ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2009

ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ
2009

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2009

ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ
2009

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
Ελευθ. Βενιζέλου 21
102 50 Αθήνα

www.bankofgreece.gr

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών - Γραμματεία
Τηλ. +30210 320 2392
Fax +30210 323 3025

Τυπώθηκε στο
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN 1108 - 2305

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2009

ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ
2009

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Προς τη Βουλή των Ελλήνων
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η Τράπεζα της Ελλάδος υποβάλλει στη Βουλή και το Υπουργικό Συμβούλιο την παρούσα Ενδιάμεση Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική 2009, σύμφωνα με όσα προβλέπει το Καταστατικό της.

Στην Έκθεση τονίζεται ότι η χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση έχει αναδείξει τις προϋπάρχουσες μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, κορυφαία εκδήλωση των οποίων είναι τα μεγάλα "δίδυμα" ελλείμματα (το δημοσιονομικό και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών) και χρέη (το δημόσιο και το εξωτερικό).

Το Μάρτιο του 2009 ενεργοποιήθηκε η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος για την Ελλάδα. Το 2008 το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε στο 5,6% του ΑΕΠ (σύμφωνα με εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ), ενώ εφέτος θα είναι πολύ υψηλότερο, όπως σαφώς προμηνύει η εξέλιξη κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου των καθαρών δανειακών αναγκών της κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση, οι οποίες έφθασαν στο 9,9% του ετήσιου ΑΕΠ (από 4,9% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο). Το χρέος της γενικής κυβέρνησης θα εμφανίσει και αυτό μεγάλη αύξηση εφέτος (από 99,2% του ΑΕΠ το 2008), καθώς ήδη στο τέλος Ιουνίου έφθασε στο 111,5% του ετήσιου ΑΕΠ.

Οι χώρες εκείνες όπως η Ελλάδα, που χαρακτηρίζονται από "δίδυμα" ελλείμματα και χρέη, αντιμετωπίζουν αυξημένο κίνδυνο να είναι πιο δύσκολη και επομένως πιο αργή η έξοδος από την κρίση και να υπάρξει μια παρατεταμένη περίοδος χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης. Για το λόγο αυτό, επείγει η κατάρτιση και η άμεση έναρξη εφαρμογής ενός αξιόπιστου μεσοπρόθεσμου σχεδίου που θα περιλαμβάνει τολμηρές αλλά αναγκαίες μεταρρυθμίσεις. Πρώτη προτεραιότητα του σχεδίου πρέπει να είναι η δημοσιονομική εξυγίανση *σε συνδυασμό* (α) με ανακατανομή των δημόσιων δαπανών υπέρ της χρηματοδότησης εκείνων των δραστηριοτήτων που έχουν το μεγαλύτερο αναπτυξιακό αποτέλεσμα και συμβάλλουν στη στήριξη των πιο ευάλωτων κοινωνικών ομάδων και (β) με διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, ιδίως όσες έχουν μηδενικό ή χαμηλό δημοσιονομικό κόστος, οι οποίες μπορούν άμεσα να τονώσουν τις αναπτυξιακές προοπτικές.

Δεδομένου ότι στην Ελλάδα το έλλειμμα και το χρέος έχουν φθάσει σε πολύ υψηλά επίπεδα, η δημοσιονομική προσαρμογή θα πρέπει να έχει στόχο από το 2010 και επί σειρά ετών τη μείωση του "διαρθρωτικού" δημοσιονομικού ελλείμματος κατά 1,5-2% του ΑΕΠ ετησίως. Προκειμένου μάλιστα να υπάρξει αξιόπιστη, αισθητή και γρήγορη βελτίωση και να αντιστραφεί το αρνητικό κλίμα, θα απαιτηθεί μεγαλύτερη προσπάθεια κατά τη διετία 2010-2011, δηλαδή σωρευτική μείωση του διαρθρωτικού ελλείμματος κατά 4-5 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, καθώς μάλιστα είναι μεγάλα τα περιθώρια αφενός για μείωση των δαπανών με περιορισμό της σπατάλης και αφετέρου για αύξηση των εσόδων με ενεργοποίηση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού και σύλληψη μέρους της φοροδιαφυγής.

Το κύριο μήνυμα της Έκθεσης συνοψίζεται στη φράση "φρένο στα ελλείμματα – επιτάχυνση στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις". Με τις επιλογές αυτές μπορεί να αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά το βασικό πρόβλημα της οικονομικής πολιτικής σήμερα: δηλαδή να επιτευχθεί η δημοσιονομική σταθεροποίηση και εξυγίανση με τρόπο που δεν θα παραβλάπτει, αλλά αντίθετα θα τονώνει την αναπτυξιακή προοπτική της ελληνικής οικονομίας – τόσο άμεσα, για την ταχύτερη δυνατή έξοδο από την κρίση, όσο και μεσομακροπρόθεσμα, για τη διασφάλιση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας και τη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου.

Σύμφωνα με την Έκθεση, χρειάζεται να αναπροσανατολιστούμε προς μια πιο πολυδιάστατη έννοια της ανάπτυξης, που θα ενσωματώνει την προστασία του περιβάλλοντος και τη βελτίωση της κατανομής του εισοδήματος, σύμφωνα και με τους πιο πρόσφατους διεθνείς προβληματισμούς. Η Τράπεζα της Ελλάδος θα παρακολουθεί συστηματικά τα ζητήματα του περιβάλλοντος και της διανομής του εισοδήματος, ενώ έχει αρχίσει να αναλαμβάνει και συγκεκριμένες πρωτοβουλίες για τη μελέτη τους.

Στην Έκθεση αναλύονται διεξοδικά οι εξελίξεις και οι προοπτικές της παγκόσμιας και της ελληνικής οικονομίας.

Σύμφωνα με την Έκθεση, υπάρχουν ενδείξεις ανάκαμψης στην παγκόσμια οικονομία, αλλά σημαντικοί κίνδυνοι παραμένουν. Οι θετικές

ενδείξεις οφείλονται κυρίως στα έκτακτα μέτρα πολιτικής που έχουν ληφθεί και που εξακολουθούν να είναι αναγκαία. Η ανάκαμψη παραμένει μέχρι στιγμής βραδεία και εύθραυστη, η διάρκεια και η σταθερότητά της δεν είναι δεδομένες και η ανεργία συνεχίζει να αυξάνεται. Ταυτόχρονα, η χάραξη από τώρα της κατάλληλης στρατηγικής εξόδου από τα έκτακτα μέτρα, η οποία θα εφαρμοστεί όταν και καθώς θα παγιώνονται οι συνθήκες ανάκαμψης, είναι απολύτως αναγκαία για την προάσπιση της μακροοικονομικής σταθερότητας.

Στη ζώνη του ευρώ, οι χωρίς προηγούμενο παρεμβάσεις της ΕΚΤ, με μειώσεις επιτοκίων και με την παροχή μεγάλων ποσοτήτων ρευστότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές, έχουν αποφέρει σημαντικά θετικά αποτελέσματα. Η ΕΚΤ επέλεξε να ενισχύσει τη ρευστότητα της οικονομίας μέσω της παροχής ρευστότητας στα πιστωτικά ιδρύματα, επειδή στην Ευρώπη ο μηχανισμός χρηματοδότησης των επιχειρήσεων είναι τραπεζοκεντρικός (ενώ στις ΗΠΑ τον κεντρικό ρόλο έχει η αγορά κεφαλαίων).

Οι πραγματικές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας, υπό την επήρεια του αντίξοου διεθνούς περιβάλλοντος, χειροτέρευσαν. Ο ρυθμός ανάπτυξης επιβραδύνθηκε απότομα στο 2% το 2008 (από 4,5% το 2007), ενώ, σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, ήταν μηδενικός το πρώτο εξάμηνο του 2009. Για ολόκληρο το 2009, σύμφωνα με εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η μείωση του ΑΕΠ μπορεί να προσεγγίσει ή και να ξεπεράσει το 1%. Η συνολική απασχόληση θα μειωθεί κατά 1-1,5%, ενώ το ποσοστό ανεργίας θα αυξηθεί και θα υπερβεί το 9%. Ο πληθωρισμός (βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή – ΕνΔΤΚ) θα υποχωρήσει στο 1,1-1,3%, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού θα εμφανίσει πιο περιορισμένη υποχώρηση (στο 2,1%), παραμένοντας σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, με αποτέλεσμα να συνεχίζεται η μείωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας ως προς τις τιμές. Κυρίως λόγω της μεγάλης πτώσης των εισαγωγών, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να περιοριστεί περίπου στο 11% του ΑΕΠ, εξακολουθώντας όμως να είναι ένα από τα υψηλότερα στην ΕΕ-27. Η μείωση του ελλείμματος εφέτος είναι συγκυριακή, ενώ παραμένουν ισχυροί οι παράγοντες που προκαλούν τη διαμόρφωσή του σε υψηλά επίπεδα τα τελευταία χρόνια και αντανακλούν την υστέρηση της εθνικής αποταμίευσης έναντι της εγχώριας επενδυτικής δαπάνης, τη μείωση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών εξαγωγών στις διεθνείς αγορές και το χαμηλό επίπεδο της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας.

Όσον αφορά τις χρηματοπιστωτικές εξελίξεις στην Ελλάδα, η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί τους επόμενους μήνες, καθώς η ζήτηση δανείων εξακολουθεί να επηρεάζεται αρνητικά από την εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας, ενώ οι όροι και τα κριτήρια χρηματοδότησης από τις τράπεζες αναμένεται να παραμείνουν στο διάστημα αυτό αυστηρά. Ωστόσο, στη στήριξη της προσφοράς δανείων εκ μέρους των τραπεζών θα συνεχίσουν να συμβάλλουν τα μέτρα της ΕΚΤ για την ενίσχυση της χρηματοδότησης, ενώ θετική συμβολή θα έχουν —πέραν της αξιοποίησης των ρυθμίσεων του Ν. 3723/2008— και ορισμένα άλλα εθνικά μέτρα που ελήφθησαν τους τελευταίους μήνες. Στη ζήτηση δανείων θα έχουν θετική επίδραση τα παρατηρούμενα σχετικώς χαμηλά επίπεδα των επιτοκίων των τραπεζικών δανείων, τα οποία συνεχίζουν να υποχωρούν. Ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα ενδεχομένως θα πλησιάσει το 4% στο τέλος του 2009.

Τέλος, η σταθερότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος διαφυλάχθηκε, αλλά οι επισφάλειες συνεχίζουν να αυξάνονται σε ένα περιβάλλον εξασθενημένης οικονομικής δραστηριότητας και γι' αυτό απαιτείται διαρκής επαγρύπνηση. Εν όψει και των αλλαγών που δρομολογούνται διεθνώς στο εποπτικό πλαίσιο, η Τράπεζα της Ελλάδος θα ασκήσει ακόμη πιο παρεμβατικά την εποπτική της λειτουργία.

Η Έκθεση περιλαμβάνει στοιχεία που ήταν διαθέσιμα έως τις 9.10.2009.

Αθήνα, Οκτώβριος 2009

Γεώργιος Προβόπουλος
Διοικητής

ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΕΔΡΟΣ

Γεώργιος Προβόπουλος

ΜΕΛΗ

Ελένη Δενδρινού-Λουρή

Ιωάννης Παπαδάκης

Γεώργιος Δημόπουλος

Παναγιώτης Θωμόπουλος

Γεώργιος Οικονόμου

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι
Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ, Η ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

1 Εισαγωγή 11
2 Το εξωτερικό περιβάλλον της Ελλάδος 17
3 Η ενιαία νομισματική πολιτική 19
4 Μακροοικονομικές εξελίξεις και βραχυπρόθεσμες προοπτικές για την Ελλάδα 21
5 Δημοσιονομικές εξελίξεις και προοπτικές 25
6 Αγορές χρήματος, πιστώσεων και κεφαλαίου 28
7 Οι μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και οι προκλήσεις για την οικονομική πολιτική 35

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ
ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1 Οικονομικές εξέλίξεις διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής 49
2 Ενδείξεις αποδυνάμωσης της κρίσης στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές 62
3 Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης 66

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ
Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΟΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

1 Η ενιαία νομισματική πολιτική 71
2 Οι παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος στην αγορά χρήματος και τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ 74

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΥ
ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1 Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας 81
2 Απασχόληση και ανεργία: εξελίξεις και προοπτικές 98
3 Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού 102
3.1 Οι εξελίξεις των τιμών στη διάρκεια των πρώτων εννέα μηνών του 2009 και οι προοπτικές για ολόκληρο το έτος: σύνοψη 102
3.2 Κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού 106
4 Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών 112
4.1 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων 112
4.2 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών 116

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Υ
ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1 Οι δημοσιονομικές εξελίξεις του εξαμήνου Ιανουαρίου-Ιουνίου 2009 σύμφωνα με τα δημοσιονομικά στοιχεία 119
2 Οι καθαρές δανειακές ανάγκες του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2009 σύμφωνα με στοιχεία σε ταμειακή βάση 123
3 Δημόσιο χρέος 124
4 Η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος 126

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Υ
ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΥΨΗΛΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ 128

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΥΙ
ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ, ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1 Νομισματικές εξελίξεις στην Ελλάδα 139
1.1 Νομισματικά μεγέθη 139
1.2 Επιτόκια καταθέσεων 139
2 Η χρηματοδότηση της οικονομίας – τραπεζική χρηματοδότηση επιχειρήσεων και νοικοκυριών 143
2.1 Η χρηματοδότηση της οικονομίας 143
2.2 Τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών 143

3 Επιτόκια τραπεζικών δανείων, περιθώριο επιτοκίου και διαφορά περιθωρίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ **150**
4 Η αγορά ομολόγων του Δημοσίου **156**
5 Χρηματιστηριακές εξελίξεις **160**
6 Εξελίξεις του α΄ εξαμήνου 2009 στον τραπεζικό κλάδο **162**

ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ **169**

ΓΛΩΣΣΑΡΙΟ **171**

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ **175**

ΠΙΝΑΚΕΣ

II.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας **50**
II.2 Ρυθμός αύξησης του πραγματικού ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ) χωρών της ΝΑ Ευρώπης **67**
II.3 Πληθωρισμός χωρών της ΝΑ Ευρώπης **68**
II.4 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστό του ΑΕΠ) χωρών της ΝΑ Ευρώπης **69**

III.1 Προσαρμογές των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος **72**

IV.1 Ζήτηση και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν **81**
IV.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης **84**
IV.3 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης **86**
IV.4 Δείκτες δραστηριότητας στη βιομηχανία **88**
IV.5 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών **90**
IV.6 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: Ελλάδα και ΕΕ **105**
IV.7 Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ **105**
IV.8 Αποδοχές και κόστος εργασίας **109**
IV.9 Μέσες αποδοχές και κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας: Ελλάδα και ζώνη του ευρώ **111**
IV.10 Ελλάδα: αναθεωρημένοι δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ) **113**

V.1 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού **120**
V.2 Καθαρές δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση **124**
V.3 Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ **125**

VI.1 Ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ **140**
VI.2A Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από νοικοκυριά στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ **142**
VI.2B Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από νοικοκυριά στις χώρες της ζώνης του ευρώ **142**
VI.3 Χρηματοδότηση της οικονομίας από τα ΝΧΙ στην Ελλάδα **144**
VI.4 Χρηματοδότηση προς τις εγχώριες επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά από τα ΝΧΙ στην Ελλάδα **147**
VI.5A Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ **151**
VI.5B Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ **152**
VI.6 Περιθώριο επιτοκίου (spread) στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ **155**
VI.7 Εκδόσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου **159**
VI.8 Αντληθέντα κεφάλαια μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών **162**
VI.9 Βασικοί δείκτες κινδύνου και ανθεκτικότητας ελληνικών εμπορικών τραπεζών και των ομίλων τους **163**

VI.10 Αποτελέσματα χρήσεως ελληνικών εμπορικών τραπεζών και ομίλων (α′ εξάμηνο 2008-α′ εξάμηνο 2009) 165

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

II.1 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών 49
II.2 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και του γιεν Ιαπωνίας 54
II.3 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι της λίρας Αγγλίας και του φράγκου Ελβετίας 54
II.4 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και του γιεν Ιαπωνίας (ημερήσια στοιχεία) 63
II.5 Διαφορά μεταξύ του επιτοκίου για καταθέσεις τριών μηνών στη διατραπεζική αγορά και του σταθερού επιτοκίου στις συμφωνίες ανταλλαγής (διάρκειας τριών μηνών) του επιτοκίου μίας ημέρας για ευρώ/δολάρια ΗΠΑ αντιστοίχως 64
II.6 Αποδόσεις δεκαετών κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ 65
II.7 Δείκτες χρηματιστηριακών αγορών στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ 66

III.1 Διαφορά μεταξύ του επιτοκίου Euribor τριών μηνών και του σταθερού επιτοκίου στις συμφωνίες ανταλλαγής (διάρκειας τριών μηνών) του επιτοκίου μίας ημέρας 75
III.2 Επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος και επιτόκιο για καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας στη διατραπεζική αγορά (ΕΟΝΙΑ) 76
III.3 Επιτόκια στις πάγιες διευκολύνσεις του Ευρωσυστήματος και επιτόκιο για καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας στη διατραπεζική αγορά (ΕΟΝΙΑ) 77

IV.1 Δείκτες οικονομικής δραστηριότητας 82
IV.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης 85
IV.3 Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών με βάση τις άδειες 87
IV.4 Παραγωγή και επιχειρηματικές προσδοκίες στη μεταποίηση 89
IV.5 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για τη μεταποίηση 89
IV.6 Απασχόληση 99
IV.7 Ποσοστό συνολικής ανεργίας 99
IV.8 Προσδοκίες των επιχειρήσεων για την απασχόληση 102
IV.9 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδος, ζώνης ευρώ και Ευρωπαϊκής Ένωσης 103
IV.10 Δείκτης τιμών καταναλωτή και πυρήνας πληθωρισμού στην Ελλάδα 103
IV.11 Ο πυρήνας του πληθωρισμού στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής 104
IV.12 Διαφορές ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ 104
IV.13 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ 106
IV.14 Συμβολή της μεταβολής των τιμών των καυσίμων στον πληθωρισμό 106
IV.15 Δείκτης τιμών εισαγωγών στη βιομηχανία και αντίστροφο της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος 107
IV.16 Πληθωριστικές προσδοκίες καταναλωτών και επιχειρήσεων 108
IV.17 Το “παραγωγικό κενό” της ελληνικής οικονομίας 108

V.1 Καθαρές δανειακές ανάγκες κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση 123

VI.1 Εξέλιξη των καταθέσεων, των συμφωνιών επαναγοράς και των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων στην Ελλάδα 139
VI.2 Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ 141
VI.3 Συμβολή της χρηματοδότησης των επιμέρους τομέων στη συνολική χρηματοδότηση τησοικονομίας από τα εγχώρια ΝΧΙ 145
VI.4 Χρηματοδότηση από τα εγχώρια ΝΧΙ προς τις εγχώριες επιχειρήσεις μέσω της έκδοσης εταιρικών ομολόγων 146
VI.5 Τραπεζικά δάνεια προς τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ 149
VI.6 Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα 153
VI.7 Διαφορές επιτοκίων νέων τραπεζικών δανείων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ 153
VI.8 Διαφορά μέσου επιτοκίου μεταξύ νέων δανείων και νέων καταθέσεων (περιθώριο επιτοκίου) στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ 156
VI.9 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου 157
VI.10 Διαχρονική μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου 158
VI.11 Μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ 158
VI.12 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών 160
VI.13 Δείκτες τιμών μετοχών των χρηματιστηριακών αγορών των χωρών της ζώνης του ευρώ 161

ΠΛΑΙΣΙΑ

II.1 Πρόσφατες εξελίξεις της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ 55
II.2 Νέες κατευθύνσεις και πρόσφατα μέτρα για την ενίσχυση της τραπεζικής εποπτείας σε παγκόσμιο επίπεδο 60

IV.1 Εξελίξεις και προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων και διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της στεγαστικής πίστης στη ζώνη του ευρώ 90
1. Τρέχουσες εξελίξεις και προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων 90
2. Διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της στεγαστικής πίστης στη ζώνη του ευρώ 96
ΠΙΝΑΚΑΣ Α Δείκτης τιμών κατοικιών 91
ΠΙΝΑΚΑΣ Β Σύνοψη κυριότερων διαθέσιμων βραχυχρόνιων δεικτών για την αγορά ακινήτων 93

VI.1 Ακάλυπτες επιταγές: εξελίξεις και μέτρα πολιτικής 166
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Αριθμός τεμαχίων και αξία ακάλυπτων επιταγών 166

I Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ, Η ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ*

I ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Υπάρχουν ενδείξεις ανάκαμψης στην παγκόσμια οικονομία, αλλά οι κίνδυνοι παραμένουν

Μετά την όξυνση της οικονομικής και χρηματοπιστωτικής κρίσης το τελευταίο τετράμηνο του 2008 και το πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους, έχουν εμφανιστεί ενδείξεις σταθεροποίησης ή και ελαφράς ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας από τις αρχές του δεύτερου τριμήνου, ενώ η λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών επανέρχεται σταδιακά στην ομαλότητα. Ωστόσο, αυτές οι πρώτες θετικές ενδείξεις οφείλονται κυρίως στα διεθνώς συντονισμένα και πρωτοφανούς κλίμακας έκτακτα μέτρα μακροοικονομικής πολιτικής και στήριξης του χρηματοπιστωτικού τομέα τα οποία έχουν ληφθεί και που εξακολουθούν προς το παρόν να είναι αναγκαία. Η ανάκαμψη παραμένει μέχρι στιγμής βραδεία και εύθραυστη, καθώς η ανεργία συνεχίζει να αυξάνεται, η εξυγίανση των ισολογισμών των τραπεζών διεθνώς από προβληματικά στοιχεία του ενεργητικού τους δεν έχει ολοκληρωθεί και οι οικονομικές προοπτικές εξακολουθούν να περιβάλλονται από σημαντική αβεβαιότητα. Επίσης, η διάρκεια και η σταθερότητα της διαφαινόμενης ανάκαμψης δεν είναι δεδομένες, καθώς η εν εξελίξει τεράστια διόγκωση του δημόσιου χρέους των ανεπτυγμένων χωρών θα καταστήσει αναγκαίο να αρχίσει, εντός της επόμενης διετίας, να ασκείται πολιτική δημοσιονομικής σταθεροποίησης, η οποία θα διαρκέσει αρκετά χρόνια. Στην περίπτωση αυτή, έχει καίρια σημασία να αποφευχθεί το ενδεχόμενο να διαμορφωθούν οι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης σε πολύ χαμηλά επίπεδα ή να καταστούν και πάλι αρνητικοί. Η χάραξη από τώρα της κατάλληλης στρατηγικής εξόδου από τα έκτακτα μέτρα, η οποία θα εφαρμοστεί όταν και καθώς θα παγιώνονται οι συνθήκες ανάκαμψης, είναι απολύτως αναγκαία για την προάσπιση της μακροοικονομικής σταθερότητας. Είναι χαρακτηριστικό ότι, σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβλέψεις, τόσο στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 27 όσο και στη ζώνη του ευρώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος θα αυξηθεί κατά 20 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ μέσα σε τρία χρόνια, δηλαδή μεταξύ του τέλους του 2007 και του τέλους του 2010. Επίσης, *με βάση τις παρούσες τάσεις* (δηλαδή χωρίς αλλαγή πολιτικής) το ακαθάριστο δημόσιο χρέος θα προσεγγίσει το 100% του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ έως το 2014 (δηλαδή θα αυξηθεί περίπου κατά 30 εκατοστιαίες μονάδες σε σύγκριση με το τέλος του 2007).[1]

Υπό την επήρεια του αντίξοου διεθνούς περιβάλλοντος, οι πραγματικές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας χειροτέρευσαν

Η διεθνής κρίση έχει επηρεάσει αρνητικά την ελληνική οικονομία, ιδίως την περίοδο από το Σεπτέμβριο του 2008 και μετά, όταν η κρίση αυτή επιδεινώθηκε δραματικά. Ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, ο οποίος ήταν σταθερά υψηλός από το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1990, επιβραδύνθηκε απότομα στο 2% το 2008 (από 4,5% το 2007), ενώ —σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ που αναμένεται να αναθεωρηθούν— ήταν μηδενικός το πρώτο εξάμηνο του 2009. Η επιδείνωση των συνθηκών στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και η υποχώρηση των προσδοκιών των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών συνετέλεσαν στη μείωση των δαπανών για κατανάλωση, επενδύσεις σε κατοικίες και επιχειρηματικές επενδύσεις, καθώς και στην υιοθέτηση αυστηρότερων όρων χρηματοδότησης από τις τράπεζες. Έτσι, επηρεάστηκαν δυσμενώς τόσο η ζήτηση όσο και η προσφορά δανείων, με αποτέλεσμα να επιβραδυνθεί σημαντικά ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, με αρνητικές ανατροφοδοτικές επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Ταυτόχρονα, η κάμψη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και η μεγάλη μείωση του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου έπληξαν τις ελληνικές εξαγωγές αγαθών αλλά και τις

* Η Έκθεση περιλαμβάνει στοιχεία που ήταν διαθέσιμα έως τις 9.10.2009.

1 Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, "Economic crisis in Europe: causes, consequences and responses", *European Economy*, 7/2009 (provisional version), 25.9.2009, και IMF, *World Economic Outlook – October 2009*, 1.10.2009, Statistical Appendix, Πίνακα A8.

εξαγωγές υπηρεσιών, δηλαδή τη ναυτιλία και τον τουρισμό. Η στασιμότητα ή και υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας συνοδεύθηκε από μείωση της απασχόλησης και αύξηση του ποσοστού ανεργίας το πρώτο εξάμηνο του 2009. Η εξασθένηση της εγχώριας οικονομικής δραστηριότητας και των εισοδημάτων και η αύξηση της ανεργίας επηρεάζουν με τη σειρά τους αρνητικά την ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών και, έμμεσα, την ικανότητά τους να χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

Για ολόκληρο το 2009, σύμφωνα με εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η μείωση του ΑΕΠ μπορεί να προσεγγίσει ή και να ξεπεράσει το 1%. Η συνολική απασχόληση θα μειωθεί κατά 1-1,5%, ενώ το ποσοστό ανεργίας θα αυξηθεί και θα υπερβεί το 9%. Ο πληθωρισμός (βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή - ΕνΔΤΚ) θα υποχωρήσει στο 1,1-1,3%, κυρίως λόγω της μείωσης των τιμών του αργού πετρελαίου και των τροφίμων αλλά και της κάμψης της ζήτησης, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού θα εμφανίσει πιο περιορισμένη υποχώρηση (στο 2,1%), παραμένοντας σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, με αποτέλεσμα να συνεχίζεται η διάβρωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας ως προς τις τιμές. Ωστόσο, κυρίως λόγω της μεγάλης πτώσης των εισαγωγών, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να περιοριστεί συγκυριακά περίπου στο 11% του ΑΕΠ, παραμένοντας όμως πολύ υψηλό (και ένα από τα υψηλότερα στην ΕΕ-27).

Τα "δίδυμα" ελλείμματα και χρέη αντανακλούν τις εγγενείς και μόνιμες μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας

Η χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση έχει αναδείξει τις προϋπάρχουσες μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, κορυφαία εκδήλωση των οποίων είναι τα μεγάλα "δίδυμα" ελλείμματα (δηλαδή το δημοσιονομικό και εκείνο του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών) και τα υψηλά "δίδυμα" χρέη (το δημόσιο και το εξωτερικό). Η διεθνής κρίση έχει επίσης αποδυναμώσει τους ευνοϊκούς παράγοντες οι οποίοι επί πολλά χρόνια στήριζαν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και ενδεχομένως ενέπνεαν εφησυχασμό όσον αφορά τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της οικονομίας, μολονότι έτειναν ήδη να εξαντληθούν πριν από την εκδήλωση της κρίσης. Επιπλέον, η κρίση έχει εντείνει τις ανησυχίες των αγορών για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, ιδίως όσον αφορά τις μελλοντικές δημοσιονομικές εξελίξεις. Οι ανησυχίες αυτές εστιάζονται κυρίως στο υψηλό δημόσιο χρέος και τη μέχρι σήμερα αδυναμία πολλών διαδοχικών κυβερνήσεων να επιτύχουν διατηρήσιμη δημοσιονομική προσαρμογή, ακόμη και στην περίοδο της ταχύρρυθμης ανάπτυξης από τα μέσα της δεκαετίας του 1990. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, που υπερέβη αισθητά το 3% το 2007 και το 2008 (με αποτέλεσμα να ενεργοποιηθεί για δεύτερη φορά η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος για την Ελλάδα). Το 2008 διαμορφώθηκε στο 5,6% του ΑΕΠ (σύμφωνα με εκτιμήσεις που απέστειλε η ΕΣΥΕ στην Eurostat στις 2.10.2009), ενώ αναμένεται ότι θα είναι πολύ υψηλότερο εφέτος. Πράγματι, στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου το ταμειακό έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης διπλασιάστηκε, φθάνοντας στο 9,9% του ετήσιου ΑΕΠ (από 4,9% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο). Λόγω και της εξέλιξης αυτής, το χρέος της γενικής κυβέρνησης (που τελικά έφθασε στο 99,2% του ΑΕΠ το 2008 από 95,6% του ΑΕΠ το 2007) θα εμφανίσει και αυτό μεγάλη αύξηση εφέτος (στο τέλος Ιουνίου έφθασε στο 111,5% του εκτιμώμενου ετήσιου ΑΕΠ, ενώ το χρέος της κεντρικής κυβέρνησης έφθασε στο 122% του ΑΕΠ). Οι αγορές ανησυχούν επίσης για το χρονίως μεγάλο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και προβληματίζονται σχετικά με το βραδύ ρυθμό των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, ιδίως εκείνων που θα ήταν δυνατόν να συμβάλουν στην αύξηση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα, τη βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος, την ενθάρρυνση των επενδύσεων, την ενίσχυση της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας, καθώς και στην αντιμετώπιση

του διαφαινόμενου υψηλού μελλοντικού δημοσιονομικού βάρους που θα συνεπάγεται αναπόφευκτα η γήρανση του πληθυσμού.

Η φοροδιαφυγή, η προβολή του "εύκολου κέρδους" και ο καταναλωτισμός οδηγούν σε αρνητική καθαρή εθνική αποταμίευση

Το υπέρογκο δημοσιονομικό έλλειμμα και το μεγάλο και διογκούμενο δημόσιο χρέος έχουν και ευρύτερες προεκτάσεις. Συγκεκριμένα, η εκτεταμένη φοροδιαφυγή —που αποτελεί μέρος του δημοσιονομικού προβλήματος— διαβρώνει τον κοινωνικό ιστό της χώρας και εντείνει τις κοινωνικές αντιθέσεις, ενώ, στο βαθμό που είναι ευχερέστερη σε ορισμένες δραστηριότητες (κατά κανόνα του τομέα των υπηρεσιών), κατατείνει στη μετατόπιση πόρων προς τομείς παραγωγής μη διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων, συμβάλλοντας έτσι επίσης στη διαμόρφωση υψηλών ελλειμμάτων του εμπορικού ισοζυγίου. Ο τομέας των υπηρεσιών παρήγαγε το 77,3% της Ακαθάριστης Προστιθέμενης Αξίας (δηλαδή του ΑΕΠ αφαιρουμένων των καθαρών έμμεσων φόρων) το 2008, έναντι 72,3% το 2000. Βεβαίως στον τομέα αυτό περιλαμβάνονται και κλάδοι που παράγουν διεθνώς εμπορεύσιμες υπηρεσίες (όπως ο τουρισμός και η ναυτιλία) ή χρησιμοποιούν τεχνολογίες αιχμής (όπως οι τηλεπικοινωνίες) ή έχουν σημαντική διεθνή δραστηριότητα (όπως οι τράπεζες). Είναι όμως χαρακτηριστικό ότι το 2007 τα νέα επιχειρηματικά εγχειρήματα στην Ελλάδα εξακολουθούσαν να χαρακτηρίζονται από ρηχότητα, καθώς τα περισσότερα (το 51,3%) αφορούσαν δραστηριότητες παροχής προϊόντων ή υπηρεσιών στον τελικό καταναλωτή (έναντι μόνο 35% στις χώρες της Ευρώπης συνολικά), και μάλιστα ως επί το πλείστον "καταστήματα λιανικού εμπορίου, χονδρικού εμπορίου, εστιατόρια και καφετέριες".[2]

Ταυτόχρονα, η προβολή του "εύκολου κέρδους" καλλιεργεί αντιπαραγωγικά και αντικοινωνικά πρότυπα, που βρίσκονται μακριά από τις θεμελιώδεις αξίες στις οποίες στηρίζεται η πρόοδος των ανεπτυγμένων χωρών – δηλαδή την παιδεία, καθώς και την παραγωγική εργασία και την υγιή επιχειρηματικότητα που αποβλέπουν σε μεσομακροπρόθεσμους στόχους. Επίσης, η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος και η ευχερέστερη πρόσβαση των νοικοκυριών στο δανεισμό, ενώ κατ' αρχήν συμβάλλουν στη διαχρονική εξομάλυνση της κατανάλωσης και την απεξάρτησή της από τις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις του εισοδήματος, τελικά στη χώρα μας έχουν και αυτές ευνοήσει τη διάδοση ενός συστήματος αξιών που ενθαρρύνει την υπερκατανάλωση και προκαλεί σπατάλη πόρων σε μη παραγωγικές δαπάνες. Το αποτέλεσμα είναι να συρρικνώνεται η εθνική αποταμίευση και να διαμορφώνονται μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, τα οποία δεν είναι διατηρήσιμα. Είναι χαρακτηριστικό ότι η καθαρή εθνική αποταμίευση (στην οποία δεν συνυπολογίζονται οι αποσβέσεις του πάγιου κεφαλαίου) ήταν αρνητική τα περισσότερα έτη της περιόδου 2001-2008, ενώ η ακαθάριστη εθνική αποταμίευση (που περιλαμβάνει και τις αποσβέσεις) ήταν θετική, αλλά πολύ χαμηλή (μόλις 7,1% του ΑΕΠ το 2008) σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο (21% περίπου). Όσον αφορά τα *νοικοκυριά*, η ακαθάριστη αποταμίευσή τους είναι αρνητική επί σειρά ετών.[3]

Είναι αναγκαίο ένα αξιόπιστο μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα με άξονα "φρένο στα ελλείμματα – επιτάχυνση στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις"

Ασφαλώς, *όλες* οι χώρες πρέπει να εφαρμόσουν κατάλληλες μακροοικονομικές και διαρθρωτικές πολιτικές για την έξοδο από την κρίση. Οι χώρες όμως όπως η Ελλάδα, που χαρακτηρίζονται από υψηλά "δίδυμα" ελλείμματα και χρέη αντιμετωπίζουν αυξημένο κίνδυνο να είναι πιο δύσκολη και επομένως πιο αργή η έξοδος από την κρίση και να υπάρξει μια παρατεταμένη περίοδος χαμηλών ρυθμών

2 Βλ. Σταύρος Ιωαννίδης και Άγγελος Τσακανίκας, *Η επιχειρηματικότητα στην Ελλάδα 2007-2008*, ΙΟΒΕ, Νοέμβριος 2008. Όπως παρατηρείται στην έκθεση αυτή του ΙΟΒΕ (σελ. 20), η νέα επιχειρηματικότητα στη χώρα "δεν εκδηλώνεται σε ολόκληρη την αλυσίδα αξίας μέχρι το τελικό προϊόν, αλλά μόνο στον έσχατο κρίκο αυτής της αλυσίδας".

3 Τα *αναλυτικά* εθνικολογιστικά στοιχεία για την αποταμίευση των νοικοκυριών δεν είναι ακόμη διαθέσιμα.

