουν οδηγήσει σε αποτίμηση των πληθωριστικών προσδοκιών στις αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων αναφοράς (βλ. Πλαίσιο VII.1). Η άνοδος των αποδόσεων των αμερικανικών ομολόγων έχει μεταδοθεί σε σημαντικό βαθμό και στις αποδόσεις ομολόγων αναφοράς σε άλλες σημαντικές για την παγκόσμια ανάπτυξη οικονομίες.

Όσον αφορά τις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων και τις τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, οι εξελίξεις ήταν εν πολλοίς αντίστοιχες εκείνων που διαμορφώθηκαν στις διεθνείς αγορές (βλ. Διάγραμμα VII.3). Συγκεκριμένα, η αρχική αναταραχή στις διεθνείς αγορές λόγω της πανδημίας επέφερε επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος, το οποίο βελτιώθηκε σημαντικά μετά τη λήψη μέτρων στήριξης από κεντρικές τράπεζες και κυβερνήσεις, με αποτέλεσμα την πτώση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων. Κατά συνέπεια, έως τα μέσα Ιουνίου του 2021 οι αποδόσεις έχουν διαμορφωθεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και έχει διευκολυνθεί η άντληση σημαντικών ποσών από τις διεθνείς

2 Σχετικά με τους δείκτες συστημικού κινδύνου, βλ. Kremer M., M. Lo Duca and D. Hollo (2012), "CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system", ECB Working Paper no. 1426.

3 Σύμφωνα με το Financial Stability Report της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Μάιος 2021) η άνοδος των αποτιμήσεων στις αγορές μετοχών εξηγείται σε μεγάλο βαθμό από το χαμηλό επίπεδο της απαιτούμενης απόδοσης για τον κίνδυνο των μετοχών (equity risk premium).

κεφαλαιαγορές από το Ελληνικό Δημόσιο με έκδοση χρέους μεγάλης διάρκειας σε ιστορικά χαμηλό κόστος. Σε αυτό συνέβαλαν και οι αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής διαβάθμισης του Ελληνικού Δημοσίου από τους οίκους Moody's και Standard & Poor's. Τέλος, οι ευνοϊκές διεθνείς νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες έχουν διευκολύνει, από το τελευταίο τρίμηνο του 2020 έως σήμερα, μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού κλάδου να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους αλλά και τις λήξεις χρέους, μέσω έκδοσης εταιρικών ομολόγων στις διεθνείς αγορές.

Πλαίσιο VII.1

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΣΔΟΚΙΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΤΟΝ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ ΣΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Προσδοκίες και αποτίμηση στις κεφαλαιαγορές

Σύμφωνα με τη θεωρία, τα επιτόκια των ομολόγων ενσωματώνουν προσδοκίες της αγοράς σχετικά με τη δυναμική της ανάπτυξης και του πληθωρισμού, καθώς και ασφάλιστρα κινδύνου. Η πρόσφατη άνοδος των αποδόσεων ομολόγων που θεωρούνται ασφαλή, κυρίως από το δ' τρίμηνο του 2020 και ύστερα, έχει αποτελέσει αντικείμενο ανάλυσης όσον αφορά το κατά πόσον αυτή οφείλεται σε προσδοκίες που συνδέονται με την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας και ενδεχόμενη άνοδο του πληθωρισμού μετά το τέλος της πανδημίας ή με αύξηση της αβεβαιότητας, όπως αυτή εκφράζεται από μια άνοδο του ασφάλιστρου κινδύνου.

Καθώς οι προσδοκίες για τα μακροοικονομικά μεγέθη ενσωματώνονται στις αποτιμήσεις των τίτλων στις κεφαλαιαγορές, σε κάποιες περιπτώσεις είναι δυνατή η αποτύπωσή τους από δείκτες που υπολογίζονται από τις τιμές και τις αποδόσεις των αξιογράφων. Για παράδειγμα, οι αποδόσεις των τιμαριθμοποιημένων ομολόγων είναι ουδέτερες ως προς τους ρυθμούς πληθωρισμού¹ και ως εκ τούτου τεκμαίρεται ότι αποτυπώνουν κυρίως παράγοντες που σχετίζονται με την πραγματική οικονομική δραστηριότητα, όπως ο μέσος αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας μέχρι τη λήξη του ομολόγου. Συνεπώς η διαφορά των αποδόσεων των ομολόγων αναφοράς αντίστοιχης διάρκειας από εκείνες των τιμαριθμοποιημένων τίτλων αποτυπώνει κυρίως τις προσδοκίες² των επενδυτών σχετικά με τους ρυθμούς πληθωρισμού για το χρονικό ορίζοντα της διάρκειας των ομολόγων αυτών.

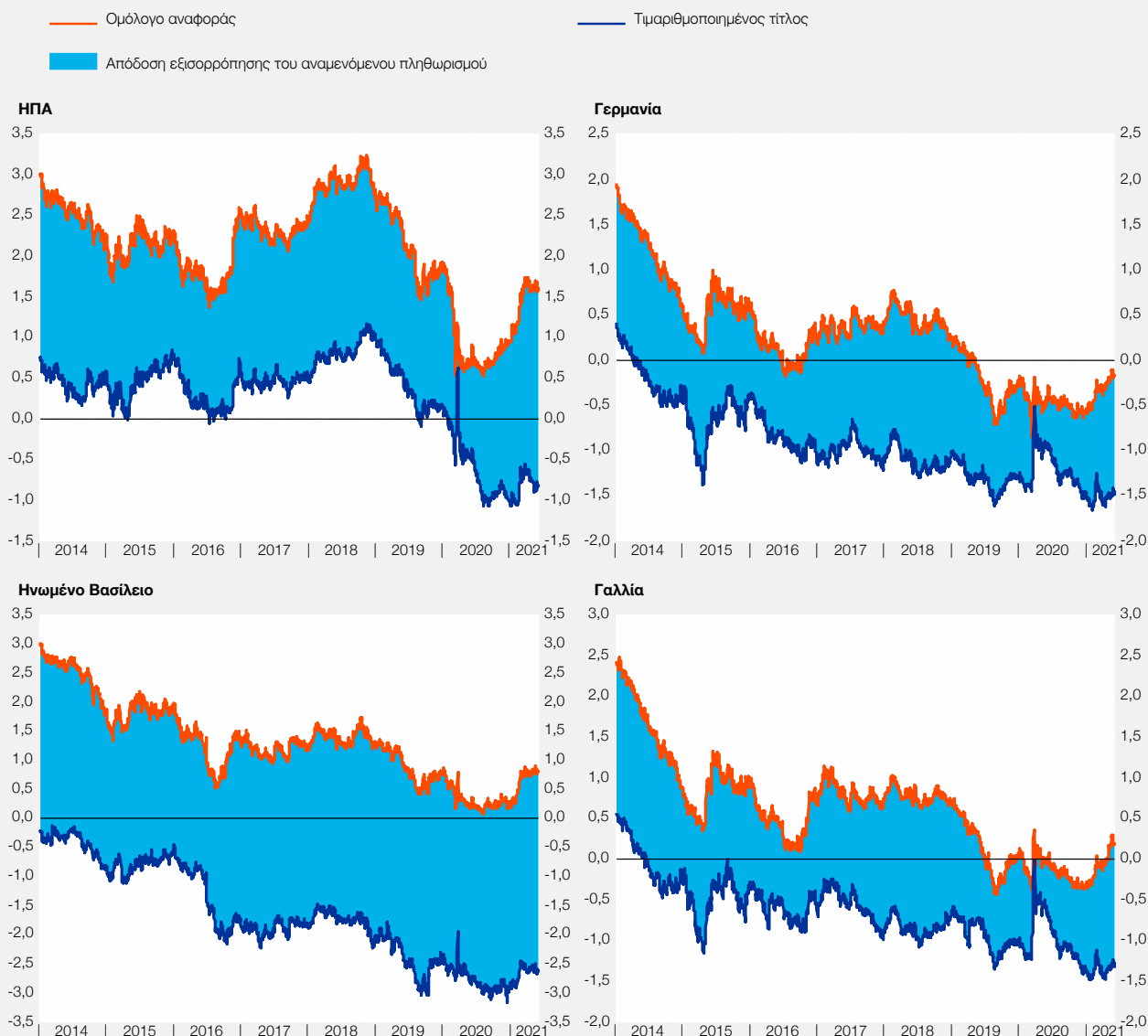
Μετά τη διατάραξη και την επακόλουθη μεταβλητότητα που προκάλεσε η πανδημία στις διεθνείς κεφαλαιαγορές το Φεβρουάριο-Μάρτιο του 2020, οι ονομαστικές αποδόσεις των ασφαλών ομολόγων αναφοράς 10ετούς διάρκειας (ΗΠΑ, Γερμανία, Ηνωμένο Βασίλειο και Γαλλία) ακολούθησαν αρχικά πτωτική τάση, προτού ανακάμψουν το δ' τρίμηνο του 2020. Την ίδια περίοδο, οι πραγματικές αποδόσεις, δηλ. οι αποδόσεις των τιμαριθμοποιημένων ομολόγων οι οποίες είναι ουδέτερες ως προς τον πληθωρισμό, αρχικά μειώθηκαν σημαντικά περισσότερο και στη συνέχεια ακολούθησαν ανοδική τάση, αλλά δεν συνέκλιναν με τις ονομαστικές αποδόσεις (βλ. Διάγραμμα Α). Με άλλα λόγια, οι αποδόσεις υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές προτιμούν ομόλογα ίδιου βαθμού ασφάλειας, τα οποία όμως παρέχουν εξασφάλιση απέναντι σε ενδεχόμενη άνοδο του πληθωρισμού.

Οι διαφορές μεταξύ ονομαστικών και πραγματικών αποδόσεων έχουν διευρυνθεί έκτοτε, δηλαδή οι επενδυτές φαίνεται να ζητούν μεγαλύτερη απόδοση για ομόλογα που υπόκεινται στον κίνδυνο του πληθωρισμού (inflation compensation premium) από ό,τι στα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα, σε σύγκριση με την περίοδο προ της χρηματοοικονομικής διατάραξης που προκάλεσε η πανδημία. Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις εξισορρόπησης του αναμε-

- 1 Οι πληρωμές τοκομεριδίων των τιμαριθμοποιημένων τίτλων κυμαίνονται με βάση την πορεία του ετήσιου πληθωρισμού, όπως αυτός υπολογίζεται από τις ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή. Κατά συνέπεια, οι αποδόσεις των τίτλων αυτών δεν επηρεάζονται από τη διακύμανση του πληθωρισμού.
- 2 Η διαφορά αυτή αναφέρεται στη βιβλιογραφία ως breakeven inflation rate, όρος που μπορεί να μεταφραστεί εννοιολογικά ως "απόδοση εξισορρόπησης του αναμενόμενου πληθωρισμού" ή κυριολεκτικά ως "πληθωρισμός νεκρού σημείου". Σχετικά με τη χρησιμότητα της διαφοράς των ονομαστικών αποδόσεων από τις πραγματικές ως μέτρο για τις προσδοκίες ως προς το μελλοντικό πληθωρισμό, καθώς και την αποτύπωση προσδοκιών για την πραγματική οικονομική δραστηριότητα από τις πραγματικές αποδόσεις, βλ. Gürkaynak, R., B. Sack and J. Wright (2010), "The TIPS yield curve and inflation compensation" *American Economic Journal: Macroeconomics* 2(1), 70-92.

Διάγραμμα Α Αποδόσεις ονομαστικών και τιμαριθμοποιημένων δεκαετών κρατικών ομολόγων

(σε ποσοστά %, ημερήσια στοιχεία, Ιανουάριος 2014 - Μάιος 2021)



Πηγές: Federal Reserve Bank of St. Louis - FRED database (ΗΠΑ), Refinitiv (Γαλλία, Γερμανία, Ηνωμένο Βασίλειο).
 Σημείωση: Τα διαγράμματα απεικονίζουν τις αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων αναφοράς (πορτοκαλί γραμμή) και των τιμαριθμοποιημένων τίτλων αντίστοιχης διάρκειας (μπλε γραμμή). Η σκιασμένη περιοχή είναι η διαφορά των δύο, δηλαδή η απόδοση εξισορρόπησης του πληθωρισμού ή πληθωρισμός νεκρού σημείου (breakeven inflation rate).

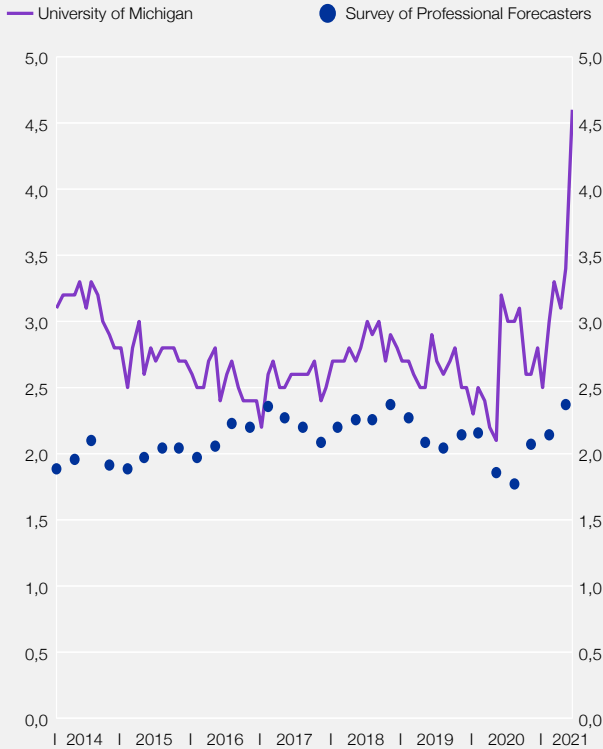
νόμμου πληθωρισμού (breakeven inflation rates) βρίσκονται σε υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με την περίοδο πριν τη διατάραξη (διαφορά μέσω μηνιαίων τιμών Μαΐου 2021 και Ιανουαρίου 2020: ΗΠΑ: 75 μ.β., Γερμανία: 24 μ.β., Γαλλία: 42 μ.β. και Ηνωμένο Βασίλειο: 21 μ.β.).

Από τους δείκτες προσδοκιών για τον πληθωρισμό το επόμενο ημερολογιακό έτος συνάγεται ότι στις ΗΠΑ ο πληθωρισμός αναμένεται να κυμανθεί μεταξύ 2,4% (διάμεση τιμή του Survey of Professional Forecasters – SPF το β' τρίμηνο του 2021 για τον αναμενόμενο πληθωρισμό ένα έτος αργότερα) και 4,6% (διάμεση τιμή της μηνιαίας έρευνας του University of Michigan το Μάιο του 2021 για τον πληθωρισμό στις ΗΠΑ ένα έτος αργότερα). Οι τιμές αυτές ήταν αυξημένες κατά 50 (SPF) έως 140 μ.β. σε σύγκριση με τις τιμές τους 12 μήνες πριν. Από την άλλη πλευρά, ο προσδοκώμενος πληθωρισμός σε χρονικό ορίζοντα ενός έτους για την ευρωζώνη, από την έρευνα SPF, διαμορφώνεται σε 1,3% το β' τρίμηνο του 2021, δηλαδή μόλις 10 μ.β. υψηλότερος από την αντίστοιχη τιμή ένα έτος πριν (βλ. Διάγραμμα Β).

Διάγραμμα Β Προσδοκίες για τον πληθωρισμό για το επόμενο ημερολογιακό έτος

(σε ποσοστά %)

Αναμενόμενος πληθωρισμός - ΗΠΑ



Αναμενόμενος πληθωρισμός - ευρωζώνη



Πηγές: Federal Reserve Bank of Philadelphia (αναμενόμενος πληθωρισμός στις ΗΠΑ από την έρευνα Survey of Professional Forecasters), FRED (αναμενόμενος πληθωρισμός στις ΗΠΑ από την έρευνα του University of Michigan), EKT (αναμενόμενος πληθωρισμός στην ευρωζώνη από την έρευνα Survey of Professional Forecasters).
Σημείωση: Μηνιαία στοιχεία για την έρευνα του University of Michigan (Ιανουάριος 2014 - Μάιος 2021) και τριμηνιαία στοιχεία για την έρευνα Survey of Professional Forecasters (ΗΠΑ: α' τρίμ. 2014 - β' τρίμ. 2021, ευρωζώνη: α' τρίμ. 2000 - β' τρίμ. 2021).

Επιδράσεις των προσδοκιών για τον πληθωρισμό και την οικονομική δραστηριότητα στις αποδόσεις των ομολόγων των ΗΠΑ

Οι εξελίξεις αυτές εγείρουν το ερώτημα κατά πόσον η άνοδος των ονομαστικών ομολογιακών αποδόσεων, συγκριτικά με τις πραγματικές, οφείλεται σε προσδοκίες για άνοδο του πληθωρισμού. Στο πλαίσιο αυτό εκτιμάται ο βαθμός στον οποίο επιδρούν οι προσδοκίες για την οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό στις αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ.³ Η ανάλυση επικεντρώνεται στα ομόλογα 5ετούς και 10ετούς διάρ-

3 Η σχέση μεταξύ επιτοκίων και προσδοκιών για τον πληθωρισμό και την οικονομική δραστηριότητα είναι γνωστή ως "εξίσωση Fisher". Οι ονομαστικές αποδόσεις εξετάζονται ως συνάρτηση του αναμενόμενου πληθωρισμού, όπως εκτιμάται από τη σχέση μεταξύ των αποδόσεων εξισορρόπησης του αναμενόμενου πληθωρισμού (breakeven inflation rate) και του αναμενόμενου πληθωρισμού από την έρευνα του University of Michigan, μίας συνιστώσας που μετρά την αβεβαιότητα ως προς τον πληθωρισμό (διαφορά μεταξύ αναμενόμενου πληθωρισμού από το SPF και το University of Michigan) και των πραγματικών αποδόσεων αντίστοιχης διάρκειας. Οι συνιστώσες των πραγματικών αποδόσεων και του πληθωρισμού προκύπτουν από την εκτίμηση του υποδείγματος, με εξαρτημένη μεταβλητή την παρατηρούμενη ονομαστική απόδοση και επεξηγηματικές μεταβλητές: (α) τις πραγματικές αποδόσεις, (β) τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό, (γ) την αβεβαιότητα ως προς τον πληθωρισμό και (δ) ένα σταθερό όρο. Η εκτίμηση έγινε με δεδομένα σε μηνιαία συχνότητα, για την περίοδο Ιανουαρίου 2004-Μαΐου 2021 με τεχνικές συνολοκλήρωσης (Dynamic Least Squares, 12 lags, 12 leads, με σφάλματα διορθωμένα ως προς την ετεροσκεδαστικότητα). Ο συντελεστής προσδιορισμού adj. R² είναι 98,4% για τα 10ετή και 99,6% για τα 5ετή. Στα 10ετή η επίδραση του πληθωρισμού υπολογίζεται ως το άθροισμα της επίδρασης του αναμενόμενου πληθωρισμού και της αβεβαιότητας ως προς αυτόν, ενώ στα 5ετή η αβεβαιότητα δεν είναι στατιστικά σημαντική και κατά συνέπεια η επίδραση του πληθωρισμού ενσωματώνει μόνο προσδοκίες. Για μία εκτενή συζήτηση της θεωρητικής σχέσης μεταξύ επιτοκίων και προσδοκιών, καθώς και για το οικονομετρικό υπόδειγμα και τις τεχνικές εκτίμησης, βλ. Bauer, M.D. and Rudesbusch (2020), "Interest rates under falling stars", *American Economic Review*, 110(5), 1316-1354.

κειας του Αμερικανικού Δημοσίου, πρώτον λόγω του μεγέθους και της σημασίας της αγοράς αυτής και δεύτερον διότι στις ΗΠΑ παρατηρείται η μεγαλύτερη αύξηση του πληθωρισμού και των πληθωριστικών προσδοκιών μετά την πανδημία μεταξύ των ανεπτυγμένων οικονομιών. Ταυτόχρονα, οι τάσεις και μεταβολές των αποδόσεων των αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων τεκμαίρεται ότι επιδρούν άμεσα στις αποδόσεις των λοιπών ασφαλών ομολόγων αναφοράς διεθνώς και, εμμέσως, σε εκείνες άλλων κρατικών και εταιρικών ομολόγων.⁴

Με βάση τα αποτελέσματα που προκύπτουν, για το διάστημα μεταξύ Απριλίου 2020 και Μαΐου 2021, οι προσδοκίες για την πραγματική οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται ότι συνέβαλαν κατά -46 μ.β. στις ονομαστικές αποδόσεις των αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων 10ετούς διάρκειας (βλ. Διάγραμμα Γ). Από την άλλη πλευρά, η συνιστώσα που σχετίζεται με τις πληθωριστικές προσδοκίες (inflation compensation component) συνέβαλε κατά 67 μ.β., ενώ η συνιστώσα της πληθωριστικής αβεβαιότητας (inflation risk premium) αυξήθηκε κατά 51 μ.β. (εκτιμώμενη συνολική μεταβολή αποδόσεων 10ετών ομολόγων μεταξύ Απριλίου 2020 και Μαΐου 2021: +72 μ.β., παρατηρηθείσα συνολική μεταβολή: +92 μ.β.).

Όσον αφορά τα ομοσπονδιακά ομόλογα 5ετούς διάρκειας των ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα Γ), η επίδραση των προσδοκιών για την πραγματική οικονομική δραστηριότητα έχει συμβάλει αρνητικά κατά 140 μ.β. στις ονομαστικές αποδόσεις, ενώ η συνιστώσα που σχετίζεται με τις πληθωριστικές προσδοκίες έχει υπεραντισταθμίσει αυτή την επίδραση, συμβάλλοντας με άνοδο κατά 195 μ.β. (εκτιμώμενη συνολική μεταβολή 5ετών ομολόγων μεταξύ Απριλίου 2020 και Μαΐου 2021: +55 μ.β., παρατηρηθείσα συνολική μεταβολή μεταξύ Απριλίου 2020 και Μαΐου 2021: +40 μ.β.). Τέλος, με βάση την παρούσα οικονομετρική ανάλυση, οι ονομαστικές αποδόσεις των 5ετών ομολόγων των ΗΠΑ δεν ενσωματώνουν σημαντική συνιστώσα αβεβαιότητας ως προς τον πληθωρισμό.

Κατά συνέπεια, φαίνεται ότι όντως η άνοδος των ονομαστικών αποδόσεων των ομολόγων αναφοράς των ΗΠΑ, μετά τη διατάραξη στις κεφαλαιαγορές που προκάλεσε η πανδημία, εξηγείται σε μεγάλο βαθμό από τις πληθωριστικές προσδοκίες. Οι αποδόσεις των ομολόγων μεσαίας διάρκειας φαίνεται να ενσωματώνουν μεγαλύτερο βαθμό βεβαιότητας ως προς τον αναμενόμενο πληθωρισμό, σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Από την άλλη πλευρά, η αβεβαιότητα ως προς τον πληθωρισμό, όπως αποτιμάται από τις αποδόσεις των 10ετών ομολόγων, είναι ισχυρή, υποδηλώνοντας μεγαλύτερη αβεβαιότητα για τον αναμενόμενο πληθωρισμό σε μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα.⁵ Συνολικά φαίνεται ότι η πρόσφατη άνοδος των αποδόσεων των αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων ενσωματώνει προσδοκίες για αυξημένο πληθωρισμό, εντός ενός μεσοπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα, καθώς και αβεβαιότητα ως προς τις συνθήκες πληθωρισμού για το πιο μακροπρόθεσμο διάστημα.

Συμπεράσματα

Την περίοδο μετά τη χρηματοοικονομική διατάραξη που προκάλεσε η πανδημία, οι προσδοκίες για το μελλοντικό πληθωρισμό έχουν αυξηθεί, ειδικά στις ΗΠΑ. Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό επιδρούν σημαντικά στις αποδόσεις των ομολόγων. Εκτιμάται δε ότι, μαζί με την αβεβαιότητα για το μελλοντικό πληθωρισμό, αυτές οι προσδοκίες αποτελούν τον κύριο ερμηνευτικό παράγοντα της προσφάτως παρατηρηθείσας ανόδου των ομολογιακών αποδόσεων.

Ενδεχόμενη επίμονη αυξητική τάση στις αποδόσεις των αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων αναμένεται να επιφέρει αυξήσεις των αποδόσεων των κρατικών και εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ και κατ' επέκταση δύναται να αποτελέσει επιβαρυντικό παράγοντα στην οικονομική ανάκαμψη. Συνεπώς, έως ότου απαλειφθούν πλήρως οι οικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας, είναι πολύ σημαντική η διατήρηση των μέτρων στήριξης της

4 Βλ., μεταξύ άλλων, Du, W., J. Im and J. Schreger (2018), "The U.S. Treasury Premium", *Journal of International Economics* 112, 167-181.

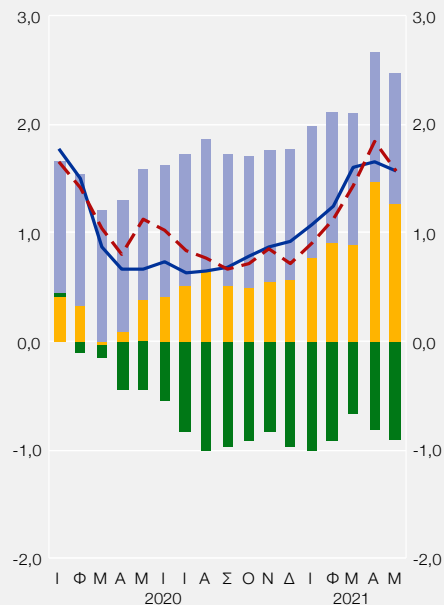
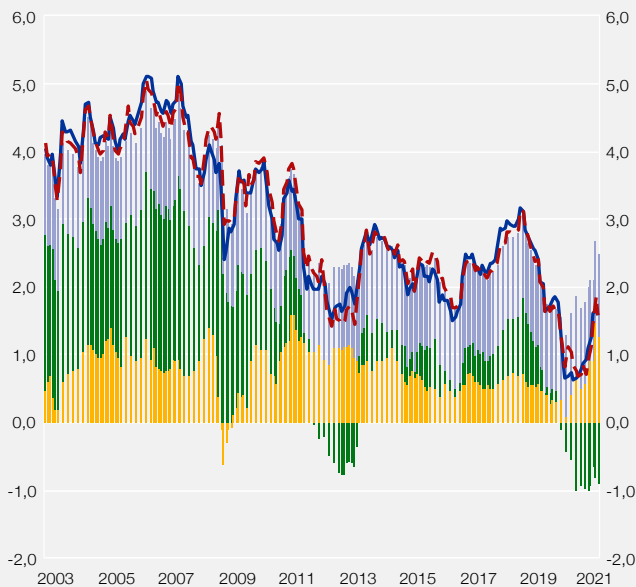
5 Επίσης εξετάστηκε η επίδραση των ίδιων παραγόντων στις απαιτούμενες αποδόσεις για τον κίνδυνο των μετοχών (equity risk premium – ERP). Το equity risk premium υπολογίζεται ως το αντίστροφο του λόγου P/E (τιμή προς κέρδη ανά μετοχή), για το δείκτη S&P500, μείον την απόδοση του 10ετούς ομολόγου αναφοράς των ΗΠΑ. Αυτός ο προσδιορισμός του ERP είναι συνεπής με τα υποδείγματα προεξόφλησης μερισμάτων (βλ. μεταξύ άλλων Fama, E.F. and K. French (1992) "The equity premium", *Journal of Finance*, 57(2), 637-659). Στο υπόδειγμα το ERP εκτιμάται ως συνάρτηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό και την οικονομική δραστηριότητα στις ΗΠΑ, συμπεριλαμβάνοντας και την αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό καθώς και ένα σταθερό όρο. Από την εκτίμηση φαίνεται ότι η συνιστώσα του προσδοκώμενου πληθωρισμού επιδρά σημαντικά και αρνητικά στην απαιτούμενη απόδοση στις μετοχές, ενώ η συνιστώσα της πληθωριστικής αβεβαιότητας επιδρά σημαντικά αυξάνοντας την απαιτούμενη απόδοση. Ο συντελεστής προσδιορισμού adj. R² του υποδείγματος είναι 23,1%.