ανάπτυξης. Για το λόγο αυτό, η κατάσταση της ελληνικής οικονομίας οδηγεί ευθέως στο συμπέρασμα ότι επείγει η κατάρτιση και η άμεση έναρξη εφαρμογής ενός αξιόπιστου μεσοπρόθεσμου σχεδίου που θα περιλαμβάνει τολμηρές αλλά αναγκαίες μεταρρυθμίσεις. *Πρώτη προτεραιότητα του σχεδίου πρέπει να είναι η δημοσιονομική εξυγίανση, σε συνδυασμό (α) με ανακατανομή των δημόσιων δαπανών υπέρ της χρηματοδότησης εκείνων των δραστηριοτήτων που έχουν το μεγαλύτερο αναπτυξιακό αποτέλεσμα και συμβάλλουν στη στήριξη των πιο ευάλωτων κοινωνικών ομάδων και (β) με διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που μπορούν άμεσα να τονώσουν τις αναπτυξιακές προοπτικές, αλλά έχουν μηδενικό ή χαμηλό δημοσιονομικό κόστος. Έτσι, μια εκ πρώτης όψεως περιοριστική δημοσιονομική πολιτική θα μπορούσε να οδηγήσει σε μείωση του κόστους δανεισμού του Δημοσίου και –συνδυαζόμενη με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις– τελικά να έχει επεκτατικό αποτέλεσμα.*

Απαιτείται μείωση του διαρθρωτικού δημοσιονομικού ελλείματος συνολικά κατά 4-5% του ΑΕΠ το 2010-2011 και στη συνέχεια κατά 1,5-2% του ΑΕΠ ετησίως επί σειρά ετών

Στην περίπτωση της Ελλάδος, όπου το έλλειμμα και το χρέος έχουν φθάσει σε πολύ υψηλά επίπεδα, *η δημοσιονομική προσαρμογή θα πρέπει να έχει στόχο από το 2010 και επί σειρά ετών τη μείωση του "διαρθρωτικού"*[4] *δημοσιονομικού ελλείμματος κατά 1,5-2% του ΑΕΠ ετησίως κατά μέσο όρο,* δηλαδή αισθητά περισσότερο από το 0,5% του ΑΕΠ ετησίως που κατ' ελάχιστον προβλέπει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, αλλά και από το 1% του ΑΕΠ, το οποίο στη ζώνη του ευρώ θεωρείται ότι είναι η ελάχιστη απαιτούμενη προσαρμογή για χώρες με *υψηλό* δημόσιο έλλειμμα και χρέος. *Προκειμένου μάλιστα να υπάρξει αξιόπιστη, αισθητή και γρήγορη βελτίωση και να αντιστραφεί το αρνητικό κλίμα, θα απαιτηθεί μεγαλύτερη προσπάθεια κατά τη διετία 2010-2011, δηλαδή συνολική μείωση του διαρθρωτικού ελλείμματος κατά 4-5 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, δεδομένου ότι είναι μεγάλα τα περιθώρια αφενός για μείωση των δαπανών με περιορισμό της σπατάλης και αφετέρου για αύξηση των εσόδων με ενεργοποίηση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού και σύλληψη μέρους της φοροδιαφυγής.* Επιπλέον, η κατ' έτος μείωση του διαρθρωτικού ελλείμματος πρέπει να είναι επαρκής ώστε να μην επιδεινώνεται η δυναμική του δημόσιου χρέους. Τέλος, η μείωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ κάτω από την τιμή αναφοράς της Συνθήκης του Μάαστριχτ (60%) εντός 10 ετών θα απαιτούσε μεγάλα πρωτογενή πλεονάσματα, της τάξεως του 5,5-6,5% του ΑΕΠ ετησίως.

Με τις επιλογές αυτές, που μπορούν να συνοψιστούν στη φράση *"φρένο στα ελλείμματα – επιτάχυνση στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις"*, είναι δυνατόν να αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά το βασικό πρόβλημα της οικονομικής πολιτικής στην Ελλάδα υπό τις σημερινές συνθήκες της οικονομικής κρίσης, δηλαδή: *πώς να επιτευχθεί η δημοσιονομική σταθεροποίηση και εξυγίανση με τρόπο που δεν θα παραβλάπτει αλλά αντίθετα θα τονώνει την αναπτυξιακή προοπτική της ελληνικής οικονομίας – τόσο άμεσα, για την ταχύτερη δυνατή έξοδο από την κρίση, όσο και μεσομακροπρόθεσμα, για τη διασφάλιση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας, τον περιορισμό των κοινωνικών ανισοτήτων και τη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου.*

Χρειάζεται να προσανατολιστούμε σε μια πιο πολυδιάστατη έννοια της ανάπτυξης, που θα ενσωματώνει την προστασία του περιβάλλοντος και τη βελτίωση της κατανομής του εισοδήματος

Ιδιαίτερη θέση στο μεταρρυθμιστικό σχέδιο πρέπει να έχει η ενίσχυση των "πράσινων" επενδύσεων και των επενδύσεων που συνδέονται με την αλλαγή του ενεργειακού προτύπου της χώρας. Αυτή η καίρια επιλογή, της οποίας το δημοσιονομικό κόστος είναι σχετικά χαμηλό, μπορεί να συμβάλει ταυτόχρονα στην προστασία του περιβάλλοντος και την

4 Πρόκειται για το έλλειμμα από το οποίο έχουν αφαιρεθεί οι κυκλικές και προσωρινές επιδράσεις στα έσοδα και τις δαπάνες.

έγκαιρη αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής, την ενίσχυση των συνθηκών ανταγωνισμού στον τομέα της ενέργειας, την ίδρυση νέων επιχειρήσεων και τη δημιουργία πολλών νέων θέσεων απασχόλησης, καθώς και την αξιόλογη μείωση της πετρελαϊκής εξάρτησης της χώρας και τον αντίστοιχο περιορισμό του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Η σφαιρική αυτή προσέγγιση της έννοιας της ανάπτυξης, η οποία εμπλουτίζεται ώστε να περιλαμβάνει και την πρόοδο όσον αφορά την καταπολέμηση της ανισότητας, την προστασία του περιβάλλοντος και την ποιότητα ζωής, είναι σύμφωνη με τους πιο πρόσφατους προβληματισμούς (π.χ. της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του ΟΗΕ, του ΟΟΣΑ και της γαλλικής κυβέρνησης), αλλά και με παλαιότερες αναζητήσεις (π.χ. του Ξενοφώντος Ζολώτα πριν από τριάντα χρόνια) για την κατάρτιση και χρησιμοποίηση ενός ευρύτερου και βελτιωμένου δείκτη μέτρησης της οικονομικής και κοινωνικής προόδου.[5] Η Τράπεζα της Ελλάδος, δεδομένου ότι συμμερίζεται αυτούς τους προβληματισμούς, θα παρακολουθεί συστηματικά τα ζητήματα του περιβάλλοντος και της διανομής του εισοδήματος, ενώ θα αναλαμβάνει και συγκεκριμένες πρωτοβουλίες για τη μελέτη τους.

Η κρίση αποτελεί πρόκληση αλλά και ευκαιρία για το γενικό αναπροσανατολισμό της οικονομικής πολιτικής και μπορεί να δράσει ως καταλύτης για ένα ουσιαστικό και γόνιμο διάλογο στην κοινωνία

Η κρίση στην ελληνική οικονομία πρέπει επομένως να αντιμετωπιστεί ως πρόκληση αλλά και ως ευκαιρία για το συνολικό αναπροσανατολισμό της οικονομικής πολιτικής και την προώθηση μιας νέας αναπτυξιακής δυναμικής (που έχει περιγραφεί στις Εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος τον Οκτώβριο του 2008, το Φεβρουάριο και τον Απρίλιο του 2009). Εξάλλου, τα βασικά στοιχεία μιας συνεκτικής οικονομικής πολιτικής για σταθερότητα και ανάπτυξη έχουν προταθεί επανειλημμένα στη διάρκεια της τελευταίας εικοσαετίας, αρχίζοντας από την Επιτροπή Αγγελόπουλου το 1990[6] και φθάνοντας στις προτάσεις που έχουν διατυπωθεί πιο πρόσφατα σε εκθέσεις όχι μόνο της Τράπεζας της Ελλάδος, αλλά και του ΟΟΣΑ, του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και άλλων διεθνών και ελληνικών φορέων. Είναι λοιπόν φανερό ότι δεν υπάρχει έλλειψη κατάλληλων προτάσεων. Υπάρχει όμως ανάγκη αποδοχής τους από την πολιτεία και την κοινωνία και, στη συνέχεια, αποτελεσματικής και συνεπούς εφαρμογής τους.

Στη σημερινή συγκυρία, για πρώτη φορά μετά από πολλά χρόνια, αρχίζουν να συνειδητοποιούνται από την κοινωνία τα μεγάλα και χρόνια προβλήματα που θα οδηγήσουν σε καταστροφικές εξελίξεις στο μέλλον αν δεν αντιμετωπιστούν εγκαίρως. Αρχίζει επίσης να γίνεται αντιληπτό ότι, αν επιδιώκεται να βγει η χώρα από το σημερινό αδιέξοδο και να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στις προοπτικές της οικονομίας, δεν υπάρχουν περιθώρια ούτε για καθυστερήσεις ούτε για ημίμετρα. Το *νέο* στοιχείο λοιπόν είναι ότι η διεθνής κρίση και η κρισιμότητα των συνθηκών στην ελληνική οικονομία μπορούν να δράσουν ως καταλύτης προκειμένου *να ανοίξει και να έχει αποτέλεσμα* ο διάλογος με τους κοινωνικούς εταίρους για τις μεταρρυθμίσεις στη λειτουργία του δημόσιου τομέα (δημόσια διοίκηση, δημοσιονομική διαχείριση, κοινωνική ασφάλιση,

5 Βλ. *ΑΕΠ και πέρα από αυτό: Η μέτρηση της προόδου σε έναν μεταβαλλόμενο κόσμο,* Ανακοίνωση της Επιτροπής στο Συμβούλιο και στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, 20.8.2009. Επίσης, ο Πρόεδρος της Γαλλίας συνέστησε μια υψηλού επιπέδου Επιτροπή για τη Μέτρηση των Οικονομικών Επιδόσεων και της Κοινωνικής Προόδου, με επικεφαλής τους Joseph Stiglitz, Amartya Sen και Jean-Paul Fitoussi και με αποστολή να διερευνήσει το βαθμό επάρκειας του ΑΕΠ ως δείκτη οικονομικής ευημερίας με την παραπάνω ευρύτερη έννοια (βλ. *Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress,* 14.9.2009, www.stiglitz-sen-fitoussi.fr). Εξάλλου, ο ΟΗΕ καταρτίζει το Δείκτη Ανθρώπινης Ανάπτυξης (βλ. United Nations Development Programme - UNDP, *Human Development Report 2009,* 5.10.2009). Βλ. επίσης: Xenophon Zolotas, *Economic growth and declining social welfare,* Bank of Greece, 1981, καθώς και (ελληνική μετάφραση): Ξ. Ζολώτας, *Οικονομική μεγέθυνση και φθίνουσα κοινωνική ευημερία,* Τράπεζα της Ελλάδος, Αρχείο Μελετών και Ομιλιών, 1982.

6 Το Δεκέμβριο του 1989 ο τότε πρωθυπουργός Ξενοφών Ζολώτας ανέθεσε την κατάρτιση μεσοπρόθεσμου προγράμματος για την ανόρθωση και ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας σε Επιτροπή υπό την προεδρία του καθηγητή και ακαδημαϊκού Άγγελου Αγγελόπουλου και μέλη τους Ευάγγελο Βολουδάκη, Αναστάσιο Γιαννίτση, Κωνσταντίνο Δρακάτο, Σταύρο Θωμαδάκη, Μαρία Κωνσταντοπούλου, Λουκά Παπαδήμο και Γεώργιο Προβόπουλο. Η Επιτροπή υπέβαλε τις προτάσεις της τον Απρίλιο του 1990 (βλ. Επιτροπή Αγγελοπούλου, *Έκθεση για τη σταθεροποίηση και ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας,* ΕΤΒΑ, 1990).

εκπαιδευτικό σύστημα) και στις αγορές προϊόντων και εργασίας που είναι απαραίτητες για να επιτευχθούν οι προαναφερθέντες στόχοι. Η διεξαγωγή ουσιαστικού διαλόγου θα αποτελέσει ένα βήμα για να ξεπεραστεί η έλλειψη παράδοσης εποικοδομητικού διαλόγου στη χώρα, να ενδυναμωθεί η "κοινωνία των πολιτών" και να ενισχυθεί ο —μέχρι σήμερα ανεπαρκής— σεβασμός προς τους θεσμούς.

Ένα σημαντικό αντικείμενο του διαλόγου μεταξύ των κοινωνικών εταίρων και του κράτους πρέπει να είναι ο δίκαιος τρόπος με τον οποίο θα κατανεμηθούν τα μεσοπρόθεσμα βάρη και οφέλη, καθώς και οι απαιτούμενες για την έξοδο από την κρίση θυσίες – οι οποίες, με την κατάλληλη πολιτική, είναι δυνατόν να είναι ως επί το πλείστον πρόσκαιρες. Έτσι μπορεί να οικοδομηθεί η κοινωνική συναίνεση και να υπάρξει ουσιαστική πολιτική στήριξη για την εφαρμογή και όχι απλώς την εξαγγελία των μεταρρυθμίσεων. Ασφαλώς, οι αναγκαίες προσαρμογές της οικονομικής πολιτικής και η εφαρμογή τους θα πρέπει να συνοδεύονται με μέτρα που θα αμβλύνουν τις δυσμενείς επιπτώσεις στους οικονομικά ασθενέστερους πολίτες. Συγχρόνως όμως θα πρέπει να καμφθούν οι αντιδράσεις ομάδων συμφερόντων οι οποίες εκμεταλλεύονται την πολυνομία, τη γραφειοκρατία και την αδιαφάνεια προκειμένου να παρεμποδίσουν την πρόοδο.

Μια δημόσια διοίκηση που λειτουργεί εύρυθμα είναι βασική προϋπόθεση για την αποτελεσματική εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων

Σήμερα, η αναποτελεσματική γραφειοκρατία (που επιδεινώνεται από την πολυνομία) υποθάλπει την φοροδιαφυγή, την εισφοροδιαφυγή, τη διαφθορά και άλλες αδιαφανείς δραστηριότητες, ενώ συντελεί στη σπατάλη των περιορισμένων δημόσιων πόρων, θέτοντας εμπόδια στην καινοτόμο επιχειρηματικότητα και υποβαθμίζοντας τις κοινωνικές υπηρεσίες που παρέχει το κράτος. Επίσης, το κράτος είναι ανορθολογικά οργανωμένο και υπερτροφικό, με την έννοια ότι έχει επεκταθεί πέραν του βασικού του ρόλου, που είναι η παροχή δημόσιων αγαθών και υπηρεσιών καθώς και ο έλεγχος και η εποπτεία των οικονομικών δραστηριοτήτων. Είναι χαρακτηριστικό ότι η σπατάλη πόρων σε ορισμένους τομείς δραστηριότητας του κράτους συνυπάρχει με ελλείψεις σε άλλους κρίσιμους τομείς (π.χ. ελλείψεις νοσηλευτικού προσωπικού ή πυροσβεστών). Τέλος, για μεγάλα τμήματα του δημόσιου τομέα που διαχειρίζονται σημαντικούς κοινωνικούς πόρους δεν υπάρχει καθόλου λογοδοσία ή, όταν υπάρχει, είναι ανεπαρκής.[7]

Επομένως, βασικές προϋποθέσεις της αποτελεσματικής εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων είναι:[8]

- Πρώτον, η αποδοχή της αναγκαιότητάς τους από τους εργαζομένους, τις επιχειρήσεις και γενικά τους πολίτες και,

- Δεύτερον, η ύπαρξη αποδοτικά λειτουργούσας δημόσιας διοίκησης.

7 Για τα προβλήματα της δημόσιας διοίκησης και τη διαφθορά βλ.: (α) Γενικός Επιθεωρητής Δημόσιας Διοίκησης, *Ετήσια Έκθεση 2008*, Ιούνιος 2009, (β) Συνήγορος του Πολίτη, *Ετήσια Έκθεση 2008*, 26.3.2009, (γ) World Bank, *Governance matters 2009 – Worldwide governance indicators 1996-2008 – Country data report for Greece*, 29.6.2009, (δ) Διεθνής Διαφάνεια Ελλάς, "Εθνική έρευνα για τη διαφθορά στην Ελλάδα – τα αποτελέσματα", δελτίο τύπου 17.2.2009. Στην έκθεση του Γενικού Επιθεωρητή Δημόσιας Διοίκησης αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι "...ο δημόσιος τομέας στη χώρα μας πάσχει κυρίως από την άποψη της κακοδιοίκησης αλλά και της διαφθοράς", γεγονός με "πολύ επιβλαβείς επιπτώσεις τόσο στη λειτουργία του κράτους, με τη γραφειοκρατική αναποτελεσματικότητα του μηχανισμού του, όσο και στον ιδιωτικό τομέα, με επιβαρυντικές συνέπειες για την οικονομική ανάπτυξη της χώρας και την εν γένει κοινωνική και πολιτισμική εξέλιξή της" και τονίζεται ότι "...για την καταπολέμηση της διαφθοράς και κακοδιοίκησης απαιτείται αφενός μεν η ίδρυση και λειτουργία των κατάλληλων ελεγκτικών μηχανισμών με την αποτελεσματική αρωγή της δικαιοσύνης, αλλά και η ενεργός συμπαράσταση ολόκληρης της κοινωνίας" και ότι "ο πόλεμος αυτός είναι μακρύς, δύσκολος, επίπονος και προπαντός απαιτεί συνεχή πολιτική βούληση και προσπάθεια των αρμοδίων οργάνων...". Εξάλλου, η έκθεση του Συνηγόρου του Πολίτη περιέχει (στο κεφάλαιο "Σχέσεις κράτους-πολίτη") εκτενή ανάλυση πολλών πλευρών της κακοδιοίκησης, μεταξύ των οποίων είναι η αποσπασματικότητα των νομοθετικών ρυθμίσεων και οι ανακολουθίες πολιτικής, η "αμηχανία της Διοίκησης απέναντι στη διακριτική ευχέρεια", η άγνοια νόμου ή η κακή εφαρμογή και ερμηνεία του νόμου, η άρνηση συμμόρφωσης με δικαστικές αποφάσεις, η αμφισβήτηση του κύρους των αποφάσεων άλλων διοικητικών οργάνων, καθώς και η ανεπαρκής εναρμόνιση με την ευρωπαϊκή πραγματικότητα.

8 Χρήσιμα διδάγματα για τη "μεθοδολογία" των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων προσφέρει πρόσφατη μελέτη του ΟΟΣΑ. Βλ. OECD, *The political economy of reform: Lessons from pensions, product markets and labour markets in ten OECD countries*, 2009. Επίσης βλ. IMF, *Greece-Selected Issues*, chapter III: "Structural Reforms in Greece: Lessons from Other Countries", Αύγουστος 2009.

2 ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Παγκόσμια οικονομία: υπάρχουν σημεία ανάκαμψης αλλά και σοβαροί κίνδυνοι για το μέλλον

Η παγκόσμια οικονομία εμφανίζει σημεία ανάκαμψης από τη σοβαρότερη οικονομική κρίση από τη δεκαετία του 1930. Μετά την ταχεία υποχώρηση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας το τελευταίο τρίμηνο του 2008 και το πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους, υπάρχουν ενδείξεις σταθεροποίησης ή και μικρής ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας σε αρκετές προηγμένες οικονομίες, ενώ η επιτάχυνση των ρυθμών ανάπτυξης φαίνεται να είναι ήδη σε εξέλιξη σε ορισμένες σημαντικές αναδυόμενες οικονομίες, ιδιαίτερα στην Κίνα. Για πρώτη φορά από το 2007, οι οικονομικές προβλέψεις των διεθνών οργανισμών έχουν αρχίσει να αναθεωρούνται επί το ευνοϊκότερο. Σύμφωνα με τις τελευταίες προβλέψεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2009), το παγκόσμιο ΑΕΠ θα μειωθεί μόνο κατά 1,1% το 2009, μετά από αύξηση κατά 3,0% το 2008, ενώ αναμένεται ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας κατά 3,1% το 2010. Ωστόσο, οι εξελίξεις αυτές οφείλονται κυρίως στη συντονισμένη και πρωτοφανή κινητοποίηση κυβερνήσεων και κεντρικών τραπεζών σε παγκόσμια κλίμακα για τη χορήγηση ρευστότητας και τη στήριξη του χρηματοπιστωτικού τομέα, ο οποίος σε πολλές χώρες είχε υποστεί σοβαρά πλήγματα και κινδύνευε να καταρρεύσει, και της πραγματικής οικονομίας. Επιπλέον, η διαδικασία επανόδου σε ομαλή πορεία εξακολουθεί να εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη στήριξη των μέτρων οικονομικής πολιτικής, παρουσιάζει αισθητές διαφοροποιήσεις μεταξύ των διαφόρων οικονομιών και συνεχίζει να υπόκειται σε σημαντική αβεβαιότητα. Ταυτόχρονα, υπάρχει ανάγκη να εφαρμοστεί μεσοπρόθεσμα μια κατάλληλη "στρατηγική εξόδου" από τα έκτακτα μέτρα, προκειμένου να αποφευχθούν οι κίνδυνοι για τη μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα λόγω της πρωτοφανούς αύξησης της νομισματικής ρευστότητας και των δημοσιονομικών ελλειμμάτων στην οποία τα εν λόγω μέτρα έχουν οδηγήσει. Για τους λόγους αυτούς, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο έχει συναγάγει τα εξής συμπεράσματα από την ανάλυση των διεθνών εξελίξεων:

- Πρώτον, τυχόν πρόωρη άρση των δημοσιονομικών και νομισματικών μέτρων στήριξης των οικονομιών θα ήταν επιζήμια για την ανάκαμψη.

- Δεύτερον, η προσπάθεια αντιμετώπισης των διαρθρωτικών προβλημάτων του χρηματοπιστωτικού τομέα διεθνώς πρέπει να παραμείνει κορυφαία προτεραιότητα.

- Τρίτον, καθώς θα αυξάνεται η ροπή προς αποταμίευση στις ΗΠΑ, απαιτείται να δοθεί έμφαση, από τις χώρες που σήμερα έχουν μεγάλα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, στην αύξηση της σχετικής βαρύτητας της εγχώριας ζήτησης.

- Τέταρτον, είναι ανάγκη να αυξηθεί η βοήθεια από τις ανεπτυγμένες χώρες προς τις χώρες χαμηλού εισοδήματος.

- Πέμπτον, η προσπάθεια αναμόρφωσης της παγκόσμιας οικονομίας στην περίοδο μετά την κρίση πρέπει να στηριχθεί στη συνέχιση της διευρυμένης διεθνούς οικονομικής συνεργασίας που αναπτύχθηκε στη διάρκεια της κρίσης, στην ενίσχυση του πλαισίου κανόνων και εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα και στην ενδυνάμωση του διεθνούς νομισματικού συστήματος.[9]

Ειδικότερα, σύμφωνα με την τελευταία έκθεση του ΔΝΤ:

- Στις προηγμένες οικονομίες, το ΑΕΠ προβλέπεται να μειωθεί κατά 3,4% το 2009, έναντι ανόδου κατά 0,6% το 2008, και να σημειώσει μέτρια ανάκαμψη, κατά 1,3%, το 2010. Η συνεχιζόμενη διαδικασία απομόχλευσης του

9 Βλ. "Transcript of a Press Conference by International Monetary Fund Managing Director Dominique Strauss-Kahn with First Deputy Managing Director John Lipsky and External Relations Director Caroline Atkinson", 2.10.2009, και δελτίο τύπου του ΔΝΤ, 2.10.2009 ("IMF Managing Director Dominique Strauss-Kahn Points to Three Principles to Reshape the Global Economy in the Post-Crisis World").

τραπεζικού συστήματος, η περιορισμένη πιστωτική επέκταση, η μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων (εξαιτίας των δυσμενών εξελίξεων στην αγορά ακινήτων και τη χρηματιστηριακή αγορά) και η αυξανόμενη ανεργία αναμένεται ότι θα επηρεάσουν ανασταλτικά την εγχώρια ζήτηση στις χώρες αυτές. Συγκεκριμένα, στις ΗΠΑ η μείωση του ΑΕΠ προβλέπεται να είναι συγκριτικά μικρότερη (-2,7%, έναντι +0,4% το 2008) και η ανάκαμψη το 2010 συγκριτικά ταχύτερη (1,5%) από ό,τι στις λοιπές προηγμένες οικονομίες, καθώς οι επιπτώσεις της κρίσης φαίνεται να μετριάζονται από τις χωρίς προηγούμενο παρεμβάσεις οικονομικής πολιτικής. Ο πληθωρισμός (με βάση τον ΔΤΚ) στις προηγμένες οικονομίες προβλέπεται να υποχωρήσει σημαντικά από το υψηλό επίπεδο (3,4%) του 2008 και να διαμορφωθεί σε 0,1% το 2009.

• Στη ζώνη του ευρώ, το ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα μειωθεί κατά 4,2% το 2009 (κατά -3,8% έως -4,4% σύμφωνα με τους εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ), έναντι αύξησης κατά 0,7% το 2008, και ότι θα σημειώσει άνοδο κατά 0,3% (κατά -0,5% έως +0,9% σύμφωνα με τους εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ) το 2010. Μετά από έντονα αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής το δ΄ τρίμηνο του 2008 και το α΄ τρίμηνο του 2009 (-1,8% και -2,5% αντίστοιχα έναντι του αμέσως προηγούμενου τριμήνου), το β΄ τρίμηνο του τρέχοντος έτους το ΑΕΠ μειώθηκε μόνο κατά 0,2% σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο, ενώ η συμβολή των καθαρών εξαγωγών από αρνητική έγινε θετική, η δημόσια κατανάλωση συνέχισε να αυξάνεται, η αρνητική συμβολή των επενδύσεων περιορίστηκε και η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης από αρνητική έγινε μηδενική. Βραχυπρόθεσμα, η οικονομία της ζώνης του ευρώ αναμένεται ότι θα εξακολουθήσει να επηρεάζεται ευνοϊκά από τα επεκτατικά μέτρα μακροοικονομικής πολιτικής και τα μέτρα στήριξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Κίνδυνο για την παγίωση της οικονομικής ανάκαμψης στη ζώνη του ευρώ αποτελεί το ενδεχόμενο ισχυροποίησης της αρνητικής ανατροφοδότησης μεταξύ της πραγματικής οικονομίας και του χρηματοπιστωτικού τομέα – η κατάσταση του οποίου παραμένει ακόμη σχετικά εύθραυστη – σε ένα περιβάλλον επιδεινούμενων συνθηκών στην αγορά εργασίας, καθώς το ποσοστό ανεργίας (9,6% τον Αύγουστο) προβλέπεται να αυξηθεί περαιτέρω και να πλησιάσει το 12% το 2010. Αξιοσημείωτη υπήρξε η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ – από 4,0% τον Ιούλιο του 2008 σε αρνητικά επίπεδα την περίοδο Ιουνίου-Σεπτεμβρίου 2009 – κυρίως λόγω της υποχώρησης των διεθνών τιμών των καυσίμων και λοιπών πρώτων υλών, αλλά και της εξασθένησης της οικονομικής δραστηριότητας. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός προβλέπεται να διαμορφωθεί μεταξύ 0,2% και 0,6% το 2009 και μεταξύ 0,8% και 1,6% το 2010, προσεγγίζοντας σταδιακά το επίπεδο που υποδηλώνει σταθερότητα των τιμών αλλά παραμένοντας κάτω από αυτό.

• Στις αναδυόμενες και τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα επιβραδυνθεί στο 1,7% το 2009 (από 6,0% το 2008) και ότι θα επιταχυνθεί στο 5,1% το 2010. Η επιτάχυνση θα είναι ιδιαίτερα ισχυρή στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες της Ασίας (με αναμενόμενους ρυθμούς ανόδου 6,2% το 2009 και 7,3% το 2010), κυρίως χάρη σε μέτρα μακροοικονομικής πολιτικής που ελήφθησαν στην Κίνα και την Ινδία για την ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης. Αντίθετα, ιδιαίτερα δυσμενείς είναι οι εξελίξεις στις αναδυόμενες οικονομίες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, στις οποίες αναμένεται ότι το ΑΕΠ θα μειωθεί κατά 5,0% το 2009 και θα ανακάμψει κατά 1,8% το 2010. Στην Κοινοπολιτεία Ανεξαρτήτων Κρατών (που περιλαμβάνει και τη Ρωσία) αναμένεται μείωση του ΑΕΠ κατά 6,7% το 2009 και ανάκαμψη κατά 2,1% το 2010.

• Αναλυτικότερα, στις αναδυόμενες οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης (εκτός της Τουρκίας), το ΑΕΠ αναμένεται να μειωθεί κατά 7,5% το 2009 (έναντι ανόδου κατά 6,1% το 2008) και να μειωθεί οριακά περαιτέρω το 2010. Το ΑΕΠ της Τουρκίας αναμένεται ότι

θα μειωθεί κατά 6,5% το 2009, αλλά θα ανακάμψει κατά 3,7% το 2010.

Σχεδιάζονται οι στρατηγικές εξόδου από τα έκτακτα μέτρα αντιμετώπισης της κρίσης, αλλά δεν έφθασε η ώρα για την εφαρμογή τους

Οι συντονισμένες παρεμβάσεις των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών για την αντιμετώπιση της κρίσης —υπό τη μορφή μείωσης επιτοκίων, μέτρων μακροοικονομικής πολιτικής για την ενίσχυση της ζήτησης, κυβερνητικών μέτρων στήριξης των τραπεζών και μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής— είναι εξαιρετικά μεγάλης κλίμακας και χωρίς ιστορικό προηγούμενο. Τα μέτρα αυτά έχουν οδηγήσει σε πρωτοφανή αύξηση της ρευστότητας και των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Για το λόγο αυτό, έχει ευρέως αναγνωριστεί —από κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες και διεθνείς οργανισμούς— η ανάγκη έγκαιρης εφαρμογής μιας στρατηγικής εξόδου από τα έκτακτα μέτρα μόλις υπάρξει διατηρήσιμη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, προκειμένου να αποφευχθούν οι κίνδυνοι για τη μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Στη σύνοδο κορυφής του Πίτσμπουργκ (ΗΠΑ) στις 24-25 Σεπτεμβρίου, οι ηγέτες της Ομάδας των 20 (G-20) συμφώνησαν, μεταξύ άλλων, ότι τα έκτακτα μέτρα στήριξης των οικονομιών δεν πρέπει να αρθούν πριν εδραιωθεί η οικονομική ανάκαμψη, αλλά παράλληλα πρέπει να προετοιμάζονται στρατηγικές εξόδου ώστε αυτά να αποσυρθούν με συντονισμένο τρόπο, ο οποίος θα επιβεβαιώνει τη δέσμευση για δημοσιονομική σταθερότητα.

Όσον αφορά τη *δημοσιονομική πολιτική*, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (18-19 Ιουνίου 2009) έχει αποφασίσει ότι απαραίτητα στοιχεία μιας στρατηγικής εξόδου από τις παρούσες συνθήκες υψηλών ελλειμμάτων και υψηλού δημόσιου χρέους είναι η υιοθέτηση αξιόπιστων μεσοπρόθεσμων σχεδίων δημοσιονομικής εξυγίανσης, τα οποία θα περιλαμβάνουν, όπου αυτό είναι αναγκαίο, και μεταρρυθμίσεις των συνταξιοδοτικών συστημάτων. Ο χρονικός ορίζοντας και ο ρυθμός της δημοσιονομικής εξυγίανσης πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τις οικονομικές συνθήκες σε κάθε κράτος-μέλος και το ύψος του διαρθρωτικού ελλείμματος και του χρέους. Το άτυπο Συμβούλιο Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών (Γκέτεμποργκ, 1-2 Οκτωβρίου) έκρινε ότι είναι ακόμη πολύ νωρίς για να αρθούν τα μέτρα επεκτατικής πολιτικής και ότι αυτά πρέπει να διατηρηθούν μέχρις ότου διασφαλιστεί η ανάκαμψη. Ταυτόχρονα, η στρατηγική εξόδου από τα *δημοσιονομικά μέτρα* πρέπει να σχεδιαστεί τώρα και να περιλαμβάνει μείωση των διαρθρωτικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων μεγαλύτερη από 0,5% του ΑΕΠ ετησίως, καθώς και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν την απασχόληση και το δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης. Όσον αφορά τη στρατηγική εξόδου από τα μη συμβατικά μέτρα *νομισματικής πολιτικής* (ή μέτρα ενισχυμένης πιστωτικής στήριξης), η ΕΚΤ έχει επεξεργαστεί ένα πλαίσιο αρχών και συγκεκριμένα κριτήρια για την απόσυρση των μέτρων αυτών, στο βαθμό που θα βελτιώνεται το μακροοικονομικό περιβάλλον και θα ομαλοποιούνται οι συνθήκες της αγοράς (βλ. Κεφάλαιο ΙΙ.1). Τα κύρια χαρακτηριστικά και ο χρόνος εφαρμογής της στρατηγικής εξόδου θα προσδιοριστούν κατά κύριο λόγο από την ανάγκη αφενός να διασφαλιστεί η σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμη βάση και αφετέρου να μειωθεί προοδευτικά η εξάρτηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος από τα έκτακτα μέτρα καθώς θα βελτιώνονται οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες.

3 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Οι χωρίς προηγούμενο παρεμβάσεις της ΕΚΤ έχουν αποφέρει σημαντικά θετικά αποτελέσματα

Μετά την πτώχευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008 και τη συνακόλουθη απότομη και ραγδαία επιδείνωση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού και μακροοικονομικού περιβάλλοντος, οι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα αυξήθηκαν. Λαμβάνοντας υπόψη τις εξελίξεις αυτές και τη σημαντική

μείωση των πληθωριστικών κινδύνων στη ζώνη του ευρώ και διεθνώς, η ΕΚΤ και άλλες κεντρικές τράπεζες αντέδρασαν με μειώσεις επιτοκίων και με την παροχή μεγάλων ποσοτήτων ρευστότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καταφεύγοντας επίσης σε μη συμβατικά μέτρα.[10] Την περίοδο Οκτωβρίου 2008-Μαΐου 2009 η ΕΚΤ μείωσε το βασικό επιτόκιο αναφοράς κατά 325 μονάδες βάσης στο τωρινό επίπεδο του 1%. Η μεγάλη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα ήταν χωρίς προηγούμενο και καταδεικνύει τον εξαιρετικό χαρακτήρα της αντίδρασης της νομισματικής πολιτικής. Χωρίς προηγούμενο ήταν επίσης η παροχή ρευστότητας από την ΕΚΤ στη διατραπεζική αγορά, προκειμένου να αντιμετωπιστεί η απροθυμία των τραπεζών να δανείσουν άλλες τράπεζες λόγω της απότομης αύξησης του "κινδύνου αντισυμβαλλομένου", ο οποίος εν μέρει τροφοδοτήθηκε από την έλλειψη επαρκούς διαφάνειας όσον αφορά την κεφαλαιακή θέση των τραπεζών. Από τον Οκτώβριο του 2008, η ΕΚΤ παρέχει ρευστότητα στα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ μέσω τακτικών πράξεων ανοικτής αγοράς, με ενιαίο επιτόκιο, χωρίς ποσοτικό περιορισμό και έναντι ενός μεγάλου αριθμού αποδεκτών εξασφαλίσεων. Η μέγιστη διάρκεια των πράξεων ανοικτής αγοράς αυξήθηκε σταδιακά στο ένα έτος. Ένδειξη της τάξεως μεγέθους αυτών των παρεμβάσεων παροχής ρευστότητας αποτελεί το ενεργητικό του Ευρωσυστήματος, το οποίο αυξήθηκε κατά περίπου 900 δισεκ. ευρώ από το τέλος Ιουνίου 2007 μέχρι το τέλος Αυγούστου 2009, φθάνοντας το ποσό των 1,8 τρισεκ. ευρώ (περίπου 10% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ).