Διάγραμμα Γ Εκτιμώμενες και παρατηρηθείσες αποδόσεις ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ

(αποδόσεις σε ποσοστά %, μηνιαία στοιχεία, αριστερά: Ιανουάριος 2003 - Μάιος 2021, δεξιά: Ιανουάριος 2020 - Μάιος 2021)

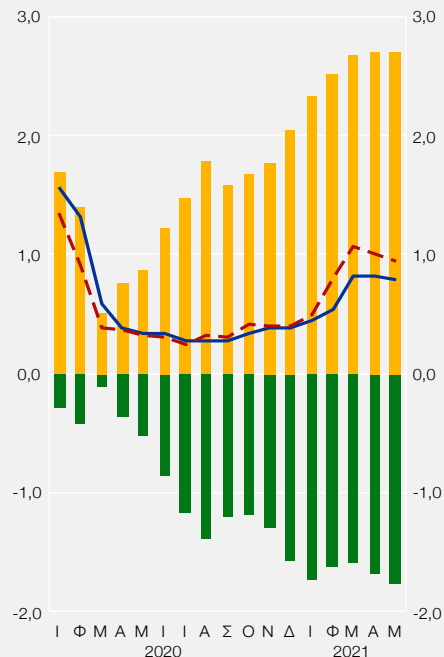
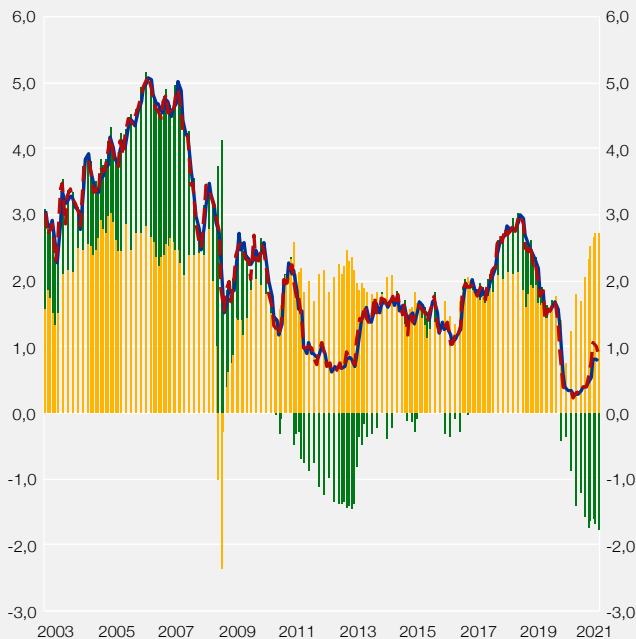
Δεκαετή ομόλογα

- Απόδοση στην αγορά
- · Εκτιμώμενη απόδοση
- Συνιστώσα πληθωρισμού
- Συνιστώσα πραγματικών αποδόσεων
- Σταθερός όρος



Πενταετή ομόλογα

- Απόδοση στην αγορά
- · Εκτιμώμενη απόδοση
- Συνιστώσα πληθωρισμού
- Συνιστώσα πραγματικών αποδόσεων



Πηγή: Οικονομικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Στο διάγραμμα εμφανίζονται μόνο οι παράμετροι του εκτιμηθέντος υποδείγματος που είναι στατιστικά σημαντικές. Για τη μεθοδολογία εκτίμησης βλ. υποσημείωση 3.

οικονομίας της ευρωζώνης, μεταξύ των οποίων και τα προγράμματα αγορών τίτλων από το Ευρωσύστημα, καθώς αποτελεί ανάχωμα στη μετάδοση της ανόδου των αποδόσεων των ομολόγων των ΗΠΑ σε κρατικά και εταιρικά ομόλογα της ευρωζώνης.

2 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΙΑΓΟΡΕΣ

Ως αποτέλεσμα των διευκολυντικών νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών, η μεταβλητότητα στις διεθνείς αγορές μετοχών και ομολόγων είχε διαμορφωθεί στις αρχές του 2020 σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Έτσι, η αναζήτηση αποδόσεων είχε οδηγήσει τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια σε αύξηση της ζήτησης για αξιόγραφα χαμηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης, με αποτέλεσμα τη μείωση των ασφαλίσιμων κινδύνου.

Όμως, το Φεβρουάριο του 2020, η σταδιακή εξάπλωση της πανδημίας μετέβαλε τις αρχικές προσδοκίες για επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας σε έντονη ανησυχία σχετικά με τις οικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας. Υπό αυτές τις συνθήκες, η διάθεση ανάληψης κινδύνων και το επενδυτικό κλίμα επιδεινώθηκαν γρήγορα, καθώς τα χαρτοφυλάκια αναζητούσαν ασφαλή επενδυτικά καταφύγια και σταδιακά η αρχικά συγκρατημένη αντίδραση μετετράπη σε μαζική ρευστοποίηση θέσεων. Έτσι, από τα μέσα περίπου του Φεβρουαρίου 2020 εκδηλώθηκε έντονη αναταραχή στις διεθνείς αγορές μετοχών και ομολόγων, η οποία οδήγησε σε επιδείνωση, σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα, των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς. Η επιδείνωση, εκτός από ιδιαίτερα έντονη, ήταν και ευρεία, με τα επενδυτικά κεφάλαια, στην προσπάθειά τους να εξασφαλίσουν ρευστότητα και να ικανοποιήσουν τους μεριδιούχους τους, να προχωρούν σε σημαντικού ύψους ρευστοποιήσεις περιουσιακών στοιχείων, από διάφορους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, ακόμα και των θεωρούμενων ασφαλών τίτλων, όπως για παράδειγμα τα ομοσπονδιακά ομόλογα των ΗΠΑ.⁴

Η αρχική αντίδραση των αγορών μετοχών και ομολόγων ήταν πιο έντονη από εκείνη που παρατηρήθηκε μετά την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008.⁵ Επίσης, οι τιμές των μετοχών στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη υπέστησαν σημαντικές απώλειες τις πρώτες 20 ημέρες μετά τη χρηματοπιστωτική διατάραξη, ενώ οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ εταιρικών ομολόγων χαμηλής και υψηλής διαβάθμισης (BBB και AAA αντιστοίχως) παρουσίασαν άνοδο εντονότερη από ό,τι κατά την περίοδο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Εν όψει της ραγδαίας επιδείνωσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και του κινδύνου πρόκλησης σημαντικής οικονομικής ζημίας λόγω της αναταραχής στις διεθνείς αγορές, από τα μέσα Μαρτίου έως και τις αρχές Μαΐου 2020 οι κεντρικές τράπεζες και οι κυβερνήσεις σε πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες ανά τον κόσμο έλαβαν σειρά αποφάσεων για τη στήριξη της ρευστότητας και των ροών χρηματοδότησης στις εγχώριες οικονομίες.⁶ Τα μέτρα στήριξης οδήγησαν στη συνέχεια σε σημαντική αποκλιμάκωση των ομολογιακών αποδόσεων και σε αύξηση των τιμών των μετοχών.

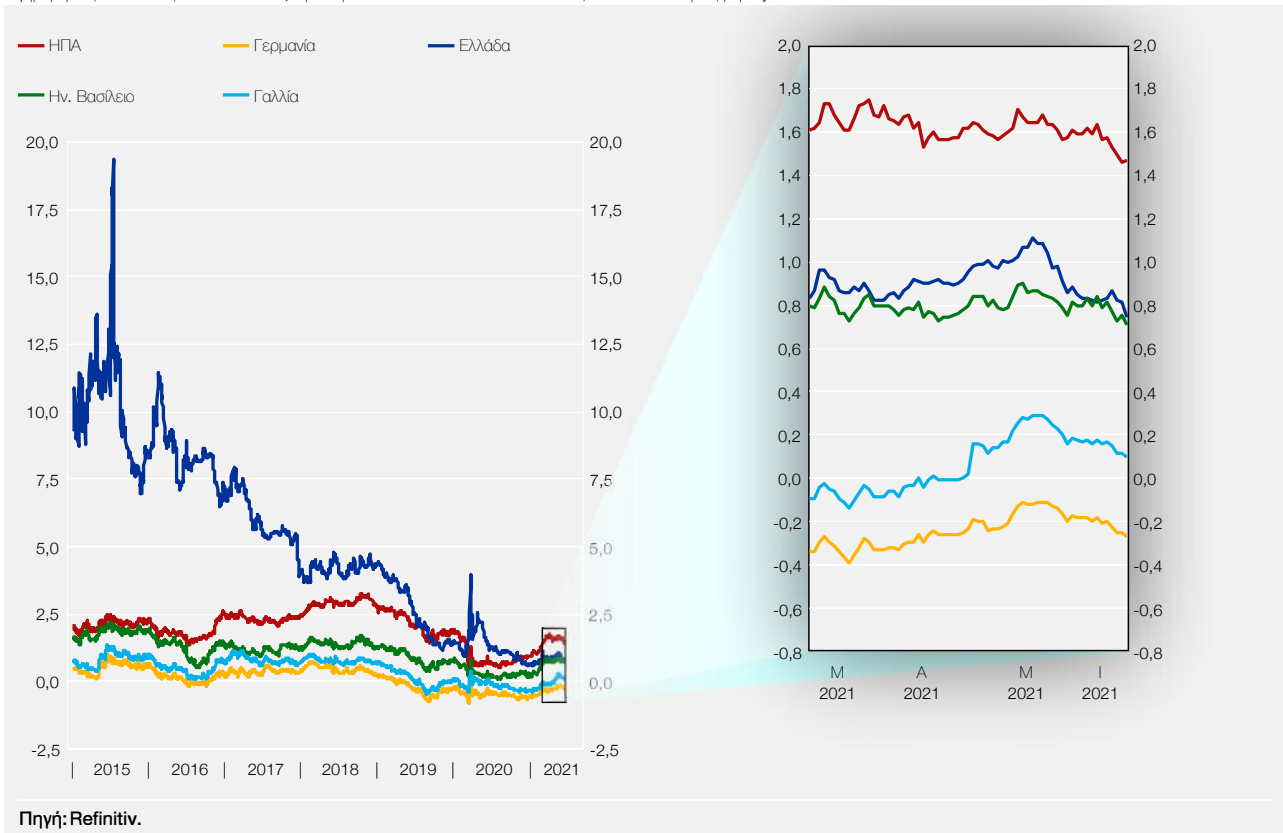
4 Βλ. A. Vissing-Jorgensen (2021) "The Treasury market in the spring 2020 and the response of the Federal Reserve", Haas School of Business working paper, University of California-Berkeley, http://faculty.haas.berkeley.edu/vissing/vissing_jorgensen_bonds2020.pdf.

5 Για τη σύγκριση της αντίδρασης διαφόρων δεικτών από τις χρηματοπιστωτικές αγορές στη διατάραξη της πανδημίας COVID-19 και σε εκείνη της κατάρρευσης της Lehman Brothers, βλ. Κεφάλαιο VII, *Νομισματική Πολιτική 2019-2020*, Τράπεζα της Ελλάδος (Ιούνιος 2020).

6 Σχετικά με τα μέτρα στήριξης του Ευρωσυστήματος, βλ. Κεφάλαιο III στην παρούσα έκθεση. Επίσης, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αποφάσισε ένα ευρύ φάσμα μέτρων στήριξης της αμερικανικής οικονομίας, το οποίο περιλαμβάνει τη μείωση των υποχρεωτικών διαθεσίμων, τη μείωση των επιβαρύνσεων για τη χορήγηση βραχυχρόνιας ρευστότητας, την ενεργοποίηση προγράμματος αγορών ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ, εταιρικών ομολόγων, καθώς και πιλοποιήσεων δανείων, καθώς και τη χορήγηση δανείων μέσω ειδικού επενδυτικού οχήματος (Special Purpose Vehicle – SPV) σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Αντίστοιχες παρεμβάσεις παροχής ρευστότητας και αγορών τίτλων αποφασίστηκαν από διάφορες άλλες κεντρικές τράπεζες ανεπτυγμένων οικονομιών διεθνώς.

Διάγραμμα VII.3 Αποδόσεις δεκαετών κρατικών ομολόγων

(ημερήσιες αποδόσεις σε ποσοστά %, αριστερά: 1.1.2015 - 14.6.2021 και δεξιά: τελευταίοι τρεις μήνες)



Οι παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών και κυβερνήσεων συνέβαλαν στη διαμόρφωση ιδιαίτερα θετικού επενδυτικού κλίματος διεθνώς, με αποτέλεσμα τη διατήρηση χαμηλών επιπέδων μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές, παρά την εκδήλωση νέων κυμάτων της πανδημίας σε πολλές χώρες στα τέλη του 2020 και στις αρχές του 2021. Ως αποτέλεσμα, έως και τον Ιούνιο του 2021 οι αποδόσεις των περισσότερων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης βρίσκονταν κοντά σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα VII.3), ενώ οι αποτιμήσεις στις διεθνείς αγορές μετοχών βρίσκονταν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, κυρίως λόγω της ανόδου των τιμών των μετοχών των επιχειρήσεων τεχνολογίας.