Η ΕΚΤ επέλεξε να ενισχύσει τη ρευστότητα της οικονομίας μέσω της παροχής ρευστότητας στα πιστωτικά ιδρύματα, επειδή στην Ευρώπη ο μηχανισμός χρηματοδότησης των επιχειρήσεων είναι τραπεζοκεντρικός (ενώ στις ΗΠΑ τον κεντρικό ρόλο έχει η αγορά κεφαλαίων). Τα μέτρα της ΕΚΤ στήριξαν το τραπεζικό σύστημα και έχουν βελτιώσει σημαντικά τις συνθήκες στις αγορές χρήματος. Η εξέλιξη αυτή έχει συμβάλει στη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, περιορίζοντας τις δυσμενείς συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσης για την οικονομική δραστηριότητα και απομακρύνοντας τον κίνδυνο μείωσης, σε μόνιμη βάση, του γενικού επιπέδου των τιμών. Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2009 στη ζώνη του ευρώ, όπως και στις ΗΠΑ και άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες, συνεχίστηκε η αποκλιμάκωση των επιτοκίων για διατραπεζικά δάνεια με διάρκεια από ένα μήνα και άνω. Στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2009, το επιτόκιο Euribor 3 μηνών είχε υποχωρήσει στις 75 μονάδες βάσης (δηλαδή ήταν χαμηλότερο από το βασικό επιτόκιο παρέμβασης της ΕΚΤ) και ήταν μειωμένο περίπου κατά 465 μονάδες βάσης σε σύγκριση με τον Οκτώβριο του 2008. Μείωση επίσης κατέγραψε η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου Euribor 3 μηνών και του επιτοκίου στις αντίστοιχες συμφωνίες ανταλλαγής (διάρκειας 3 μηνών) του επιτοκίου μίας ημέρας. Η διαφορά αυτή αποτελεί δείκτη του ασφαλίστρου που ενσωματώνει το Euribor έναντι του κινδύνου να μην αποπληρωθεί το διατραπεζικό δάνειο. Επιπλέον, η σημαντική μείωση των επιτοκίων πολιτικής, σε συνδυασμό με την απεριόριστη παροχή ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, έχει επιτρέψει μια μεγάλη μείωση των επιτοκίων των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Παρ' όλα αυτά, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες δεν έχουν ακόμη εξομαλυνθεί πλήρως. Ο όγκος των συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά παραμένει σχετικά χαμηλός, ενώ οι ροές των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα, που ήταν και αρνητικές ορισμένους μήνες της περιόδου Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009, τον Αύγουστο ήταν και πάλι θετικές αλλά πολύ χαμηλές. Αυτό οφείλεται τόσο στην υποχώρηση της ζήτησης δανείων όσο και στη συνεχιζόμενη διαδικασία απομόχλευσης του τραπεζικού τομέα.

10 Στην περίπτωση της ΕΚΤ τα μη συμβατικά μέτρα αποκαλούνται "ενισχυμένη πιστωτική στήριξη" ("enhanced credit support") και είναι "τα ειδικά μέτρα που αφορούν κυρίως το τραπεζικό σύστημα και αποβλέπουν στην αύξηση της ροής των πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία σε επίπεδα υψηλότερα εκείνων που θα μπορούσαν να επιτευχθούν μόνο μέσω μείωσης των βασικών επιτοκίων".

4 ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Οικονομική δραστηριότητα: προβλέπεται μείωση του ΑΕΠ εφέτος που μπορεί να προσεγγίσει ή και να ξεπεράσει το 1%

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος (που λαμβάνουν υπόψη τις προσωρινές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ για το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους), η μείωση του ΑΕΠ μπορεί να προσεγγίσει ή και να ξεπεράσει το 1% το 2009, μετά από άνοδο 2,0% το 2008 και 4,5% το 2007 (σύμφωνα με τα προσφάτως αναθεωρημένα στοιχεία της ΕΣΥΕ για τα έτη αυτά), αντανακλώντας την επιβράδυνση της ελληνικής οικονομίας που είχε ξεκινήσει από τα τέλη του 2007 και εντάθηκε στη διάρκεια του 2009. Η τελική εγχώρια ζήτηση αναμένεται να μειωθεί το 2009, μετά από στασιμότητα το 2008, συμβάλλοντας αρνητικά στη μεταβολή του ΑΕΠ. Αντίθετα, η μεταβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου θα συμβάλει θετικά, αλλά αποκλειστικά λόγω της προβλεπόμενης μεγάλης μείωσης των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών.

Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται ότι θα μειωθεί κατά περίπου 1% το 2009, έναντι ανόδου 2,3% το 2008. Η *σχετική* ανθεκτικότητα της ιδιωτικής κατανάλωσης μπορεί εν μέρει να αποδοθεί στην εκτιμώμενη άνοδο του συνολικού προ φορολογίας εισοδήματος των μισθωτών περίπου κατά 1% (σε πραγματικούς όρους). Αντίθετα, αρνητικά θα επιδράσουν κυρίως η μείωση της καθαρής ροής νέων δανειακών πόρων προς τα νοικοκυριά (η οποία αντανακλά την εξέλιξη τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς δανείων) και μόνο οριακά η μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών (τιμές κατοικιών και μετοχών). Η δημόσια κατανάλωση αναμένεται να αυξηθεί με υψηλό ρυθμό το 2009 βάσει των εθνικολογιστικών εκτιμήσεων για το πρώτο εξάμηνο, οπότε καταγράφηκε σημαντική υπέρβαση των προβλέψεων του τακτικού προϋπολογισμού, αλλά και των εξελίξεων του τρίτου τριμήνου, όπως αντανακλώνται στα στοιχεία για το έλλειμμα σε ταμειακή βάση. Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου αναμένεται ότι θα μειωθούν σημαντικά (κατά 15% περίπου) για δεύτερο κατά σειρά έτος (2008: -7,4%), αντανακλώντας τη συνεχιζόμενη πτώση των επενδύσεων σε κατοικίες και την ακόμη μεγαλύτερη πτώση των επενδύσεων σε μηχανολογικό εξοπλισμό και εξοπλισμό μεταφορών. Αντισταθμιστικά αναμένεται ότι θα κινηθούν οι επενδύσεις στις λοιπές κατασκευές, ο ρυθμός αύξησης των οποίων ήταν έντονα ανοδικός το πρώτο εξάμηνο του έτους, κυρίως λόγω της επίσπευσης των μεγάλων έργων υποδομής που χρηματοδοτούνται από τον Προϋπολογισμό Δημοσίων Επενδύσεων.

Σημαντική υποχώρηση (που θα υπερβεί το 15%) αναμένεται ότι θα καταγράψουν το 2009 οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (μετά από άνοδο 4,0% το 2008), λόγω αφενός της μεγάλης μείωσης του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου (-11,9%, σύμφωνα με το ΔΝΤ) και αφετέρου της σωρευτικής μείωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές κατά την εννεαετία 2001-2009, η οποία εκτιμάται ότι έφθασε το 19-28% περίπου (ανάλογα με το χρησιμοποιούμενο δείκτη – βλ. Πίνακα IV.10). Εξάλλου, οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αναμένεται να μειωθούν περίπου κατά 20% το 2009 (μετά από στασιμότητα το 2008), αντανακλώντας τη μείωση της εγχώριας ζήτησης.

Μια κυκλικού χαρακτήρα επιβράδυνση της δραστηριότητας ήταν ίσως αναμενόμενη μετά από τη μακρά περίοδο συνεχούς ανόδου που είχε προηγηθεί. Επιπλέον, η διεθνής κρίση έχει επηρεάσει σημαντικά την ελληνική οικονομία, αν και οι επιδόσεις της τελευταίας, συγκρινόμενες με εκείνες άλλων οικονομιών της ζώνης του ευρώ, δείχνουν ότι ο βαθμός υποχώρησης της δραστηριότητας ήταν μικρότερος. *Ορισμένα* διαρθρωτικά χαρακτηριστικά και χρόνιες αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, όπως η υπερβολικά υψηλή συμμετοχή του τομέα παραγωγής μη διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων στο ΑΕΠ και ο περιορισμένος βαθμός ανοίγματος της οικονομίας στο διεθνές εμπόριο, καθώς και οι δυσκαμψίες στις αγορές εργασίας και προϊ-

όντων, έχουν ίσως αμβλύνει προσωρινά την εκδήλωση των αρνητικών επιδράσεων της διεθνούς κρίσης. Καθώς όμως η κρίση εξακολουθεί να επηρεάζει τη δραστηριότητα στην Ελλάδα, οι ίδιοι παράγοντες είναι βέβαιο ότι θα λειτουργήσουν αντίστροφα και θα δράσουν ως τροχοπέδη, εμποδίζοντας την ελληνική οικονομία να ακολουθήσει χωρίς καθυστέρηση την ανάκαμψη της διεθνούς οικονομίας όταν αυτή επιβεβαιωθεί. Είναι χαρακτηριστικό ότι κατά τη διάρκεια του 2008 αλλά κυρίως τους πρώτους εννέα μήνες του 2009 η δημοσιονομική πολιτική ήταν εξαιρετικά χαλαρή, από την πλευρά τόσο των εσόδων όσο και των δαπανών, με αποτέλεσμα τη σημαντική διεύρυνση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Η εξέλιξη αυτή εκ των πραγμάτων συνέβαλε στη συγκράτηση της πτώσης της δραστηριότητας, συνετέλεσε όμως και στην επιταχυνόμενη διόγκωση του δημόσιου χρέους.

Η απασχόληση μειώνεται και το ποσοστό ανεργίας αυξάνεται – Πιο ευάλωτοι οι ανειδίκευτοι, οι νέοι με μικρή προϋπηρεσία και οι μετανάστες

Η κάμψη του ετήσιου ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας, η οποία άρχισε το 2007, συνοδεύθηκε από μείωση του ετήσιου ρυθμού ανόδου του αριθμού των απασχολουμένων μέχρι το τέλος του 2008. Το πρώτο εξάμηνο του 2009 η στασιμότητα της οικονομικής δραστηριότητας οδήγησε σε *μείωση* του αριθμού των απασχολουμένων στο σύνολο της οικονομίας κατά 0,8% και των μέσων εβδομαδιαίων ωρών εργασίας των μισθωτών στον ιδιωτικό μη αγροτικό τομέα της οικονομίας κατά 1,0%, καθώς και σε σημαντική άνοδο του αριθμού των ανέργων (κατά 71 χιλιάδες άτομα), η οποία ήταν περίπου διπλάσια από τη μείωση του αριθμού των απασχολουμένων, δεδομένου ότι αυξήθηκε ο αριθμός των ατόμων (κυρίως μεταναστών και γυναικών) που αναζητούν απασχόληση. Την ίδια περίοδο, το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε στο 9,1% (από 7,7% το πρώτο εξάμηνο του 2008).

Η υποχώρηση της συνολικής απασχόλησης προήλθε κυρίως από τη μείωση του αριθμού των εργαζομένων στις κατασκευές, στη μεταποίηση, στις υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης και στις χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες. Η μείωση της απασχόλησης έπληξε κυρίως τους μισθωτούς (ο αριθμός των οποίων στον ιδιωτικό μη αγροτικό τομέα μειώθηκε με ετήσιο ρυθμό 1,6% κατά το πρώτο εξάμηνο). Ο αριθμός των αυτοαπασχολουμένων χωρίς προσωπικό μειώθηκε πολύ λιγότερο, ενώ ο αριθμός των αυτοαπασχολουμένων με προσωπικό και των βοηθών σε οικογενειακές επιχειρήσεις αυξήθηκε. Περισσότερο ευάλωτοι στον κίνδυνο απώλειας της θέσης εργασίας υπήρξαν οι εργαζόμενοι χαμηλής εξειδίκευσης, οι μετανάστες, καθώς και οι νέοι με λίγα έτη προϋπηρεσίας. Ωστόσο, το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε και για τα δύο φύλα και σε όλες τις ηλικιακές ομάδες. Σημαντική ήταν η άνοδος του ποσοστού ανεργίας των ανδρών ξένης υπηκοότητας, λόγω της συγκέντρωσής τους σε θέσεις ανειδίκευτης εργασίας των κλάδων της οικονομίας που επλήγησαν περισσότερο (όπως είναι οι κατασκευές και οι υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης).

Από την εξέταση των ροών στην αγορά εργασίας προκύπτει ότι η μείωση του αριθμού των απασχολουμένων μισθωτών κατά το πρώτο εξάμηνο του 2009 αντανακλά κυρίως τη μεγάλη —σε σύγκριση με το 2008— μείωση των νέων προσλήψεων και κατά δεύτερο λόγο την αύξηση των απολύσεων (καταγγελιών σύμβασης) και των οικειοθελών αποχωρήσεων.

Η αυξημένη συμμετοχή των μεταναστών στο εργατικό δυναμικό αντανακλά τη συνεχιζόμενη εισροή τους και την πληρέστερη καταγραφή τους από την ΕΣΥΕ, ενώ η αύξηση της συμμετοχής των γυναικών στο εργατικό δυναμικό μάλλον οφείλεται στα οικονομικά προβλήματα που αντιμετωπίζουν τα νοικοκυριά. Αύξηση της συμμετοχής του ενεργού πληθυσμού στην αγορά εργασίας παρατηρείται στην αρχική φάση της κρίσης και σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Αν όμως η διάρκεια της ανεργίας επιμηκυνθεί, είναι πιθανόν το εργατικό δυναμικό να αρχίσει να μειώνεται στη συνέχεια, καθώς οι άνεργοι απογοητεύονται και σταμα-

τούν να αναζητούν απασχόληση (δηλαδή αποσύρονται από το εργατικό δυναμικό).

Σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, η μείωση της απασχόλησης στην Ελλάδα ήταν μικρότερης έκτασης το πρώτο εξάμηνο του 2009 (Ελλάδα: -0,8%, ζώνη του ευρώ: -1,5%), καθώς στη χώρα μας είναι μεγαλύτερη η συμμετοχή των αυτοαπασχολουμένων στη συνολική απασχόληση. Για τους αυτοαπασχολουμένους οι συνέπειες της κρίσης έχουν κυρίως τη μορφή μείωσης του *μέσου χρόνου εργασίας* και των *εισοδημάτων* τους.

Παρά τη συγκυριακή μείωσή του, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εξακολουθεί να είναι ανησυχητικά μεγάλο

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκε σημαντικά (κατά 4,9 δισεκ. ευρώ ή 22,9%) το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008. Αν προστεθούν οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις, το συνολικό έλλειμμα, το οποίο αντιστοιχεί στις ανάγκες της οικονομίας για χρηματοδότηση από το εξωτερικό, μειώθηκε κατά 3,6 δισεκ. ευρώ ή 19,1%. Για ολόκληρο το 2009, το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να μειωθεί και να διαμορφωθεί γύρω στο 11% του ΑΕΠ, από 14,7% του αναθεωρημένου ΑΕΠ το 2008. Περιλαμβανομένων και των κεφαλαιακών μεταβιβάσεων, το συνολικό έλλειμμα εκτιμάται ότι θα μειωθεί περίπου στο 9,5% του ΑΕΠ (2008: 12,9%) παραμένοντας υψηλότερο από το μακροχρόνιο μέσο όρο.

Η σημαντική μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τους πρώτους επτά μήνες του 2009 προήλθε κυρίως από τη μεγάλη μείωση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου, η οποία οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στον περιορισμό της εγχώριας ζήτησης. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι πληρωμές για εισαγωγές αγαθών εκτός πλοίων και καυσίμων μειώθηκαν κατά 6,3 δισεκ. ευρώ ή 25,5%, δηλαδή πολύ περισσότερο από ό,τι οι αντίστοιχες εισπράξεις από εξαγωγές, οι οποίες μειώθηκαν κατά 1,3 δισεκ. ευρώ ή 17,0%. Επίσης, μικρή μείωση εμφάνισε το έλλειμμα του ισοζυγίου εισοδημάτων. Αντίθετα, τα πλεονάσματα των ισοζυγίων των υπηρεσιών και των τρεχουσών μεταβιβάσεων μειώθηκαν. Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν τις επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης και της υποχώρησης της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα.

Τα υψηλά ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αντανακλούν την ανεπάρκεια της εθνικής αποταμίευσης και τη χαμηλή διεθνή ανταγωνιστικότητα της οικονομίας

Ο περιορισμός του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά το τρέχον έτος είναι κατά κύριο λόγο κυκλικού χαρακτήρα, καθώς *παραμένουν ισχυροί οι βασικοί παράγοντες που προκαλούν τη διαμόρφωση του ελλείμματος σε υψηλά επίπεδα τα τελευταία χρόνια και αντανακλούν την υστέρηση της εθνικής αποταμίευσης έναντι της εγχώριας επενδυτικής δαπάνης την ίδια περίοδο. Ταυτόχρονα, η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών στις διεθνείς αγορές συνεχίζει να επιδεινώνεται.* Η επιδείνωση αυτή οφείλεται όχι μόνο στη συνεχιζόμενη υποχώρηση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές[11] (βλ. Πίνακα IV.10), αλλά και στο χαμηλό επίπεδο της "διαρθρωτικής" ανταγωνιστικότητας, όπως αυτή μετρείται βάσει συγκριτικών δεικτών που καταρτίζονται από διεθνείς οργανισμούς (βλ. Κεφάλαιο IV.4). Κυριότεροι προσδιοριστικοί παράγοντες της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας είναι η σημασία που δίνεται στην έρευνα και ανάπτυξη, η ενθάρρυνση της καινοτομίας και της ποιότητας της παραγωγής, η ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας, ο εκσυγχρονισμός και η επέκταση των υποδομών, το επίπεδο εκπαίδευσης και η αποτελεσματικότητα της δημόσιας διοίκησης (βαθμός περιορισμού της γραφειοκρατίας και της διαφθοράς). Επιπλέον, στη διαμόρφωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότη-

11 Όπως όμως αναφέρεται στο Τμήμα IV.3, το 2009 δεν αναμένεται υποχώρηση του δείκτη ανταγωνιστικότητας βάσει του σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, τουλάχιστον έναντι των εταίρων της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, οι δείκτες ανταγωνιστικότητας βάσει των σχετικών τιμών καταναλωτή εξακολουθούν να υποδηλώνουν επιδείνωση.

τας της οικονομίας γενικότερα συμβάλλουν η ευελιξία στη λειτουργία των αγορών προϊόντων και συντελεστών παραγωγής, η οποία επιτρέπει την καλύτερη κατανομή των πόρων, το ποσοστό των παραγωγικών επενδύσεων στο ΑΕΠ, ο βαθμός εισαγωγής και χρήσης νέων τεχνολογιών στην παραγωγική διαδικασία, ο βαθμός εξωστρέφειας και, τέλος, το φορολογικό και το χρηματοπιστωτικό περιβάλλον.

Η χαμηλή διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας έχει ως αποτέλεσμα την αδυναμία της εγχώριας προσφοράς να ανταποκρίνεται σε ικανοποιητικό βαθμό και με ευελιξία στην εκάστοτε σύνθεση και τη μεταβολή της εγχώριας και της εξωτερικής ζήτησης. Η αδυναμία αυτή συντηρεί τους υψηλούς ρυθμούς ανόδου των εισαγωγών καταναλωτικών, ενδιάμεσων και κεφαλαιακών αγαθών (εκτός βεβαίως από την τρέχουσα περίοδο οικονομικής εξασθένησης) και προσδίδει μονιμότητα στο μεγάλο έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου. Το διαρθρωτικό πρόβλημα του εμπορικού ισοζυγίου μεγεθύνει τη σημασία του πλεονασματικού ισοζυγίου των υπηρεσιών, ιδίως των τομέων του τουρισμού και της ναυτιλίας. Το γεγονός ότι η Ελλάδα διαθέτει συγκριτικά πλεονεκτήματα σε αυτούς τους δύο τομείς έχει συμβάλει στην αντιστάθμιση σημαντικού μέρους του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου, αλλά τόσο οι ταξιδιωτικές εισπράξεις όσο και οι εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών επηρεάζονται άμεσα από τις διακυμάνσεις της δραστηριότητας και των εισοδημάτων διεθνώς. Όσον αφορά τις μεταφορές, πρέπει να τονιστεί ότι το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών θα ήταν ακόμη μεγαλύτερο τα τελευταία έτη, εάν δεν υπήρχε η σημαντική συμβολή των καθαρών εισπράξεων από υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών (της τάξεως του 4-4,5% του ΑΕΠ την περίοδο 2004-2008[12] και περίπου 3% του ΑΕΠ εφέτος). Είναι όμως αμφίβολο αν κατά τα επόμενα έτη οι εν λόγω καθαρές εισπράξεις θα επανέλθουν στα προ της κρίσης επίπεδά τους. Όσον αφορά δε τον τουρισμό, είναι απαραίτητο να αξιοποιηθούν τα σημαντικά περιθώρια που υπάρχουν για ουσιαστική βελτίωση της ανταγωνιστικότητας τιμών, αλλά και της ανταγωνιστικότητας "ποιότητας" του ελληνικού τουριστικού προϊόντος.

Αξίζει να σημειωθεί ότι από το 2008 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει θέσει ως στόχο τη βελτίωση του συντονισμού και της εποπτείας της οικονομικής πολιτικής των κρατών-μελών της ΕΕ, ώστε, πέρα από τη δημοσιονομική πολιτική, να καλύπτει και τις μακροοικονομικές ανισορροπίες, στις οποίες συμπεριλαμβάνεται η διεύρυνση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.[13]

Η υποχώρηση του πληθωρισμού οφείλεται στην πτώση των τιμών του πετρελαίου και στη μείωση της ζήτησης

Ο ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού (βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή – ΕνΔΤΚ), που άρχισε να επιβραδύνεται από τον Αύγουστο του 2008, συνέχισε να υποχωρεί έως τον Ιούλιο του 2009, κατά τον οποίο διαμορφώθηκε στο 0,7%. Τον Αύγουστο αυξήθηκε ελαφρά στο 1,0%, αλλά το Σεπτέμβριο μειώθηκε εκ νέου στο 0,7%, έναντι 4,7% το Σεπτέμβριο του 2008. Επιβράδυνση από τον Οκτώβριο του 2008 έως τον Ιούλιο του 2009 σημείωσε και ο πυρήνας του πληθωρισμού, ο οποίος δεν περιλαμβάνει τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής (Ιούλιος 2009: 1,7%). Τον Αύγουστο ο πυρήνας αυξήθηκε ελαφρά στο 1,9%, αλλά το Σεπτέμβριο υποχώρησε πάλι στο 1,7%, έναντι 3,8% 12 μήνες ενωρίτερα. Αν και αναμένεται ότι ο πληθωρισμός θα επιταχυνθεί σταδιακά τους τελευταίους μήνες του 2009, εκτιμάται ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός του θα διαμορφωθεί γύρω στο 1,3% (ή και ακόμη χαμηλότερα, γύρω στο 1,1-1,2%), έναντι 4,2% το 2008. Ο πυρήνας του πληθωρισμού εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει και αυτός αισθητά, αν και λιγότερο από ό,τι ο γενικός πληθωρισμός, καθώς το μέσο επίπεδό του θα διαμορφωθεί γύρω στο 2,1%, έναντι 3,4% το 2008.

12 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2008*, Απρίλιος 2009, Πλαίσιο IX.1, σελ. 148.
13 Βλ. "Communication from the Commission – EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union", *European Economy*, αρ. 2, Ιούνιος 2008.

Η μεγάλη υποχώρηση του γενικού πληθωρισμού αντανακλά, μεταξύ άλλων, τη ραγδαία πτώση των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων που άρχισε μετά τα μέσα του 2008. Παρότι η τιμή του αργού πετρελαίου στην παγκόσμια αγορά ανέκαμψε από τις αρχές του 2009, ο *ετήσιος ρυθμός μεταβολής* της παρέμενε έντονα αρνητικός μέχρι και το Σεπτέμβριο, εξακολουθώντας να συμβάλλει στη διαμόρφωση χαμηλών ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού. Επίσης, στην υποχώρηση του *πυρήνα* του πληθωρισμού έχει συντελέσει σημαντικά η μείωση της συνολικής ζήτησης. Οι πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης, που το 2008 είχαν απλώς μετριαστεί, εφέτος έχουν *αντιστραφεί*, καθώς δεν υπάρχουν πλέον συνθήκες υπερβάλλουσας ζήτησης. Η εξασθένηση της ζήτησης έχει συνοδευθεί τόσο από μείωση των περιθωρίων κέρδους των επιχειρήσεων όσο και από σημαντική επιβράδυνση της ανόδου του κόστους εργασίας, εξελίξεις που επίσης συντελούν στην υποχώρηση του πυρήνα του πληθωρισμού.

Ωστόσο, ο πυρήνας του πληθωρισμού παραμένει και εφέτος υψηλότερος στην Ελλάδα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Αυτό υποδηλώνει, μεταξύ άλλων, ότι η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από συνθήκες ατελούς ανταγωνισμού, οι οποίες επηρεάζουν δυσμενώς τη διαμόρφωση των τιμών. Αξίζει όμως να επισημανθεί ότι στην υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού του πυρήνα του πληθωρισμού το τετράμηνο Απριλίου-Ιουλίου (κατά 1,3 εκατ. μονάδα βάσει του εναρμονισμένου δείκτη ή κατά 1,1 εκατ. μονάδα βάσει του εθνικού δείκτη) συνέβαλαν: κατά 0,1 της εκατ. μονάδας η μείωση των τιμών του νωπού παστεριωμένου γάλακτος, λόγω της *έντασης του ανταγωνισμού* στον κλάδο, και κατά 0,4 της εκατ. μονάδας η μείωση των τιμών των επιβατικών Ι.Χ. αυτοκινήτων, λόγω της προσωρινής μείωσης της έμμεσης φορολογίας (των "συντελεστών τέλους ταξινόμησης") που αποφασίστηκε προκειμένου να τονωθεί η αγορά αυτοκινήτων. (Το τελευταίο αυτό μέτρο συνέβαλε μεν στη μείωση του πληθωρισμού, αλλά δεν ενίσχυσε την εγχώρια παραγωγή δεδομένου ότι τα αυτοκίνητα εισάγονται.)

Εξάλλου, η διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ παραμένει θετική. Συγκεκριμένα, όσον αφορά τον ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ, η μέση διαφορά ήταν 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας το 2008 και δεν μεταβλήθηκε τους πρώτους εννέα μήνες του 2009 κατά μέσο όρο, ενώ όσον αφορά τον πυρήνα του πληθωρισμού η μέση διαφορά, που ήταν 1,0 εκατοστιαία μονάδα το 2008, παρέμεινε σχεδόν στο ίδιο επίπεδο τους πρώτους οκτώ μήνες εφέτος (0,9), παρουσιάζοντας όμως μείωση από το β' τρίμηνο. Οι εξελίξεις αυτές συνεπάγονται ότι συνεχίζεται η υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές.

5 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Καταγράφεται δραματική αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος

Το έλλειμμα του Κρατικού Προϋπολογισμού (σε δημοσιονομική βάση) διευρύνθηκε δραματικά το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους (στο 7,3% του ετήσιου ΑΕΠ) σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008 (3,8% του ΑΕΠ), αλλά και με τον επικαιροποιημένο στόχο 5,0% του ΑΕΠ που είχε τεθεί για ολόκληρο το 2009.[14] Τα ταμειακά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος δείχνουν ότι υπήρξε περαιτέρω σημαντική διεύρυνση του ελλείμματος της κεντρικής κυβέρνησης κατά το τρίτο τρίμηνο του έτους. Συγκεκριμένα, οι καθαρές δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης (σε ταμειακή βάση) αυξήθηκαν από 7,5% του ετήσιου ΑΕΠ το πρώτο εξάμηνο σε 9,9% του ΑΕΠ το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2009 (έναντι 4,9% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2008).

Η μεγάλη διεύρυνση του ελλείμματος του ΚΠ οφείλεται αφενός στην υστέρηση των εσόδων

14 Ο Προϋπολογισμός του 2009 προέβλεπε μείωση του ελλείμματος του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ) στο 3,4% του ΑΕΠ, από 5,8% το 2008. Στη συνέχεια, στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2008-2011 (ΕΠΣΑ) του Ιανουαρίου 2009, αναθεωρήθηκαν οι στόχοι για μεν το έλλειμμα του ΚΠ του 2009 στο 5,0% του ΑΕΠ, για δε το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (σε εθνικολογιστική βάση) στο 3,7% του ΑΕΠ (από 2% του ΑΕΠ).

και την υπέρβαση των δαπανών του Τακτικού Προϋπολογισμού και αφετέρου στην επίσπευση της εκταμίευσης των δαπανών του Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων. Τα αίτια της μεγάλης υστέρησης των εσόδων του Τακτικού Προϋπολογισμού που σημειώθηκε το πρώτο εξάμηνο (μείωση κατά 0,7%, έναντι αναθεωρημένης πρόβλεψης για συνολική ετήσια αύξηση 14,2%) πρέπει να αναζητηθούν στην αρχική υπερεκτίμηση των εσόδων, στη στασιμότητα της οικονομικής δραστηριότητας, στην προϊούσα αποδιοργάνωση και τον αποσυντονισμό του φοροεισπρακτικού μηχανισμού (είναι χαρακτηριστικό ότι οι διοικητικές αδυναμίες εμπόδισαν την έγκαιρη εφαρμογή των νομοθετημένων φορολογικών μέτρων, π.χ. τον έγκαιρο καταλογισμό και την είσπραξη του Ενιαίου Τέλους Ακινήτων των ετών 2008 και 2009), καθώς και στην ένταση της φοροδιαφυγής. Επίσης, ο ρυθμός ανόδου των πρωτογενών δαπανών του Κρατικού Προϋπολογισμού (τακτικού και επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων των επιστροφών φόρων) το πρώτο εξάμηνο ήταν εξαιρετικά υψηλός (20,2%, έναντι προβλεπόμενης συνολικής ετήσιας αύξησης κατά 4,9%), κυρίως λόγω των αυξημένων δαπανών για επιχορηγήσεις κοινωνικού χαρακτήρα και της προαναφερθείσας επιτάχυνσης των εκταμιεύσεων του Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων.

Το έλλειμμα του ΚΠ ως ποσοστό του ΑΕΠ θα αυξηθεί περαιτέρω σε πολύ υψηλό επίπεδο μέχρι το τέλος του 2009, αν ληφθούν υπόψη οι προαναφερθείσες τάσεις αλλά και το γεγονός ότι τα έσοδα από φορολογικά μέτρα, των οποίων η εφαρμογή έχει ήδη καθυστερήσει, είναι πιθανόν να διαμορφωθούν σε επίπεδα σημαντικώς χαμηλότερα από τις αρχικές προβλέψεις. Υπό τις συνθήκες αυτές, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (σε εθνικολογιστική βάση) θα αυξηθεί και αυτό σημαντικά, όπως σαφώς προμηνύει η εξέλιξη κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου των καθαρών δανειακών αναγκών της κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι το *πλεόνασμα* των άλλων φορέων του τομέα της γενικής κυβέρνησης (δηλαδή των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης και Τοπικής Αυτοδιοίκησης) ήταν την τελευταία δεκαετία κατά μέσο όρο της τάξεως του 1-1,5% του ΑΕΠ (1,6% του ΑΕΠ το 2008).

Το δημόσιο χρέος αυξήθηκε ανησυχητικά και η δυναμική του επιδεινώνεται

Το σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον που διαμορφώθηκε με την είσοδο της χώρας στη νομισματική ένωση το 2001 συνέβαλε στη δημιουργία ευνοϊκών συνθηκών για τη μείωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ. Ο υψηλός ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης από το 2000 και μετά (κατά μέσο όρο 4,0% περίπου ετησίως) διευκόλυνε την επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων ορισμένα έτη της περιόδου, αλλά αυτά διαμορφώθηκαν σε επίπεδο χαμηλότερο σε σύγκριση με την τριετία 1997-1999. Επιπλέον, τα επιτόκια δανεισμού του Δημοσίου σημείωναν συνεχή πτώση μέχρι το τέλος του 2005 και διαμορφώνονταν σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα, ενώ εισπράττονταν και σημαντικά ποσά από τις αποκρατικοποιήσεις. Εξαιτίας των ανωτέρω, την οκταετία 2000-2007 το δημόσιο χρέος μειώθηκε κατά 7,8 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Όμως το 2008, λόγω των υψηλών καθαρών δανειακών αναγκών της γενικής κυβέρνησης (έλλειμμα 5,6% του ΑΕΠ συν 3,3% "προσαρμογή ελλείμματος-χρέους"), της υποχώρησης του ρυθμού ανάπτυξης στο 2,0% και της αύξησης του μέσου επιτοκίου δανεισμού του Δημοσίου στο 4,6% (από 4,4% το 2007), η πτωτική τάση αναστράφηκε. Έτσι, ο λόγος του χρέους παρουσίασε σημαντική αύξηση 3,6 εκατοστιαίων μονάδων και διαμορφώθηκε στο 99,2% του ΑΕΠ.

Το 2009 η δυναμική του δημόσιου χρέους επιδεινώθηκε περαιτέρω, καθώς ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης θα είναι εφέτος αρνητικός και, με βάση τη μέχρι τώρα εκτέλεση του Προϋπολογισμού, εκτιμάται ότι θα προκύψει μεγάλο πρωτογενές έλλειμμα. Επιπλέον, η "προσαρμογή ελλείμματος-χρέους" θα υπερβεί το 2,0% του ΑΕΠ, λόγω της έκδοσης ομολόγων προκειμένου (α) να χρηματοδοτηθεί η αγορά από το Δημόσιο προνομιούχων μετοχών των τραπεζών (στο πλαίσιο της κεφαλαιακής ενίσχυσής τους βάσει του Ν. 3723/2008)

και (β) να ενισχυθούν από το Δημόσιο τα κεφάλαια του ΤΕΜΠΜΕ.[15] Τέλος, το μέσο επιτόκιο δανεισμού του Δημοσίου συγκρατήθηκε μεν στο 4,3%, αλλά μόνο χάρη στα εξαιρετικώς χαμηλά επιτόκια των βραχυχρόνιων τίτλων. Υπό τις συνθήκες αυτές, το χρέος της γενικής κυβέρνησης στο τέλος Ιουνίου του 2009 έφθασε στο 111,5% του ΑΕΠ, με προοπτικές ραγδαίας περαιτέρω αύξησης.

Παράλληλα με την αύξηση του χρέους, το 2008 σημειώθηκε και μεγάλη αύξηση των εγγυημένων από το Δημόσιο δανείων (κυρίως δημόσιων επιχειρήσεων), τα οποία στο τέλος του έτους έφθασαν τα 22,2 δισεκ. ευρώ ή 9,3% του ΑΕΠ, ενώ την τριετία 2000-2002 κυμαίνονταν στο 6,1% του ΑΕΠ περίπου. Τα δάνεια αυτής της κατηγορίας αυξήθηκαν σημαντικά και το 2009, αλλά τα σχετικά στατιστικά στοιχεία δεν έχουν ακόμη δημοσιευθεί. Επίσης, υπάρχουν σημαντικές υποχρεώσεις του Δημοσίου, κυρίως από καθυστερήσεις πληρωμών προς τους προμηθευτές του (π.χ. προμηθευτές φαρμακευτικού και υγειονομικού υλικού, εργολάβους δημόσιων έργων, εταιρίες πληροφορικής κ.ά.), οι οποίες ενδέχεται να προσεγγίζουν ή και να υπερβαίνουν τα 12 δισεκ. ευρώ.

Η δυναμική της μελλοντικής εξέλιξης του δημόσιου χρέους διαγράφεται, με βάση τις σημερινές τάσεις, δυσμενής, καθώς αφενός είναι πιθανόν οι ρυθμοί ανάπτυξης να είναι χαμηλοί για μια παρατεταμένη περίοδο και αφετέρου η εξέλιξη των επιτοκίων μπορεί να μην είναι ευνοϊκή. *Συγκεκριμένα, υπάρχει ο κίνδυνος να αυξηθεί και πάλι η διαφορά αποδόσεων μεταξύ των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου και των αντίστοιχων τίτλων αναφοράς του Γερμανικού Δημοσίου, εάν οι αγορές κρίνουν ανεπαρκή τη δημοσιονομική προσαρμογή. Επίσης, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια διεθνώς μπορεί να αυξηθούν, λόγω των αυξημένων αναγκών χρηματοδότησης των μεγάλων δημοσιονομικών ελλειμμάτων πολλών χωρών. Σε κάθε περίπτωση, το ενδεχόμενο να παραμείνουν τα ελλείμματα και το χρέος σε υψηλά επίπεδα θα επέτεινε τις ανησυχίες των αγορών για τη διατηρησιμότητα της δημοσιονομικής θέσης της χώρας, με πιθανή συνέπεια την εκ νέου αύξηση των επιτοκίων δανεισμού του Δημοσίου και την επιδείνωση της δυναμικής του δημόσιου χρέους.* Επομένως, για να αποφευχθεί ο φαύλος κύκλος αυξανόμενου χρέους και επιδείνωσης των προσδοκιών των αγορών, προφανώς απαιτείται να υιοθετηθεί ένα αξιόπιστο μεσοπρόθεσμο σχέδιο, όπως ήδη αναφέρθηκε, το οποίο θα αποβλέπει ταυτόχρονα στη δημοσιονομική εξυγίανση και στη στήριξη των αναπτυξιακών προοπτικών της οικονομίας.