Βέβαια, επισημαίνεται ότι οι αποτιμήσεις αυτές ενσωματώνουν ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα απαιτούμενης απόδοσης για τον κίνδυνο των μετοχών (equity risk premium). Δηλαδή, δεν προέρχονται τόσο από βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών και της κερδοφορίας των εισηγμένων επιχειρήσεων, διεθνώς, όσο από την προεξόφληση των αναμενόμενων μελλοντικών αποτελεσμάτων υπό συνθήκες ιστορικά χαμηλών επιτοκίων. Ταυτόχρονα, δείκτες των προσδοκιών των επενδυτών για τα μελλοντικά επίπεδα πληθωρισμού, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ, υποδεικνύουν αύξηση του πληθωρισμού ενώ η αύξηση της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων συνδέεται τόσο με προσδοκίες αυξημένων ρυθμών πληθωρισμού όσο και με προσδοκίες οικονομικής ανάκαμψης.⁷

⁷ Συγκεκριμένα, ο αναμενόμενος πληθωρισμός, όπως υποδεικνύεται από τα ομόλογα αναφοράς 5ετούς διάρκειας (5-year breakeven inflation rate), διαμορφώθηκε στις 14.6.2021 σε 2,5% στις ΗΠΑ και σε 1,3% στην ευρωζώνη, δηλ. αυξημένος κατά 233 και 124 μονάδες βάσης αντίστοιχα, σε σύγκριση με τις 19.3.2020. Αντίστοιχη άνοδο παρουσιάζουν και οι προσδοκίες της αγοράς ομολόγων για τον πληθωρισμό σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, όπως φαίνεται από το δείκτη αναμενόμενου πληθωρισμού 5 έτη από σήμερα με χρονικό ορίζοντα 5 ετών (5-year 5-year forward inflation expectation rate), ο οποίος έχει αυξηθεί για τις ΗΠΑ σε 2,2% από 0,9% και για την ευρωζώνη σε 1,4% από 0,7% την αντίστοιχη περίοδο. Η διαφορά αποδόσεων μεταξύ των 10ετών και 2ετών ομολόγων βρισκόταν στις 14.6.2021 στις 129 μ.β., τιμή αυξημένη κατά 114 μ.β. σε σχέση με τις 9.3.2020.

Οι προσδοκίες αυτές οδήγησαν σε άνοδο την απόδοση των 10ετών ομολόγων των ΗΠΑ, σε σύγκριση με τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα του Μαρτίου του 2020.⁸ Η αύξηση αυτή τεκμαίρεται ότι έχει μεταδοθεί εν μέρει και στα ομόλογα αναφοράς της ευρωζώνης όπως αντανακλάται στην κλίση των καμπυλών αποδόσεων των ομολόγων στη ζώνη του ευρώ.⁹ Στο βαθμό που η αυξητική αυτή τάση επιμείνει, θα επηρεαστούν αναπόφευκτα και οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων.

Οι εξελίξεις της περιόδου από τις αρχές του 2020 έως σήμερα καταδεικνύουν ότι οι παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών και των κυβερνήσεων των ανεπτυγμένων οικονομιών προσέφεραν ένα ισχυρό ανάχωμα (backstop) στην επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, μετά τη διατάραξη, και αναχαίτισαν την εν εξελίξει επανατιμολόγηση των κινδύνων, που ενδεχομένως θα έβλαπτε τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Βέβαια, επισημαίνεται ότι η ανάκαμψη των τιμών των μετοχών είναι αισθητά ισχυρότερη σε σύγκριση με τις αντίστοιχες εξελίξεις κατά τη διάρκεια της έξαρσης της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-2009, μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, γεγονός που εξηγείται από την άμεση και πιο έντονη αντίδραση των φορέων άσκησης νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής.

3 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Στις αρχές του 2020 το επενδυτικό κλίμα στην αγορά ελληνικών κρατικών ομολόγων ήταν ιδιαίτερα θετικό, ως αποτέλεσμα τόσο του ευνοϊκού διεθνούς νομισματικού και χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος όσο και λόγω των αναβαθμίσεων του αξιόχρεου του ελληνικού δημόσιου χρέους στο τέλος του 2019 και στις αρχές του 2020.¹⁰ Όμως, η ραγδαία επιδείνωση των συνθηκών και η αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, από τα μέσα Φεβρουαρίου έως τα μέσα Μαρτίου 2020, επηρέασε σημαντικά τις αποδόσεις στα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (βλ. Διάγραμμα VII.4). Επίσης, καθώς οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα αναθεωρούνταν επί τα χείρω, περιορίστηκαν οι προοπτικές αναβάθμισης του αξιόχρεου της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία σε σύντομο χρονικό διάστημα.¹¹

Έτσι, οι αποδόσεις των ομολόγων όλων των διαρκειών παρουσίασαν έντονη άνοδο με αποτέλεσμα την μετατόπιση προς τα άνω ολόκληρης της καμπύλης αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων μετά την εκδήλωση της αναταραχής στις διεθνείς αγορές (βλ. Διάγραμμα VII.5). Από το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Μαρτίου 2020, οπότε η ανακοίνωση των μέτρων στήριξης από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες και τις κυβερνήσεις οδήγησε σε εξομάλυνση της μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων όλων των διαρκειών υποχώρησαν.

Προς αυτή την κατεύθυνση, ιδιαίτερα σημαντική συμβολή είχε η απόφαση του Ευρωσυστήματος για την ενεργοποίηση έκτακτου προγράμματος αγορών τίτλων λόγω της πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) και η απόφαση για χορήγηση παρέκκλισης (waiver)

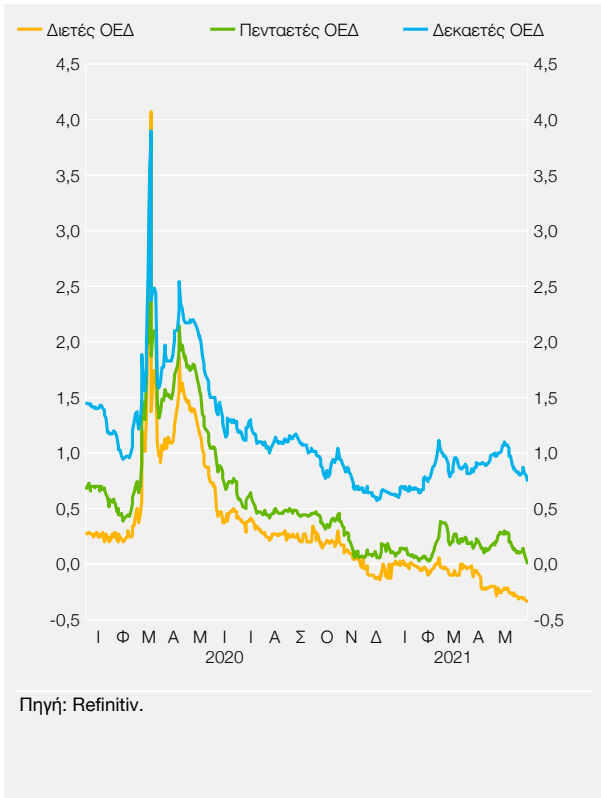
8 Η απόδοση των 10ετών ομολόγων βρισκόταν στις 14.6.2021 στο 1,44%, τιμή αυξημένη κατά 94 μ.β..

9 Ενδεικτικά, οι αποδόσεις των 10ετών ομολόγων Γερμανίας, Γαλλίας, Ιταλίας, Ισπανίας και Πορτογαλίας βρισκόνταν σε υψηλότερα επίπεδα στις 14.6.2021 σε σχέση με τις αρχές του έτους κατά 30 μ.β., 43 μ.β., 23 μ.β., 30 μ.β. και 29 μ.β. αντίστοιχα, ενώ οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ των 10ετών και 2ετών ομολόγων βρισκόνταν επίσης υψηλότερα την ίδια περίοδο κατά 28 μ.β., 36 μ.β., 16 μ.β., 24 μ.β. και 17 μ.β. αντίστοιχα.

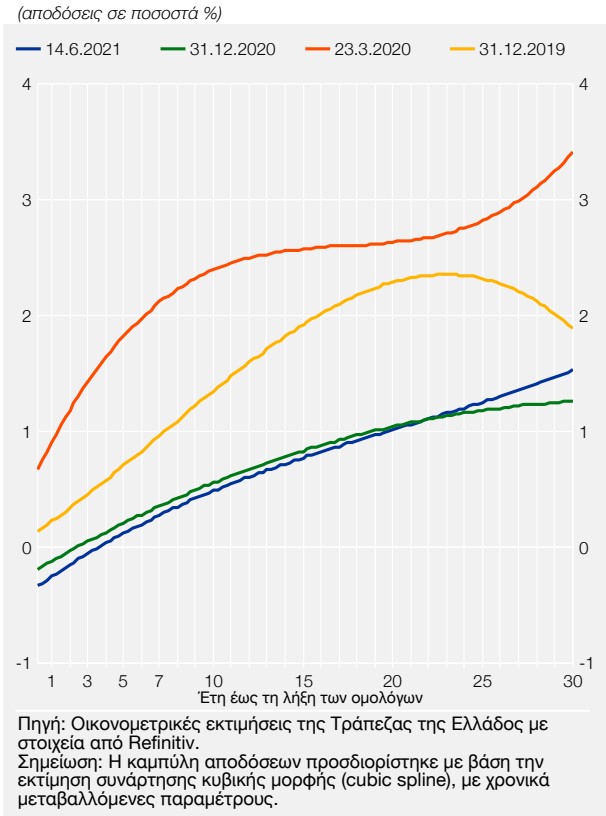
10 Ο οίκος Fitch αναβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας στις 24 Ιανουαρίου 2020 κατά μία βαθμίδα σε BB από BB-. Περισσότερα στοιχεία για τις αναβαθμίσεις του 2019 βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2019, κεφάλαιο ΙΧ, Αθήνα (2020).

11 Συγκεκριμένα, στις 24, 25 και 27 Απριλίου 2020 αντίστοιχα, οι οίκοι Fitch, S&P's και DBRS μετέβαλαν τις θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας σε σταθερές, επικαλούμενοι την αναμενόμενη επίπτωση της πανδημίας στην εγχώρια οικονομική δραστηριότητα. Μετά την εκδήλωση της πανδημίας παρατηρήθηκε αρνητική τάση στις πιστοληπτικές διαβαθμίσεις πολλών κρατών και επιχειρήσεων.

Διάγραμμα VII.4 Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων (1.1.2020 - 14.6.2021)



Διάγραμμα VII.5 Καμπύλη αποδόσεων ελληνικών κρατικών ομολόγων



από τα κριτήρια επιλεξιμότητας του Ευρωσυστήματος για τα ελληνικά κρατικά ομόλογα, με αποτέλεσμα τη συμπερίληψή τους στο πρόγραμμα PEPP και την αποδοχή τους ως εξασφαλίσεων για την παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα στις εμπορικές τράπεζες.¹² Μετά τις παρεμβάσεις της ΕΚΤ, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, όπως άλλωστε και άλλων κρατικών ομολόγων της περιφέρειας της ζώνης του ευρώ, ακολούθησαν πτωτική τάση (βλ. Διάγραμμα VII.6). Οι ανωτέρω θετικές εξελίξεις, σε συνδυασμό με τη βελτίωση της θέσης της χώρας σε δείκτες θεσμικής ισχύος, οδήγησαν σε αύξηση της βαθμολογίας της ελληνικής οικονομίας στα θεσμικά κριτήρια που λαμβάνουν υπόψη οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης, με αποτέλεσμα την εκ νέου αναβάθμιση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων προς το τέλος του 2020 και στις αρχές του 2021.¹³

Η βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών έχει οδηγήσει την καμπύλη αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ενώ η κλίση της έχει αυξηθεί σε

12 Επισημαίνεται ότι το Ευρωσύστημα, στο πλαίσιο του PEPP, είχε προβεί έως και το Μάιο του 2021 σε αγορές ελληνικών κρατικών τίτλων ύψους 25,7 δισεκ. ευρώ. Βλ. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

13 Ενδεικτικά, στην αναφορά της Παγκόσμιας Τράπεζας το Σεπτέμβριο του 2020 για τους δείκτες διακυβέρνησης η θέση της ελληνικής οικονομίας, συγκριτικά με τις υπόλοιπες οικονομίες, βελτιώθηκε σε 4 από τα 6 κριτήρια. Τη βελτίωση αυτή αναφέρουν ως εξέλιξη που συνέβαλε στις αναβαθμίσεις οι οίκοι Standard & Poor's και Moody's, ενώ αντίστοιχη αναφορά έκανε και ο οίκος Fitch στην έκθεση για την αναβάθμιση τον Ιανουάριο 2020. Συγκεκριμένα, ο οίκος Moody's αναβάθμισε την ελληνική οικονομία στις 6 Νοεμβρίου 2020 σε Βα3 από Β1, με σταθερές προοπτικές. Ο οίκος S&P αναβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας στις 23 Απριλίου 2021 κατά μία βαθμίδα σε ΒΒ από ΒΒ- και μετέβαλε τις σταθερές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας σε θετικές, επικαλούμενος την αναμενόμενη επίδραση των προγραμμάτων της Ε.Ε. στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας. Κατά συνέπεια, η ελάχιστη απόσταση της διαβάθμισης της ελληνικής οικονομίας από την επενδυτική κατηγορία (δηλ. διαβάθμιση ίση με ή καλύτερη από ΒΒΒ-/Βαα3/ΒΒΒ-low) έχει διαμορφωθεί σε 2 βαθμίδες, με βάση την αξιολόγηση των Fitch και S&P και σε 3 βαθμίδες με βάση τις αξιολογήσεις των Moody's και DBRS.