Έχει ενεργοποιηθεί η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος για την Ελλάδα

Η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος για την Ελλάδα ενεργοποιήθηκε στις 24.3.2009, όταν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανακοίνωσε ότι η Ελλάδα (μεταξύ και άλλων χωρών) παρουσιάζει υπερβολικό έλλειμμα και πρότεινε στο Συμβούλιο ECOFIN την υιοθέτηση σύστασης για τη διόρθωση του υπερβολικού ελλείμματος. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή διαπίστωσε τότε ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδος υπερέβη την τιμή αναφοράς 3% το 2007 και το 2008 *για λόγους που δεν οφείλονται σε σημαντική μείωση της οικονομικής δραστηριότητας* και εκτίμησε ότι παρέμενε υψηλότερο από 3% το 2009 και θα υπερέβαινε το 4% το 2010, εάν δεν υπήρχε αλλαγή πολιτικής. Λαμβάνοντας υπόψη τις υφιστάμενες μακροοικονομικές ανισορροπίες και την τάση επαναξιολόγησης των κινδύνων από τις χρηματοπιστωτικές αγορές, δηλαδή παράγοντες που ασκούν πρόσθετη πίεση στο ήδη μεγάλο βάρος του χρέους, η Επιτροπή έκρινε τότε ότι ενδείκνυται η ταχεία διόρθωση του ελλείμματος μέχρι το 2010.

Με τη σειρά του, το Συμβούλιο Γενικών Υποθέσεων της ΕΕ εξέδωσε στις 27.4.2009, δυνάμει του άρθρου 104 παρ. 6 της Συνθήκης, νομική απόφαση που διαπιστώνει την ύπαρξη υπερβολικού δημοσιονομικού ελλείμματος στην Ελλάδα, καθώς και σύσταση, δυνάμει του άρθρου 104 παρ. 7 της Συνθήκης, για την ανα-

15 Η εν λόγω έκδοση ομολόγων αποτελεί χρηματοοικονομική συναλλαγή που δεν αυξάνει το έλλειμμα αλλά μόνο το χρέος και επομένως καταγράφεται και ως "προσαρμογή ελλείμματος-χρέους".

ληπτέα διορθωτική δράση.[16] Βάσει των προβλέψεων που είχε δημοσιεύσει η Επιτροπή τον *Ιανουάριο* του 2009 (σύμφωνα με τις οποίες το ΑΕΠ της Ελλάδος θα *αυξανόταν* κατά 0,2% το 2009 και κατά 0,7% το 2010), το Συμβούλιο κάλεσε την Ελλάδα να μειώσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα κάτω από το όριο του 3% μέχρι το 2010 (όπως είχε δεσμευθεί η ελληνική κυβέρνηση). Σύμφωνα με τη σύσταση του Συμβουλίου, μέχρι τις 27 Οκτωβρίου 2009 η ελληνική κυβέρνηση πρέπει να υιοθετήσει μόνιμα μέτρα περιορισμού των δαπανών που ενισχύουν τη δημοσιονομική προσαρμογή το 2009 και να προσδιορίσει τα πρόσθετα μόνιμα μέτρα που θα διασφαλίσουν τη διόρθωση του υπερβολικού ελλείμματος μέχρι το 2010. Επίσης, το Συμβούλιο τόνισε ότι η Ελλάδα πρέπει να καταβάλει προσπάθειες για τον έλεγχο των παραγόντων εκείνων, πέραν των καθαρών δανειακών αναγκών, οι οποίοι συμβάλλουν στη μεταβολή του δημόσιου χρέους, καθώς επίσης και για τη βελτίωση της συλλογής και επεξεργασίας των οικονομικών δεδομένων και ιδίως των δημοσιονομικών στοιχείων. Τέλος, κάλεσε την Ελλάδα να βελτιώσει την ποιότητα και τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών της και να εφαρμόσει επειγόντως τολμηρές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, προκειμένου να ανακτήσει την απώλεια ανταγωνιστικότητας και να αντιμετωπίσει τις υφιστάμενες εξωτερικές ανισορροπίες. Η αξιολόγηση της Επιτροπής (μετά τις 27 Οκτωβρίου) για το κατά πόσον οι ελληνικές αρχές ανέλαβαν αποτελεσματική δράση για τη διόρθωση του υπερβολικού ελλείμματος *θα λάβει επίσης υπόψη τη μεταβολή των οικονομικών συνθηκών σε σχέση με τις προβλέψεις στις οποίες είχε βασιστεί η σύσταση του Συμβουλίου.*

Στις 25.6.2009 ανακοινώθηκε δέσμη φορολογικών μέτρων, τα οποία, σύμφωνα με την εκτίμηση του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, θα συνέβαλλαν στην αύξηση των δημόσιων εσόδων κατά 0,8% του ΑΕΠ, ενώ πρόσθετη αύξηση των εσόδων κατά 0,2% του ΑΕΠ θα προέκυπτε από την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής, έτσι ώστε το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης να μειωθεί στο 3,7% του ΑΕΠ (όπως προέβλεπε το ΕΠΣΑ 2008-2011 του Ιανουαρίου 2009). Στη συνέχεια όμως, η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών οδήγησε σε ριζική ανατροπή αυτών των εκτιμήσεων.

6 ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ, ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η επιβράδυνση του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά συνεχίζεται

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του υπολοίπου της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (ΝΧΙ),[17] μετά την τάση σταθεροποίησης που παρουσίασε τους πρώτους τρεις μήνες του 2009, ακολούθησε πτωτική πορεία και διαμορφώθηκε σε 9,3% τον Αύγουστο (δ′ τρίμηνο 2008: 16,6%). Η πορεία του συνολικού αυτού μεγέθους οφείλεται στην έντονα πτωτική τάση του ρυθμού ανόδου της χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα (επιχειρήσεις και νοικοκυριά), ενώ ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τη γενική κυβέρνηση επιταχύνθηκε σημαντικά (Αύγουστος 2009: 28,5%, δ′ τρίμηνο 2008: 8,1%).

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του υπολοίπου της χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα από τα εγχώρια ΝΧΙ παρουσίασε σημαντική επιβράδυνση κατά τους πρώτους οκτώ μήνες του τρέχοντος έτους (Αύγουστος 2009: 6,0%, Δεκέμβριος 2008: 15,9%). Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε η επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού πιστωτικής επέκτασης τόσο προς τις επιχειρήσεις (Αύγουστος 2009: 7,3%, Δεκέμβριος 2008: 18,7%) όσο και προς τα νοικοκυριά (Αύγουστος 2009: 4,7%, Δεκέμβριος 2008:

16 Οι αποφάσεις αυτές του Συμβουλίου αποτελούσαν την τυπική έκδοση κειμένων που είχαν συζητηθεί και εγκριθεί από τους Υπουργούς Οικονομικών στις 3.4.2009 σε ανεπίσημη συνάντησή τους στην Πράγα.

17 Το *υπόλοιπο* της συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης προς τη γενική κυβέρνηση, τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά υπολογίζεται ως το άθροισμα των υπολοίπων των σχετικών δανείων, των χρεογράφων του Ελληνικού Δημοσίου και των εταιρικών ομολόγων που διακρατούν οι τράπεζες *πλέον* το υπόλοιπο των τιτλοποιημένων δανείων και εταιρικών ομολόγων. Βλ. Κεφάλαιο VI για τις λεπτομέρειες του υπολογισμού.

12,8%). Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου τόσο των στεγαστικών όσο και των καταναλωτικών δανείων υποχώρησε στο 4,8% τον Αύγουστο (από 11,5% και 16,0%, αντίστοιχα, το Δεκέμβριο του 2008).

Οι μηνιαίες καθαρές ροές νέας χρηματοδότησης[18] προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά παρέμειναν εξαιρετικά χαμηλές την επισκοπούμενη περίοδο σε σύγκριση με εκείνες που καταγράφονταν πριν από την κλιμάκωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η εξασθένηση του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα οφείλεται —από την πλευρά της ζήτησης δανείων— στη στασιμότητα ή και μείωση της οικονομικής δραστηριότητας και στην επιφυλακτικότητα των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών να λάβουν νέα δάνεια, λόγω της αβεβαιότητας που δημιούργησε η διεθνής χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση. Παράλληλα, από την πλευρά της προσφοράς δανείων, οι τράπεζες εφαρμόζουν αυστηρότερα κριτήρια και όρους χρηματοδότησης, ενόψει της αύξησης του πιστωτικού κινδύνου και της προσπάθειάς τους να περιορίσουν τα ανερχόμενα ποσοστά επισφαλειών τους.

Καθώς ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις παρέμεινε υψηλότερος από το ρυθμό ανόδου του *ονομαστικού* ΑΕΠ, το συνολικό υπόλοιπο της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων αυξήθηκε σε 55,2% του ΑΕΠ τον Αύγουστο του 2009 (από 53,2% τον Αύγουστο του 2008). Αν —για λόγους συγκρισιμότητας— ληφθούν υπόψη μόνο τα τραπεζικά δάνεια, το ποσοστό αυτό ανέρχεται σε 39,1% τον Αύγουστο του 2009 και είναι κατά 13,7 εκατοστιαίες μονάδες χαμηλότερο από το αντίστοιχο για τη ζώνη του ευρώ. Για τον ίδιο λόγο, το υπόλοιπο της συνολικής χρηματοδότησης των νοικοκυριών από τα ΝΧΙ (δάνεια και τιτλοποιημένα δάνεια) αυξήθηκε σε 49,4% του ΑΕΠ τον Αύγουστο του 2009 (από 47,5% τον Αύγουστο του 2008). Αν —για λόγους συγκρισιμότητας— δεν συμπεριληφθούν οι τιτλοποιήσεις, το υπόλοιπο των δανείων προς νοικοκυριά τον Αύγουστο του 2009 ανέρχεται σε 40,2% του ΑΕΠ, έναντι 54,3% στη ζώνη του ευρώ.

Η επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα που παρατηρείται από τις αρχές του έτους ήταν αναμενόμενη, όπως έχει επισημανθεί και σε πρόσφατες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, και συμβαδίζει με τις τάσεις των αντίστοιχων μεγεθών στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Στη ζώνη του ευρώ, καθώς η ύφεση είναι βαθύτερη, παρατηρείται πλέον ιδιαίτερα χαμηλός ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα (Αύγουστος 2009: Ελλάδα: 6,0%, ζώνη ευρώ: 1,1%). Η καθαρή ροή χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα (χωρίς τις τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα, για λόγους συγκρισιμότητας των στοιχείων) τους πρώτους οκτώ μήνες του 2009 έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2008 ήταν χαμηλότερη κατά 79% στην Ελλάδα και κατά 86% στη ζώνη του ευρώ.

Σημαντική συμβολή στη στήριξη των ρυθμών της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα το 2009 έχει η βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης των εγχώριων ΝΧΙ. Το μεγαλύτερο μέρος της χρηματοδότησης προέρχεται από καταθέσεις, ενώ παρατηρείται ότι ο δείκτης δανείων προς καταθέσεις είναι χαμηλότερος στην Ελλάδα από ό,τι στην ΕΕ (βλ. Κεφάλαιο VI.6). Επίσης, οι ελληνικές τράπεζες αύξησαν σημαντικά την άντληση κεφαλαίων από το Ευρωσύστημα, αντισταθμίζοντας έτσι τις αρχικές δυσκολίες που είχαν στην άντληση κεφαλαίων από τις διεθνείς διατραπεζικές αγορές λόγω της υπολειτουργίας των τελευταίων. Οι μηνιαίες ροές της χρηματοδότησης των εγχώριων ΝΧΙ ενισχύθηκαν τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους κυρίως από την προσφυγή στις διευκολύνσεις του Ευρωσυστήματος, αλλά και στη διατραπεζική αγορά και σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Επιπλέον, τους τελευταίους μήνες βελτιώνεται και η πρόσβαση των ελληνικών τραπεζών στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων, ενώ παράλ-

18 Η καθαρή ροή της χρηματοδότησης υπολογίζεται ως η μεταβολή του υπολοίπου της χρηματοδότησης της δεδομένης περιόδου (ενός ή περισσότερων μηνών), στην οποία προστίθενται οι διαγραφές δανείων και οι συναλλαγματικές διαφορές από την ανατίμηση του ευρώ και αφαιρούνται οι συναλλαγματικές διαφορές από την υποτίμηση του ευρώ κατά την ίδια περίοδο.

ληλα αξιοποιήθηκαν οι δυνατότητες κεφαλαιακής ενίσχυσης των τραπεζών που προβλέπει ο Ν. 3723/2008.

Ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης ενδεχομένως θα πλησιάσει το 4% στο τέλος του έτους

Η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί τους επόμενους μήνες, καθώς η ζήτηση δανείων εξακολουθεί να επηρεάζεται αρνητικά από την εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας, ενώ οι όροι και τα κριτήρια χρηματοδότησης από τα ΝΧΙ αναμένεται να παραμείνουν αυστηρά. Ωστόσο, στη στήριξη της προσφοράς δανείων εκ μέρους των τραπεζών θα συνεχίσουν να συμβάλλουν τα μέτρα της ΕΚΤ για την ενίσχυση της χρηματοδότησης (βλ. Κεφάλαιο ΙΙΙ), ενώ θετική συμβολή θα έχουν και ορισμένα εθνικά μέτρα που ελήφθησαν τους τελευταίους μήνες (παροχή εγγύησης του Δημοσίου σε δάνεια προς επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν προβλήματα εξαιτίας της κρίσης, παροχή μερικής εγγύησης σε στεγαστικά δάνεια, πρόγραμμα ενίσχυσης μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων). Στη ζήτηση δανείων θα έχουν θετική επίδραση τα παρατηρούμενα σχετικώς χαμηλά επίπεδα των επιτοκίων των τραπεζικών δανείων. Πάντως, ενδεικτικά αναφέρεται ότι, εάν υιοθετηθεί η *τεχνική παραδοχή* ότι η μηνιαία καθαρή ροή χρηματοδότησης θα παραμείνει κατά το διάστημα Σεπτεμβρίου-Δεκεμβρίου 2009 στο επίπεδο του Αυγούστου, ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα θα είναι της τάξεως του 4% το Δεκέμβριο (δηλαδή σαφώς υψηλότερος από την αναμενόμενη πολύ περιορισμένη αύξηση του ΑΕΠ *σε τρέχουσες τιμές*).

Τα τραπεζικά επιτόκια καταθέσεων και δανείων έχουν μειωθεί σημαντικά

Οι μειώσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ και η σταδιακή βελτίωση των συνθηκών άντλησης ρευστότητας από τις ελληνικές τράπεζες συνέβαλαν στη σημαντική μείωση των επιτοκίων των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2009. Τα επιτόκια των νέων καταθέσεων και των repos από νοικοκυριά, το ύψος των οποίων εξαρτάται βεβαίως και από τις συνθήκες ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων, μειώθηκαν σε όλες τις επιμέρους κατηγορίες. Οι μειώσεις αυτές, με εξαίρεση εκείνες στα επιτόκια καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας, ήταν μεγαλύτερες από τη συνολική μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ την ίδια περίοδο (150 μονάδες βάσης). Το μέσο πραγματικό επιτόκιο κατά το οκτάμηνο στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας παρέμεινε αρνητικό, αλλά αυξήθηκε σε -0,28%, από -3,31% την αντίστοιχη περίοδο του 2008, ενώ το μέσο πραγματικό επιτόκιο των προθεσμιακών καταθέσεων με διάρκεια έως ένα έτος αυξήθηκε σε 2,07% (Ιανουάριος-Αύγουστος 2008: 0,11%). Καθοδικά κινήθηκαν τα επιτόκια των καταθέσεων και στη ζώνη του ευρώ, αλλά η μείωσή τους ήταν συγκριτικά μικρότερη από ό,τι στην Ελλάδα, με αποτέλεσμα η θετική διαφορά μεταξύ των ελληνικών επιτοκίων και των αντίστοιχων της ζώνης του ευρώ να περιοριστεί στις κυριότερες κατηγορίες καταθέσεων. Πάντως, στη σημαντικότερη κατηγορία καταθέσεων, τις προθεσμιακές καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος, το επιτόκιο στην Ελλάδα παραμένει από τα υψηλότερα της ζώνης του ευρώ. Το γεγονός αυτό εκ πρώτης όψεως υποδηλώνει ότι οι ελληνικές τράπεζες συνεχίζουν να αντιμετωπίζουν κόστος άντλησης κεφαλαίων από καταθέσεις μεγαλύτερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Σημειωτέον όμως ότι από τον Απρίλιο έχει αρχίσει να μειώνεται το μερίδιο των πάσης φύσεως προθεσμιακών καταθέσεων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων στο σύνολο των καταθέσεων.

Τα επιτόκια των νέων τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα μειώθηκαν σημαντικά κατά τη διάρκεια του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2009 σε σχεδόν όλες τις επιμέρους κατηγορίες. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν οι μειώσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ και των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς, καθώς και η βελτίωση των συνθηκών άντλησης ρευστότητας εκ μέρους των εγχώριων ΝΧΙ

(κυρίως μέσω του Ευρωσυστήματος). Μεγαλύτερες ήταν οι μειώσεις που παρατηρήθηκαν στα επιτόκια των νέων δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και των νέων στεγαστικών δανείων, ενώ μικρότερη ήταν η μείωση των επιτοκίων των νέων καταναλωτικών δανείων. Οι μειώσεις των επιτοκίων χορηγήσεων στην Ελλάδα ήταν, σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις, μικρότερες από τη συνολική μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ και των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά την αύξηση του ασφαλίστρου κινδύνου το οποίο ενσωματώθηκε στα ελληνικά επιτόκια λόγω των μεγαλύτερων επισφαλειών που αντιμετωπίζουν οι ελληνικές τράπεζες.

Αντίθετα προς ό,τι συνέβη με τα επιτόκια καταθέσεων, τα επιτόκια των δανείων στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο μειώθηκαν περισσότερο από ό,τι τα επιτόκια στην Ελλάδα στις περισσότερες κατηγορίες δανείων. Έτσι, η θετική διαφορά μεταξύ των ελληνικών επιτοκίων και των αντίστοιχων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ διευρύνθηκε περαιτέρω όσον αφορά τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, με εξαίρεση τα καταναλωτικά δάνεια με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως πέντε έτη. Είναι χαρακτηριστικό ότι, για πρώτη φορά από τις αρχές του 2006, τα επιτόκια όλων των κατηγοριών στεγαστικών δανείων διαμορφώθηκαν σε επίπεδο υψηλότερο —αλλά μόνο ελαφρά— από ό,τι τα αντίστοιχα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Επίσης, το επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια, στα οποία περιλαμβάνονται τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών, μειώθηκε λιγότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, με αποτέλεσμα η διαφορά των δύο επιτοκίων να διευρυνθεί περαιτέρω (σε 507 μονάδες βάσης) τον Αύγουστο. Αν και η εν λόγω διαφορά είναι η μεγαλύτερη που παρατηρείται τα τελευταία πέντε έτη, το επιτόκιο αυτής της κατηγορίας δεν είναι από τα υψηλότερα μεταξύ των επιμέρους χωρών της ζώνης του ευρώ. Πρέπει να σημειωθεί ότι σχεδόν για όλες τις μεγάλες κατηγορίες δανείων (εκτός των καταναλωτικών) τα *πραγματικά* επιτόκια είναι στην Ελλάδα ίσα ή μικρότερα του αντίστοιχου μέσου όρου της ζώνης του ευρώ.

Το περιθώριο επιτοκίου, δηλαδή η διαφορά μεταξύ του μέσου σταθμικού επιτοκίου των νέων τραπεζικών δανείων και του αντίστοιχου επιτοκίου των νέων καταθέσεων, αυξήθηκε (κατά 40 μονάδες βάσης) το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2009 και διαμορφώθηκε τον Αύγουστο σε 3,85%. Η αύξηση του ελληνικού περιθωρίου παρατηρείται από τις αρχές του έτους, για πρώτη φορά μετά από σχεδόν συνεχή υποχώρηση την τελευταία δεκαετία, και αντανακλά το γεγονός ότι στη διάρκεια του οκταμήνου τα επιτόκια των χορηγήσεων (εν μέρει λόγω και του υψηλότερου ασφαλίστρου κινδύνου που ενσωματώνουν εξαιτίας του αυξημένου πιστωτικού κινδύνου που αντιμετωπίζουν οι ελληνικές τράπεζες) μειώθηκαν λιγότερο από ό,τι τα επιτόκια των καταθέσεων. Το περιθώριο αυτό παραμένει σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (Αύγουστος 2009: 2,39%) και μάλιστα η διαφορά μεταξύ των δύο περιθωρίων έχει σχεδόν διπλασιαστεί σε σύγκριση με το τέλος του 2008. Όπως έχει αναφερθεί επανειλημμένα, οι λόγοι για τους οποίους το περιθώριο επιτοκίου παραμένει στην Ελλάδα υψηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ περιλαμβάνουν τον σχετικά μεγάλο αριθμό μικρών καταθετών και δανειοληπτών, το υψηλότερο κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών στη διατραπεζική αγορά, το μεγαλύτερο σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ ποσοστό των καθυστερήσεων επί του συνολικού ποσού των δανείων και τις αντίστοιχα υψηλότερες προβλέψεις που σχηματίζουν οι ελληνικές τράπεζες ως ποσοστό του ενεργητικού τους, καθώς και το μεγαλύτερο χρονικό διάστημα που απαιτείται στην Ελλάδα έως την εκποίηση των εμπράγματων ασφαλειών. Επίσης, το υψηλότερο περιθώριο στην Ελλάδα συνδέεται με τη διαφορετική σύνθεση —σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο— τόσο των δανείων όσο και των καταθέσεων.[19] Αν η σύνθεση των

19 Για παράδειγμα, στην Ελλάδα μεγάλη βαρύτητα —σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ— στο σύνολο των καταναλωτικών δανείων έχει η κατηγορία των δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια, στην οποία περιλαμβάνονται τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών που έχουν τα υψηλότερα επιτόκια.

δανείων και των καταθέσεων ήταν η ίδια με εκείνη της ζώνης του ευρώ, το περιθώριο του επιτοκίου στην Ελλάδα θα περιοριζόταν τον Αύγουστο σε 3,54% και η διαφορά του από το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ θα μειωνόταν κατά το 1/5 περίπου.

Το κλίμα στις αγορές ομολόγων σταδιακά βελτιώνεται μετά τη μεγάλη αρχική επιδείνωση

Οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στη δευτερογενή αγορά αυξήθηκαν από τις αρχές Οκτωβρίου του 2008 έως τις αρχές Μαρτίου του 2009, καθώς οι εντεινόμενες επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης στην πραγματική οικονομία, η υψηλή αβεβαιότητα και η συνακόλουθη αποφυγή ανάληψης κινδύνου από τους επενδυτές ευνόησαν τα γερμανικά ομόλογα, που έχουν τη σχετικά υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση και τη μεγαλύτερη ρευστότητα μεταξύ των κρατικών ομολόγων των χωρών της ζώνης του ευρώ. (Εξαίρεση αποτέλεσαν οι αποδόσεις των πιο βραχυπρόθεσμων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου με διάρκεια έως τρία έτη, οι οποίες υποχώρησαν, παρασυρόμενες από τις μειώσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.) Από τα μέσα Μαρτίου του 2009 όμως, η σταδιακή βελτίωση του επενδυτικού κλίματος στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων έστρεψε τους επενδυτές προς τοποθετήσεις υψηλότερου κινδύνου, όπως σε τίτλους των αναδυόμενων αγορών, σε μετοχές και σε κρατικά και εταιρικά ομόλογα χαμηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης. Η εξέλιξη αυτή ευνόησε τους ελληνικούς κρατικούς τίτλους, οι αποδόσεις των οποίων παρουσίασαν σημαντική αποκλιμάκωση, ιδίως στην περίπτωση των τίτλων βραχείας και μέσης διάρκειας.

Οι ανωτέρω εξελίξεις αποτυπώνονται και στη διαφορά αποδόσεων μεταξύ του ελληνικού δεκαετούς και του αντίστοιχου γερμανικού ομολόγου, η οποία διευρύνθηκε σημαντικά από τον Οκτώβριο του 2008, φθάνοντας στις αρχές Μαρτίου του 2009 στα υψηλότερα επίπεδα από την ένταξη της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (6 Μαρτίου 2009: 314 μονάδες βάσης). Στη συνέχεια όμως, η διαφορά αυτή υποχώρησε σημαντικά και στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2009 διαμορφώθηκε σε 127 μονάδες βάσης. Σύμφωνα και με πρόσφατη μελέτη,[20] εκτιμάται ότι παράγοντες όπως η εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους και η αναμενόμενη επιβάρυνση των δημόσιων οικονομικών από τη μελλοντική αύξηση των δαπανών για συντάξεις ερμηνεύουν, σε μεγάλο βαθμό, τη διαφορά αποδόσεων μεταξύ των ελληνικών και των γερμανικών ομολόγων κατά το πρώτο εξάμηνο του 2009.

Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του τρέχοντος έτους μειώθηκε κατά 18% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008. Παράλληλα όμως μειώθηκε και η μέση διαφορά μεταξύ προσφερόμενων και ζητούμενων τιμών των ομολογιακών τίτλων, αντανακλώντας τη σταδιακή βελτίωση των συνθηκών στη δευτερογενή αγορά. Στην πρωτογενή αγορά τίτλων του Δημοσίου, το χαρακτηριστικό που κυριάρχησε κατά την εξεταζόμενη περίοδο ήταν η σημαντική αύξηση των αντληθέντων κεφαλαίων, λόγω της σημαντικής διεύρυνσης του δημοσιονομικού ελλείμματος, των αυξημένων πληρωμών για χρεολύσια, αλλά και της επίσπευσης της υλοποίησης του δανειακού προγράμματος του Δημοσίου. Η ονομαστική αξία των τίτλων που εκδόθηκαν σχεδόν διπλασιάστηκε σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008 και ανήλθε σε 66,5 δισεκ. ευρώ (59,6 δισεκ. ευρώ εάν εξαιρεθούν τα τρίμηνα και εξάμηνα έντοκα γραμμάτια που λήγουν εντός του 2009).

Το 2009 αυξήθηκαν αισθητά οι εκδόσεις έντοκων γραμματίων, ενώ οι ομολογιακές εκδόσεις αφορούσαν αποκλειστικά τίτλους με διάρκεια μέχρι 10 έτη. Το Δημόσιο επέλεξε την τακτική αυτή προκειμένου να επωφεληθεί από την έντονη ζήτηση ομολόγων μικρότερης διάρκειας και να μην επιβαρύνει μακροπρόθεσμα το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους

20 Βλ. David Haugh, Patrice Ollivaud and David Turner, "What drives sovereign risk premiums? An analysis of recent evidence from the euro area", OECD Economics Department Working Paper No. 718, 22.7.2009.

από τα υψηλά επιτόκια των ομολόγων μακρότερης διάρκειας. Λόγω της τακτικής αυτής, η μέση σταθμική διάρκεια των νέων τίτλων που εκδόθηκαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο μειώθηκε σημαντικά.

Τα επιτόκια των ομολογιακών εκδόσεων διαμορφώθηκαν τους πρώτους μήνες του 2009 σε υψηλά επίπεδα, εξαιτίας της αύξησης των αποδόσεων στη δευτερογενή αγορά, ενώ αντίθετα τα επιτόκια των έντοκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου υποχώρησαν στη διάρκεια του έτους σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα. Συνολικά, το μέσο κόστος δανεισμού του Δημοσίου κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου μειώθηκε σε σύγκριση με το 2008 και διαμορφώθηκε σε 4,3% περίπου, λόγω της ιδιαίτερα αυξημένης συμμετοχής των έντοκων γραμματίων στο νέο δανεισμό.

Παρά τις πιέσεις που δέχθηκαν τα ελληνικά ομόλογα στη διάρκεια της τρέχουσας κρίσης, το ενδιαφέρον των επενδυτών για τους τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου στην πρωτογενή αγορά ήταν εντονότερο από ό,τι το 2008. Οι δημοπρασίες έντοκων γραμματίων υπερκαλύφθηκαν κατά έξι φορές περίπου, ενώ ισχυρή ζήτηση εκδηλώθηκε και για τις κοινοπρακτικές εκδόσεις.

Οι τιμές των μετοχών ανακάμπτουν από τα μέσα Μαρτίου

Η πτωτική πορεία που ακολούθησε ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) το 2008 συνεχίστηκε μέχρι τις αρχές Μαρτίου του τρέχοντος έτους, ενώ ακολούθως, μέχρι το τέλος Σεπτεμβρίου του 2009, ο ΓΔΧΑ παρουσίασε σημαντική άνοδο. Εντυπωσιακή αύξηση εμφάνισε και η άντληση κεφαλαίων στη διάρκεια του εννεαμήνου (3,3 δισεκ. ευρώ, έναντι μόλις 0,4 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2008), η οποία ωστόσο προήλθε σχεδόν αποκλειστικά από επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Από τις αρχές του 2009 και μέχρι το πρώτο δεκαήμερο του Μαρτίου, η πτωτική πορεία των τιμών των μετοχών, που παρατηρήθηκε και στις χρηματιστηριακές αγορές διεθνώς, συνδέεται με την απροθυμία των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους, λόγω της έντονης αβεβαιότητας για τις επιπτώσεις της κρίσης στην οικονομία και στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Πρόσθετες πιέσεις στις τιμές των μετοχών του ΧΑ άσκησαν οι ρευστοποιήσεις στις οποίες προέβησαν οι επενδυτές του εξωτερικού, εν μέρει για να καλύψουν υποχρεώσεις στις χώρες προέλευσής τους. Στη συνέχεια όμως ο ΓΔΧΑ ακολούθησε έντονα ανοδική πορεία, όπως και οι δείκτες τιμών στις περισσότερες χρηματιστηριακές αγορές διεθνώς. Στην ανάκαμψη των χρηματιστηρίων διεθνώς συνέβαλε η ενίσχυση της διάθεσης των επενδυτών για ανάληψη κινδύνου, ενώ για την *εγχώρια* χρηματιστηριακή αγορά επιπρόσθετα συνετέλεσαν η ανθεκτικότητα των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης λόγω του ότι τα θεμελιώδη μεγέθη τους παραμένουν κατά βάση υγιή, αλλά και η ηπιότερη εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ. Θετικά επίσης συνετέλεσε η αυξημένη δραστηριότητα στο ΧΑ των επενδυτών εξωτερικού, οι οποίοι τον Απρίλιο του 2009 εμφάνισαν, για πρώτη φορά μετά τον Ιούλιο του 2008, καθαρή εισροή κεφαλαίων, αλλά και των εγχώριων επενδυτών. Ως αποτέλεσμα των εξελίξεων αυτών, ο ΓΔΧΑ διαμορφώθηκε στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2009 σε επίπεδο κατά 49% υψηλότερο από ό,τι στο τέλος του 2008. Βεβαίως, καθώς το μέσο επίπεδο των τιμών των μετοχών (δηλαδή του ΓΔΧΑ) κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2009 ήταν χαμηλότερο κατά 46% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008, καταγράφηκε ταυτόχρονα και υποχώρηση της μέσης ημερήσιας αξίας των συναλλαγών κατά 47%.

Η σταθερότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος διαφυλάχθηκε, αλλά οι επισφάλειες συνεχίζουν να αυξάνονται και γι' αυτό απαιτείται διαρκής επαγρύπνηση

Το πρώτο εξάμηνο του 2009 το ελληνικό τραπεζικό σύστημα αντιμετώπισε σημαντικές προκλήσεις, οι οποίες ωστόσο δεν διατάραξαν τη σταθερότητά του. Μάλιστα η σταδιακή ομα-

λοποίηση των συνθηκών στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων από το Μάρτιο του 2009 και η αξιοποίηση των μέτρων του Ν. 3723/2008 συνέβαλαν στην ενίσχυση της ανθεκτικότητας του τραπεζικού συστήματος. Η εκτιμώμενη ωστόσο μείωση της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα και στις χώρες της ΝΑ Ευρώπης όπου δραστηριοποιούνται ελληνικές τράπεζες απαιτεί διαρκή επαγρύπνηση, καθώς επηρεάζει την ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου και την κερδοφορία των τραπεζών. Δεδομένου ότι, σε συνθήκες στασιμότητας ή μόνο μικρής πτώσης του ΑΕΠ, οι επισφάλειες αυξήθηκαν αισθητά το πρώτο εξάμηνο και αναμένεται περαιτέρω αύξησή τους μέχρι το τέλος του 2009, είναι ενδεχόμενο, σε περίπτωση που οι ρυθμοί ανάπτυξης είναι χαμηλοί το 2010 και το 2011, να παραμείνει αυξητική η τάση του ποσοστού των επισφαλειών, με αρνητικές επιπτώσεις για την κερδοφορία των τραπεζών. Μια τέτοια εξέλιξη θα οδηγούσε στην ανάγκη να προβούν οι τράπεζες σε αυξήσεις κεφαλαίου. Σε κάθε περίπτωση, ενόψει και των αλλαγών στο εποπτικό πλαίσιο, η Τράπεζα της Ελλάδος θα ασκήσει ακόμη πιο παρεμβατικά την εποπτική της λειτουργία.

Ειδικότερα, η περαιτέρω επιδείνωση που εμφάνισε ο πραγματικός τομέας της οικονομίας στην Ελλάδα, αλλά και τις άλλες χώρες στις οποίες δραστηριοποιούνται οι ελληνικές τράπεζες, επηρέασε αρνητικά τη χρηματοοικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Η εξέλιξη αυτή είχε αποτέλεσμα την αύξηση του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων στην Ελλάδα σε 6,8% στο τέλος του α′ εξαμήνου 2009 από 5% στο τέλος του 2008. Αρνητική εξέλιξη αποτελεί και η μείωση του ποσοστού κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από συσσωρευμένες προβλέψεις (Ιούνιος 2009: 41,1%, Δεκέμβριος 2008: 48,9%). Παρότι οι ελληνικές τράπεζες κατέχουν σημαντικές εγγυήσεις και εμπράγματες εξασφαλίσεις, οι οποίες δεν λαμβάνονται υπόψη στον υπολογισμό του ανωτέρω δείκτη, η συνεχής μείωσή του πρέπει να συνεκτιμάται με τη δέουσα βαρύτητα στη διαμόρφωση της πολιτικής προβλέψεων των τραπεζών. Αύξηση εμφάνισε και η έκθεση σε κίνδυνο αγοράς, λόγω των αυξημένων τοποθετήσεων των ελληνικών τραπεζών σε ομολογιακούς τίτλους. Ωστόσο, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι οι κεφαλαιακές απαιτήσεις για τον κίνδυνο αγοράς εξακολουθούν να αποτελούν μόνο μικρό μέρος των συνολικών κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Σε αντίθεση με τους ανωτέρω κινδύνους, μείωση εμφάνισε ο κίνδυνος ρευστότητας. Ο λόγος χορηγήσεων προς καταθέσεις των ελληνικών τραπεζών και των ομίλων τους βελτιώθηκε στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2009 σε σύγκριση με το τέλος του προηγούμενου έτους (τράπεζες: 104,1% στο τέλος Ιουνίου του 2009 έναντι 108,4% στο τέλος Δεκεμβρίου του 2008, τραπεζικοί όμιλοι: 111,7% έναντι 115,1%) και παρέμεινε σε επίπεδο σημαντικά χαμηλότερο από το μέσο όρο των τραπεζών της ΕΕ-27 (2008: 121,5%). Το επίπεδο των εποπτικών δεικτών ρευστότητας των τραπεζών διατηρήθηκε πάνω από τα ελάχιστα απαιτούμενα όρια και εμφάνισε οριακή περαιτέρω βελτίωση. Στη μείωση του κινδύνου ρευστότητας συνέβαλαν η αξιοποίηση των μέτρων ενίσχυσης της ρευστότητας βάσει του Ν. 3723/2008, η αύξηση των καταθέσεων, η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης, η σταδιακή ομαλοποίηση των συνθηκών στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων από το β′ τρίμηνο του 2009 και η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς τις ελληνικές τράπεζες.