Διάγραμμα VII.6 Διαφορά αποδόσεων (spread) δεκαετών κρατικών ομολόγων

(ημερήσια στοιχεία, μονάδες βάσης, αριστερά: 1.1.2015 - 14.6.2021 και δεξιά: τελευταίοι τρεις μήνες)



σχέση με τις αρχές του 2021, ταυτόχρονα με παρόμοια αύξηση της κλίσης των καμπυλών αποδόσεων των ΗΠΑ και της ευρωζώνης. Κατά συνέπεια, το Ελληνικό Δημόσιο προέβη σε εκδόσεις ομολόγων μακράς διάρκειας με χαμηλό κόστος δανεισμού, βελτιώνοντας περαιτέρω το προφίλ του δημόσιου χρέους. Συγκεκριμένα, το Ελληνικό Δημόσιο εξέδωσε το 2020 ομόλογα συνολικού ύψους 12 δισεκ. ευρώ, για τα οποία εκδηλώθηκε ισχυρή ζήτηση (συνολικά 76,4 δισεκ. ευρώ).¹⁴ Επίσης, το διάστημα Ιανουαρίου-Ιουνίου του 2021 πραγματοποιήθηκαν τέσσερις εκδόσεις ομολόγων συνολικού ύψους 11,5 δισεκ. ευρώ, με ισχυρή ζήτηση (συνολικά περίπου 105 δισεκ. ευρώ)¹⁵.

Παράλληλα, το 2020 εκδόθηκαν έντοκα γραμμάτια 3, 6, και 12 μηνών ύψους 23,6 δισεκ. ευρώ έναντι 27,8 δισεκ. ευρώ το 2019, με το μέσο σταθμικό κόστος των εκδόσεων να εμφανίζει σημαντική υποχώρηση (2020: 0,04%, 2019: 0,36%), ενώ το διάστημα Ιανουαρίου-Ιουνίου του 2021 όλες οι εκδόσεις είχαν αρνητική απόδοση (συνολικό ύψος 12,6 δισεκ. ευρώ, με μέσο σταθμικό κόστος -0,30%). Στόχος του ΟΔΔΗΧ είναι η επιμήκυνση της διάρκειας του δημόσιου χρέους, με τη μείωση του υφιστάμενου υπολοίπου των έντοκων γραμματίων και την αύξηση των εκδόσεων πιο μακροπρόθεσμης διάρκειας.

14 Ιανουάριος: 15ετής, ύψους 2,5 δισεκ. ευρώ, με τοκομερίδιο 1,875%, Απρίλιος: 7ετής, ύψους 2 δισεκ. ευρώ, με τοκομερίδιο 2%, Ιούνιος: 10ετής, ύψους 3 δισεκ. ευρώ, με τοκομερίδιο 1,5%, Σεπτέμβριος: αντλήθηκαν 2,5 δισεκ. ευρώ με επανέκδοση 10ετούς ομολόγου (απόδοση 1,187%), Οκτώβριος: αντλήθηκαν 2 δισεκ. ευρώ με επανέκδοση 15ετούς ομολόγου (απόδοση 1,152%).

15 Ιανουάριος: 10ετής, ύψους 3,5 δισεκ. ευρώ, με τοκομερίδιο 0,750%, Μάρτιος: 30ετής, ύψους 2,5 δισεκ. ευρώ, με τοκομερίδιο 1,875%, Μάιος: 5ετής, ύψους 3 δισεκ. ευρώ, με τοκομερίδιο 0,000%, Ιούνιος: αντλήθηκαν 2,5 δισεκ. ευρώ με επανέκδοση 10ετούς ομολόγου (απόδοση 0,888%).

Τέλος, η αύξηση της συναλλακτικής δραστηριότητας στη δευτερογενή αγορά το 2020 και στο διάστημα Ιανουαρίου-Μαΐου του 2021 υποδηλώνει τη βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας στην αγορά κρατικών ομολόγων. Συγκεκριμένα, στην ΗΔΑΤ η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών ανήλθε σε 92,3 εκατ. ευρώ το 2020 και σε 120,5 εκατ. ευρώ το διάστημα Ιανουαρίου-Μαΐου 2021, έναντι 33,9 εκατ. ευρώ το 2019 και 45,8 εκατ. ευρώ το διάστημα Ιανουαρίου-Μαΐου του 2020. Επίσης στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), μέσω του οποίου διακανονίζονται τόσο εγχώριες όσο και διεθνείς συναλλαγές, ανήλθε σε 600,9 εκατ. ευρώ το 2020 και σε 865,7 εκατ. ευρώ το διάστημα Ιανουαρίου-Μαΐου του 2021, από 555,8 εκατ. ευρώ το 2019 και 668,2 εκατ. ευρώ το διάστημα Ιανουαρίου-Μαΐου του 2020.

4 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

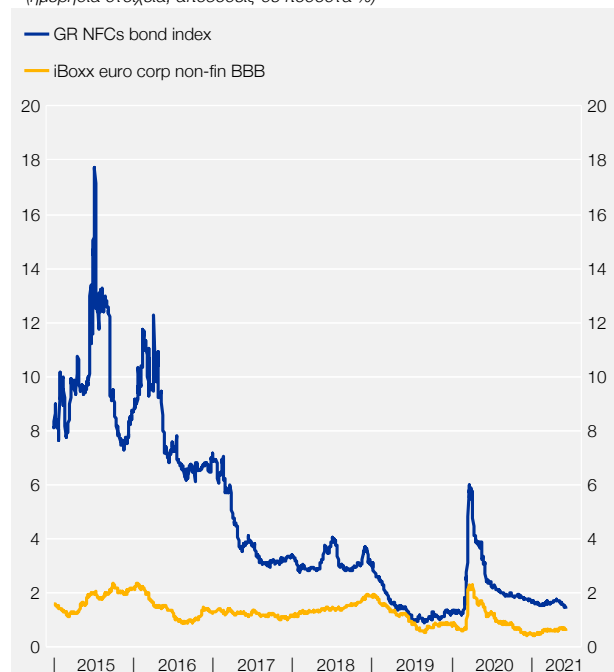
Οι συνθήκες χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές παρέμειναν διευκολυντικές έως τις αρχές του 2020, σε συνάφεια με τις διεθνείς συνθήκες. Όμως η εκδήλωση της αναταραχής στις διεθνείς αγορές από το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Φεβρουαρίου έως και τα μέσα Μαρτίου επηρέασε ιδιαίτερα τις εκδόσεις εταιρικών ομολόγων με πιστοληπτική αξιολόγηση κάτω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας (δηλ. BBB-/Baa3). Κατά συνέπεια, αυξήθηκαν σημαντικά οι αποδόσεις των ομολόγων με διαβάθμιση στη μη επενδυτική κατηγορία, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται και τα ομόλογα που έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα VII.7).

Το Μάρτιο και τον Απρίλιο 2020 παρατηρήθηκαν υποβαθμίσεις του αξιόχρεου πολλών εταιριών σε μεγάλο εύρος οικονομιών, αφού η αναταραχή στις αγορές επηρέασε ιδιαίτερα τις αγορές εταιρικών ομολόγων διεθνώς. Όμως, παρά το γεγονός ότι αυξήθηκαν περισσότερο οι αποδόσεις των ομολόγων με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση από ό,τι οι αποδόσεις των ομολόγων της επενδυτικής κατηγορίας (βλ. Διάγραμμα VII.8), η μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων που έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, όπως καταγράφεται από το δείκτη εταιρικών ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος, αυξήθηκε κατά περίπου 450 μ.β. Δηλαδή, η αύξηση ήταν μικρότερη (σχεδόν 590 μ.β.) από εκείνη που παρατηρήθηκε στις αποδόσεις των ομολόγων με πιστοληπτική διαβάθμιση κάτω από το όριο της επενδυτικής βαθμίδας που έχουν εκδοθεί από επιχειρήσεις με έδρα σε άλλες οικονομίες της ζώνης του ευρώ.

Όπως και στις αγορές κρατικών ομολόγων, έτσι και για τα εταιρικά ομόλογα, οι παρεμβάσεις κυρίως των κεντρικών τραπεζών και δευτερευόντως των κυβερνήσεων έχουν εξομαλύνει τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Έτσι, αφότου ανακοινώθηκε το πρόγραμμα αγοράς τίτλων PEPP από την ΕΚΤ, οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχουν υποχωρήσει σημαντικά, προσεγγίζοντας τα ιστορικά χαμηλά επίπεδά τους.

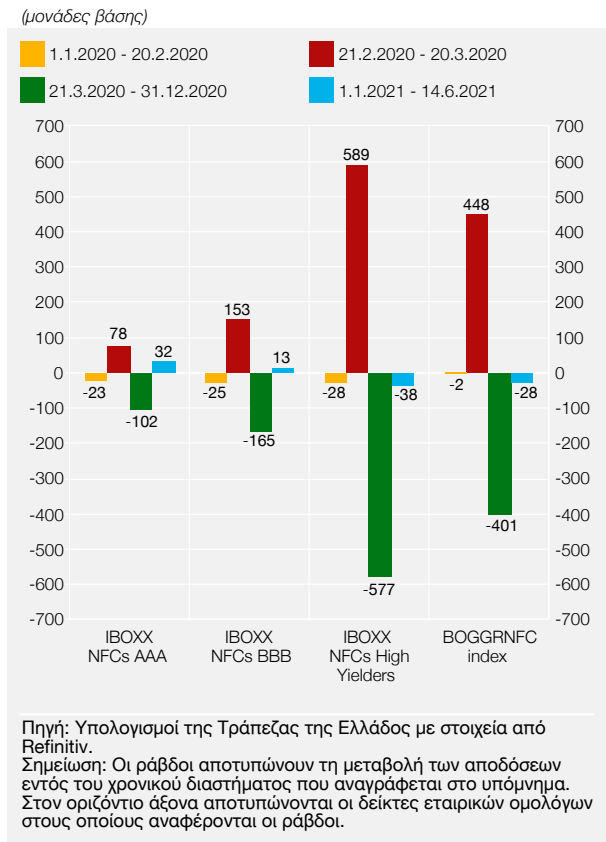
Διάγραμμα VII.7 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (1.1.2015 - 14.6.2021)

(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 υποκειμένων 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).

Διάγραμμα VII.8 Μεταβολή στις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων πριν και μετά τη χρηματοπιστωτική διατάραξη από την πανδημία



Αντίστοιχη εξέλιξη ακολούθησαν και τα εταιρικά ομόλογα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ με διαβάθμιση BBB και AAA.

Κατά τη διάρκεια του 2020 και του διαστήματος Ιανουαρίου-Ιουνίου του 2021, μετά τη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς, παρατηρήθηκε μεγάλη αύξηση στην εκδοτική δραστηριότητα μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στις αγορές ομολόγων διεθνώς, εξέλιξη που επηρέασε θετικά και τις σχετικές εκδόσεις ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Το 2020, τρεις ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις άντλησαν, μέσω έκδοσης ομολόγων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, κεφάλαια συνολικής ονομαστικής αξίας 610 εκατ. ευρώ, με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 4,4%, ενώ το διάστημα Ιανουαρίου-Ιουνίου 2021 τρεις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις άντλησαν συνολικά 1,475 δισεκ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 2,88%. Επίσης, στην εγχώρια αγορά πραγματοποιήθηκαν τρεις εκδόσεις το 2020, μέσω των οποίων αντλήθηκε συνολικά 1 δισεκ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 2,8%, και δύο εκδόσεις το 2021 ύψους 300 εκατ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 2,2%.

Η ακαθάριστη αξία των τίτλων που έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, μέσω θυγατρικών τους, σε διεθνείς αγορές από το 2013 έως σήμερα ανέρχεται σε περίπου 11,7 δισεκ. ευρώ, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι διεθνείς αγορές έχουν καταστεί σημαντική πηγή χρηματοδότησης επενδύσεων και αναχρηματοδότησης χρέους για μεγάλες, κυρίως βιομηχανικές και εξαγωγικές επιχειρήσεις. Η αξία των υφιστάμενων εκδόσεων, δηλαδή αν συνυπολογιστούν οι εκδόσεις, οι λήξεις και οι αποπληρωμές, ανέρχεται σε περίπου 6,2 δισεκ. ευρώ. Όσον αφορά την εγχώρια αγορά, από την έναρξη λειτουργίας της το 2017 μέχρι και τις 14.6.2021 έχουν πραγματοποιηθεί εκδόσεις ομολόγων από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνολικού ύψους περίπου 2,8 δισεκ. ευρώ, με το υφιστάμενο υπόλοιπο να ανέρχεται σε περίπου 2,3 δισεκ. ευρώ.

5 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

5.1 Τιμές μετοχών

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) στις αρχές του 2020 και μέχρι την εκδήλωση της αναταραχής στις διεθνείς αγορές διατηρούνταν στα επίπεδα του τέλους του 2019, σε περιβάλλον χαμηλής μεταβλητότητας (βλ. Διάγραμμα VII.9). Η αναταραχή στις διεθνείς αγορές που προκάλεσε η εκδήλωση της πανδημίας οδήγησε σε μεγάλη πτώση των τιμών των μετοχών σε όλους τους κλάδους του ΧΑ μέχρι τα τέλη Μαρτίου 2020. Έκτοτε παρατηρήθηκε μερική ανάκαμψη, με το γενικό δείκτη τιμών μετοχών του ΧΑ να εμφανίζει απώλειες 11,8% το 2020. Παρατηρήθηκε ωστόσο σημαντική ετερογένεια μεταξύ των κλάδων, καθώς οι τιμές των μετοχών κλάδων όπως η βιομηχανία και οι εταιρίες κοινής ωφελείας κινήθηκαν ανοδικά, ενώ αντίθετα υποχώρησαν οι τιμές των μετοχών του κλάδου των τραπεζών, λόγω και της αναμενόμενης επίδρασης της πανδημίας στην ποιότητα του δανειακού τους χαρτοφυλακίου.