Η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών και των ομίλων τους υποχώρησε σημαντικά το α′ εξάμηνο του 2009 σε σύγκριση με το α′ εξάμηνο του 2008, κυρίως λόγω του υπερδιπλασιασμού των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο και δευτερευόντως λόγω της μείωσης των καθαρών εσόδων από τόκους και προμήθειες. Αντίθετα, στην κερδοφορία συνέβαλαν θετικά τα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις και από το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο, καθώς και η σχετικά συγκρατημένη άνοδος των λειτουργικών εξόδων. Υποχώρηση εμφάνισαν και οι βασικοί δείκτες απο-

δοτικότητας. Έτσι, το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο μειώθηκε. Επίσης, σημαντικά μειώθηκε η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων και του ενεργητικού σε σύγκριση με το α′ εξάμηνο του 2008.

Αντίθετα, αξιόλογη βελτίωση παρατηρήθηκε στους Δείκτες Κεφαλαιακής Επάρκειας και Βασικών Κεφαλαίων, η οποία οφείλεται στη σημαντική αύξηση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών λόγω της έκδοσης προνομιούχων μετοχών που διατέθηκαν στο Ελληνικό Δημόσιο βάσει του Ν. 3723/2008, αλλά και λόγω της επιτυχούς ολοκλήρωσης των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου ορισμένων τραπεζών. Το σταθμισμένο ως προς τον κίνδυνο ενεργητικό παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο, καθώς η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης συνέβαλε στη συγκράτηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων για τον πιστωτικό κίνδυνο.

Όσον αφορά την πορεία υλοποίησης του Ν. 3723/2008, έχουν αξιοποιηθεί σε υψηλό βαθμό τα μέτρα της κεφαλαιακής ενίσχυσης (3,8 δισεκ. ευρώ από τα προβλεπόμενα 5 δισεκ. ευρώ) και της παροχής ρευστότητας μέσω της έκδοσης ειδικών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (4,5 δισεκ. ευρώ από τα προβλεπόμενα 8 δισεκ. ευρώ). Αντίθετα, έχει χρησιμοποιηθεί μικρό μόνο μέρος του ποσού που προβλεπόταν για εγγυήσεις δανείων των τραπεζών (3 δισεκ. ευρώ από τα 15 δισεκ. ευρώ), αφενός λόγω του σχετικά υψηλού για τις τράπεζες κόστους του μέτρου αυτού και αφετέρου λόγω της σταδιακής αποκατάστασης της λειτουργίας των αγορών χρήματος και κεφαλαίων στη ζώνη του ευρώ. Από το συνολικό ποσό των 28 δισεκ. ευρώ που προβλέπει ο Ν. 3723/2008 έχουν αξιοποιηθεί τα 11,3 δισεκ. ευρώ. Το ποσοστό αξιοποίησης στην Ελλάδα (40%) είναι ουσιαστικά ίδιο με εκείνο στη ζώνη του ευρώ (43%) και στην ΕΕ-27 (40%). Υπενθυμίζεται εξάλλου ότι το ποσό των 28 δισεκ. ευρώ αντιστοιχούσε στο 11,7% του ΑΕΠ του 2008, δηλαδή σε ποσοστό χαμηλότερο του αντίστοιχου μέσου όρου για τη ζώνη του ευρώ (26,5%) και την ΕΕ-27 (23%) το ίδιο έτος.

7 ΟΙ ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Όπως αναφέρθηκε στην εισαγωγή του παρόντος κεφαλαίου, επείγει η κατάρτιση και η άμεση έναρξη εφαρμογής ενός αξιόπιστου μεσοπρόθεσμου σχεδίου που θα περιλαμβάνει τολμηρές αλλά αναγκαίες μεταρρυθμίσεις. *Πρώτη προτεραιότητα πρέπει να δοθεί στη δημοσιονομική εξυγίανση, σε συνδυασμό αφενός με ανακατανομή των δημόσιων δαπανών υπέρ εκείνων που έχουν το μεγαλύτερο αναπτυξιακό αποτέλεσμα και συμβάλλουν στη στήριξη των πιο ευάλωτων κοινωνικών ομάδων και αφετέρου με διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις μηδενικού ή χαμηλού δημοσιονομικού κόστους που μπορούν άμεσα να τονώσουν τις αναπτυξιακές προοπτικές.* Η υιοθέτηση ενός αξιόπιστου μεσοπρόθεσμου σχεδίου είναι απαραίτητη ώστε, μεταξύ άλλων, να αποφευχθεί ο φαύλος κύκλος αύξησης του χρέους και επιδείνωσης των προσδοκιών των αγορών για τη δημοσιονομική θέση της χώρας.

Η δημοσιονομική εξυγίανση είναι επιτακτικά αναγκαία προκειμένου να μην τελματωθούν οι οικονομικές προοπτικές της χώρας

Τα σημερινά υψηλά επίπεδα του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους, και η επαναξιολόγηση των κινδύνων από τους επενδυτές στις διεθνείς αγορές καθιστούν επιτακτικά αναγκαία την ταχεία και αποφασιστική διόρθωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων προκειμένου να μειωθεί σημαντικά το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες για οικονομίες με εξαιρετικά υψηλό δημόσιο χρέος (π.χ. άνω του 100% του ΑΕΠ), τυχόν άσκηση επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής (πέραν, βεβαίως, της λειτουργίας των αυτόματων δημοσιονομικών σταθεροποιητών) σε περιόδους κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας καθίσταται πλήρως αναποτελεσματική. Αυτό συμβαίνει διότι οι αγορές θεωρούν ότι, υπό τις συνθήκες αυτές, η διεύρυνση του δημοσιονομικού ελλείμματος και

η περαιτέρω αύξηση του δημόσιου χρέους αντανακλούν αδυναμία ελέγχου των δημοσιονομικών εξελίξεων και ότι επομένως η δημοσιονομική κατάσταση δεν είναι διατηρήσιμη. Ως συνέπεια, οι αγορές απαιτούν υψηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου, με αποτέλεσμα το κόστος δανεισμού να αυξάνεται περαιτέρω και να δυσχεραίνεται η αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου χρέους. Η Ελλάδα, της οποίας το χρέος κατά ένα μεγάλο μέρος του διακρατείται από διεθνείς επενδυτές, είναι εκτεθειμένη στους κινδύνους από μια αιφνίδια μεταβολή της συμπεριφοράς αυτών των επενδυτών. Για χώρες λοιπόν με εξαιρετικά υψηλό χρέος, πολλές έρευνες έχουν δείξει ότι η άσκηση συσταλτικής δημοσιονομικής πολιτικής, που συνεπάγεται μείωση του ελλείμματος και του χρέους, συντελεί σε βελτίωση των προσδοκιών για τη μελλοντική δημοσιονομική θέση και μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας.[21]

Η δημοσιονομική προσαρμογή επίσης επιβάλλεται από τις δημογραφικές εξελίξεις και προοπτικές, οι οποίες είναι ιδιαίτερα δυσμενείς για την Ελλάδα και θα εντείνουν σοβαρά τις δημοσιονομικές πιέσεις μετά το 2015. Καθώς αυτές οι μελλοντικές εξελίξεις αναμένεται να έχουν δραματική επίπτωση στο δημόσιο χρέος, ανεξάρτητα από την παρούσα κρίση, καθίσταται απολύτως αναγκαία η δημοσιονομική προσαρμογή και η αναμόρφωση του ασφαλιστικού συστήματος. Μια πρόσφατα δημοσιευμένη μελέτη του ΔΝΤ αποκαλύπτει ποιο είναι το πλήρες μέγεθος του δημοσιονομικού προβλήματος της χώρας (α) αν θεωρηθούν δεδομένες οι δημογραφικές τάσεις και οι διαφαινόμενες για το μέλλον επιπτώσεις τους και (β) αν δεν υπάρξουν γενναίες αποφάσεις στο χώρο της δημοσιονομικής και της διαρθρωτικής πολιτικής. Το συμπέρασμα είναι ότι υπάρχει επιτακτική ανάγκη για ουσιώδη δημοσιονομική εξυγίανση και για προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που αυξάνουν το δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης και αντιμετωπίζουν αποτελεσματικά τις επιπτώσεις από τη γήρανση του πληθυσμού.[22]

Απαιτείται να επιτευχθούν μεγάλα πρωτογενή πλεονάσματα για να μειωθεί ουσιαστικά το δημόσιο χρέος σε λογικό βάθος χρόνου

Ο περιορισμός των δημοσιονομικών ανισορροπιών και η μείωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ κάτω από την τιμή αναφοράς της Συνθήκης του Μάαστριχτ (60%) θα απαιτήσουν μεγάλη δημοσιονομική προσπάθεια. Με βάση ενδεικτικούς υπολογισμούς, η επίτευξη του στόχου αυτού σε εύλογο χρονικό διάστημα, π.χ. εντός 10 ετών, θα απαιτούσε

21 Βλ. IMF Staff Position Note "Fiscal implications of the global economic and financial crisis", 9.6.2009. Επίσης, (α) A. Alesina and R. Perroti, "Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries", *Economic Policy*, XXI, 1995, σελ. 205-48, (β) "Reducing Budget Deficits" στο *Swedish Economic Policy Review*, 3, 1996, σελ. 113-34, και (γ) C.J. McDermott and R.F. Wescott, "An Empirical Analysis of Fiscal Adjustments", *IMF Staff Paper*, No 4, Vol. 43, Δεκέμβριος 1996, σελ. 726-27. Τα συμπεράσματα αυτά επιβεβαιώνονται και σε πρόσφατη μελέτη των W. Koehler-Toeglhofer and M. Zagler, "Public Debt Dynamics During Different Fiscal Policy Regimes", σελ. 24 (παρουσιάστηκε στο συνέδριο με θέμα το δημόσιο χρέος, που διοργάνωσε η Τράπεζα της Ιταλίας στην Περούτζια στις 1-3 Απριλίου 2004).

22 Στη μελέτη αυτή (IMF, Greece-Selected Issues, chapter II: "A Fiscal Early Warning System Based on the Comprehensive Public Sector Balance Sheet", Αύγουστος 2009), το ΔΝΤ παρουσιάζει μια πληρέστερη μεθοδολογία όσον αφορά τις μελλοντικές δημοσιονομικές υποχρεώσεις της χώρας. Συγκεκριμένα, υιοθετεί μια προσέγγιση ισολογισμού του δημόσιου τομέα (public sector balance sheet approach) και υπολογίζει την τρέχουσα καθαρή θέση (ΚΘ) του δημόσιου τομέα βάσει εκτιμήσεων των στοιχείων ενεργητικού (assets), παθητικού (liabilities) και του καθαρού αποθέματος πάγιου κεφαλαίου (net capital stock). Στη συνέχεια, η μελέτη του ΔΝΤ, βασιζόμενη σε ένα μακροχρόνιο (έως το 2060) μακροοικονομικό και δημοσιονομικό σενάριο (όπου λαμβάνεται υπόψη μεταξύ άλλων και η επίπτωση από τη γήρανση του πληθυσμού), υπολογίζει την καθαρή παρούσα αξία (ΚΠΑ) των μελλοντικών πρωτογενών πλεονασμάτων/ελλειμμάτων. Η προκύπτουσα ΚΠΑ αντανακλά τη συσσώρευση στοιχείων ενεργητικού και παθητικού που απορρέει από τις τρέχουσες δημοσιονομικές και διαρθρωτικές πολιτικές και τις επιδράσεις της αναμενόμενης γήρανσης του πληθυσμού. Προσθέτοντας την τρέχουσα ΚΘ και την ΚΠΑ των μελλοντικών πρωτογενών πλεονασμάτων/ ελλειμμάτων, το ΔΝΤ υπολογίζει τη συνολική καθαρή θέση του δημόσιου τομέα της χώρας (ΣΚΘ – comprehensive net worth) και την κατ' έτος μεταβολή της στο μέλλον. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, το 2008 η τρέχουσα ΚΘ υπολογίζεται σε -21,9% του ΑΕΠ, η ΚΠΑ των μελλοντικών πρωτογενών ελλειμμάτων ανέρχεται σε -373,2% του ΑΕΠ και το άθροισμα των δύο, δηλαδή η ΣΚΘ, σε -395,1% του ΑΕΠ. Με δεδομένες τις τρέχουσες δημοσιονομικές και διαθρωτικές πολιτικές και βάσει των προβλέψεων του ΔΝΤ για την οικονομική ανάπτυξη, εκτιμάται ότι το 2014 η τρέχουσα ΚΘ θα φθάσει σε -53,8% του ΑΕΠ, η ΚΠΑ των μελλοντικών πρωτογενών ελλειμμάτων σε -480,2% του ΑΕΠ, και η ΣΚΘ σε -533,9% του ΑΕΠ. Με άλλα λόγια, ενώ το εθνικολογιστικό δημόσιο χρέος (οι καταγεγραμμένες υποχρεώσεις) έφθασε στο 99,2% του ΑΕΠ το 2008 (σύμφωνα με τα προσφάτως αναθεωρημένα στοιχεία), εάν ληφθούν επίσης υπόψη και οι μελλοντικές δημοσιονομικές επιπτώσεις των τρεχουσών πολιτικών το πραγματικό συνολικό χρεωστικό βάρος (καταγεγραμμένο και μη) του Ελληνικού Δημοσίου το 2008 ήταν 395,1% του ΑΕΠ. Και, εάν οι κατευθύνσεις της δημοσιονομικής και της διαρθρωτικής πολιτικής δεν μεταβληθούν, σε πέντε χρόνια από σήμερα το βάρος αυτό θα έχει διογκωθεί στο 533,9% του ΑΕΠ. Πρέπει βεβαίως να σημειωθεί ότι η εφαρμογή της μεθόδου αυτής δίνει ανάλογα αποτελέσματα και για άλλες χώρες.

μεγάλα πρωτογενή πλεονάσματα, της τάξεως του 5,5-6,5% του ΑΕΠ ετησίως, με βάση την υπόθεση ότι οι ρυθμοί ανάπτυξης θα είναι χαμηλοί και ότι τα επιτόκια δανεισμού του Δημοσίου θα παραμείνουν στα σημερινά επίπεδα ή ενδεχομένως θα αυξηθούν (για λόγους που ήδη αναφέρθηκαν).[23] Επομένως, το δημοσιονομικό πρόγραμμα θα πρέπει να είναι συμβατό με την επίτευξη μεγάλων πρωτογενών πλεονασμάτων σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Σε κάθε περίπτωση, οι στόχοι για το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2010 και τα αμέσως επόμενα έτη θα πρέπει να συνεπάγονται μεγάλη μείωση στο "διαρθρωτικό" έλλειμμα (το οποίο προκύπτει αφού αφαιρεθούν οι κυκλικές και προσωρινές επιδράσεις στα έσοδα και τις δαπάνες). Λαμβάνοντας υπόψη την επικίνδυνη δυναμική του δημόσιου χρέους, όπως ήδη διαμορφώθηκε. *η δημοσιονομική προσαρμογή θα πρέπει να έχει στόχο τη μείωση του "διαρθρωτικού" δημοσιονομικού ελλείμματος κατά 1,5-2% του ΑΕΠ ετησίως,* δηλαδή αισθητά περισσότερο από το 0,5% του ΑΕΠ ετησίως που κατ' ελάχιστον προβλέπει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης ή το 1% του ΑΕΠ που κατ' ελάχιστον κρίνεται σκόπιμο για χώρες με υψηλό έλλειμμα και χρέος. Επίσης, όπως προαναφέρθηκε, *θα απαιτηθεί μεγαλύτερη προσπάθεια (δηλαδή συνολική μείωση του διαρθρωτικού ελλείματος κατά 4-5 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ) τη διετία 2010-2011.*

Το απαιτούμενο πολυετές σχέδιο δημοσιονομικής εξυγίανσης πρέπει να καταρτιστεί και να δημοσιοποιηθεί το συντομότερο δυνατόν, ώστε οι αγορές να γνωρίζουν εξαρχής τι προτίθενται να κάνουν (και πώς) οι ελληνικές αρχές αμέσως μετά την έξοδο της οικονομίας από την ύφεση. *Έχει ουσιώδη σημασία να μεταδοθεί στις αγορές το μήνυμα ότι η Ελλάδα παραμένει προσηλωμένη στο μεσοπρόθεσμο στόχο της ισχυρής δημοσιονομικής θέσης,* όπως άλλωστε προβλέπεται και από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. *Αυτό θα ενισχύσει την αξιοπιστία της χώρας στις διεθνείς αγορές και θα δημιουργήσει θετικές προσδοκίες.* Όπως διαπιστώνεται σε πρόσφατη μελέτη του ΟΟΣΑ,[24] ακόμη και *τυχόν αβάσιμες προσδοκίες* για αύξηση του δημόσιου χρέους μιας χώρας συμβάλλουν στην αύξηση της διαφοράς των αποδόσεων μεταξύ των ομολόγων αυτής της χώρας και των αντίστοιχων γερμανικών τίτλων (ομολόγων αναφοράς). Είναι επίσης χαρακτηριστικό ότι η Γερμανία, η χώρα της οποίας οι κρατικοί τίτλοι θεωρούνται "ασφαλές καταφύγιο" για τους επενδυτές, την άνοιξη του 2009 ενσωμάτωσε στο σύνταγμά της αυστηρές διατάξεις όσον αφορά το ύψος του ετήσιου δημόσιου δανεισμού καθώς και το χρόνο αποπληρωμής του δημόσιου χρέους.[25] Με τον τρόπο αυτό, επιδιώκεται να δημιουργηθούν οι "σωστές" προσδοκίες στις αγορές ότι η Γερμανία, αμέσως μετά τη λήξη της κρίσης, θα συνεχίσει τη συνετή δημοσιονομική πολιτική της. Οι αρνητικές επιπτώσεις για την ελληνική οικονομία από τα υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα και το υψηλό δημόσιο χρέος αναλύονται διεξοδικά στο Παράρτημα του Κεφαλαίου V.

Η δημοσιονομική προσαρμογή πρέπει να συνοδευθεί από ανακατανομή των δαπανών, ώστε, μεταξύ άλλων, να στηριχθούν οι πιο ευάλωτες κοινωνικές ομάδες, και από διαρθρωτικά μέτρα μηδενικού δημοσιονομικού κόστους, που θα ευνοήσουν την ανάπτυξη

Ταυτόχρονα, η δημοσιονομική προσαρμογή πρέπει να προχωρήσει προσεκτικά, προκειμένου αφενός να μη θιγούν οι πιο ευάλωτες κοινωνικές ομάδες που ήδη πλήττονται από την κρίση και αφετέρου να διασφαλιστούν ευνοϊκές συνθήκες για την επιχειρηματική δραστηριότητα και την ανάκαμψη της οικονομίας. Μια δημοσιονομική προσαρμογή τέτοιας κλίμακας είναι εφικτή αν βελτιωθεί η αποτελεσματικότητα του φορολογικού συστήματος, συλληφθεί μέρος της τεράστιας φοροδιαφυγής και ταυτόχρονα περισταλεί η σπατάλη και αυξηθεί η αποτελεσματικότητα των

23 Συγκεκριμένα, υποτέθηκε ότι ο ρυθμός αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ θα είναι μόνο 3,5% και ότι το μέσο επιτόκιο δανεισμού του Δημοσίου θα είναι 4,5% έως 5,5%.

24 Βλ. υποσημείωση 20 πιο πάνω.

25 Kremer J. and D. Stegarescu, "New budgetary rules for Germany: On the role of forecasting errors regarding cyclically adjusted tax revenue", Ιούνιος 2009. Η εργασία αυτή παρουσιάστηκε σε συνέδριο που οργανώθηκε από την ΕΚΤ (Ομάδα Εργασίας Δημόσιων Οικονομικών) στην Κύπρο στις 3.7.2009.

δημόσιων πόρων με ορθολογική κατανομή των δαπανών.

Θετική συμβολή στην ανάπτυξη θα έχει επίσης η ταχεία προώθηση μεταρρυθμίσεων που, ενώ δεν έχουν δημοσιονομικό κόστος, συντελούν άμεσα σε βελτίωση της παραγωγικότητας, όπως είναι η μείωση της γραφειοκρατίας, η πάταξη της διαφθοράς και η ενίσχυση των συνθηκών ανταγωνισμού. Το Σχέδιο Ανάκαμψης της Ευρωπαϊκής Οικονομίας, το οποίο υιοθετήθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο το Δεκέμβριο του 2008 και αφορά όλες τις χώρες-μέλη της ΕΕ, περιλαμβάνει 10 κατευθύνσεις για διαρθρωτικές παρεμβάσεις άμεσης απόδοσης (σε ορίζοντα διετίας) που μπορούν να στηρίξουν τη ζήτηση και να ενισχύσουν την ανθεκτικότητα των οικονομιών. Οι κατευθύνσεις αυτές έχουν μείζονα σημασία για την Ελλάδα.

Η κατάλληλα ισορροπημένη αλλά και σθεναρή δημοσιονομική εξυγίανση θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη στις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της οικονομίας, αποκαθιστώντας έτσι το κλίμα αισιοδοξίας που είναι απαραίτητο για τον ορθολογικό διαχρονικό προγραμματισμό της κατανάλωσης και την ανάληψη μακρόπνοων επενδυτικών πρωτοβουλιών. Ταυτόχρονα, θα περιορίσει το κόστος δανεισμού του Δημοσίου (επηρεάζοντας και το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων) και τις εκταμιεύσεις για την εξυπηρέτηση του χρέους, εξοικονομώντας έτσι πόρους που είναι τελείως απαραίτητοι για τη στήριξη των πιο ευάλωτων κοινωνικών ομάδων και την προώθηση των παραγωγικών δημόσιων επενδύσεων. Παράλληλα, *οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις ταχείας απόδοσης, οι οποίες βελτιώνουν τη συνολική παραγωγικότητα και αυξάνουν το δυνητικό προϊόν της οικονομίας, θα αμβλύνουν τις επιπτώσεις της κρίσης, θα επισπεύσουν την έναρξη της ανάκαμψης, θα ενισχύσουν το ρυθμό της και θα επιμηκύνουν τη διάρκειά της. Τόσο η αποσόβηση του δημοσιονομικού αδιεξόδου όσο και η "πυροδότηση" του διαρθρωτικού αναπροσανατολισμού αποτελούν κλειδιά για τη δρομολόγηση του πολυετούς σχεδίου προσαρμογής που έχει ανάγκη η ελληνική οικονομία.*

Βασικές κατευθύνσεις ενός πολυετούς σχεδίου δημοσιονομικής εξυγίανσης

Η οικονομική κρίση ανέδειξε τις χρόνιες διαρθρωτικές δημοσιονομικές αδυναμίες και ανισορροπίες, όπως είναι η πλήρης ανεπάρκεια των μηχανισμών συλλογής φόρων και εισφορών και η εκτεταμένη φοροδιαφυγή, η αδυναμία ελέγχου των δημόσιων δαπανών, σε συνδυασμό με την αναποτελεσματική και αδιαφανή λειτουργία των δημόσιων υπηρεσιών, και τα προβλήματα βιωσιμότητας που αντιμετωπίζει το ασφαλιστικό σύστημα της χώρας. Οι αδυναμίες αυτές έχουν συμβάλει στη δημιουργία υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων επί μακρές περιόδους, οι οποίες μόνο προσωρινά διακόπηκαν από ημιτελείς προσπάθειες δημοσιονομικής εξυγίανσης, με αποτέλεσμα τη συσσώρευση ενός εξαιρετικά υψηλού δημόσιου χρέους. Επιπλέον, το χρέος δεν αποτυπώνει πλήρως το μέγεθος του δημοσιονομικού προβλήματος, καθώς δεν περιλαμβάνει τη μελλοντική δημοσιονομική επιβάρυνση από τη γήρανση του πληθυσμού, η οποία θα είναι ιδιαίτερα μεγάλη στην περίπτωση της Ελλάδος. Ακόμη, στο χρέος δεν περιλαμβάνονται οι εγγυήσεις δανείων από το Δημόσιο, ούτε οι εκκρεμείς οφειλές του Δημοσίου προς τρίτους (όπως ήδη αναφέρθηκε).

Η προσπάθεια αποκλιμάκωσης του υψηλού δημόσιου χρέους θα απαιτήσει επιτάχυνση της δημοσιονομικής προσαρμογής τα επόμενα χρόνια. Εξαιτίας της οικονομικής κρίσης και του ενδεχομένου να είναι βραδεία ή να καθυστερήσει η αναθέρμανση της οικονομίας, ο ουσιαστικός περιορισμός του χρέους δεν θα καταστεί δυνατόν αυτή τη φορά να προέλθει από μια ευνοϊκή σχέση ανάμεσα στα πραγματικά επιτόκια και το ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ. Συνεπώς, ένας ουσιαστικός περιορισμός του δημόσιου χρέους μπορεί να προέλθει μόνο από τη δημιουργία υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων. *Σύμφωνα με τη διεθνή εμπειρία, η δημοσιονομική προσαρμογή που βασίζεται κατά κύριο λόγο στον περιορισμό και εξορθολογισμό των δαπανών έχει περισσότερες πιθανότητες να επιτύχει και να οδηγήσει σε επιτάχυνση της ανάπτυξης.*

Αυτό οφείλεται στο ότι μια τέτοια πολιτική συνεπάγεται αποτελεσματικότερη αξιοποίηση των δημόσιων πόρων, επιτρέπει χαμηλότερη φορολογική επιβάρυνση που ενθαρρύνει την επιχειρηματικότητα και την προσφορά εργασίας (υπό την προϋπόθεση ότι συρρικνώνει τη φοροδιαφυγή και διευρύνει τη φορολογική βάση) και ενισχύει συνολικά την αξιοπιστία των μεσοπρόθεσμων δημοσιονομικών στοχεύσεων. Αντιθέτως, όταν η έμφαση δίνεται κυρίως στην πλευρά των εσόδων, οι πιθανότητες επιτυχίας είναι μειωμένες, καθώς οι ιδιώτες, προσβλέποντας σε αύξηση της φορολογικής τους επιβάρυνσης, τείνουν να περιορίζουν τις δαπάνες τους, ενώ ενδέχεται επίσης η πολιτική αυτή να έχει δυσμενείς επιδράσεις στην παραγωγικότητα, εξαιτίας των στρεβλώσεων που προκαλεί στα οικονομικά κίνητρα και τη διεθνή ανταγωνιστικότητα.

Στην περίοδο προ της κρίσης, σημαντικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις σε πολλές χώρες (π.χ. Φινλανδία, Ιρλανδία, Ολλανδία κ.ά.) περιόρισαν τις δημόσιες καταναλωτικές δαπάνες και τις μεταβιβαστικές πληρωμές, δημιουργώντας έτσι σημαντικά πρωτογενή πλεονάσματα, τα οποία κατέστησαν εφικτή τη δραστική αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους.[26] Πιο πρόσφατα, είναι χρήσιμο να αντιπαραβάλει κανείς τις εξελίξεις στην Ελλάδα με εκείνες στην Ιρλανδία. Σύμφωνα με το ΔΝΤ,[27] η ιρλανδική οικονομία βρίσκεται σε ύφεση από το 2008, όταν το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 3,0% και το έλλειμμα έφθασε στο 7,3% του ΑΕΠ. Οι αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης αναμένεται να συνεχιστούν εφέτος και το 2010 (-7,5% και -2,5%, αντίστοιχα), ενώ το έλλειμμα αναμένεται να αυξηθεί στο 12,1% του ΑΕΠ εφέτος και στο 13,3% του ΑΕΠ το 2010. Μολονότι στην Ιρλανδία η οικονομική κρίση είναι πολύ σοβαρότερη από ό,τι στην Ελλάδα, η ιρλανδική κυβέρνηση προχώρησε στη σύνταξη συμπληρωματικού προϋπολογισμού τον Απρίλιο του 2009 με στόχο τον περιορισμό των δαπανών (περιλαμβανομένων των δαπανών προσωπικού, που μειώθηκαν κατά 10%) και την αύξηση της φορολογίας, έτσι ώστε να συγκρατηθεί το δημοσιονομικό έλλειμμα. Η αποφασιστική στάση των ιρλανδικών αρχών και η κοινωνική συναίνεση που επιτεύχθηκε, όσον αφορά την αναγκαιότητα της δημοσιονομικής εξυγίανσης ακόμη και υπό εξαιρετικά αντίξοες οικονομικές συνθήκες, αποτελούν ιδιαίτερα διδακτικό παράδειγμα.

Λαμβανομένων υπόψη των ανωτέρω, *στην Ελλάδα η δημοσιονομική προσαρμογή θα ήταν σκόπιμο να προέλθει περίπου κατά τα δύο τρίτα από την πλευρά των δαπανών και κατά το ένα τρίτο από την πλευρά των εσόδων (δηλαδή από την αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής και τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης).* Επίσης, δεδομένου ότι η διόγκωση του δημοσιονομικού ελλείμματος στην Ελλάδα είναι δυσανάλογα μεγάλη σε σχέση με την κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας, γεγονός που επιβεβαιώνει την επενέργεια ισχυρών διαρθρωτικών παραγόντων, είναι φανερό ότι *η απαιτούμενη δημοσιονομική εξυγίανση θα πρέπει να περιλαμβάνει σθεναρές παρεμβάσεις διαρθρωτικού χαρακτήρα.*

Το φαινόμενο της σπάταλης διαχείρισης των δημόσιων πόρων είναι διάχυτο στον ευρύτερο δημόσιο τομέα – Η έκταση της φοροδιαφυγής είναι επίσης μεγάλη και διευρυνόμενη

Ειδικότερα όσον αφορά την τάξη μεγέθους της σπατάλης δημόσιων πόρων και της φοροδιαφυγής, ενδεικτικά αναφέρονται τα εξής:

- Σύμφωνα με ερευνητική εργασία που είχε δημοσιεύσει η ΕΚΤ το 2003, στη χώρα μας η *ίδια* ποσότητα και ποιότητα δημόσιων αγαθών και υπηρεσιών η οποία παρέχεται σήμερα θα μπορούσε να εξασφαλιστεί με κρατικές δαπάνες *μικρότερες* σχεδόν κατά 30%.[28] Με βάση την παραδοχή ότι το ποσοστό αυτό εξακολουθεί να ισχύει, η εν λόγω εξοικονόμηση θα

26 Το δημόσιο χρέος της Ιρλανδίας μειώθηκε κατά 69,2 εκατ. μονάδες του ΑΕΠ από το 1994 ως το 2006, το δημόσιο χρέος της Ολλανδίας μειώθηκε κατά 32,9 εκατ. μονάδες από το 1994 ως το 2007 και το δημόσιο χρέος της Φινλανδίας μειώθηκε κατά 24,4 εκατ. μονάδες του ΑΕΠ από το 1995 ως το 2008 (ΕΚΤ, *Monthly Bulletin*, Σεπτέμβριος 2009, Box 10, "Experience with government debt reduction in euro area countries").

27 IMF, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2009.

28 Βλ. A. Afonso, L. Schuknecht and V. Tanzi, "Public sector efficiency: an international comparison", ECB Working Paper No. 242, Ιούλιος 2003, σελ. 20-22.

αντιστοιχούσε σήμερα σε μείωση των πρωτογενών δαπανών του Κρατικού Προϋπολογισμού κατά 18 δισεκ. ευρώ.

• Παλαιότερη μελέτη είχε εκτιμήσει ότι το 1997 το ύψος της φοροδιαφυγής (των "μη καταβαλλόμενων φόρων") έφθανε στο 14,6% του ΑΕΠ ή στο 60% περίπου των φορολογικών εσόδων του τακτικού προϋπολογισμού.[29] Άλλες μελέτες έχουν υπολογίσει ότι η φοροδιαφυγή στον ΦΠΑ είναι της τάξεως του 38%[30] και στους άμεσους φόρους της τάξεως του 26%.[31] Με βάση την απλουστευτική παραδοχή ότι τα ποσοστά αυτά εξακολουθούν να ισχύουν, η *πλήρης* σύλληψη της φοροδιαφυγής θα απέδιδε ένα ποσό που θα κυμαινόταν μεταξύ 13 και 35 δισεκ. ευρώ.

Εάν λοιπόν επιδιωχθεί και επιτευχθεί εξάλειψη της σπατάλης και της φοροδιαφυγής σταδιακά εντός 10 ετών, το κατά προσέγγιση υπολογιζόμενο δημοσιονομικό όφελος θα ήταν της τάξεως των 3 έως 5 δισεκ. ευρώ ή 1,2% έως 2,2% του ΑΕΠ *ετησίως*.

Απαιτούνται πρωτίστως συγκράτηση των δημόσιων δαπανών και αύξηση της αποτελεσματικότητάς τους

Η διεθνής αλλά και η ελληνική εμπειρία δείχνει ότι η πιθανότητα η δημοσιονομική προσαρμογή να είναι διατηρήσιμη αυξάνεται όταν στηρίζεται σε μόνιμου χαρακτήρα συγκράτηση των πρωτογενών δαπανών και αύξηση της αποτελεσματικότητάς τους, ιδίως των δαπανών προσωπικού (κυρίως μέσω του περιορισμού των νέων προσλήψεων) και των δαπανών για μεταβιβαστικές πληρωμές. Αντίθετα, η συγκράτηση των δαπανών που επιτυγχάνεται με τη μείωση των πληρωμών για τόκους (π.χ. μέσω χρηματοοικονομικών πράξεων που ουσιαστικά αναβάλλουν την πληρωμή τόκων) είναι προσωρινή και ευκόλως αναστρέψιμη. *Ταυτόχρονα, επιβάλλεται και η αναδιάρθρωση των δημόσιων δαπανών υπέρ των κατηγοριών εκείνων που προάγουν την οικονομική ανάπτυξη, όπως είναι οι δαπάνες για την παιδεία, την "έρευνα και ανάπτυξη" και τη δημιουργία υποδομών.* Τα τελευταία χρόνια οι δαπάνες αυτές και ιδίως οι δαπάνες για δημόσιες επενδύσεις έχουν υποχωρήσει ως ποσοστό του ΑΕΠ. *Η αναδιάρθρωση αυτή θα βελτιώσει την "ποιότητα" των δημόσιων οικονομικών.* Τα ευρήματα της πλέον πρόσφατης έρευνας για την ποιότητα των δημόσιων οικονομικών στην ΕΕ παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την Ελλάδα. Συγκεκριμένα, η Ελλάδα κατατάσσεται στην τελευταία θέση (27η) όσον αφορά την εν γένει σύνθεση των δαπανών της, στην 24η θέση όσον αφορά τις δαπάνες για έρευνα και τεχνολογία (R & D) και στην 21η θέση όσον αφορά τις δαπάνες για εκπαίδευση. Η "ποιότητα" δηλαδή των δημόσιων οικονομικών στην Ελλάδα είναι από τις χαμηλότερες στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Υπάρχουν λοιπόν μεγάλα περιθώρια, αλλά και επιτακτική ανάγκη, για σημαντική συγκράτηση των δημόσιων δαπανών καθώς και για αναδιάρθρωσή τους με στόχο τη βελτίωση της "ποιότητας" των δημόσιων οικονομικών στην Ελλάδα.[32]

Όπως έχει τονιστεί σε προηγούμενες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ένα πολύ χρήσιμο μέτρο για τον αποτελεσματικό έλεγχο των κρατικών δαπανών είναι η καθιέρωση αριθμητικών δημοσιονομικών κανόνων (κατά προτίμηση με νόμο αυξημένης τυπικής ισχύος) όσον αφορά το ύψος (είτε σε απόλυτους όρους ή σε σχέση με το ΑΕΠ) ή τον ετήσιο ρυθμό αύξησης των δημόσιων δαπανών. Η Ελλάδα είναι η μόνη χώρα της ΕΕ που δεν έχει θεσπίσει τέτοιους εθνικούς κανόνες, ο ρόλος των οποίων είναι να λειτουργούν συμπληρωματικά και να ενισχύουν τους αντίστοιχους κανόνες της Συνθήκης του Μάαστριχτ και του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Η αποτελεσματικότητα των κανόνων αυτών συνδέεται άμεσα με τη διαφάνεια. Οι δημοσιονομικές μεταβλητές-στόχοι πρέπει να

29 Ν. Τάτσος, *Παραοικονομία και Φοροδιαφυγή στην Ελλάδα*, ΙΟΒΕ και Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 94.
30 Κ. Κανελλόπουλος, Ι. Κουσουλάκος και Β. Ράπανος, *Παραοικονομία και φοροδιαφυγή: Μετρήσεις και οικονομικές επιπτώσεις*, ΚΕΠΕ, Έκθεση υπ' αριθ. 15, 1995.
31 Matsaganis, M. and M. Flevotomou (2009), "Distributional implications of income tax evasion: the case of Greece", Athens University of Economics and Business, υπό δημοσίευση.
32 Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Public Finances in EMU – 2009*, Ιούνιος 2009, σελ. 71-86.