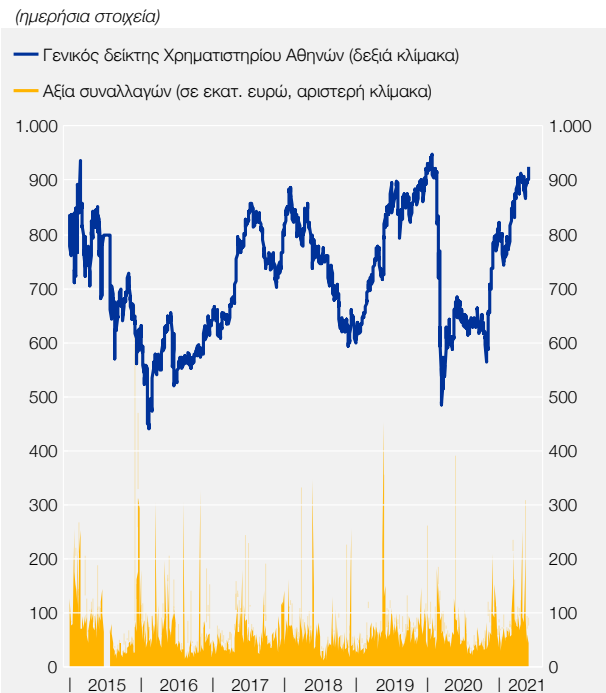
Ανοδικά (+14,3%) κινήθηκε ο γενικός δείκτης τιμών του ΧΑ το διάστημα Ιανουαρίου-Ιουνίου 2021, σε συνάφεια με τις θετικές αποδόσεις στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη. Αυξημένη ήταν η μεταβλητότητα το 2020 σε σύγκριση με το 2019, ενώ το διάστημα Ιανουαρίου-Ιουνίου 2021 η μεταβλητότητα επανήλθε στα επίπεδα του 2019 (τυπική απόκλιση ημερήσιων αποδόσεων το διάστημα Ιανουαρίου-Ιουνίου 2021: 1,13%, το 2020: 2,07%, και το 2019: 1,09%). Η συναλλακτική δραστηριότητα (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών) το 2020 παρέμεινε περίπου στα ίδια επίπεδα σε σύγκριση με το 2019 (64,9 εκατ. ευρώ και 67,4 εκατ. ευρώ αντίστοιχα), ενώ αυξήθηκε το διάστημα Ιανουαρίου-Ιουνίου 2021 (83,0 εκατ. ευρώ).

5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Η πανδημία είχε σημαντικές επιπτώσεις στα αποτελέσματα και την αποδοτικότητα των εταιριών του μη χρηματοπιστωτικού τομέα με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ. Σύμφωνα με τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα για το 2020, ο κύκλος εργασιών εμφάνισε μείωση κατά 20,9%, ενώ τα μικτά κέρδη και τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) μειώθηκαν κατά 26,4% και 34,5% αντίστοιχα. Σημαντική υποχώρηση κατά 65,5% παρατηρήθηκε στα κέρδη από λειτουργικές δραστηριότητες (EBIT),¹⁶ τα οποία επηρεάστηκαν σε μεγάλο βαθμό από την κερδοφορία των εταιριών του κλάδου της ενέργειας, με αποτέλεσμα την καταγραφή μικρού μεγέθους κερδών προ φόρων συνολικά. Αν εξαιρεθεί ο εν λόγω κλάδος, τα μεγέθη πωλήσεων, μικτών κερδών, EBITDA και EBIT μειώθηκαν σε μικρότερο βαθμό (κατά 11,8%, 16,1%, 20,6% και 35,5% αντίστοιχα), ενώ τα αποτελέσματα προ φόρων ήταν θετικά.

Την ίδια περίοδο, επιδεινώθηκε η αποδοτικότητα των εισηγμένων επιχειρήσεων, στους περισσότερους κλάδους, λόγω της διατάραξης της πανδημίας. Συγκεκριμένα, για το σύνολο των κλάδων, οι δείκτες αποδοτικότητας συνολικών και ιδίων κεφαλαίων¹⁷ και ο δείκτης περιθωρίου κέρδους¹⁸ κατέγραψαν πτώση αλλά παρέμειναν σε θετικό έδαφος. Την καλύτερη επίδοση στους δείκτες αποδοτικότητας είχε ο κλάδος της υγείας, παρουσιάζοντας σημαντική βελτίωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος, ενώ ο κλάδος του εμπορίου παρουσίασε τη μεγαλύτερη επιδείνωση.¹⁹ Στο σύνολο των εισηγμένων ο δείκτης ρευστότητας έμεινε σχετικά σταθερός, παρά

Διάγραμμα VII.9 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (1.1.2015 - 14.6.2021)



Πηγή: Refinitiv.

Σημείωση: Την περίοδο 29.6-31.7.2015 στο Χρηματιστήριο Αθηνών δεν διενεργήθηκαν συναλλαγές, με βάση την Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου-Τραπεζική Αργία Βραχείας Διάρκειας, ΦΕΚ 65, 28 Ιουνίου 2015.

16 Εξαιρούνται οι επιδράσεις της βάσης σύγκρισης (εν προκειμένω εξαιρούνται οι σημαντικές απομειώσεις περιουσιακών στοιχείων του κλάδου κοινής ωφέλειας το έτος 2019).

17 Οι δείκτες ορίζονται ως ο λόγος των κερδών προ φόρων προς το μέσο όρο των συνολικών και των ιδίων κεφαλαίων αντίστοιχα. Αποδοτικότητα συνολικών κεφαλαίων: 0,1% το 2020 από 3,8% το 2019 και αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων: 0,4% από 12,3%.

18 Ο δείκτης ορίζεται ως κέρδη προ φόρων προς πωλήσεις και διαμορφώθηκε σε 0,2% το 2020 από 5,1% το 2019.

19 Αποδοτικότητα συνολικών κεφαλαίων: στον κλάδο της υγείας παρουσιάστηκε αύξηση σε 1,9% το 2020 από 0,7% το 2019, ενώ στον κλάδο του εμπορίου ο δείκτης μειώθηκε σε 0,4% το 2020 από 7,8% το 2019. Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων: στον κλάδο της υγείας διαμορφώθηκε σε 6,4% το 2020 από 2,5% το 2019, ενώ στον κλάδο του εμπορίου σε 1,2%, το 2020 από 23,9%, το 2019. Περιθώριο κερδών προ φόρων: στον κλάδο της υγείας διαμορφώθηκε σε 3,9% το 2020, από 1,5% το 2019, ενώ στον κλάδο του εμπορίου σε 0,8% το 2020, από 10,1% το 2019.

το πλήγμα στις λειτουργικές ταμειακές ροές τους λόγω της πανδημίας, ενώ σε ορισμένους κλάδους, όπως των ακινήτων, οι δείκτες ρευστότητας παρουσίασαν σημαντική βελτίωση.²⁰ Τέλος, για το σύνολο των εισηγμένων ο δείκτης μόχλευσης²¹ αυξήθηκε σημαντικά, καθώς οι επιχειρήσεις αύξησαν κατά μέσο όρο τα δανειακά κεφάλαιά τους κατά 5,1%, ενώ τα ίδια κεφάλαια υποχώρησαν κατά 8,0%.

²⁰ Ο δείκτης ρευστότητας ορίζεται ως κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Για το σύνολο των εισηγμένων τόσο το 2019 όσο και το 2020 ο δείκτης παρέμεινε στο 1,3. Για τον κλάδο των ακινήτων διαμορφώθηκε σε 10,3 το 2020 από 3,9 το 2019.

²¹ Λόγος συνολικού δανεισμού προς ίδια κεφάλαια: 146,7% το 2020 από 128,4% το 2019.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	176
2	Ισοζύγιο πληρωμών	177
3	Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά ΝΧΙ, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	178
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	179
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ	180
6	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	181
7	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	182

Πίνακας 1 Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα		
	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	
2017	105,8	1,1	107,7	1,0	103,6	1,2	102,0	0,2	101,1	0,3	
2018	106,5	0,6	108,5	0,7	104,2	0,5	102,1	0,1	101,1	0,1	
2019	106,8	0,3	108,1	-0,4	105,4	1,2	102,2	0,1	101,5	0,4	
2020	105,4	-1,2	106,4	-1,6	104,6	-0,8	101,8	-0,4	100,9	-0,6	
2019	I	105,8	0,7	107,2	0,4	104,2	1,0	101,2	0,2	100,0	0,3
	II	107,5	0,3	109,2	-0,2	105,7	1,1	102,8	-0,1	102,3	0,1
	III	106,2	-0,1	106,7	-1,1	106,1	1,4	101,6	0,0	101,1	0,5
	IV	107,5	0,1	109,3	-0,6	105,5	1,2	103,0	0,3	102,6	0,6
2020	I	106,1	0,4	107,4	0,2	104,9	0,6	101,5	0,4	100,6	0,6
	II	106,0	-1,4	107,0	-2,0	105,1	-0,6	102,7	0,0	102,2	-0,2
	III	104,2	-1,9	104,6	-2,0	104,2	-1,8	101,0	-0,7	100,0	-1,1
	IV	105,3	-2,1	106,5	-2,5	104,0	-1,4	101,8	-1,2	100,9	-1,6
2021	I	104,4	-1,6	105,3	-1,9	103,8	-1,1	100,4	-1,2	99,0	-1,6
2019	Ιαν.	105,0	0,4	106,5	0,2	103,4	0,8	100,6	0,1	99,3	0,3
	Φεβρ.	105,2	0,6	106,2	0,5	104,2	0,9	100,5	0,2	99,2	0,3
	Μάρτ.	107,1	0,9	108,8	0,7	105,1	1,4	102,4	0,2	101,6	0,4
	Απρ.	108,1	1,0	110,4	0,7	105,5	1,5	103,3	0,3	102,8	0,5
	Μάιος	106,9	0,2	108,4	-0,1	105,4	0,7	102,1	-0,2	101,4	-0,1
	Ιούν.	107,5	-0,3	108,7	-1,1	106,2	1,0	102,9	-0,4	102,8	0,0
	Ιούλ.	105,9	0,0	105,7	-1,1	106,7	1,7	101,2	0,0	100,6	0,6
	Αύγ.	105,3	-0,2	105,3	-1,2	105,9	1,3	100,6	-0,1	99,9	0,4
	Σεπτ.	107,5	-0,1	109,2	-1,0	105,6	1,3	103,1	0,2	102,9	0,6
	Οκτ.	107,7	-0,7	109,4	-1,9	105,7	1,1	103,2	0,0	102,9	0,3
	Νοέμ.	107,1	0,2	108,5	-0,6	105,5	1,4	102,5	0,5	102,0	0,9
	Δεκ.	107,8	0,8	109,8	0,6	105,4	1,0	103,3	0,4	102,8	0,6
2020	Ιαν.	105,9	0,9	107,2	0,7	104,6	1,1	100,9	0,3	99,8	0,6
	Φεβρ.	105,4	0,2	106,1	-0,1	104,9	0,7	100,6	0,0	99,4	0,2
	Μάρτ.	107,1	0,0	108,7	-0,1	105,2	0,1	103,1	0,7	102,6	1,0
	Απρ.	106,6	-1,4	107,7	-2,4	105,5	0,0	103,2	-0,1	102,7	-0,1
	Μάιος	105,7	-1,1	106,3	-2,0	105,5	0,1	102,6	0,5	102,1	0,6
	Ιούν.	105,8	-1,6	107,1	-1,4	104,4	-1,8	102,4	-0,5	101,7	-1,0
	Ιούλ.	104,0	-1,8	103,8	-1,8	104,7	-1,9	100,7	-0,5	99,7	-0,9
	Αύγ.	103,3	-1,9	103,1	-2,1	104,1	-1,7	100,0	-0,6	98,8	-1,0
	Σεπτ.	105,4	-2,0	106,9	-2,2	103,8	-1,7	102,1	-1,0	101,3	-1,5
	Οκτ.	105,8	-1,8	107,2	-2,0	104,2	-1,4	102,3	-0,9	101,6	-1,3
	Νοέμ.	104,8	-2,1	105,6	-2,7	104,2	-1,2	101,2	-1,3	100,3	-1,7
	Δεκ.	105,3	-2,3	106,7	-2,8	103,7	-1,6	101,8	-1,4	100,9	-1,9
2021	Ιαν.	103,9	-2,0	104,4	-2,6	103,7	-0,9	100,1	-0,8	98,6	-1,2
	Φεβρ.	104,1	-1,3	104,7	-1,3	103,7	-1,1	100,0	-0,6	98,5	-0,9
	Μάρτ.	105,3	-1,6	106,7	-1,9	103,9	-1,3	100,9	-2,1	99,9	-2,6
	Απρ.	106,3	-0,3	108,3	0,5	103,9	-1,5	101,9	-1,2	101,2	-1,5
	Μάιος	105,9	0,1	107,5	1,2	104,1	-1,3	101,4	-1,2	100,4	-1,6

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Απρίλιος			
	2018	2019	2020	2019	2020	2021	
I	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A + I.B + I.Γ + I.Δ)	-5.232,2	-2.725,5	-11.144,2	-5.187,6	-4.709,4	-4.816,7
	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A + I.B)	-3.184,7	-1.717,4	-11.249,7	-5.571,2	-5.330,4	-5.940,3
	Εξαγωγές	69.532,2	72.596,2	51.615,7	18.614,5	16.833,1	18.277,7
	Εισαγωγές	72.716,9	74.313,6	62.865,5	24.185,7	22.163,5	24.218,0
I.A	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ (I.A.1 - I.A.2)	-22.489,1	-22.833,3	-18.528,1	-7.720,3	-6.860,6	-7.030,8
	I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	32.372,8	32.433,6	28.904,4	10.535,9	9.632,6	11.521,7
	Καύσιμα	10.016,9	9.078,8	6.102,5	3.054,3	2.152,8	2.717,9
	Πλοία (πωλήσεις)	130,9	91,5	153,1	33,1	17,4	24,5
	Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	22.225,0	23.263,4	22.648,9	7.448,5	7.462,5	8.779,3
	I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	54.861,9	55.266,9	47.432,5	18.256,2	16.493,3	18.552,5
	Καύσιμα	15.197,5	14.119,3	9.298,4	4.777,4	3.957,7	3.953,6
	Πλοία (αγορές)	187,7	436,6	217,9	117,0	58,6	55,2
	Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	39.476,7	40.711,1	37.916,1	13.361,8	12.477,0	14.543,6
I.B	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1 - I.B.2)	19.304,4	21.115,9	7.278,3	2.149,1	1.530,3	1.090,5
	I.B.1 Εισπράξεις	37.159,3	40.162,6	22.711,3	8.078,5	7.200,5	6.756,0
	Ταξιδιωτικό	16.085,8	18.178,8	4.318,8	1.290,0	607,1	125,7
	Μεταφορές	16.629,9	17.303,1	13.814,2	5.304,8	5.137,3	4.924,1
	Λοιπές υπηρεσίες	4.443,6	4.680,7	4.578,3	1.483,7	1.456,1	1.706,1
	I.B.2 Πληρωμές	17.854,9	19.046,8	15.433,0	5.929,5	5.670,2	5.665,5
	Ταξιδιωτικό	2.191,0	2.743,8	792,9	914,2	401,3	96,9
	Μεταφορές	11.044,3	11.377,4	9.873,0	3.445,3	3.655,1	3.780,8
	Λοιπές υπηρεσίες	4.619,6	4.925,5	4.767,1	1.570,0	1.613,8	1.787,9
I.Γ	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)	-1.726,4	-1.591,6	-455,6	517,8	574,4	1.422,4
	I.Γ.1 Εισπράξεις	6.058,5	6.202,9	6.459,1	2.736,8	2.823,5	3.147,6
	Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	223,0	246,9	201,4	87,2	66,8	67,1
	Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	2.731,4	3.046,7	3.077,0	946,6	983,6	1.141,4
	Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.104,1	2.909,3	3.180,7	1.703,0	1.773,2	1.939,0
	I.Γ.2 Πληρωμές	7.784,9	7.794,5	6.914,7	2.219,0	2.249,1	1.725,1
	Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.363,7	1.411,6	1.336,4	462,4	474,4	413,7
	Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	6.019,1	5.975,9	5.153,6	1.616,0	1.643,8	1.127,8
	Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	402,1	407,0	424,7	140,6	130,9	183,7
I.Δ	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)	-321,1	583,5	561,2	-134,2	46,6	-298,8
	I.Δ.1 Εισπράξεις	2.177,6	3.827,9	4.064,5	1.042,2	1.224,8	1.179,0
	Γενική κυβέρνηση	1.034,7	2.361,2	2.452,7	567,7	591,1	646,3
	Λοιποί τομείς	1.142,9	1.466,8	1.611,9	474,5	633,7	532,7
	I.Δ.2 Πληρωμές	2.498,8	3.244,5	3.503,4	1.176,4	1.178,2	1.477,8
	Γενική κυβέρνηση	1.702,8	1.830,3	1.914,9	796,7	742,0	1.041,0
	Λοιποί τομείς	796,0	1.414,2	1.588,5	379,6	436,1	436,8
II	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1 - II.2)	353,2	679,8	2.733,6	215,7	391,4	221,1
	II.1 Εισπράξεις	1.007,4	1.178,7	3.124,5	399,9	483,2	704,3
	Γενική κυβέρνηση	627,5	1.023,0	2.932,0	337,8	450,0	542,6
	Λοιποί τομείς	379,8	155,8	192,5	62,2	33,2	161,7
	II.2 Πληρωμές	654,2	498,9	390,9	184,2	91,8	483,3
	Γενική κυβέρνηση	4,1	4,9	4,4	1,4	1,4	1,4
	Λοιποί τομείς	650,1	494,0	386,5	182,9	90,3	481,8
	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I + II)	-4.879,1	-2.045,6	-8.410,6	-4.971,9	-4.318,0	-4.595,7
III	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)	-3.923,7	-2.247,0	-7.927,4	-4.078,4	-4.278,9	-4.127,7
III.A	ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-2.960,7	-3.910,5	-2.512,0	-1.077,7	-948,4	-571,9
	Απαιτήσεις	437,8	562,4	703,6	109,7	142,8	517,6
	Υποχρεώσεις	3.398,5	4.472,9	3.215,7	1.187,4	1.091,2	1.089,5
III.B	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ¹	73,8	24.231,5	48.339,5	-5.184,8	16.253,5	-857,4
	Απαιτήσεις	1.377,7	25.927,1	35.443,0	-1.050,0	10.676,0	-264,4
	Υποχρεώσεις	1.303,9	1.695,6	-12.896,5	4.134,8	-5.577,5	593,0
III.Γ	ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-966,8	-22.652,0	-55.291,1	2.509,0	-19.974,2	-2.232,9
	Απαιτήσεις	-3.050,8	-3.605,6	2.362,1	-5.325,5	2.564,0	218,6
	Υποχρεώσεις	-2.084,0	19.046,4	57.653,2	-7.834,6	22.538,2	2.451,5
	(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	19.555,0	-4.444,8	1.342,6	-634,4	86,6	-3.262,1
III.Δ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ²	-70,0	84,0	1.536,2	-325,0	390,2	-465,5
IV	ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I + II - III + IV=0)	955,4	-201,3	483,2	893,5	39,1	468,0
	ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ²	6.625	7.571	9.739	6.423	8.827	9.018

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

2 Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χρυσό, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα" και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συνάλλαγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

Πίνακας 3 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά ΝΧΙ,¹ κατά νόμισμα και κατά κατηγορία

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων/ρέπος	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία			
		Καταθέσεις/ρέπος σε ευρώ ²	Καταθέσεις/ρέπος σε λοιπά νομίσματα	Όψεως ²	Ταμειυτηρίου	Προθεσμίας/ρέπος	
2017	126.346	120.239	6.107	28.286	50.702	47.358	
2018	134.489	127.865	6.624	32.261	52.535	49.693	
2019	143.123	136.392	6.730	36.552	57.509	49.062	
2020	163.220	156.421	6.799	50.824	67.600	44.796	
2017	Ιαν.	119.745	113.507	6.238	24.949	49.640	45.157
	Φεβρ.	119.073	112.884	6.189	24.375	49.492	45.206
	Μάρτ.	119.307	113.149	6.158	25.072	48.999	45.236
	Απρ.	118.994	112.964	6.030	24.518	49.449	45.027
	Μάιος	119.415	113.420	5.995	25.073	49.072	45.269
	Ιούν.	120.426	114.449	5.977	26.281	49.403	44.742
	Ιούλ.	121.250	115.399	5.851	26.413	49.294	45.542
	Αύγ.	122.609	116.716	5.893	27.145	49.513	45.951
	Σεπτ.	122.577	116.676	5.901	27.468	49.272	45.837
	Οκτ.	123.682	117.680	6.003	27.307	49.415	46.959
	Νοέμ.	123.868	117.823	6.045	27.286	49.197	47.385
	Δεκ.	126.346	120.239	6.107	28.286	50.702	47.358
2018	Ιαν.	124.763	118.817	5.946	27.295	49.815	47.654
	Φεβρ.	124.915	118.866	6.049	26.754	50.060	48.102
	Μάρτ.	126.017	120.025	5.992	27.267	50.407	48.343
	Απρ.	126.980	120.960	6.020	27.541	50.283	49.156
	Μάιος	128.063	121.849	6.214	28.667	50.215	49.181
	Ιούν.	129.434	123.065	6.369	29.499	50.481	49.453
	Ιούλ.	130.238	124.005	6.232	29.872	50.537	49.829
	Αύγ.	131.572	125.300	6.272	30.453	50.872	50.247
	Σεπτ.	131.710	125.220	6.489	30.632	50.929	50.149
	Οκτ.	131.482	125.089	6.394	30.344	51.088	50.050
	Νοέμ.	131.383	125.001	6.382	30.232	51.085	50.067
	Δεκ.	134.489	127.865	6.624	32.261	52.535	49.693
2019	Ιαν.	132.930	126.412	6.517	30.856	52.107	49.967
	Φεβρ.	132.182	125.789	6.393	29.900	52.329	49.953
	Μάρτ.	133.284	127.012	6.272	30.462	52.606	50.216
	Απρ.	134.687	128.357	6.330	31.289	53.404	49.994
	Μάιος	135.273	129.079	6.194	31.372	53.331	50.570
	Ιούν.	136.933	130.711	6.222	32.753	53.885	50.296
	Ιούλ.	138.636	132.403	6.233	33.933	54.051	50.651
	Αύγ.	139.711	133.426	6.285	34.271	54.558	50.882
	Σεπτ.	139.166	132.741	6.425	34.562	55.145	49.459
	Οκτ.	139.691	133.371	6.321	34.548	56.035	49.109
	Νοέμ.	139.596	133.105	6.491	34.605	56.219	48.772
	Δεκ.	143.123	136.392	6.730	36.552	57.509	49.062
2020	Ιαν.	141.149	134.687	6.462	35.309	57.217	48.623
	Φεβρ.	142.240	135.822	6.418	35.666	57.708	48.866
	Μάρτ.	145.088	138.288	6.800	38.465	59.404	47.219
	Απρ.	146.565	139.748	6.817	38.625	60.997	46.943
	Μάιος	148.136	141.439	6.697	40.167	60.971	46.998
	Ιούν.	148.550	141.770	6.780	41.163	61.263	46.124
	Ιούλ.	151.496	145.016	6.480	43.178	61.761	46.556
	Αύγ.	151.877	145.479	6.398	43.429	62.129	46.319
	Σεπτ.	153.137	146.479	6.658	44.805	62.511	45.822
	Οκτ.	155.672	149.072	6.600	46.106	63.867	45.698
	Νοέμ.	158.699	152.144	6.555	49.054	65.019	44.627
	Δεκ.	163.220	156.421	6.799	50.824	67.600	44.796
2021	Ιαν.	162.094	155.648	6.446	49.551	68.543	44.000
	Φεβρ.	162.840	156.403	6.437	50.642	69.094	43.103
	Μάρτ.	164.795	158.084	6.711	52.415	70.470	41.910
	Απρ.	167.752	161.305	6.447	55.373	71.906	40.472

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	
2017	Ιαν.	7,27		7,19	7,04	7,50	7,60	7,27
	Φεβρ.	9,04		7,78	7,52	8,00	8,00	7,65
	Μάρτ.	8,12		7,42	7,17	7,68	7,62	7,28
	Απρ.	7,30		6,91	6,70	7,12	7,07	6,78
	Μάιος	5,59		5,87	5,86	6,47	6,54	6,31
	Ιούν.	4,77		5,68	5,76	6,41	6,53	6,32
	Ιούλ.	3,52	4,55	5,09	5,33	6,26	6,49	6,30
	Αύγ.	3,25	4,61	5,23	5,55	6,49	6,70	6,50
	Σεπτ.	2,92	4,51	5,11	5,56	6,40	6,62	6,42
	Οκτ.	3,12	4,58	5,15	5,59	6,31	6,49	6,31
	Νοέμ.	2,98	4,16	4,76	5,22	5,87	5,97	5,80
	Δεκ.	2,69	3,75	4,97	4,44	4,90	5,03	5,09
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