προσδιορίζονται επακριβώς, η εξέλιξή τους να παρακολουθείται συστηματικά και το αποτέλεσμα να είναι μετρήσιμο. Οι κανόνες πρέπει να θεωρούνται μόνιμοι και να καλύπτουν όλες τις συνιστώσες της γενικής κυβέρνησης (π.χ. Δημόσιο, νοσοκομεία, οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης, πανεπιστήμια κ.λπ.) και όχι μόνο την κεντρική κυβέρνηση, ενώ οι ετήσιοι στόχοι πρέπει να συνδέονται με αντίστοιχους μεσοπρόθεσμους στόχους. Επίσης, η ύπαρξη του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των κανόνων θεωρείται κρίσιμης σημασίας. Μέτρα που εμπίπτουν σ' αυτή την περίπτωση είναι π.χ. η κατάρτιση πολυετών προϋπολογισμών, η καθιέρωση συστήματος αξιολόγησης της αποτελεσματικότητας των δαπανών κατά την κατάρτιση του προϋπολογισμού (π.χ. προϋπολογισμός μηδενικής βάσης), η έγκαιρη κατάρτιση και κατάθεση στη Βουλή του προϋπολογισμού συνοδευόμενου από λεπτομερείς κατά "κωδικό" πληροφορίες, η δόμηση του προϋπολογισμού κατά έργο και η κατάρτιση και τομεακών προϋπολογισμών, ώστε να καλύπτονται όλα τα επιμέρους υποσύνολα της γενικής κυβέρνησης (ασφαλιστικοί οργανισμοί, ΟΤΑ, δημόσια νοσοκομεία, πανεπιστήμια κ.λπ.).[33] Όσον αφορά τους ΟΤΑ, οι οποίοι την τελευταία δεκαπενταετία παρουσιάζουν υψηλά και αυξανόμενα ελλείμματα, ενδείκνυται να καταρτιστεί και στη χώρα μας ένα "εσωτερικό σύμφωνο σταθερότητας και ανάπτυξης" μεταξύ κεντρικής κυβέρνησης και τοπικής αυτοδιοίκησης και παράλληλα να δημιουργηθούν αποτελεσματικοί ελεγκτικοί μηχανισμοί. Η διεθνής εμπειρία έχει επίσης αναδείξει την ανάγκη για ανεξάρτητους φορείς (όπως ερευνητικά κέντρα, ινστιτούτα, "δημοσιονομικά συμβούλια" κ.λπ.) που θα αξιολογούν τις δημοσιονομικές επιδόσεις και την ασκούμενη δημοσιονομική πολιτική σε μια χώρα.[34]

Είναι απαραίτητο να ενισχυθεί ουσιαστικά η αποτελεσματικότητα του φορολογικού συστήματος και να βρεθεί στο επίκεντρο η προσπάθεια ανασυγκρότησης του φοροεισπρακτικού μηχανισμού

Παράλληλα με τη συγκράτηση των δαπανών πρέπει να καταβληθεί κάθε δυνατή προσπάθεια ενίσχυσης της αποτελεσματικότητας του φορολογικού συστήματος και αύξησης των φορολογικών εσόδων μέσω (α) βελτίωσης του φοροεισπρακτικού μηχανισμού ώστε να περιοριστεί η φοροδιαφυγή και (β) κατάργησης αδικαιολόγητων φοροαπαλλαγών και άλλων ειδικών ρυθμίσεων προκειμένου να διευρυνθεί η φορολογική βάση. *Στο βαθμό που αυτά θα επιτευχθούν, θα καταστεί δυνατή η σταδιακή μείωση των φορολογικών συντελεστών, ώστε μεταξύ άλλων να αντιμετωπιστεί και ο έντονος φορολογικός ανταγωνισμός από άλλες χώρες.*

Σύμφωνα με τις ενδείξεις, η φοροδιαφυγή σημείωσε μεγάλη έξαρση τους τελευταίους δέκα περίπου μήνες, παρά τα μέτρα που είχαν θεσπιστεί[35] για τον περιορισμό της τον Αύγουστο του 2007 και στις αρχές του 2008. Η εξέλιξη αυτή μόνο εν μέρει οφείλεται στη δυσμενή οικονομική συγκυρία. Ανεξάρτητα πάντως από οποιαδήποτε συγκυριακή έξαρση, η φοροδιαφυγή στην Ελλάδα έχει διαρθρωτικό χαρακτήρα και έχει λάβει διαστάσεις που επηρεάζουν αρνητικά τη δίκαιη κατανομή των βαρών και την αποτελεσματική κατανομή των πόρων. Επίτευξη διατηρήσιμης δημοσιονομικής προσαρμογής δεν μπορεί να προσδοκάται χωρίς σημαντικό περιορισμό της φοροδιαφυγής. Εξάλλου, η φοροδιαφυγή επιτείνει τις υφιστάμενες εισοδηματικές ανισότητες και καθιστά αναγκαία τη χρήση υψηλών (ονομαστικών) φορολογικών συντελεστών, οι οποίοι επιδρούν αρνητικά στην ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων και υπηρεσιών, ενώ παράλληλα οδηγούν σε ακόμη μεγαλύτερη τάση για φοροδιαφυγή. Οι αδικίες του φορολογικού συστήματος μεγεθύνονται όταν επι-

33 Βλ. και Βασίλης Ράπανος, "Σύνταξη και εκτέλεση του κρατικού προϋπολογισμού: ευρωπαϊκή εμπειρία και η ελληνική πραγματικότητα", ΙΟΒΕ, Νοέμβριος 2007.

34 Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Public Finances in EMU – 2006*, σελ. 122-168. Επίσης, ΕΚΤ, *Monthly Bulletin*, Σεπτέμβριος 2009, Box 9, "Domestic fiscal rules and institutions as a complement to the EU fiscal framework", σελ. 84.

35 Το καλοκαίρι του 2007 θεσπίστηκαν μέτρα για την αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής (Ν. 3610/2007), που απέβλεπαν κυρίως στην παροχή κινήτρων στους καταναλωτές να ζητούν αποδείξεις, ιδίως από μικρομεσαίες επιχειρήσεις του τομέα των υπηρεσιών. Επίσης, στις 15 Φεβρουαρίου 2008 εξομοιώθηκε ο φορολογικός συντελεστής του πετρελαίου θέρμανσης με εκείνον του πετρελαίου κίνησης, προκειμένου να περιοριστεί η φοροδιαφυγή στον ειδικό φόρο κατανάλωσης πετρελαιοειδών.

βάλλονται έκτακτες φορολογικές επιβαρύνσεις (π.χ. έκτακτη εισφορά) με βάση το δηλούμενο εισόδημα ή όταν ανακοινώνονται αμνηστίες. Είναι π.χ. βάσιμη η ευρέως διαδεδομένη η αντίληψη ότι οι μισθωτοί και οι συνταξιούχοι καταβάλλουν το μεγαλύτερο μέρος *και* των έκτακτων εισφορών.[36] Ο περιορισμός λοιπόν της φοροδιαφυγής επιβάλλεται όχι μόνο για προσωρινούς δημοσιονομικούς λόγους, αλλά κυρίως για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας και την αποκατάσταση του αισθήματος δικαιοσύνης μεταξύ των φορολογουμένων.

Η εκτεταμένη φοροδιαφυγή στην Ελλάδα αποτελεί την πλέον έκδηλη απόδειξη της κακής λειτουργίας και της ανεπάρκειας του φοροεισπρακτικού μηχανισμού. Γι' αυτό, *στο επίκεντρο κάθε προσπάθειας περιορισμού της φοροδιαφυγής πρέπει να βρίσκεται η ανασυγκρότηση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού,* η οποία μπορεί να στηριχθεί από περαιτέρω πρόοδο στη μηχανοργάνωση, την απλοποίηση των φορολογικών διατάξεων και την ουσιαστική βελτίωση των τεκμηρίων (σε συνδυασμό με ακόμη αυστηρότερες ποινές για τη φοροδιαφυγή), καθώς και από την αποτελεσματική αντιμετώπιση της διαφθοράς. Ο φοροεισπρακτικός μηχανισμός αποτελεί το μοναδικό συνδετικό κρίκο ανάμεσα στη φορολογική βάση και τη φορολογική νομοθεσία αφενός και τα φορολογικά έσοδα αφετέρου. Αν και οι βελτιώσεις στη φορολογική νομοθεσία είναι δυνατόν να διευκολύνουν το έργο των φορολογικών αρχών, εντούτοις δεν μπορούν να υποκαταστήσουν ένα αποτελεσματικό φοροεισπρακτικό μηχανισμό.

Οι συνθήκες που επικρατούν στην Ελλάδα τα τελευταία 60 περίπου χρόνια είναι ιδιαίτερα ευνοϊκές για την ανάπτυξη της φοροδιαφυγής. Η πιθανότητα σύλληψης της φοροδιαφυγής είναι εξαιρετικά μικρή και τα τελευταία 30 χρόνια βαίνει μειούμενη. Η συνεχής προσφυγή σε μέτρα όπως "η περαίωση των φορολογικών υποθέσεων με ευνοϊκούς όρους για τους φορολογούμενους" ή "η είσπραξη ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο με ευνοϊκούς όρους για τους φορολογούμενους" μειώνει δραματικά ή μηδενίζει τις νομοθετημένες χρηματικές ποινές, δημιουργεί προσδοκίες στους φορολογικά μη ενήμερους πολίτες για ακόμη ευνοϊκότερες ρυθμίσεις στο μέλλον και δίνει την εντύπωση στις φορολογικές αρχές ότι ματαίως αναζητούν τους φοροφυγάδες.

Επιπλέον, και άλλοι παράγοντες διευκολύνουν την εμφάνιση και εξάπλωση της φοροδιαφυγής στην Ελλάδα. Η εντύπωση των φορολογουμένων ότι οι φόροι που καταβάλλουν δεν αξιοποιούνται ορθά από την πολιτεία, η πολυπλοκότητα και ασάφεια των φορολογικών διατάξεων και, κυρίως, η αίσθηση ότι το φορολογικό βάρος δεν κατανέμεται δίκαια παρέχουν τα "επιχειρήματα" στους φορολογουμένους για να φοροδιαφεύγουν. Στην Ελλάδα δηλαδή υπάρχουν όλες οι προϋποθέσεις για την ύπαρξη εκτεταμένης φοροδιαφυγής.

Η αναμόρφωση του ασφαλιστικού συστήματος πρέπει να προχωρήσει με τολμηρά βήματα

Μακροπρόθεσμα, οι αρνητικές δημοσιονομικές επιπτώσεις από τη γήρανση του πληθυσμού αποτελούν το σημαντικότερο ίσως διαρθρωτικό πρόβλημα. Σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (EU Ageing Working Group),[37] οι μελλοντικές υποχρεώσεις της Ελλάδος από τη γήρανση του πληθυσμού θα αυξηθούν κατά 15,9 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ από το 2007 έως το 2060, ενώ για τις 25 χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που συμμετείχαν στη μελέτη η μέση επιπλέον επιβάρυνση είναι 4,7 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Επομένως, οποιαδήποτε προσπάθεια για επίτευξη διατηρήσιμης δημοσιονομικής προσαρμογής προϋποθέτει την έγκαιρη και ουσιαστική αντιμετώπιση αυτού του διαρθρωτικού προβλήματος.

36 Θα ήταν πολύ ενδιαφέρον π.χ. να διερευνηθεί πόσοι από τους 128.000 φορολογουμένους που κατέβαλαν εφέτος την έκτακτη εισφορά είναι ταυτόχρονα και ιδιοκτήτες των ακριβών και μεγάλου κυβισμού αυτοκινήτων (πάνω από 2,5 λίτρα), τα οποία πλησιάζουν τις 500.000 σε αριθμό, όπως και πόσοι από αυτούς είναι μισθωτοί και συνταξιούχοι.

37 "The 2009 Ageing Report: economic and budgetary projections for the EU-27 member states (2008-2060)", *European Economy,* αρ. 2, 2009 (Μάιος).

Σε σχέση με άλλες χώρες της Ένωσης όμως, στην Ελλάδα έχει μάλλον καθυστερήσει μια ολοκληρωμένη και μακρόπνοη ασφαλιστική μεταρρύθμιση.

Ο τελευταίος ασφαλιστικός νόμος (Ν. 3655/2008) αφορούσε κυρίως την αντιμετώπιση του προβλήματος του κατακερματισμού του συστήματος συντάξεων, μέσω της ενοποίησης μεγάλου αριθμού ασφαλιστικών ταμείων, και αποτέλεσε ένα θετικό βήμα στην κατεύθυνση της αναμόρφωσης του συστήματος, αν και παραμένουν πολλά προβλήματα προς επίλυση, ακόμη και στον οργανωτικό τομέα. Με το νόμο αυτό επιδιώχθηκε η μείωση του υψηλού διοικητικού κόστους, η δημιουργία συνθηκών για αποτελεσματική αξιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων των ασφαλιστικών ταμείων και η απλοποίηση της δαιδαλώδους ασφαλιστικής νομοθεσίας. Επίσης επιδιώχθηκε να περιοριστεί το φαινόμενο της πρόωρης συνταξιοδότησης, καθώς αυξήθηκαν τα όρια ηλικίας ειδικών κατηγοριών ασφαλισμένων, τα οποία βαθμιαία θα προσεγγίσουν τα προβλεπόμενα από τις γενικές διατάξεις όρια.[38] Εκκρεμεί όμως το θέμα του επανακαθορισμού των ομάδων εργαζομένων που θα εμπίπτουν στα βαρέα και ανθυγιεινά επαγγέλματα, καθώς και του καθορισμού των ορίων ηλικίας γι' αυτές τις ομάδες. Η πρόωρη συνταξιοδότηση μείωνε σε κάποιο βαθμό την ήδη χαμηλή ανταποδοτικότητα του συστήματος και στερούσε εισφορές από τα ασφαλιστικά ταμεία, ενώ παράλληλα τα επιβάρυνε με την καταβολή των συντάξεων στους πρόωρα συνταξιοδοτούμενους. Όμως, η ενίσχυση της ανταποδοτικότητας που επιτυγχάνεται από την περιστολή των πρόωρων συνταξιοδοτήσεων είναι οριακή σε σχέση και με το μέγεθος του προβλήματος.

Ιδιαίτερη σημασία για την Ελλάδα έχει το ότι η ενίσχυση της ανταποδοτικότητας αποθαρρύνει και περιορίζει την εισφοροδιαφυγή, η οποία φαίνεται ότι έχει λάβει μεγάλες διαστάσεις (όπως και η φοροδιαφυγή). Σε ένα ανταποδοτικό σύστημα οι ασφαλισμένοι έχουν ισχυρά κίνητρα να φροντίζουν για την καταβολή των εισφορών τόσο του εργαζομένου όσο και του εργοδότη.

Η ανάγκη να αντιμετωπιστεί εγκαίρως η αναμενόμενη επιβάρυνση του προϋπολογισμού λόγω της γήρανσης του πληθυσμού και να μειωθεί ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ έχει αποκτήσει πρόσφατα και μια νέα διάσταση, εν όψει της επικείμενης εφαρμογής της απόφασης που είχε λάβει το Συμβούλιο της ΕΕ στις 9.10.2007. Σύμφωνα με την απόφαση αυτή, οι "έμμεσες υποχρεώσεις" ("implicit liabilities") του προϋπολογισμού θα ενσωματωθούν στο μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό στόχο της κάθε χώρας, ο οποίος περιλαμβάνεται κάθε χρόνο στο αντίστοιχο ΕΠΣΑ. Πρόκειται κυρίως για τις υποχρεώσεις του ασφαλιστικού συστήματος, που είναι από τη φύση τους μακροχρόνιες. Στο πλαίσιο αυτό, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει επεξεργαστεί έναν τρόπο αξιολόγησης του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου και της διατηρησιμότητας της δημοσιονομικής θέσης ο οποίος θα λαμβάνει ρητώς υπόψη: (α) το ύψος του δημόσιου χρέους, (β) την ένταση της προσπάθειας μείωσης του δημόσιου χρέους και (γ) το εκτιμώμενο ύψος των μελλοντικών υποχρεώσεων του προϋπολογισμού για δαπάνες συντάξεων και υγείας. Για την αντιμετώπιση των δημοσιονομικών επιπτώσεων από τη γήρανση του πληθυσμού, η απόφαση προβλέπει τη δημιουργία αποθεματικού από τώρα έως το 2030 περίπου, το οποίο θα καλύπτει ένα τμήμα των μελλοντικών υποχρεώσεων.[39] Μια πρώτη πιλοτική εφαρμογή του νέου τρόπου αξιολόγησης από την Επιτροπή[40] (πριν από την επιδείνωση των δημοσιονομικών μεγεθών λόγω της κρίσης) έδειξε ότι *η Ελλάδα, που έχει το δεύτερο μεγαλύτερο χρέος και τις υψηλότερες αναμενόμενες αυξήσεις των δαπανών για συντάξεις στην ΕΕ-27, θα πρέπει να έχει και τον πλέον φιλόδοξο μεσοπρόθεσμο στόχο από όλες τις άλλες*

38 Σημειώνεται όμως ότι η απόφαση για πρόωρη συνταξιοδότηση εξαρτάται όχι μόνο από τα όρια ηλικίας, αλλά και από τον ελάχιστο χρόνο που απαιτείται για τη θεμελίωση του συνταξιοδοτικού δικαιώματος, καθώς και από το ύψος της "μειωμένης" σύνταξης.

39 Βλ. European Commission C-2/D(2008), *Incorporating implicit liabilities into the medium-term budgetary objectives (MTO): A new proposal*, Βρυξέλλες, 12.6.2008.

40 Ό.π. σελ. 3.

χώρες της ΕΕ για να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Σύμφωνα με την απόφαση του Συμβουλίου, η ενσωμάτωση των έμμεσων υποχρεώσεων του προϋπολογισμού θα αρχίσει το Δεκέμβριο του 2009 με την υποβολή του ΕΠΣΑ 2009-2012.

Επείγει η εφαρμογή σειράς διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για να ενισχυθούν οι παραγωγικές δυνατότητες της οικονομίας και η απασχόληση

Η οικονομική κρίση, πέρα από τις άμεσες επιπτώσεις που έχει όσον αφορά τη μείωση του ΑΕΠ και του κατά κεφαλήν εισοδήματος, θα έχει και μεσοπρόθεσμες αρνητικές συνέπειες στο ρυθμό μεταβολής του δυνητικού προϊόντος μιας οικονομίας, λόγω της απαξίωσης του υπάρχοντος πάγιου κεφαλαίου (π.χ. εξαιτίας της παύσης της δραστηριότητας ορισμένων επιχειρήσεων), της επιβράδυνσης του ρυθμού συσσώρευσης κεφαλαίου (εξαιτίας της αυξημένης αβεβαιότητας και της ανόδου του κόστους του κεφαλαίου), της μείωσης του ποσοστού απασχόλησης (μεταξύ άλλων, εξαιτίας της μόνιμης απόσυρσης ορισμένων ατόμων από την αγορά εργασίας) κ.λπ.[41] Η μείωση του ρυθμού ανόδου του δυνητικού προϊόντος θα περιόριζε τη δυνατότητα να *αποφευχθεί* η εκδήλωση υπερβάλλουσας ζήτησης (θετικού "παραγωγικού κενού") και επομένως πληθωριστικών πιέσεων σε μια οικονομία, καθιστώντας δυσκολότερο το έργο της νομισματικής πολιτικής όσον αφορά τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών.

Στην περίπτωση της Ελλάδος, ο συνδυασμός της μείωσης του ρυθμού ανόδου του δυνητικού προϊόντος με τη διατήρηση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης σε υψηλά επίπεδα, το ήδη μεγάλο, πριν από την έναρξη της κρίσης, δημόσιο χρέος και τις αναμενόμενες επιπτώσεις από τις δημογραφικές εξελίξεις (μείωση του ποσοστού του ενεργού πληθυσμού ηλικίας 15-64 ετών στο συνολικό πληθυσμό) καθιστά επιτακτικότερη την ανάγκη για διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις.

Το ζητούμενο είναι η υιοθέτηση μέτρων οικονομικής πολιτικής που θα βελτιώσουν την αντα-πόκριση της προσφοράς στις μεταβολές της ζήτησης και στις συνεχείς τεχνολογικές προκλήσεις. Η επιτυχία των μέτρων θα εξαρτηθεί από τη συνεπή εφαρμογή τους και —δεδομένου ότι τα οφέλη γίνονται ορατά μόνο μεσοπρόθεσμα— από τη διαμόρφωση συναίνεσης ως προς την αναγκαιότητά τους. Η αντίληψη (αλλά και η πρακτική) ότι στο κράτος ανήκει ο ρόλος του "διασώστη" και τα συχνά παραδείγματα *μη τήρησης* των νόμων που θεσπίζονται (λόγω πιέσεων από ομάδες συμφερόντων) υποδηλώνουν ότι δεν πρέπει να θεωρείται δεδομένη η επιτυχία ορισμένων μέτρων απλώς και μόνο επειδή νομοθετήθηκαν.

Τα οφέλη από τις απαιτούμενες αλλαγές θα είναι η μεσοπρόθεσμη αύξηση του ρυθμού ανόδου του δυνητικού προϊόντος και επομένως των θέσεων εργασίας. Θα υπάρξουν όμως και βραχυχρόνια οφέλη, π.χ. η βελτίωση των όρων δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου[42] αλλά και των επιχειρήσεων.

Όπως ήδη αναφέρθηκε, η σημερινή συγκυρία είναι κατάλληλη για την προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Στο επίπεδο της επιχείρησης, η οικονομική κρίση αποτελεί περίσταση που ευνοεί την εισαγωγή καινοτομιών, καθώς είναι χαμηλό το κόστος ευκαιρίας. Για το σύνολο της οικονομίας, το κόστος από τη *μη* υιοθέτηση μεταρρυθμίσεων θα είναι πολύ υψηλότερο μεσοπρόθεσμα.

Οι αγκυλώσεις της ελληνικής οικονομίας αντανακλώνται καθαρά στις περιορισμένες μεταβολές της σύνθεσης της οικονομικής δρα-

41 Βλ. και IMF, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2009, Κεφάλαιο 4. Επίσης: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, "Economic crisis in Europe: causes, consequences and responses", *European Economy*, 7/2009 (provisional version), 25.9.2009, σελ. 24-34. Στη μελέτη αυτή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής γίνεται η εκτίμηση ότι ο ετήσιος δυνητικός ρυθμός ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ μπορεί να μειωθεί λόγω της κρίσης από 2% σε 1-1,5% το 2009-2013, ενώ στην Ελλάδα μπορεί να μειωθεί από 3,5% περίπου την περίοδο 1999-2008 σε λιγότερο από 2% την περίοδο 2009-2013.

42 Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη του ΟΟΣΑ (βλ. υποσημείωση 20), οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν σημαντικά έναντι των γερμανικών κρατικών ομολόγων τον τελευταίο χρόνο και μάλιστα περισσότερο από ό,τι άλλων χωρών με παρόμοιο λόγο δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ, εξαιτίας της αναμενόμενης μεσοπρόθεσμα επιβάρυνσης του χρέους από τις κοινωνικοασφαλιστικές υποχρεώσεις του κράτους. Επομένως, η προώθηση διαρθρωτικών μέτρων θα μπορούσε να οδηγήσει σε μείωση των αποδόσεων, άρα και του κόστους δανεισμού.

στηριότητας και στη συνεχή διόγκωση του δημόσιου τομέα. Είναι χαρακτηριστικό ότι τα μερίδια απασχόλησης επιμέρους κλάδων της μεταποίησης δεν έχουν μεταβληθεί σημαντικά σε σύγκριση με τις αρχές της δεκαετίας του 1990. Παρότι ορισμένες δραστηριότητες φθίνουν, ως αποτέλεσμα μεταξύ άλλων των τεχνολογικών εξελίξεων και της παγκοσμιοποίησης, η αντίσταση στην παύση μη βιώσιμων δραστηριοτήτων και η ύπαρξη εμποδίων στην ίδρυση νέων επιχειρήσεων δεν δημιουργούν τις προϋποθέσεις για ουσιαστικές μεταβολές στη σύνθεση της οικονομικής δραστηριότητας. Επίσης, όπως προαναφέρθηκε, η εκτεταμένη φοροδιαφυγή – στο βαθμό που είναι ευχερέστερη σε ορισμένες δραστηριότητες (κατά κανόνα του τομέα των υπηρεσιών) – ευνοεί τη σταδιακή μετατόπιση πόρων προς τομείς μη διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων. Εξάλλου, *η προσπάθεια διατήρησης θέσεων εργασίας σε επιχειρήσεις ακόμη και όταν οι προοπτικές για υγιή ανάκαμψη της δραστηριότητάς τους είναι ισχνές μπορεί φαινομενικά να στηρίζει βραχυπρόθεσμα την απασχόληση, αλλά μεσοπρόθεσμα καταδικάζει σε μαρασμό τις μονάδες αυτές και κατ' επέκταση τις γεωγραφικές περιοχές στις οποίες βρίσκονται. Η αμφίβολης σκοπιμότητας δημιουργία θέσεων στο δημόσιο τομέα απλώς συγκαλύπτει το πρόβλημα της περιορισμένης δημιουργίας θέσεων απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα. Εξάλλου, τα περιθώρια περαιτέρω γιγάντωσης του κρατικού τομέα έχουν προ πολλού ξεπεραστεί.*

Πρέπει να παγιωθούν συνθήκες που θα ευνοούν τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων, την αύξηση των εξαγωγών, την εισροή ξένων άμεσων επενδύσεων και τη δημιουργία θέσεων εργασίας στον ιδιωτικό τομέα

Η θεμελίωση συνθηκών που ευνοούν τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων ή την επέκταση ήδη υπαρχουσών θα διευκολύνει τις επιβαλλόμενες από τις εξελίξεις αλλαγές στη σύνθεση της οικονομικής δραστηριότητας. Πρέπει επομένως *να δοθεί μεγάλη έμφαση στην εξάλειψη των εμποδίων που περιορίζουν τον ανταγωνισμό, καθώς και τη μετακίνηση των κεφαλαίων και της εργασίας από φθίνοντες κλάδους και επιχειρήσεις προς τομείς με υψηλή προστιθέμενη αξία.* Μόνο έτσι είναι δυνατόν να διατηρηθούν αλλά και να αυξηθούν τα εισοδήματα από την εργασία και την υγιή επιχειρηματικότητα σε διεθνώς ανταγωνιστικούς κλάδους και να μειωθεί η διαρθρωτική ανεργία.

Τόσο οι διαδικασίες όσο και το κόστος για την ίδρυση επιχειρήσεων είναι στην Ελλάδα επαχθέστερα από ό,τι σε πολλές χώρες της ΕΕ.[43] Επίσης, η έναρξη επιτηδεύματος σε αρκετά επαγγέλματα απαιτεί χρονοβόρες γραφειοκρατικές διαδικασίες. Το κόστος και ο χρόνος που απαιτούνται για την επίλυση διαφορών μεταξύ εμπορικών επιχειρήσεων και την παύση δραστηριοτήτων επίσης λειτουργούν ανασταλτικά για την επιχειρηματική δραστηριότητα. Αξίζει να σημειωθεί ότι η διαδικασία της πτώχευσης στην Ελλάδα συνεπάγεται – λόγω του κατακερματισμού της επιχείρησης στον οποίο οδηγεί συχνά η πτώχευση (η επιχείρηση δεν μεταβιβάζεται ως σύνολο, αλλά τμηματικά) – ότι οι πιστωτές ανακτούν χαμηλότερο ποσοστό της επένδυσής τους από ό,τι στις άλλες χώρες της ΕΕ-15.[44]

Τα εμπόδια αυτά όχι μόνο ασκούν αρνητική επίδραση στην εγχώρια δραστηριότητα, αλλά επίσης συνεπάγονται ότι η Ελλάδα κατατάσσεται (με βάση διάφορους διεθνείς δείκτες, όπως του ΟΟΣΑ,[45] της Παγκόσμιας Τράπε-

43 Επιπλέον, είναι σημαντικές οι επιβαρύνσεις για την ίδια τη λειτουργία των επιχειρήσεων. Το "διοικητικό κόστος" με το οποίο επιβαρύνονται οι επιχειρήσεις και οι ιδιώτες προκειμένου να ανταποκρίνονται στις βάσει νόμου υποχρεώσεις τους για παροχή πληροφοριών και στοιχείων στις αρχές και σε τρίτους είναι στην Ελλάδα το υψηλότερο στην ΕΕ: 6,8% του ΑΕΠ το 2005, έναντι 3,5% κατά μέσο όρο στην ΕΕ-25 (βλ. European Commission, "Measuring administrative costs & reducing administrative burdens in the EU", Memo/06/425, 14.11.2006, και "Action Programme for Reducing Administrative Burdens in the European Union-Commission Staff Working Document", SEC(2007)84, 24.1.2007). Εξάλλου, σύμφωνα με παλαιότερη έρευνα του ΣΕΒ, το "μετρημένο κόστος της γραφειοκρατίας" φθάνει το 1,6% της προστιθέμενης αξίας στις μεγάλες επιχειρήσεις, το 3,7% στις μεσαίες και το 7,2% στις μικρές (βλ. ΣΕΒ, "Συνοπτικά αποτελέσματα πιλοτικής έρευνας ΣΕΒ-ΙΟΒΕ", 16.6.2005).

44 Βλ. Djankov, S., O. Hart, C. McLiesh and A. Shleifer (2008), "Debt enforcement around the world", *Journal of Political Economy*, τόμος 116, αρ. 6, σελ. 1105-49.

45 Βλ. Anita Wölfl, Isabelle Wanner, Tomasz Kozluk and Giuseppe Nicoletti, "Ten years of product market reform in OECD countries – insights from a revised PMR indicator", OECD Economics Department Working Paper No 695, Απρίλιος 2009.

ζας[46] και του ΟΗΕ[47]) σε δυσμενέστερη θέση έναντι άλλων χωρών με τις οποίες ανταγωνίζεται για την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ).[48] Σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΗΕ (UNCTAD), η εισροή ΞΑΕ στην Ελλάδα την τριετία 2006-2008 αντιστοιχούσε κατά μέσο όρο στο 6,3% των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για την Ευρωπαϊκή Ένωση ως σύνολο ήταν τριπλάσιο (18,6%). Το "απόθεμα" ΞΑΕ στην Ελλάδα αντιστοιχούσε σε 17,0% του ΑΕΠ στο τέλος του 2007 και σε 10,3% στο τέλος του 2008 (κυρίως λόγω της πτώσης της αγοραίας τιμής των μετοχών), ενώ τα αντίστοιχα ποσοστά για την ΕΕ ήταν 40,9% και 35,1%.

Η έλλειψη επίκαιρων στοιχείων και ικανοποιητικής πληροφόρησης σχετικά με το *ρυθμιστικό περιβάλλον* (τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία αφορούν το 2003) είναι επίσης ιδιαίτερα επιβαρυντική όσον αφορά την προσέλκυση επενδύσεων, εφόσον δεν αποτυπώνεται επαρκώς η πρόοδος που όντως έχει συντελεστεί σε αρκετούς τομείς (π.χ. απελευθέρωση ωραρίων καταστημάτων) μετά το 2003.

Όσον αφορά το ρυθμιστικό περιβάλλον, επισημαίνεται ότι ορισμένα φαινόμενα που παρατηρήθηκαν διεθνώς στη διάρκεια της τρέχουσας κρίσης δεν συνιστούν επιχειρήματα υπέρ της αύξησης του κρατισμού, αλλά υπέρ της αποτελεσματικότερης εποπτείας των αγορών. Για παράδειγμα, η ανεπαρκής εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε ορισμένες χώρες (κυρίως λόγω του καταμερισμού της σε πολλούς φορείς και του περιορισμού του ρόλου της κεντρικής τράπεζας) απλώς σηματοδοτεί την ανάγκη για τη λειτουργία αποτελεσματικών ελεγκτικών μηχανισμών και ανεξάρτητων ρυθμιστικών αρχών (σχετικά με τις νέες διεθνείς κατευθύνσεις για την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα βλ. και Πλαίσιο ΙΙ.2).

Ορισμένες από τις διαδικασίες ίδρυσης επιχειρήσεων είναι σχεδιασμένες κατά τρόπο ώστε να μην επιβαρύνουν αναλογικά περισσότερο τις μικρές επιχειρήσεις. Άλλες δαπάνες όμως είναι ανεξάρτητες από το μέγεθος της επιχείρησης. Ταυτόχρονα, δεν υπάρχουν σήμερα κίνητρα για τη μεγέθυνση των μικρών επιχειρήσεων, παρότι η παραγωγικότητα των μεγαλύτερων επιχειρήσεων είναι σημαντικά υψηλότερη. Αντίθετα, το φορολογικό σύστημα ευνοεί την αυτοαπασχόληση και τη δημιουργία μικρών επιχειρήσεων. Σε χώρες του εξωτερικού (π.χ. στη Γαλλία), για την εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας προωθείται η δημιουργία συστάδων επιχειρήσεων (clusters).[49]

Επιπλέον, δεν υπάρχουν επαρκή κίνητρα για την ενίσχυση της "έρευνας και ανάπτυξης" και τη συνεργασία μεταξύ επιχειρήσεων αφενός και ερευνητικών και πανεπιστημιακών ιδρυμάτων αφετέρου, όπως φαίνεται από το ότι οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη είναι γύρω στο 0,7% του ΑΕΠ, ενώ ο στόχος της Στρατηγικής της Λισσαβώνας είναι 3%.

Η θετική συσχέτιση μεταξύ του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας και του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών έχει τεκμηριωθεί για τις χώρες του ΟΟΣΑ την περίοδο 2000-2007.[50] Η προώθηση των ελληνικών εξαγωγών δεν μπορεί να γίνει μόνο μέσω καλύτερου μάρκετινγκ των προϊόντων. Απαιτούνται κυρίως δράσεις για την αύξηση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων, δηλαδή βελτίωση της παραγωγικότητας και ρυθμίσεις που θα ευνοούν τη συγκράτηση των τιμών των προϊόντων. Η παροχή κινήτρων ειδικά προς εξαγωγικές επιχειρήσεις και ο περιορισμός των γραφειοκρατικών διαδικασιών που απαιτούνται για τις εξαγωγές μπορούν να διευκολύνουν προς αυτή την κατεύθυνση. Βεβαίως, στην ουσια-

46 World Bank, *Doing Business 2010* – Greece (country profile), 9.9.2009.
47 UNCTAD, *World Investment Report 2009*, 17.9.2009.
48 Η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Σλοβακία είναι οι μόνες χώρες του ΟΟΣΑ για τις οποίες τα στοιχεία για το δείκτη των ρυθμιστικών παρεμβάσεων στην επιχειρηματική δραστηριότητα και για την έκταση των ρυθμίσεων που αφορούν την έναρξη επιτηδεύματος ελεύθερων επαγγελμάτων δεν είναι διαθέσιμα στη βάση δεδομένων του ΟΟΣΑ για το 2008.
49 Potter, J. and G. Miranda (2009), *Clusters, innovation and entrepreneurship*, OECD. Βλ. επίσης: Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007*, Απρίλιος 2008, σελ. 46.
50 Βλ. και Kierzenkowski, R. (2008), "The challenge of restoring French competitiveness", OECD Economics Department Working Paper No. 720.