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI¹

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικών διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Επιχειρήσεις							Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις					Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα		
	Γενικό σύνολο	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις						Λοιπά χρημ/τικά ιδρύματα και ασφαλιστικές επιχειρήσεις	Σύνολο	Στεγαστικά δάνεια	Καταναλωτικά δάνεια	Λοιπά			
		Σύνολο	Σύνολο ²	Βιομηχανία	Εμπόριο	Κατασκευές	εκ των οποίων								
2017	183.968	88.887	82.114	18.485	17.892	8.946	6.773	12.773	82.309	58.812	22.249	1.247			
2018	170.291	82.707	76.379	17.210	16.339	7.807	6.328	11.280	76.304	56.766	18.507	1.030			
2019	154.188	73.884	67.348	16.516	15.513	7.310	6.537	10.532	69.771	52.707	16.156	908			
2020	141.812	73.063	66.594	16.320	15.091	5.774	6.468	7.818	60.932	46.133	14.204	595			
2017	Ιαν.	193.986	93.782	86.897	19.831	18.563	9.720	6.885	13.111	87.094	61.230	24.464	1.400		
	Φεβρ.	194.048	93.956	87.008	19.769	18.557	9.728	6.948	13.086	87.007	61.085	24.525	1.397		
	Μάρτ.	193.033	93.431	86.714	19.518	18.904	9.443	6.717	13.080	86.523	60.852	24.342	1.328		
	Απρ.	193.218	93.896	87.235	19.502	18.933	9.402	6.661	13.080	86.243	60.644	24.272	1.327		
	Μάιος	192.314	93.150	86.389	19.347	18.630	9.556	6.762	13.142	86.022	60.446	24.252	1.325		
	Ιούν.	190.797	92.119	85.538	18.805	18.559	9.515	6.580	13.116	85.563	60.263	23.971	1.328		
	Ιούλ.	189.185	91.029	84.038	18.484	18.376	9.277	6.992	13.079	85.077	59.819	23.942	1.316		
	Αύγ.	187.358	89.715	82.613	18.227	18.073	8.994	7.102	12.948	84.695	59.592	23.815	1.287		
	Σεπτ.	186.984	89.557	82.621	18.183	18.146	9.021	6.936	12.949	84.478	59.444	23.747	1.286		
	Οκτ.	186.348	89.283	82.622	18.260	18.034	9.042	6.661	12.875	84.190	59.205	23.700	1.284		
	Νοέμ.	184.959	89.047	82.468	18.346	17.892	9.006	6.579	12.823	83.089	58.992	22.812	1.284		
	Δεκ.	183.968	88.887	82.114	18.485	17.892	8.946	6.773	12.773	82.309	58.812	22.249	1.247		
2018	Ιαν.	182.833	88.101	81.431	18.333	17.751	8.931	6.670	12.740	81.991	58.641	22.206	1.144		
	Φεβρ.	182.577	87.999	81.283	18.201	17.812	8.906	6.716	12.710	81.868	58.556	22.174	1.139		
	Μάρτ.	180.335	87.550	80.745	18.012	17.749	8.767	6.805	12.307	80.478	58.215	21.243	1.021		
	Απρ.	179.135	86.649	80.120	17.971	17.616	8.735	6.529	12.298	80.189	57.967	21.206	1.015		
	Μάιος	179.328	86.734	80.234	17.852	17.529	8.783	6.500	12.311	80.283	58.022	21.171	1.089		
	Ιούν.	178.871	86.638	80.062	17.954	17.474	8.611	6.576	12.266	79.967	57.780	21.002	1.186		
	Ιούλ.	177.556	85.612	79.140	17.806	17.216	8.549	6.473	12.209	79.734	57.566	20.878	1.291		
	Αύγ.	177.437	85.544	79.048	17.792	17.197	8.531	6.496	12.200	79.693	57.591	20.856	1.246		
	Σεπτ.	176.987	85.443	78.890	17.771	17.049	8.511	6.554	12.156	79.388	57.396	20.769	1.223		
	Οκτ.	174.900	84.298	77.966	17.298	16.803	8.391	6.333	12.004	78.597	57.175	20.261	1.161		
	Νοέμ.	173.469	83.241	76.898	17.136	16.758	7.936	6.343	11.883	78.346	57.017	20.273	1.056		
	Δεκ.	170.291	82.707	76.379	17.210	16.339	7.807	6.328	11.280	76.304	56.766	18.507	1.030		
2019	Ιαν.	169.418	82.259	76.123	17.150	16.322	7.755	6.136	11.223	75.935	56.488	18.448	999		
	Φεβρ.	169.850	82.885	76.642	17.102	16.364	7.741	6.242	11.213	75.752	56.336	18.406	1.009		
	Μάρτ.	162.264	75.602	69.242	16.948	16.363	7.643	6.360	11.198	75.464	56.154	18.317	993		
	Απρ.	161.476	75.261	69.184	16.870	16.223	7.601	6.077	11.140	75.074	55.792	18.261	1.021		
	Μάιος	161.158	75.112	69.001	16.788	16.212	7.604	6.111	11.140	74.906	55.635	18.235	1.036		
	Ιούν.	161.240	75.648	69.176	16.801	16.153	7.584	6.473	11.100	74.492	55.346	18.139	1.007		
	Ιούλ.	160.332	75.093	68.580	16.711	15.933	7.497	6.513	11.038	74.202	55.091	18.119	992		
	Αύγ.	159.898	74.911	68.447	16.733	15.885	7.650	6.464	11.001	73.986	54.944	18.053	989		
	Σεπτ.	157.279	74.650	68.171	16.670	15.856	7.674	6.479	10.996	71.633	53.505	17.149	979		
	Οκτ.	156.625	74.553	68.015	16.641	15.776	7.613	6.537	10.882	71.190	53.208	17.029	953		
	Νοέμ.	155.584	74.673	68.102	16.673	15.773	7.587	6.571	10.699	70.212	52.953	16.333	925		
	Δεκ.	154.188	73.884	67.348	16.516	15.513	7.310	6.537	10.532	69.771	52.707	16.156	908		
2020	Ιαν.	153.426	73.826	67.552	16.459	15.599	7.278	6.274	10.155	69.445	52.515	16.120	810		
	Φεβρ.	153.739	74.341	67.999	16.622	15.698	7.066	6.341	10.150	69.248	52.356	16.083	809		
	Μάρτ.	147.697	72.692	66.187	16.564	15.300	6.435	6.505	8.536	66.469	50.501	15.220	747		
	Απρ.	147.694	72.993	66.679	16.878	15.337	6.449	6.314	8.507	66.194	50.350	15.095	749		
	Μάιος	147.898	73.396	67.041	17.206	15.308	6.437	6.354	8.514	65.988	50.175	15.064	750		
	Ιούν.	147.606	73.315	66.974	16.908	15.309	6.392	6.341	8.532	65.758	50.064	15.090	604		
	Ιούλ.	147.577	73.487	67.351	16.954	15.484	6.254	6.135	8.621	65.469	49.761	15.094	614		
	Αύγ.	147.721	73.770	67.603	17.028	15.474	6.295	6.167	8.639	65.311	49.623	15.074	614		
	Σεπτ.	147.586	73.916	67.831	17.022	15.574	6.234	6.085	8.604	65.066	49.422	15.037	606		
	Οκτ.	147.277	73.861	67.902	17.161	15.514	6.247	5.959	8.586	64.830	49.312	14.952	566		
	Νοέμ.	147.254	74.200	68.117	17.195	15.501	6.256	6.083	8.598	64.456	49.089	14.788	579		
	Δεκ.	141.812	73.063	66.594	16.320	15.091	5.774	6.468	7.818	60.932	46.133	14.204	595		
2021	Ιαν.	141.113	72.660	66.484	16.455	15.106	5.699	6.176	7.800	60.653	45.951	14.116	586		
	Φεβρ.	139.866	72.192	65.945	16.282	15.045	5.564	6.247	7.646	60.027	45.752	13.702	573		
	Μάρτ.	139.987	72.750	66.373	16.233	15.154	5.594	6.377	7.668	59.569	45.532	13.564	473		
	Απρ.	129.774	68.755	62.142	14.940	13.840	5.260	6.613	6.917	54.102	41.624	12.009	470		

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια, οι τοποθετήσεις των NXI σε εταιρικά ομόλογα και τα τιτλοποιημένα δάνεια τη διαχείριση των οποίων διενεργούν τα πιστωτικά ιδρύματα.

2 Από το Μάρτιο του 2019, τα δάνεια προς τις ναυτιλιακές εταιρίες με καταστατική έδρα στο εξωτερικό δεν περιλαμβάνονται πλέον στη χρηματοδότηση της εγχώριας οικονομίας αλλά αναταξινομήθηκαν στις λοιπές χώρες.

Πίνακας 6 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Καταθέσεις από νοικοκυριά			Καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις			Μέσο επιτόκιο όλων των καταθέσεων
	Μίας ημέρας ^{1,2}			Μίας ημέρας ²			
	Σύνολο	εκ των οποίων Απλού ταμιευτηρίου ²	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος		
2017	0,09	0,06	0,64	0,15	0,82	0,30	
2018	0,09	0,05	0,59	0,15	0,90	0,29	
2019	0,09	0,05	0,51	0,15	0,69	0,25	
2020	0,05	0,03	0,26	0,09	0,22	0,12	
2017	Ιαν.	0,09	0,06	0,69	0,14	0,83	0,32
	Φεβρ.	0,09	0,06	0,67	0,15	0,80	0,31
	Μάρτ.	0,09	0,06	0,66	0,18	0,82	0,31
	Απρ.	0,09	0,06	0,68	0,16	0,86	0,31
	Μάιος	0,09	0,06	0,64	0,15	0,81	0,30
	Ιούν.	0,09	0,06	0,61	0,14	0,80	0,29
	Ιούλ.	0,09	0,06	0,63	0,14	0,75	0,30
	Αύγ.	0,09	0,06	0,62	0,14	0,78	0,29
	Σεπτ.	0,09	0,06	0,62	0,13	0,79	0,29
	Οκτ.	0,09	0,06	0,63	0,17	0,84	0,30
	Νοέμ.	0,10	0,06	0,60	0,17	0,84	0,29
	Δεκ.	0,10	0,06	0,60	0,16	0,93	0,29
2018	Ιαν.	0,09	0,06	0,61	0,16	0,95	0,29
	Φεβρ.	0,09	0,06	0,59	0,15	0,94	0,28
	Μάρτ.	0,09	0,06	0,62	0,14	0,95	0,29
	Απρ.	0,09	0,06	0,62	0,17	0,94	0,29
	Μάιος	0,09	0,06	0,58	0,16	0,89	0,28
	Ιούν.	0,09	0,05	0,60	0,14	0,91	0,28
	Ιούλ.	0,09	0,05	0,62	0,14	0,90	0,30
	Αύγ.	0,09	0,05	0,59	0,14	0,88	0,28
	Σεπτ.	0,09	0,05	0,60	0,15	0,88	0,29
	Οκτ.	0,09	0,05	0,58	0,16	0,82	0,28
	Νοέμ.	0,09	0,05	0,57	0,16	0,83	0,28
	Δεκ.	0,09	0,05	0,58	0,14	0,87	0,28
2019	Ιαν.	0,09	0,05	0,61	0,14	0,84	0,29
	Φεβρ.	0,09	0,05	0,58	0,16	0,83	0,28
	Μάρτ.	0,09	0,05	0,58	0,17	0,83	0,28
	Απρ.	0,09	0,05	0,60	0,17	0,79	0,28
	Μάιος	0,09	0,05	0,55	0,17	0,77	0,27
	Ιούν.	0,09	0,05	0,56	0,16	0,71	0,27
	Ιούλ.	0,09	0,05	0,57	0,13	0,73	0,27
	Αύγ.	0,09	0,05	0,54	0,14	0,69	0,26
	Σεπτ.	0,09	0,05	0,45	0,16	0,59	0,23
	Οκτ.	0,09	0,06	0,39	0,15	0,51	0,20
	Νοέμ.	0,09	0,06	0,36	0,15	0,46	0,19
	Δεκ.	0,08	0,04	0,35	0,12	0,50	0,18
2020	Ιαν.	0,07	0,04	0,33	0,11	0,40	0,17
	Φεβρ.	0,04	0,03	0,31	0,12	0,35	0,15
	Μάρτ.	0,04	0,03	0,29	0,12	0,29	0,14
	Απρ.	0,04	0,03	0,28	0,11	0,25	0,13
	Μάιος	0,05	0,03	0,28	0,10	0,23	0,13
	Ιούν.	0,05	0,03	0,26	0,10	0,22	0,12
	Ιούλ.	0,05	0,03	0,25	0,08	0,20	0,11
	Αύγ.	0,05	0,03	0,26	0,07	0,19	0,11
	Σεπτ.	0,05	0,03	0,24	0,07	0,15	0,11
	Οκτ.	0,05	0,03	0,24	0,06	0,12	0,10
	Νοέμ.	0,04	0,03	0,21	0,05	0,13	0,09
	Δεκ.	0,04	0,03	0,19	0,04	0,12	0,08
2021	Ιαν.	0,04	0,03	0,19	0,03	0,11	0,08
	Φεβρ.	0,04	0,02	0,18	0,02	0,08	0,07
	Μάρτ.	0,04	0,02	0,16	0,02	0,07	0,06
	Απρ.	0,04	0,02	0,16	0,02	0,08	0,06

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

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

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πίνακας 7 Ελλάδα: 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				
	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				
	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{2,3}	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο κατ'ών δανείων με καθορισμένη διάρκεια	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{3,4}	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια ^{3,4}	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ	Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων		
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	
2017	Ιαν.	14,51	7,70	8,69	2,57	2,70	7,29	5,15	5,66	5,12	4,72	4,86
	Φεβρ.	14,54	7,56	8,36	2,67	2,73	7,28	4,76	5,67	4,94	3,89	4,53
	Μάρτ.	14,54	6,58	7,46	2,76	2,79	7,25	5,07	5,59	5,03	4,04	4,47
	Απρ.	14,52	8,05	8,68	2,69	2,70	7,24	4,91	5,58	4,57	4,69	4,74
	Μάιος	14,47	8,35	9,05	2,66	2,69	7,20	5,18	5,56	4,85	4,07	4,76
	Ιούν.	14,39	8,06	8,82	2,78	2,79	7,17	5,32	5,49	5,00	3,55	4,56
	Ιούλ.	14,36	8,49	9,21	2,65	2,66	7,09	4,78	5,45	4,93	4,23	4,73
	Αύγ.	14,34	8,52	9,26	2,81	2,81	7,06	5,52	5,42	5,03	4,23	4,82
	Σεπτ.	14,36	8,30	8,81	2,74	2,76	7,01	5,61	5,34	4,87	3,97	4,70
	Οκτ.	14,48	8,06	8,67	2,54	2,57	7,01	5,36	5,31	5,16	4,52	4,80
	Νοέμ.	14,51	8,58	9,14	2,67	2,92	6,98	5,58	5,33	4,69	4,16	4,79
	Δεκ.	14,56	7,64	8,56	2,99	3,29	6,99	5,45	5,35	4,69	4,36	4,91
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	10,01	2,38	2,54	6,64	4,65	4,34	3,97	2,45	3,80
	Μάρτ.	14,64	10,49	9,11	2,43	2,75	6,58	4,33	4,35	3,84	2,90	3,96
	Απρ.	14,61	10,56	9,38	2,29	2,79	6,61	4,36	4,29	3,66	2,45	3,72

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.