στική ενίσχυση του εξαγωγικού προσανατολισμού της ελληνικής οικονομίας υπό τις σημερινές, ιδιαίτερα ανταγωνιστικές, συνθήκες της παγκοσμιοποίησης μπορεί καίρια να συμβάλει η αλλαγή στη σύνθεση της παραγωγής, με στόχο την αύξηση του μεριδίου των προϊόντων υψηλής προστιθέμενης αξίας (που με τη σειρά της θα συνεπαγόταν και υψηλές αμοιβές της εργασίας).

Η απελευθέρωση των κλειστών επαγγελμάτων, με την εφαρμογή και στην Ελλάδα της κοινοτικής Οδηγίας 2006/123/ΕΚ, αναμένεται να ενισχύσει τον ανταγωνισμό και να αποφέρει οφέλη σε όλους τους πολίτες που χρησιμοποιούν τις υπηρεσίες αυτών των επαγγελματιών. Υπάρχουν εκτιμήσεις ότι το κόστος των κλειστών επαγγελμάτων είναι υψηλό για την οικονομία, καθώς και εκτιμήσεις ότι η απελευθέρωση θα οδηγήσει σε αύξηση της απασχόλησης.[51] Η εφαρμογή της οδηγίας αυτής και από άλλα κράτη-μέλη διευρύνει τις προοπτικές δραστηριοποίησης και ελληνικών εταιριών παροχής υπηρεσιών σε αυτές τις χώρες.

Η διαχείριση των πόρων του Εθνικού Στρατηγικού Πλαισίου Αναφοράς (ΕΣΠΑ) πρέπει να γίνει αποτελεσματικότερη και οι πόροι να διοχετεύονται σε παραγωγικούς και όχι καταναλωτικούς σκοπούς. Η διάθεση των πόρων π.χ. για κάλυψη μισθολογικών δαπανών δεν δημιουργεί προϋποθέσεις για τη συνέχιση της δραστηριότητας μετά το πέρας των εισροών. Αυτό που πρέπει να επιδιώκεται είναι η χρηματοδότηση ενεργειών που θα μπορούν αυτοδύναμα να γεννούν δραστηριότητα στο μέλλον.

Στην αγορά εργασίας, το συστηματικά υψηλό ποσοστό ανεργίας των νέων αντανακλά την περιορισμένη δημιουργία θέσεων εργασίας στον ιδιωτικό τομέα. Η μείωση για τους νέους των εργοδοτικών εισφορών στην κοινωνική ασφάλιση, όπως γίνεται σε πολλές χώρες του ΟΟΣΑ, μπορεί να ενισχύσει την απασχόληση των νέων. Εξάλλου, οι σχετικά χαλαρότερες συνθήκες εργασίας στο δημόσιο τομέα (περιορισμένο ωράριο, περιορισμένη σύνδεση των αμοιβών με την παραγωγικότητα κ.λπ.) δημιουργούν ανισορροπίες στην προσφορά εργασίας, καθώς τα περισσότερα άτομα προσβλέπουν σε μια θέση στο δημόσιο τομέα (λόγω και του πλεονεκτήματος της μονιμότητας).

Στο δημόσιο τομέα, ο περιορισμός των προσλήψεων μόνιμου προσωπικού με ταυτόχρονη πρόσληψη ειδικευμένων συμβούλων δεν επαρκεί για να λύσει το πρόβλημα της αναποτελεσματικής λειτουργίας της δημόσιας διοίκησης. Χρειάζεται επαναπροσδιορισμός των θέσεων εργασίας στο Δημόσιο και επανεκπαίδευση των δημοσίων υπαλλήλων.[52]

Απαιτούμενες κεντρικές κατευθύνσεις των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων

Γενικότερα, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις πρέπει να έχουν κεντρική επιδίωξη τη βελτίωση της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας, την αύξηση του ποσοστού απασχόλησης, καθώς και τη δημιουργία των προϋποθέσεων για τη μόνιμη και οριστική εξυγίανση των δημόσιων οικονομικών. Επιπλέον, *οι μεταρρυθμίσεις πρέπει να στηρίζουν αποτελεσματικά μια μακροπρόθεσμα βιώσιμη ανάπτυξη που σέβεται και προστατεύει το περιβάλλον και ενισχύει την κοινωνική συνοχή.*

Όπως έχει αναφερθεί και σε προηγούμενες εκθέσεις, οι κυριότερες κατευθύνσεις πολιτικής για την επίτευξη αυτών των στόχων, οι οποίες είναι σύμφωνες και με τη Στρατηγική της Λισσαβώνας που είναι δεσμευτική για όλα τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, συνοψίζονται στα εξής: [53]

- *Εξυγίανση του δημόσιου τομέα και αύξηση της αποτελεσματικότητάς του.*

51 Βλ. Badinger, H., F. Breuss, P. Schuster and R. Sellner (2008), "Macroeconomic effects of the services directive", στο F. Breuss, G. Fink, S. Griller (επιμ.), *Services liberalisation in the internal market,* ECSA Austria Publication Series, Vol. 6, Springer, Vienna, σελ. 125-65. Επίσης, Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση, Οκτώβριος 2008,* Παράρτημα Ι Κεφαλαίου V ("Ρυθμιστικές παρεμβάσεις στη λειτουργία της ελληνικής οικονομίας και ενδείξεις για τις συνθήκες ανταγωνισμού"), σελ. 101-105.

52 Βλ. επίσης: Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007,* Απρίλιος 2008, σελ. 45.

53 Αναλυτικότερα βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2008,* Απρίλιος 2009, σελ. 49-51.

• *Ενίσχυση της παραγωγικής βάσης μέσω των επενδύσεων.*

• *Αύξηση του ποσοστού απασχόλησης και διαρκής ποιοτική αναβάθμιση του ανθρώπινου δυναμικού.*

• *Ενδυνάμωση του ανταγωνισμού σε όλες τις αγορές.*

• *Αλλαγή του σημερινού προτύπου παραγωγής και κατανάλωσης ενέργειας.*

Όσον αφορά την τελευταία κατεύθυνση, τον Ιούνιο ανακοινώθηκε[54] ότι με πρωτοβουλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος συστάθηκε Επιτροπή από διακεκριμένους επιστήμονες, στην οποία ανατέθηκε **η εκπόνηση μελέτης σχετικά με τις οικονομικές, κοινωνικές και περιβαλλοντικές επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής στην Ελλάδα**. Η Επιτροπή θα αποτιμήσει το κόστος της κλιματικής αλλαγής για την ελληνική οικονομία, το κόστος της τυχόν αδράνειας, καθώς και το κόστος των μέτρων άμβλυνσης των συνεπειών της κλιματικής αλλαγής τα οποία θα ληφθούν στο πλαίσιο των σχετικών πολιτικών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η Τράπεζα της Ελλάδος ευελπιστεί ότι τα συμπεράσματα της μελέτης θα είναι χρήσιμα όχι μόνο για αυτό καθαυτό το ζήτημα της κλιματικής αλλαγής, αλλά και για τον εμπλουτισμό και την ενίσχυση τόσο της πολιτικής εξόδου από τη σημερινή οικονομική κρίση όσο και της πολιτικής για τη θεραπεία των μονιμότερων διαρθρωτικών προβλημάτων της ελληνικής οικονομίας.

54 Βλ. δελτίο τύπου 16.6.2009, "Πρωτοβουλίες της Τράπεζας της Ελλάδος για την κλιματική αλλαγή". Για λεπτομερή ενημέρωση βλ. http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/klima/default.aspx .

II ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ[1]

Μετά την ταχεία υποχώρηση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας το τελευταίο τρίμηνο του 2008 και το πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους, υπάρχουν ενδείξεις σταθεροποίησης ή και μικρής ανόδου στις προηγμένες οικονομίες από τις αρχές του δεύτερου τριμήνου, ενώ σε ορισμένες σημαντικές αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες (π.χ. στην Κίνα) οι ρυθμοί ανάπτυξης επιταχύνονται. Η άμεση και σε σημαντικό βαθμό συντονισμένη κινητοποίηση των αρχών σε παγκόσμιο επίπεδο και στις επιμέρους οικονομίες, με τη χορήγηση ρευστότητας και τη στήριξη του χρηματοπιστωτικού τομέα και της πραγματικής οικονομίας, συνέβαλε αποφασιστικά ώστε να αποτραπεί η εξέλιξη της οικονομικής ύφεσης σε βαθιά οικονομική κρίση. Ωστόσο, η αβεβαιότητα για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας παραμένει μεγάλη, καθώς η ομαλή έξοδος από την κρίση θα απαιτήσει συντονισμό των προσπαθειών και προσεκτικές κινήσεις. Οι εκτιμήσεις και προβλέψεις διεθνών οικονομικών οργανισμών συγκλίνουν στο ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της *παγκόσμιας οικονομίας* θα είναι θετικός το δεύτερο εξάμηνο του τρέχοντος έτους και ότι θα υπάρξει σταδιακή ανάκαμψη στη διάρκεια του 2010, με κινητήρια δύναμη τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, ενώ στις προηγμένες οικονομίες αναμένεται να σημειωθούν σαφώς χαμηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης από ό,τι στις αναδυόμενες, οι οποίοι επιπλέον θα είναι αρκετά διαφοροποιημένοι μεταξύ τους. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες προβλέπεται να κινηθεί σε πολύ χαμηλά επίπεδα το τρέχον έτος σε ένα περιβάλλον οικονομικής ύφεσης και δυσμενών εξελίξεων στην αγορά εργασίας.

Η αλληλοτροφοδότηση των δυσμενών επιδράσεων μεταξύ του χρηματοπιστωτικού τομέα και της πραγματικής οικονομίας και ο ασυνήθιστα υψηλός γεωγραφικός συγχρονισμός της κρίσης δυσχεραίνουν σημαντικά την έξοδο της παγκόσμιας οικονομίας από αυτήν.

Διάγραμμα II.1 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (Ιανουάριος 2000-Σεπτέμβριος 2009)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)

Πηγές: Ζώνη του ευρώ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης. ΗΠΑ: Ομοσπονδιακή Τράπεζα ΗΠΑ, επιτόκιο-στόχος για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια. Ιαπωνία: Τράπεζα της Ιαπωνίας, επίσημο προεξοφλητικό επιτόκιο. Ην. Βασίλειο: Τράπεζα της Αγγλίας, επιτόκιο συμφωνιών επαναγοράς. Ελβετία: κεντρική τράπεζα της Ελβετίας, μέσος ορίων στόχου για το τριμηνιαίο επιτόκιο Libor.

Η ταχεία, εκτεταμένη και εν πολλοίς συντονισμένη εφαρμογή σειράς συμβατικών και μη συμβατικών μέτρων νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής απέτρεψε αφενός την κατάρρευση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, κατά την έξαρση της κρίσης το δεύτερο εξάμηνο του 2008, και αφετέρου μια ακόμη μεγαλύτερη υποχώρηση του ΑΕΠ το 2009. Ωστόσο, η τεράστια ρευστότητα στο παγκόσμιο νομισματικό σύστημα αλλά και τα εξαιρετικώς υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα που δημιουργήθηκαν λόγω των μέτρων για την αντιμετώπιση της κρίσης μπορούν να αποτελέσουν σοβαρό κίνδυνο αποσταθεροποίησης των οικονομιών σε μεσοπρόθεσμο

1 Η ανάλυση που ακολουθεί βασίζεται στις μακροοικονομικές εξελίξεις μέχρι τις αρχές Οκτωβρίου και λαμβάνει υπόψη τις πιο πρόσφατες προβλέψεις του ΔΝΤ (*World Economic Outlook*, Οκτ. 2009), του ΟΟΣΑ (*Economic Outlook*, Ιούνιος 2009, και *Interim Assessment*, 3.9.2009), της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (*Interim Economic Forecast*, 14.9.2009), των εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ (3.9.2009) και άλλα διαθέσιμα στοιχεία.

Πίνακας ΙΙ.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθμός χωρών	Μερίδιο του ΑΕΠ[1] %	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός[2] (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα[3] (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010[3]	2008	2009	2010
Παγκόσμιο σύνολο	182	100,0	3,0	-1,1	3,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1. Προηγμένες οικονομίες	*33*	*55,1*	*0,6*	*-3,4*	*1,3*	*3,4*	*0,1*	*1,1*	*-4,6*	*-10,1*	*-9,0*	*-1,3*	*-0,7*	*-0,4*
ΗΠΑ		20,6	0,4	-2,7	1,5	3,8	-0,4	1,7	-5,9	-12,5	-10,0	-4,9	-2,6	-2,2
Ιαπωνία		6,3	-0,7	-5,4	1,7	1,4	-1,1	-0,8	-5,8	-10,5	-10,2	3,2	1,9	2,0
Ην. Βασίλειο		3,2	0,7	-4,4	0,9	3,6	1,9	1,5	-5,1	-11,6	-13,2	-1,7	-2,0	-1,9
Ζώνη του ευρώ	16	15,7	0,7	-4,2	0,3	3,3	0,3	0,8	-1,8	-6,2	-6,6	-0,7	-0,7	-0,3
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	*149*	*44,9*	*6,0*	*1,7*	*5,1*	*9,3*	*5,5*	*4,9*	-	-	-	*3,9*	*2,0*	*2,8*
Κίνα		11,4	9,0	8,5	9,0	5,9	-0,1	0,6	4,2	-3,0	-2,7	9,8	7,8	8,6

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Οκτ. 2009 και ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, No 85, Ιούνιος 2009.
Σημειώσεις: Για το 2009 εκτιμήσεις και για το 2010 προβλέψεις. Σύμφωνα με την κατάταξη του ΔΝΤ: Προηγμένες οικονομίες: ΕΕ-15, η Σλοβενία και η Μάλτα, οι 4 νέες βιομηχανικές οικονομίες της Ασίας (Κορέα, Σιγκαπούρη, Ταϊβάν-Επαρχία Κίνας και Χονγκ Κονγκ-Ειδική Διοικ. Περιφέρεια) και ΗΠΑ, Ιαπωνία, Καναδάς, Αυστραλία, Ελβετία, Ισλανδία, Ισραήλ, Κύπρος, Νορβηγία, Ν. Ζηλανδία. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες: Αφρική (47), Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη (13), Κοινοπολιτεία Ανεξαρτήτων Κρατών (13 με τη Μογγολία), Αναπτυσσόμενη Ασία (23), Μέση Ανατολή (13) και Δυτικό Ημισφαίριο (32).
1 Ποσοστό % συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2008 με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (ΙΑΔ).
2 ΕνΔΤΚ για τη ζώνη του ευρώ και το Ην. Βασίλειο και ΔΤΚ για τις λοιπές περιπτώσεις.
3 Το σύνολο των προηγμένων οικονομιών αφορά τις επτά μεγαλύτερες προηγμένες οικονομίες.

ορίζοντα (βλ. "Στρατηγικές εξόδου" στο παρόν κεφάλαιο). Σε ορισμένες προηγμένες οικονομίες, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται, υπερβαίνοντας το 10% του ΑΕΠ το 2010. Τα βασικά επιτόκια των κεντρικών τραπεζών μειώθηκαν σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα στις περισσότερες μεγάλες οικονομίες το 2009 (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.1). Πολλές κεντρικές τράπεζες, αφού εξάντλησαν τα συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής υιοθετώντας επιτόκια μεταξύ 0% και 1%, προέβησαν στη λήψη μη συμβατικών μέτρων, με την πολιτική της "ποσοτικής χαλάρωσης" ("quantitative easing"), με την παροχή ρευστότητας στις τράπεζες και με την αγορά εταιρικών και κρατικών ομολόγων, προκειμένου να τονωθεί η οικονομία γενικότερα.

Το παγκόσμιο ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει κατά 1,1% το 2009, έναντι ανόδου κατά 3,0% το 2008, ενώ αναμένεται ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας το 2010 με ρυθμό 3,1% (βλ. Πίνακα ΙΙ.1). Στις προηγμένες οικονομίες το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα μειωθεί εντονότερα (-3,4%) το 2009 έναντι αύξησης 0,6% το 2008, ενώ θα ανακάμψει με ρυθμό 1,3% το 2010. Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ, παρά τη σημαντική επιβράδυνση, θα παραμείνει θετικός εφέτος (1,7%, έναντι 6,0% το 2008) και θα επιταχυνθεί σημαντικά στο 5,1% το 2010. Το παγκόσμιο εμπόριο συρρικνώθηκε σημαντικά —κυρίως στον τομέα των διαρκών καταναλωτικών και των κεφαλαιακών αγαθών— και ο όγκος του εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει κατά 11,9% το 2009, έναντι αύξησης κατά 3,0% το 2008. Η αγορά εργασίας επλήγη επίσης σοβαρά. Στις 30 χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ, το ποσοστό ανεργίας το οποίο το 2007 είχε φθάσει στο 5,6%, δηλ. το χαμηλότερο επίπεδο της τελευταίας εικοσαετίας, εκτιμάται ότι θα ανέλθει στο 8,5% το 2009 από 5,9% το 2008. Παρά τη μεγαλύτερη ευελιξία που επικρατεί στις αγορές εργασίας σε σύγκριση με προηγούμενες περιπτώσεις οικονομικών υφέσεων, εκτιμάται ότι το ποσοστό ανεργίας θα συνεχίσει να αυξάνεται και το 2010, λόγω των χρονικών υστερήσεων με τις οποίες αντιδρά συνήθως η αγορά εργασίας στις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας.

Ο πληθωρισμός και οι πληθωριστικές προσδοκίες υποχώρησαν σημαντικά το 2009, κυρίως λόγω της πτώσης των διεθνών τιμών των καυσίμων. Η μεγάλη υποχώρηση της ζήτησης και η συνακόλουθη μείωση του βαθμού χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού στις περισσότερες μεγάλες οικονομίες (π.χ. στη ζώνη του ευρώ ο σχετικός δείκτης για τη μεταποίηση διαμορφώθηκε τον Ιούλιο του 2009 στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο του 70%) επίσης συνέβαλαν στην υποχώρηση του πληθωρισμού, αλλά όχι όσο θα αναμενόταν. Αυτό ενδέχεται να οφείλεται (α) στο ότι η συνολική προσφορά και το δυνητικό προϊόν υποχώρησαν περισσότερο από όσο είχε εκτιμηθεί αρχικά, (β) στις σταθερές προσδοκίες για τη μεσοπρόθεσμη διαμόρφωση του πληθωρισμού σε χαμηλά αλλά θετικά επίπεδα (στη ζώνη του ευρώ κάτω αλλά πλησίον του 2%) και (γ) στην ύπαρξη ασυμμετρίας στην αντίδραση των τιμών και των μισθών στις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας.[2] Στις προηγμένες οικονομίες ο πληθωρισμός (με βάση τον ΔΤΚ) προβλέπεται να υποχωρήσει σημαντικά από το υψηλό επίπεδο του 2008 (3,4%) και να διαμορφωθεί σε 0,1% το 2009, ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο πληθωρισμός αναμένεται να υποχωρήσει εφέτος στο 5,5%, από 9,3% το 2008.

Σύμφωνα με το ΔΝΤ, μεταξύ των μεγαλύτερων προηγμένων οικονομιών συγκριτικά εντονότερη πτώση στην οικονομική δραστηριότητα και μείωση του ΑΕΠ αντιμετωπίζουν το 2009 η Ιαπωνία (-5,4%), το Ηνωμένο Βασίλειο (-4,4%) και η ζώνη του ευρώ (-4,2%). Στις ΗΠΑ η μείωση του ΑΕΠ προβλέπεται να είναι συγκριτικά μικρότερη, καθώς οι επιπτώσεις της κρίσης φαίνεται να μετριάζονται από τις χωρίς προηγούμενο παρεμβάσεις της οικονομικής πολιτικής και από το συγκριτικά μικρότερο άνοιγμα των ΗΠΑ στο διεθνές εμπόριο.

2 Βλ. και ΕΚΤ, *Monthly Bulletin*, Σεπτέμβριος 2009, Box 5 ("Links between economic activity and inflation in the euro area") και Box 6 ("Developments in euro area capacity utilisation and factors limiting economic activity").

Συγκεκριμένα, στις *ΗΠΑ* η προβλεπόμενη μείωση του ΑΕΠ το 2009 (-2,7%, μετά από αύξηση 0,4% το 2008) αποδίδεται κατά κύριο λόγο στη μεγάλη υποχώρηση της εγχώριας ζήτησης το πρώτο εξάμηνο του έτους, η οποία οφείλεται στην πτώση της απασχόλησης, τη μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων (κυρίως εξαιτίας των δυσμενών εξελίξεων στην αγορά ακινήτων) και την κάθετη πτώση των επενδύσεων σε κατοικίες και των επιχειρηματικών επενδύσεων (εξαιτίας της επικρατούσας αβεβαιότητας σχετικά με τις οικονομικές προοπτικές και τη συνεχιζόμενη – μολονότι ηπιότερη πλέον – πιστωτική στενότητα). Το ποσοστό ανεργίας αυξάνεται ραγδαία και εκτιμάται ότι θα ανέλθει στο 9,3% το 2009 από 5,8% το 2008, ενώ ο πληθωρισμός (με βάση τον ΔΤΚ) εκτιμάται ότι θα γίνει αρνητικός το 2009, για πρώτη φορά από το 1955 (-0,4% από 3,8% το 2008). Λόγω της βελτίωσης του εμπορικού ισοζυγίου, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ εκτιμάται ότι θα περιοριστεί περαιτέρω σημαντικά, στο 2,6% του ΑΕΠ το 2009 από 4,9% το 2008.

Στην *Ιαπωνία*, ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ προβλέπεται έντονα αρνητικός το 2009 (-5,4%), καθώς η οικονομία διέρχεται τη σοβαρότερη ύφεση μεταπολεμικά. Η μείωση του όγκου του διεθνούς εμπορίου αλλά και η ανατίμηση του γιεν από τα τέλη του 2008 είχαν δυσμενέστατες επιπτώσεις στις εξαγωγές και τις επιχειρηματικές επενδύσεις. Ο όγκος των εξαγωγών εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει κατά 32% το 2009 και ο όγκος των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου κατά 13%. Οι τρεις συμπληρωματικές δέσμες δημοσιονομικών μέτρων που εγκρίθηκαν μέχρι και το Μάιο του 2009 θα επιδεινώσουν το δημοσιονομικό έλλειμμα, το οποίο εκτιμάται ότι θα ανέλθει στο 10,5% του ΑΕΠ το 2009 από 5,8% το 2008.

Στο *Ηνωμένο Βασίλειο,* το πρώτο τρίμηνο του 2009 καταγράφηκε πτώση του ΑΕΠ κατά 2,5% έναντι του προηγούμενου τριμήνου, η μεγαλύτερη των τελευταίων 50 ετών, ενώ το δεύτερο τρίμηνο η συρρίκνωση του ΑΕΠ ήταν σημαντικά μικρότερη (-0,7%). Οι επιπτώσεις της συνεχιζόμενης κρίσης στην αγορά των ακινήτων, της αυξανόμενης ανεργίας και των προβλημάτων στο χρηματοπιστωτικό τομέα μετριάστηκαν από τις δίχως προηγούμενο νομισματικές και δημοσιονομικές παρεμβάσεις (το δημοσιονομικό έλλειμμα θα αυξηθεί στο 11,6% του ΑΕΠ από 5,1% το 2008, αντανακλώντας τα δημοσιονομικά μέτρα και τις συνέπειες της κρίσης) και την υποχώρηση της στερλίνας. Ωστόσο, η οικονομική κρίση προβλέπεται να οδηγήσει σε μεγάλη μείωση του ΑΕΠ το 2009 (-4,4%, έναντι αύξησης 0,7% το 2008).

Στην *Κίνα*, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να επιβραδυνθεί μόνο ελαφρά, στο 8,5% από 9,0% το 2008, χάρη στην επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική, ενώ παρατηρείται ορισμένη μετατόπιση της δραστηριότητας προς όφελος της εγχώριας ζήτησης. Ο προβλεπόμενος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υπολείπεται του δυνητικού, με αποτέλεσμα ο πληθωρισμός, πιεζόμενος και από την εξέλιξη των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, να προβλέπεται ελαφρά αρνητικός (-0,1%) το 2009, έναντι 5,9% το 2008. Ο ρυθμός ανόδου του όγκου των εξαγωγών υποχώρησε σημαντικά το 2008 στο 9%, από 20% το 2007, και προβλέπεται να είναι αρνητικός το 2009 (-13%). Ωστόσο, το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Κίνας ως ποσοστό του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα εμφανίσει περιορισμένη μείωση το 2009 (στο 7,8% από 9,8% το 2008), λόγω της επίσης μεγάλης υποχώρησης του όγκου των εισαγωγών. Το συνολικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα γίνεται για πρώτη φορά τα τελευταία έτη αρνητικό (-3,0% του ΑΕΠ από +4,2% το 2008, σύμφωνα με εκτίμηση του ΟΟΣΑ).[3]

Οι διεθνείς τιμές του αργού *πετρελαίου*, μετά από έντονη και συνεχή άνοδο επί επτά έτη, εκτιμάται ότι θα υποχωρήσουν σημαντικά το 2009, κατά 37% (σε δολάρια) σε μέσα επίπεδα έτους.[4]

3 OECD, *Economic Outlook*, Ιούνιος 2009. Σύμφωνα με το ΔΝΤ (*World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2009), σε επίπεδο κεντρικής κυβέρνησης θα υπάρξει έλλειμμα ίσο με 2,0% του ΑΕΠ εφέτος, έναντι ουσιαστικά ισοσκελισμένου προϋπολογισμού (έλλειμμα ίσο με 0,1% του ΑΕΠ) το 2008.

4 Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η διεθνής τιμή του πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ ανά βαρέλι) θα διαμορφωθεί σε 61,53 δολ. το 2009 και σε 76,50 δολ το 2010 από 97,03 δολ. το 2008.

Ομοίως, οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων προβλέπεται ότι θα υποχωρήσουν κατά 20%, έναντι αύξησης κατά 7,5% το 2008. Το τελευταίο διάστημα, μέχρι το τέλος Σεπτεμβρίου, οι διεθνείς τιμές των καυσίμων και ορισμένων βασικών εμπορευμάτων ανέκαμψαν σημαντικά σε σχέση με τα επίπεδα του τέλους του 2008. Ως προς το αργό πετρέλαιο, οι ανοδικές τάσεις, παρά την εκτιμώμενη μείωση της παγκόσμιας ζήτησης γι' αυτό (κατά 2,2% σύμφωνα με το Διεθνή Οργανισμό Ενέργειας, ΙΕΑ) οφείλονται κυρίως σε διαταραχές στη συνολική προσφορά (λ.χ. επιθέσεις σε μονάδες παραγωγής στη Νιγηρία), ενώ σημαντικό ρόλο στην άνοδο των τιμών των βασικών εμπορευμάτων εκτιμάται ότι παίζει η προσπάθεια της Κίνας να αναπληρώσει τα αποθέματά της σε βασικά μέταλλα.

Από τα μέσα του 2009, για πρώτη φορά από το 2007, οι εκτιμήσεις και οι προβλέψεις των διεθνών οικονομικών οργανισμών για την ανάπτυξη άρχισαν να αναθεωρούνται επί το ευνοϊκότερο. Το 2010 ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ θα επιταχυνθεί, από ήδη υψηλά επίπεδα, στην Κίνα (αύξηση κατά 9,0%) και στις άλλες αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας, οι οποίες δεν επλήγησαν από τη χρηματοπιστωτική κρίση με την ίδια οξύτητα και στην ίδια έκταση όπως οι προηγμένες οικονομίες. Στις ΗΠΑ, παρά τα αλλεπάλληλα και εξαιρετικώς δαπανηρά μέτρα οικονομικής πολιτικής που εφαρμόστηκαν για την αντιμετώπιση της κρίσης, ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα είναι μεν θετικός (1,5%), αλλά αισθητά χαμηλότερος του δυνητικού, με αποτέλεσμα την περαιτέρω άνοδο του ποσοστού ανεργίας σε επίπεδο ελαφρά υψηλότερο του 10%. Στη ζώνη του ευρώ, όπου η ανάκαμψη προβλέπεται να είναι σταδιακή και βραδεία, το ποσοστό ανεργίας θα διευρυνθεί περαιτέρω το 2010 (βλ. παρακάτω).

Στις χρηματοπιστωτικές αγορές, από τις οποίες ξεκίνησε η παγκόσμια οικονομική κρίση και οι οποίες επλήγησαν ιδιαίτερα από αυτήν, φαίνονται ήδη τα πρώτα σημάδια βελτίωσης του οικονομικού κλίματος. Τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά του δολαρίου και του ευρώ (Libor και Euribor) διαμορφώθηκαν τον Αύγουστο σε πολύ χαμηλά επίπεδα σε σύγκριση με αυτά που επικρατούσαν τον Οκτώβριο του προηγούμενου έτους. Επίσης, οι χρηματιστηριακοί δείκτες σε πολλές προηγμένες και αναδυόμενες οικονομίες έχουν ανακάμψει σημαντικά το πρώτο εννεάμηνο του 2009 από τα πολύ χαμηλά επίπεδα στα οποία βρέθηκαν μετά την επιδείνωση της χρηματοοικονομικής κρίσης το φθινόπωρο του 2008. Όσον αφορά τους οικονομικούς δείκτες, οι έρευνες συγκυρίας, μεταξύ άλλων ενδείξεων, υποδηλώνουν βελτίωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και του οικονομικού κλίματος.

Παρά τις ενδείξεις βελτίωσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και του οικονομικού κλίματος, η οικονομική ανάκαμψη παραμένει ακόμη αβέβαιη και εύθραυστη. Οι προηγμένες οικονομίες φαίνεται ότι γενικά διανύουν φάση σταθεροποίησης της οικονομικής δραστηριότητας και σε ορισμένες περιπτώσεις πολύ βραδείας ανάκαμψης, ενώ οι συνθήκες χρηματοδότησης των νοικοκυριών και επιχειρήσεων δεν έχουν ακόμη ομαλοποιηθεί. Επίσης, σύμφωνα με το ΔΝΤ, δεν έχει ολοκληρωθεί η εξυγίανση των ισολογισμών των τραπεζών διεθνώς από προβληματικά στοιχεία του ενεργητικού τους. Τέλος, στους κινδύνους που περιβάλλουν τις προβλέψεις για ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας προστίθενται και κίνδυνοι συνδεόμενοι με τις συνεχιζόμενες παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες και τον εμπορικό προστατευτισμό, δεδομένου ότι τέτοια φαινόμενα αναμένεται να ενταθούν καθώς γίνονται περισσότερο αισθητές οι επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης, ιδίως στην αγορά εργασίας.[5]

Εξελίξεις και προοπτικές στη ζώνη του ευρώ

Τα πρώτο τρίμηνο του 2009, η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ σημείωσε τη

5 Οι ηγέτες των χωρών των G-8, στη σύνοδό τους την 8.7.2009, υπογράμμισαν την προσήλωσή τους στις ανοικτές αγορές και την απόρριψη κάθε είδους προστατευτισμού. Στην ανακοίνωσή τους τονίζεται ότι το διεθνές εμπόριο είναι απαραίτητο στοιχείο για διατηρήσιμη οικονομική ανάκαμψη και ότι οι ηγέτες των G-8 είναι αποφασισμένοι να εργαστούν για την ολοκλήρωση του γύρου της Ντόχα. Οι θέσεις αυτές επιβεβαιώθηκαν στη σύνοδο των G-20 στο Πίτσμπουργκ.

Διάγραμμα ΙΙ.2 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και του γιεν Ιαπωνίας (Ιανουάριος 2007-Σεπτέμβριος 2009)

(μηνιαία στοιχεία)

Πηγές: ΕΚΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα ΙΙ.3 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι της λίρας Αγγλίας και του φράγκου Ελβετίας (Ιανουάριος 2007-Σεπτέμβριος 2009)

(μηνιαία στοιχεία)

Πηγές: ΕΚΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

μεγαλύτερη πτώση από την έναρξη της κρίσης, καθώς ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε -2,5% έναντι του προηγούμενου τριμήνου, μετά από επίσης αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής στο μεγαλύτερο μέρος του 2008. Κύριος προσδιοριστικός παράγοντας της εξέλιξης αυτής υπήρξε η πτώση των επενδύσεων και των εξαγωγών σε ένα περιβάλλον ραγδαίας συρρίκνωσης του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου. Το δεύτερο τρίμηνο ο αρνητικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ περιορίστηκε σε -0,2%, ενώ η συμβολή των καθαρών εξαγωγών από αρνητική έγινε θετική, η δημόσια κατανάλωση συνέχισε να αυξάνεται, η αρνητική συμβολή των επενδύσεων περιορίστηκε και η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης από αρνητική έγινε μηδενική. Αξίζει να επισημανθεί η σχετική ανθεκτικότητα της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία —όπως εκτιμά η Ευρωπαϊκή Επιτροπή[6]— οφείλεται αφενός στη μεγάλη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και αφετέρου στη στήριξη από το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών. Με τη σειρά της, η ανθεκτικότητα του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος εξηγείται από τη σχετική ακαμψία των μισθών και από τη βραδεία (δηλαδή με χρονική υστέρηση) αντίδραση της απασχόλησης στην ύφεση της οικονομικής δραστηριότητας. Η περιορισμένη μείωση της απασχόλησης[7] εν μέρει συνδέεται με τα μέτρα διατήρησης των θέσεων εργασίας μέσω της μείωσης του ωραρίου (καθώς και μέσω της μερικής αναπλήρωσης της απώλειας εισοδήματος με επιδότηση από τους ειδικούς φορείς ασφάλισης της ανεργίας – βλ. και Πλαίσιο ΙΙ.1 πιο κάτω). Σύμφωνα με πρόσφατες ενδείξεις και προβλέψεις, το δεύτερο εξάμηνο του έτους θα συνεχιστεί η σταθεροποίηση, ακολουθούμενη από βραδεία ανάκαμψη, καθώς η οικονομία της ζώνης του ευρώ αναμένεται ότι θα εξακολουθήσει να επηρεάζεται ευνοϊκά από τα επεκτατικά μέτρα μακροοικονομικής πολιτικής, τα μέτρα στήριξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη βελτίωση των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ενώ σταδιακά θα αυξάνεται η εξωτερική ζήτηση.[8] Σε μέσα

6 *September 2009 Interim Forecast*, 14.9.2009, σελ. 5.

7 Σύμφωνα με την Eurostat, η απασχόληση στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε κατά 0,7% το πρώτο τρίμηνο του 2009 (*έναντι του προηγούμενου τριμήνου*) και κατά 0,5% το δεύτερο τρίμηνο.

8 Σημειώνεται ότι το Σεπτέμβριο ο δείκτης οικονομικού κλίματος στη ζώνη του ευρώ βελτιώθηκε για έκτο συνεχή μήνα, παραμένοντας ωστόσο πολύ κάτω του μακροχρόνιου μέσου όρου.

ετήσια επίπεδα, ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται από το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2009) να είναι έντονα αρνητικός (-4,2%) το 2009 και ελαφρά θετικός (0,3%) το 2010. Εξάλλου, σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ (3.9.2009), ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ θα είναι μεταξύ -4,4% και -3,8% το 2009 και μεταξύ 0,8% και 1,6% το 2010, ενώ σύμφωνα με τις ενδιάμεσες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (14.9.2009) θα είναι -4,0% για το 2009.

Κίνδυνο για τη σταθερή ανάκαμψη της οικονομίας στη ζώνη του ευρώ αποτελεί το ενδεχόμενο ισχυροποίησης της αρνητικής ανατροφοδότησης μεταξύ της πραγματικής οικονομίας και του χρηματοπιστωτικού τομέα, η κατάσταση του οποίου παραμένει ακόμη σχετικά εύθραυστη,[9] σε ένα περιβάλλον επιδεινούμενων συνθηκών στην αγορά εργασίας, καθώς το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται να αυξηθεί περαιτέρω το 2010.

Σημαντική υπήρξε η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ από τον Αύγουστο του 2008, κυρίως λόγω της υποχώρησης των διεθνών τιμών των καυσίμων και, σε μικρότερο βαθμό, άλλων πρώτων υλών, αλλά και της μείωσης των εγχώριων πληθωριστικών πιέσεων. Ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού, μετρούμενος με τον εναρμονισμένο ΔΤΚ, υποχώρησε από 4,0% τον Ιούλιο του 2008 σε 1,6% το Δεκέμβριο και ήταν αρνητικός από τον Ιούνιο (-0,1%) μέχρι και το Σεπτέμβριο (-0,3%, σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία). Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός προβλέπεται να διαμορφωθεί μεταξύ 0,2% και 0,6% το 2009 και μεταξύ 0,8% και 1,6% το 2010.

Στη ζώνη του ευρώ, σοβαρή υπήρξε η επιδείνωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας εξαιτίας της οικονομικής ύφεσης, ήταν όμως λιγότερο έντονη από την εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας. Το ποσοστό ανεργίας ανήλθε σε 9,6% του εργατικού δυναμικού τον Αύγουστο του 2009 από 7,6% τον αντίστοιχο μήνα του 2008, ενώ προβλέπεται να αυξηθεί περαιτέρω μέχρι το τέλος του έτους και το 2010. Σύμφωνα με πρόσφατες προβλέψεις (ΔΝΤ, Οκτώβριος 2009) το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται να ανέλθει σε 9,9% το 2009 και σε 11,7% το 2010. Στο Πλαίσιο ΙΙ.1 παρατίθενται στοιχεία για τις επιπτώσεις της οικονομικής ύφεσης στην απασχόληση στη ζώνη του ευρώ κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας και ομάδες εργαζομένων.

9 Βλ. και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *September 2009 Interim Forecast*, 14.9.2009, σελ. 10.

Πλαίσιο ΙΙ.1

ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ[1]

Η οικονομική ύφεση είχε αποτέλεσμα την επιδείνωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας στη ζώνη του ευρώ, καθώς ο *ετήσιος* ρυθμός αύξησης της απασχόλησης επιβραδύνθηκε στη διάρκεια του 2008 σε 0,8% από 1,8% το 2007 και έγινε αρνητικός (-1,5%) το πρώτο εξάμηνο του 2009 έναντι του αντίστοιχου εξαμήνου του 2008. Ωστόσο, η χειροτέρευση αυτή ήταν μικρότερη εκείνης που εμφάνισαν οι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας (όπως το ΑΕΠ).

Η μεγάλη επιδείνωση της οικονομικής κατάστασης έπληξε κυρίως την απασχόληση στον κατασκευαστικό κλάδο και, σε μικρότερο βαθμό, στη μεταποίηση. Στους τομείς αυτούς η μείωση της απασχόλησης (σε ετήσια βάση) ήταν αντίστοιχα 7,3% και 3,8% το πρώτο εξάμηνο του 2009 ένα-

1 Στο πλαίσιο αυτό μεταξύ άλλων αξιοποιούνται εκτιμήσεις που περιλαμβάνονται στο *Μηνιαίο Δελτίο* της ΕΚΤ του Σεπτεμβρίου 2009 (Box 7: "The composition of the recent decline in employment in the euro area") και νεότερα στοιχεία για το β΄ τρίμηνο.

ντι του πρώτου εξαμήνου του 2008. Η μείωση της απασχόλησης στον τομέα των υπηρεσιών άρχισε μόλις το πρώτο τρίμηνο του 2009. Όσον αφορά τη συμμετοχή στη μεταβολή της συνολικής απασχόλησης, ο κατασκευαστικός και ο μεταποιητικός τομέας μαζί εξηγούν περίπου τα 4/5 της συνολικής μείωσης της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ το πρώτο εξάμηνο του 2009.

Σύμφωνα με στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού της ΕΕ, οι ομάδες των εργαζομένων που έφεραν το βάρος της επιδείνωσης της απασχόλησης τα τελευταία τρίμηνα είναι οι άνδρες εργαζόμενοι, οι νέοι ηλικίας μεταξύ 15 και 24 ετών, οι εργαζόμενοι με χαμηλή εξειδίκευση και αυτοί με προσωρινές συμβάσεις εργασίας. Η μείωση της προσωρινής απασχόλησης υπήρξε ιδιαίτερα έντονη (-0,8% το 2008 και -8,7% μεταξύ του πρώτου τριμήνου του 2009 και του αντίστοιχου τριμήνου του 2008).

Οι έντονες επιπτώσεις στους νέους και στους άνδρες εργαζομένους φαίνονται επίσης και από πρόσφατα στοιχεία για την ανεργία. Μεταξύ του δεύτερου τριμήνου του 2008 και του δεύτερου τριμήνου του 2009 το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε κατά 2,4 εκατοστιαίες μονάδες για τους άνδρες (σε 9,1%), κατά 1,3 εκατοστιαία μονάδα για τις γυναίκες (σε 9,5%), κατά 4,2 εκατοστιαίες μονάδες για τους εργαζόμενους ηλικίας μεταξύ 15 και 24 ετών (σε 19,2%) και κατά 1,7 εκατοστιαία μονάδα για τα άτομα ηλικίας 25 ετών και άνω (σε 8,1%).

Οι δυσμενέστερες εξελίξεις στους άνδρες εργαζομένους σε σύγκριση με τις γυναίκες εξηγούνται από το γεγονός ότι σημαντικά μεγαλύτερο ποσοστό ανδρών απασχολούνται σε κλάδους οι οποίοι επλήγησαν ιδιαίτερα από την οικονομική ύφεση. Σύμφωνα με την Έρευνα Εργατικού Δυναμικού της ΕΕ, την περίοδο 2000-2008, το 71,5% των εργαζόμενων γυναικών απασχολείτο στον τομέα των υπηρεσιών (εκτός του δημόσιου τομέα) και μόνο το 12% στους κλάδους των κατασκευών και της μεταποίησης, ενώ τα αντίστοιχα ποσοστά για τους άνδρες ήταν 49,1% και 34,3%.

Το άλλο ιδιαίτερο χαρακτηριστικό των στοιχείων για την απασχόληση είναι η σχετική επιδείνωση των συνθηκών απασχόλησης για τους νέους ηλικίας 15 έως 24 ετών, σε σύγκριση με τα άτομα 55-64 ετών, καθώς οι νεότεροι εμφάνισαν ετήσιο ρυθμό μείωσης της απασχόλησης κατά 6,9% το πρώτο τρίμηνο του 2009. Η ευνοϊκή εξέλιξη της απασχόλησης των ατόμων μεγαλύτερης ηλικίας την ίδια περίοδο (+4,2%) φαίνεται να ερμηνεύεται από τις μεταρρυθμίσεις που έχουν εισαχθεί τα τελευταία χρόνια στην αγορά εργασίας, οι οποίες έχουν καταστήσει αυστηρότερες τις ρυθμίσεις για την πρόωρη συνταξιοδότηση και έχουν ενθαρρύνει την παραμονή στην αγορά εργασίας των μεγαλύτερων σε ηλικία ατόμων.

Οι μικρές, επί του παρόντος, επιπτώσεις της μείωσης της απασχόλησης στους εργαζόμενους με μόνιμη απασχόληση αντανακλούν εν μέρει το υψηλό επίπεδο προστασίας της απασχόλησης σε ορισμένες χώρες. Ωστόσο, αυτός ο παράγοντας ενδέχεται να δυσχεράνει τις προσλήψεις μόνιμου προσωπικού στη φάση της οικονομικής ανάκαμψης. Ένας πρόσθετος παράγοντας που περιόρισε τη μείωση της απασχόλησης είναι τα μέτρα τα οποία έλαβαν αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ προκειμένου να επιδοτήσουν θέσεις απασχόλησης για ορισμένο χρονικό διάστημα (π.χ. αναπληρώνοντας σημαντικό μέρος της απώλειας εισοδήματος των εργαζομένων η οποία προέκυψε από την εφαρμογή μέτρων μείωσης του μέσου χρόνου εργασίας προκειμένου να αποφευχθούν οι απολύσεις[2]). Τέτοια μέτρα αποσκοπούν στην προστασία του ανθρώπινου κεφαλαίου των επιχειρήσεων σε περιπτώσεις όπου η πτώση της οικονομικής δραστηριότητας είναι μικρής διάρκειας. Ωστόσο, εάν εφαρμοστούν για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα, τα μέτρα αυτά ενδέχεται να εμποδίσουν αναγκαίες διαρθρωτικές προσαρμογές.

2 Βλ. σχετικά και Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2008*, Απρίλιος 2009, Πλαίσιο VI.1, σελ. 99.

Ταυτόχρονα, οι έντονα αρνητικές επιπτώσεις της οικονομικής ύφεσης σε ορισμένες ομάδες εργαζομένων (π.χ. άτομα με χαμηλή εξειδίκευση και προσωρινά απασχολούμενους, συχνά νέους σε ηλικία) απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή. Όσο μεγαλύτερο διάστημα τα άτομα αυτά παραμένουν χωρίς εργασία, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος να απαξιωθούν οι δεξιότητές τους, με αποτέλεσμα να γίνεται δυσκολότερη η εξεύρεση εργασίας στο μέλλον. Επιβάλλεται στην τρέχουσα συγκυρία να μειωθεί ο κίνδυνος κοινωνικού αποκλεισμού και να ενισχυθεί η σύνδεση με την αγορά εργασίας ατόμων που ανήκουν στις πλέον ευπαθείς ομάδες. Τέτοιες προσπάθειες πρέπει να περιλαμβάνουν ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και μέτρα που ενθαρρύνουν τη διά βίου μάθηση, προκειμένου να διευκολυνθεί η επανένταξη των ατόμων αυτών στην αγορά εργασίας.

Το δημοσιονομικό έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης στο σύνολο των χωρών της ζώνης του ευρώ προβλέπεται[10] ότι θα ανέλθει σε 6,2% του ΑΕΠ το 2009 (υπερτριπλάσιο από ό,τι το 2008, 1,8%) και περαιτέρω, σε 6,6% του ΑΕΠ, το 2010. Η προοπτική αυτή διαμορφώνεται ως συνέπεια της οικονομικής ύφεσης και της λειτουργίας των αυτόματων σταθεροποιητών, αλλά και των δημοσιονομικών μέτρων των κρατών-μελών στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Σχεδίου για την Οικονομική Ανάκαμψη. Σύμφωνα με τις προβλέψεις, οι περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ (με εξαίρεση την Κύπρο, το Λουξεμβούργο και τη Φινλανδία) το 2009 θα έχουν δημοσιονομικό έλλειμμα άνω του 3% του ΑΕΠ. Το δημόσιο χρέος προβλέπεται να αυξηθεί ακόμη περισσότερο, σε 80,0% του ΑΕΠ (από 69,2% το 2008), και περαιτέρω σε 86,3% του ΑΕΠ το 2010, λόγω των υψηλών ελλειμμάτων και του αρνητικού ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά τη διετία 2009-2010. Μικρότερη εκτιμάται ότι θα είναι η επίδραση που θα έχουν στο δημόσιο χρέος τα μέτρα ενίσχυσης του τραπεζικού συστήματος, κυρίως τα μέτρα ενίσχυσης της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών (πρόκειται για επίδραση που προσμετρείται απευθείας στο δημόσιο χρέος χωρίς να εμφανίζεται στο έλλειμμα).

Απολογισμός των παρεμβάσεων οικονομικής πολιτικής για την ανάκαμψη της ευρωπαϊκής οικονομίας

Το **Ευρωπαϊκό Συμβούλιο** της 18ης και 19ης Ιουνίου 2009 διαπίστωσε, με βάση έκθεση του Συμβουλίου ECOFIN, ότι τα σημαντικά μέτρα που λήφθηκαν για την υποστήριξη του τραπεζικού τομέα και της ευρύτερης οικονομίας απέτρεψαν τη χρηματοοικονομική κατάρρευση και άρχισαν να δημιουργούν προοπτικές για ανάκαμψη της πραγματικής οικονομίας. Το **ECOFIN**[11] αξιολόγησε τα μέτρα που έλαβαν οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες και διαπίστωσε ότι περιορίζουν τις αρνητικές επιπτώσεις της ύφεσης, συμβάλλουν στην προστασία των θέσεων εργασίας και δημιουργούν τις προϋποθέσεις για διατηρήσιμη οικονομική ανάκαμψη. Το Συμβούλιο ECOFIN διαπίστωσε ότι, γενικά, τα μέτρα υπήρξαν έγκαιρα και στοχευμένα, σύμφωνα με τους κανόνες της Ενιαίας Αγοράς και συμβατά με τους μακροπρόθεσμους στόχους της Στρατηγικής της Λισσαβώνας. Ωστόσο, το Συμβούλιο διαπίστωσε ότι μόνο ορισμένα κράτη-μέλη αξιοποίησαν την ευκαιρία να επενδύσουν στην "πράσινη οικονομία" και να βελτιώσουν το πλαίσιο για την προώθηση των καινοτομιών. Επίσης, ενώ η κρίση οδήγησε σε μείωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, πολλά από τα διαρθρωτικά προβλήματα παραμένουν. Κατά συνέπεια, επισημαίνει το Συμβούλιο, οποιαδήποτε πρόσθετα μέτρα πρέπει να εστιαστούν σε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και στη βελτίωση του αναπτυξιακού δυναμικού της οικονομίας.

Στρατηγικές εξόδου

Οι κυβερνήσεις, οι κεντρικές τράπεζες, οι ευρωπαϊκοί και οι διεθνείς οργανισμοί

10 ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2009.
11 Βλ. *Council (Ecofin) contribution to the 18-19 June European Council: Report on the European Economic Recovery Plan*, 9 Ιουνίου 2009.

παραμένουν σε εγρήγορση για την αντιμετώπιση των συνεπειών της μεγαλύτερης οικονομικής κρίσης από το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο. Παράλληλα, συνειδητοποιείται η ανάγκη έγκαιρης επεξεργασίας της στρατηγικής εξόδου από το περιβάλλον της εξαιρετικά χαλαρής νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής και των εκτεταμένων κρατικών ενισχύσεων κυρίως προς το τραπεζικό σύστημα.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, αναφορά στις αρχές που πρέπει να διέπουν τις στρατηγικές εξόδου γίνεται στα συμπεράσματα του **Ευρωπαϊκού Συμβουλίου** και σε παρεμβάσεις μελών της **Ευρωπαϊκής Επιτροπής** και του Διοικητικού Συμβουλίου της **ΕΚΤ**. Όσον αφορά τη **δημοσιονομική πολιτική**, απαραίτητα στοιχεία μιας στρατηγικής εξόδου από τις παρούσες συνθήκες υψηλών ελλειμμάτων και δημόσιου χρέους είναι αξιόπιστα μεσοπρόθεσμα σχέδια δημοσιονομικής εξυγίανσης και βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών, τα οποία θα περιλαμβάνουν, όπου είναι αναγκαίο, και μεταρρυθμίσεις των συνταξιοδοτικών συστημάτων.[12] Ο χρονικός ορίζοντας και ο ρυθμός της δημοσιονομικής εξυγίανσης πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τις οικονομικές και δημοσιονομικές συνθήκες σε κάθε κράτος-μέλος. Όσον αφορά τη στρατηγική εξόδου από τα μη συμβατικά μέτρα **νομισματικής πολιτικής** (ή μέτρα ενισχυμένης πιστωτικής στήριξης – "enhanced credit support measures"), η ΕΚΤ έχει επεξεργαστεί ένα πλαίσιο αρχών και συγκεκριμένα κριτήρια για την απόσυρση των μέτρων αυτών καθώς θα ομαλοποιούνται οι συνθήκες της αγοράς.[13] Ουσιώδες στοιχείο της στρατηγικής εξόδου είναι η βαθμιαία κατάργηση των έκτακτων μέτρων και η σαφής εκ των προτέρων ανακοίνωσή της από την ΕΚΤ και το Ευρωσύστημα, προκειμένου τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να προσαρμόσουν έγκαιρα τις πολιτικές διαχείρισης της ρευστότητάς τους.[14]

Σε διεθνές επίπεδο, οι **Υπουργοί Οικονομικών και οι Διοικητές των κεντρικών τραπεζών της Ομάδας των 20 (G-20)** που συνήλθαν στο Λονδίνο στις 4 και 5 Σεπτεμβρίου του 2009 συζήτησαν το θέμα των στρατηγικών εξόδου και συμφώνησαν στην ανάγκη διαφανών και αξιόπιστων διαδικασιών για την απόσυρση των έκτακτων μέτρων —δημοσιονομικών, νομισματικών και μέτρων στήριξης του χρηματοπιστωτικού τομέα— καθώς η ανάκαμψη θα συνεχίσει να ισχυροποιείται. Συμφώνησαν επίσης να συνεργαστούν με το **ΔΝΤ** και το **Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας** με σκοπό την επεξεργασία συντονισμένων στρατηγικών εξόδου, που θα λαμβάνουν υπόψη ότι η κλίμακα, ο χρόνος και η αλληλουχία των δράσεων θα διαφέρουν κατά χώρα, ανάλογα με τη φύση των έκτακτων μέτρων και παρεμβάσεων που είχαν υιοθετηθεί στην κάθε χώρα. Πιο πρόσφατα, στη σύνοδο κορυφής στις 24-25 Σεπτεμβρίου στο Πίτσμπουργκ των ΗΠΑ, οι **ηγέτες της Ομάδας των 20** συμφώνησαν ότι δεν θα πρέπει να αποσυρθούν τα έκτακτα μέτρα στήριξης των οικονομιών πριν εδραιωθεί η οικονομική ανάκαμψη, αλλά θα πρέπει παράλληλα να προετοιμάζονται στρατηγικές εξόδου ώστε να αποσυρθούν τα εν λόγω μέτρα με συντονισμένο τρόπο που θα επιβεβαιώνει τη δέσμευση για δημοσιονομική σταθερότητα. Επιπλέον, συμφώνησαν να δημιουργήσουν ένα πλαίσιο συνεργασίας με σκοπό την προώθηση πολιτικών για την επίτευξη ισχυρής, διαρκούς και ισορροπημένης παγκόσμιας ανάπτυξης.

Αποφάσεις για τη νέα αρχιτεκτονική του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και για την ενίσχυση της εποπτείας

Το **Ευρωπαϊκό Συμβούλιο** έλαβε πρόσφατα σειρά αποφάσεων προκειμένου να δημιουργηθούν νέοι, απαραίτητοι, εποπτικοί φορείς με στόχο την προστασία του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος από μελλοντικούς κινδύνους και την αποφυγή επανάληψης των λαθών του παρελθόντος. Συγκεκριμένα, στα συμπεράσματα της συνόδου της 18ης και 19ης Ιουνίου 2009, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο:

12 Βλ. Συμπεράσματα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, 18-19 Ιουνίου 2009 και Ομιλία του Επιτρόπου J. Almunia με θέμα "Beyond the crisis: a changing economic landscape", Brussels Economic Forum, 14.5.2009.
13 Βλ. J.-C. Trichet, "The ECB's exit strategy", Φραγκφούρτη, 4.9.2009.
14 Βλ. L. Papademos, "The role of the ECB in financial crisis management", Αθήνα, 27.5.2009.

• Υποστήριξε, στο πλαίσιο της μακροπροληπτικής εποπτείας, τη δημιουργία ενός **Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου**, το οποίο θα παρακολουθεί και θα εκτιμά δυνητικές απειλές κατά της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και, οσάκις χρειάζεται, θα προειδοποιεί και θα εκδίδει συστάσεις για δράση και θα παρακολουθεί την εφαρμογή τους.

• Υποστήριξε επίσης, στο πλαίσιο της μικροπροληπτικής εποπτείας, τη συγκρότηση **Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας**, το οποίο θα περιλαμβάνει τρεις νέες ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές,[15] με στόχο την αναβάθμιση της ποιότητας και της συνοχής της εποπτείας σε εθνικό επίπεδο, την ενίσχυση της επιτήρησης των διασυνοριακών ομίλων μέσω της ολοκλήρωσης της σύστασης σωμάτων εποπτών, καθώς και την εκπόνηση κοινού ευρωπαϊκού εγχειριδίου κανόνων που θα εφαρμόζεται σε όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ενιαίας Αγοράς.

Επίσης, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο επικρότησε την πρόθεση της Επιτροπής να υποβάλει το αργότερο έως τις αρχές του φθινοπώρου του 2009 τις νομοθετικές προτάσεις της για τη θέσπιση νέου πλαισίου εποπτείας στην ΕΕ, με πλήρη σεβασμό της ισορροπίας αρμοδιοτήτων και της αρμοδιότητας των κρατών-μελών για άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής και λαμβάνοντας πλήρως υπόψη τα συμπεράσματα του Συμβουλίου ECOFIN της 9ης Ιουνίου 2009. Οι προτάσεις αυτές θα πρέπει να υιοθετηθούν άνευ χρονοτριβής, ώστε το νέο πλαίσιο να συγκροτηθεί πλήρως κατά τη διάρκεια του 2010. Οι νομοθετικές προτάσεις της **Ευρωπαϊκής Επιτροπής** όντως δημοσιεύθηκαν στις 23 Σεπτεμβρίου 2009 (βλ. Πλαίσιο ΙΙ.2).

Στις **ΗΠΑ**, ανακοινώθηκε στις 17 Ιουνίου το σχέδιο της κυβέρνησης για τη μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Βασική επιδίωξη του σχεδίου είναι η εξασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ενώ κύρια ευθύνη για την επίτευξη αυτού του στόχου θα έχει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ. Κυριότεροι στόχοι του σχεδίου είναι:

• **Η αποτελεσματική ρύθμιση και εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων:** Όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία έχουν σημαντικό ρόλο στη λειτουργία της αγοράς θα υπόκεινται σε αυστηρή εποπτεία.

• **Η εποπτεία όλων των χρηματοπιστωτικών αγορών συμπεριλαμβανομένων των αγορών παράγωγων προϊόντων:** Οι κυριότερες χρηματοπιστωτικές αγορές πρέπει να είναι αρκετά ισχυρές ώστε να αντιμετωπίζουν τόσο τις ευρύτερες πιέσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα όσο και την τυχόν κατάρρευση ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

• **Η προστασία των καταναλωτών και των επενδυτών:** Προς το σκοπό αυτό προτείνονται η ίδρυση ειδικής υπηρεσίας για την προστασία των καταναλωτών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, καθώς και αυστηρότερες ρυθμίσεις σε όλο το φάσμα της παροχής των εν λόγω υπηρεσιών.

• **Η δημιουργία μηχανισμών για την αποτελεσματική διαχείριση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων:** Οι αρχές θα έχουν έτσι τη δυνατότητα παρέμβασης με σκοπό την ελεγχόμενη παύση της λειτουργίας χρηματοπιστωτικών ομίλων και τον περιορισμό των συστημικών κινδύνων (όπως π.χ. εκείνων που ανέκυψαν με την κατάρρευση της Lehman Brothers και την απειλή κατάρρευσης της AIG).

• **Η βελτίωση της εποπτείας και της συνεργασίας σε διεθνές επίπεδο:** Απαραίτητα βήματα προς την κατεύθυνση αυτή είναι η βελτίωση της εποπτείας των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών, των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με διεθνή δραστηριότητα και των μηχανισμών διαχείρισης κρίσεων.

Στις 6 Σεπτεμβρίου, συνήλθε στη Βασιλεία η **Ομάδα των Διοικητών Κεντρικών Τραπεζών και των Επικεφαλής των Αρχών Εποπτείας 27**

15 Την Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή, την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων και την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών.

χωρών, στην οποία υπάγεται η **Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία**, και κατέληξε στις βασικές αρχές για την ενίσχυση της τραπεζικής εποπτείας (βλ. Πλαίσιο ΙΙ.2).

Στη σύνοδο κορυφής στο Πίτσμπουργκ, οι **ηγέτες** της **Ομάδας των 20** συμφώνησαν να ενεργήσουν από κοινού προκειμένου να ενισχυθούν οι διεθνείς κανόνες για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, να τεθούν κανόνες για τις αμοιβές των στελεχών των τραπεζών και να αναμορφωθεί το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα ώστε να ανταποκρίνεται στις ανάγκες του 21ου αιώνα.

Πλαίσιο ΙΙ.2

ΝΕΕΣ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΦΑΤΑ ΜΕΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ ΣΕ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΕΠΙΠΕΔΟ

Μετά τη σύνοδο της **Ομάδας των 20 μεγαλύτερων οικονομιών (G-20)** στις 2 Απριλίου 2009, εντατικοποιήθηκαν οι συντονισμένες δράσεις σε παγκόσμιο επίπεδο με στόχο τον επανασχεδιασμό των μηχανισμών και δικτύων εποπτείας του τραπεζικού συστήματος. Στόχος των δράσεων αυτών είναι η διασφάλιση ότι στο μέλλον δεν θα επαναληφθούν χρηματοπιστωτικές κρίσεις τέτοιας κλίμακας και διάρκειας όπως αυτή που συνεχίζουμε να βιώνουμε. Στην κατεύθυνση αυτή, **το εποπτεύον όργανο[1] της Επιτροπής της Βασιλείας** δημοσιοποίησε στις 6 Σεπτεμβρίου 2009 μια σειρά από συστάσεις, οι οποίες επικεντρώνονται στην ισχυροποίηση της κεφαλαιακής επάρκειας και της ρευστότητας των τραπεζών.[2] Ειδικότερα συνιστώνται τα εξής:

- Να βελτιωθεί η ποιότητα, η συνέπεια και η διαφάνεια των βασικών ιδίων κεφαλαίων (Tier I) των τραπεζών, το μεγαλύτερο μέρος των οποίων θα πρέπει να αποτελείται από κοινές μετοχές και παρακρατηθέντα κέρδη. Επίσης, θα πρέπει να υπάρχει πλήρης διαφάνεια όλων των συστατικών της κεφαλαιακής βάσης.
- Το πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων "Βασιλεία ΙΙ" να ενισχυθεί μέσω του συμπληρωματικού μέτρου ενός δείκτη μόχλευσης, ο τρόπος υπολογισμού του οποίου θα είναι κοινός διεθνώς και θα προσαρμόζεται ώστε να μην επηρεάζεται από τις τυχόν διαφορετικές λογιστικές πρακτικές.
- Να θεσμοθετηθεί ένας δείκτης ρευστότητας με βάση τον οποίο θα απαιτείται από τις τράπεζες, υπό υποθέσεις ακραίων σεναρίων, η διατήρηση ενός ελάχιστα αποδεκτού επιπέδου ρευστότητας (funding liquidity) για την κάλυψη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Ο δείκτης αυτός θα συμπληρώνεται από ένα δείκτη μακροχρόνιας διαρθρωτικής ρευστότητας.
- Να υιοθετηθεί ένα πλαίσιο αντιμετώπισης της υπερκυκλικότητας μέσω του καθορισμού ενός αποθέματος κεφαλαίου (capital buffer), για τον υπολογισμό του οποίου θα λαμβάνονται υπόψη παράγοντες όπως τα κέρδη και η έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο. Παράλληλα, για τον υπολογισμό των προβλέψεων έναντι μελλοντικών ζημιών (forward-looking provisions) θα λαμβάνεται υπόψη η αναμενόμενη ζημία.
- Να δημοσιοποιηθούν συστάσεις για τη διαχείριση του συστημικού κινδύνου που ενέχουν οι τράπεζες με διασυνοριακή δραστηριότητα.

Πέραν των ανωτέρω, η **Επιτροπή της Βασιλείας** θα εκτιμήσει και την αναγκαιότητα επιβολής επιπρόσθετων κεφαλαιακών απαιτήσεων για τράπεζες οι οποίες ενέχουν συστημικό κίνδυνο.

1 Το εποπτεύον όργανο, επικεφαλής του οποίου είναι ο Πρόεδρος της ΕΚΤ, αποτελείται από τους Διοικητές των κεντρικών τραπεζών και τους επικεφαλής των αρχών εποπτείας του τραπεζικού συστήματος 27 χωρών.
2 Βλ. Bank for International Settlements, "Comprehensive response to the global banking crisis", δελτίο τύπου 7.9.2009.

Στην πορεία υλοποίησης των απαραίτητων προσαρμογών για τη βελτίωση της ποιότητας των κεφαλαίων, οι εθνικές εποπτικές αρχές θα πρέπει να απαιτήσουν από τις τράπεζες να υιοθετούν πολιτικές:

- διαφύλαξης της κεφαλαιακής τους επάρκειας, π.χ. περιορίζοντας τη διανομή υπέρογκων μερισμάτων και αμοιβών και την επαναγορά ιδίων μετοχών,
- αμοιβών για τις οποίες να λαμβάνεται υπόψη η συνετή ανάληψη κινδύνου που θα συνάδει με μακροχρόνια και διατηρήσιμη αποδοτικότητα και
- διασφάλισης της τραπεζικής και γενικότερα οικονομικής σταθερότητας.

Μέχρι το τέλος του τρέχοντος έτους η **Επιτροπή της Βασιλείας** θα δημοσιοποιήσει συγκεκριμένα μέτρα-προτάσεις που θα βασίζονται στο προαναφερθέν πλαίσιο, ενώ μέχρι το τέλος του 2010 θα εκτιμηθεί και η ποσοτική επίδραση αυτών στο παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα. Γενικότερα πιστεύεται ότι τα μέτρα που θα ληφθούν θα ενισχύσουν την ανθεκτικότητα του παγκόσμιου τραπεζικού συστήματος και θα συμβάλουν ώστε οι τράπεζες να υιοθετήσουν συνετές πολιτικές μακροπρόθεσμου ορίζοντα.

Οι ανωτέρω προτάσεις βρίσκονται στην ίδια κατεύθυνση με πρωτοβουλίες που έχουν ληφθεί σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπως π.χ. η πρόσφατη έγκριση από την **Ευρωπαϊκή Επιτροπή** δέσμης νομοθετικών προτάσεων με στόχο την ενίσχυση της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην ΕΕ. (Είχαν προηγηθεί, όσον αφορά την ΕΕ, οι συστάσεις της ομάδας εμπειρογνωμόνων υπό την προεδρία του Jacques de Larosière, οι αποφάσεις του ECOFIN της 9ης Ιουνίου και εκείνες του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στη σύνοδο της 18ης και 19ης Ιουνίου 2009.) Πράγματι, στις 23.9.2009 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο νομοθετικές προτάσεις για ταχεία έγκριση, προκειμένου το νέο εποπτικό πλαίσιο στην ΕΕ να ισχύσει το 2010. Σύμφωνα με την ανακοίνωση της Επιτροπής, στόχος του νέου πλαισίου είναι:

- να ενδυναμωθεί, με βιώσιμο τρόπο, η χρηματοπιστωτική σταθερότητα σε ολόκληρη την ΕΕ,
- να διασφαλιστεί η εφαρμογή και η συνεπής επιβολή κοινών βασικών τεχνικών κανόνων,
- να επισημαίνονται σε πρώιμο στάδιο οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν στο σύστημα,
- να υπάρχει δυνατότητα για πολύ πιο αποτελεσματικές από κοινού ενέργειες σε καταστάσεις έκτακτης ανάγκης, καθώς και για την επίλυση των διαφορών μεταξύ των εποπτικών αρχών.

Για την επίτευξη των ανωτέρω δημιουργούνται:

- Για τη μακροπροληπτική εποπτεία[3] το **Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου**, το οποίο θα παρακολουθεί και θα αξιολογεί τους κινδύνους για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος συνολικά, θα απευθύνει έγκαιρες προειδοποιήσεις για ενδεχόμενη αύξηση των συστημικών κινδύνων και, όπου είναι αναγκαίο, θα διατυπώνει συστάσεις για την ανάληψη δράσης προκειμένου να αντιμετωπίζονται οι εν λόγω κίνδυνοι.
- Για τη μικροπροληπτική εποπτεία το **Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας**: αυτό θα αποτελείται από ένα δίκτυο εθνικών εποπτικών αρχών που θα συνεργάζεται με τρεις νέες Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές, την **Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών**, την **Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων** και την **Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγο-**

3 Ως μακροπροληπτική εποπτεία νοείται η συστηματική παρακολούθηση (surveillance) των δομικών χαρακτηριστικών και των συγκυριακών τάσεων (α) στο συνολικό πιστωτικό σύστημα και τα βασικά υποσύνολά του, (β) στην υπόλοιπη οικονομία και τα βασικά υποσύνολά της και (γ) στους διαύλους που διασυνδέουν το πιστωτικό σύστημα με την υπόλοιπη οικονομία.

ρών.[4] Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας θα έχει την εξουσία να απευθύνει συστάσεις και προειδοποιήσεις στα κράτη-μέλη, τις εθνικές εποπτικές αρχές και τις Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές και οι αποδέκτες των συστάσεων αυτών οφείλουν να συμμορφώνονται. Επιπρόσθετα, οι τρεις νέες αρχές, θα καταρτίζουν, μεταξύ άλλων, προτάσεις για τεχνικά πρότυπα, θα τηρούν τις αρχές βελτίωσης της νομοθεσίας, θα διευθετούν διαφωνίες που τυχόν θα ανακύπτουν μεταξύ εθνικών εποπτικών αρχών σε περίπτωση που, βάσει της νομοθεσίας, αυτές οφείλουν να συνεργαστούν ή να συμφωνήσουν και θα έχουν συντονιστικό ρόλο σε καταστάσεις έκτακτης ανάγκης. Ειδικότερα η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών θα ασκεί εξουσίες άμεσης εποπτείας των Οργανισμών Αξιολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας.

4 Οι εν λόγω αρχές δημιουργούνται με τη μετατροπή των υφιστάμενων επιτροπών για τους τομείς των τραπεζών, των κινητών αξιών και των ασφαλίσεων και επαγγελματικών συντάξεων, οι οποίες μέχρι σήμερα είχαν αποκλειστικά συμβουλευτικό χαρακτήρα.

2 ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ ΑΠΟΔΥΝΑΜΩΣΗΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Στα τέλη του 2008 αντιστράφηκε η καθοδική πορεία που ακολουθούσαν[16] οι τιμές του αργού πετρελαίου και των λοιπών βασικών εμπορευμάτων, ενώ στη συνέχεια παρουσιάστηκαν και άλλες ενδείξεις[17] ότι επιβραδύνεται ο ρυθμός με τον οποίο υποχωρεί η οικονομική δραστηριότητα διεθνώς, με αποτέλεσμα από τις αρχές Μαρτίου 2009 να αυξηθεί η ροπή των επενδυτών προς ανάληψη κινδύνων.

Καθώς η χρηματοπιστωτική κρίση είναι συνυφασμένη με τις εξελίξεις στο τραπεζικό σύστημα, η συνεχής αποκλιμάκωση των εντάσεων στην αγορά χρήματος από τα τέλη του 2008 και η βελτίωση, ήδη από το πρώτο τρίμηνο του 2009, των αποτελεσμάτων ορισμένων μεγάλων τραπεζών στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ δημιούργησαν βάσιμες ελπίδες ότι η χρηματοπιστωτική κρίση υποχωρεί[18] και ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα σταθεροποιείται, με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί κλίμα σχετικής αισιοδοξίας στις χρηματοπιστωτικές αγορές.[19] Εξάλλου, στη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2009 η αβεβαιότητα[20] ως προς τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών στις κυριότερες χρηματοπιστωτικές αγορές περιορίστηκε σταδιακά, αν και παραμένει σε σχετικώς υψηλά επίπεδα.

Ειδικότερα όσον αφορά το τραπεζικό σύστημα στη ζώνη του ευρώ, η απομείωση της αξίας των χρεογράφων (κυρίως πιστωτικών παραγώγων, credit derivatives) στα χαρτοφυλάκια των τραπεζών, οι διαγραφές δανείων, καθώς και οι αυξημένες προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο, οι οποίες αποδίδονται στη χρηματοπιστωτική κρίση, είχαν φθάσει τα 365 δισεκ. δολ. ΗΠΑ μέχρι τα τέλη Μαΐου του 2009. Εξάλλου, αναμένονται πρόσθετες διαγραφές δανείων και συναφείς προβλέψεις ύψους 283 δισεκ. δολ. μέχρι τα τέλη του 2010.[21] Είναι ενθαρρυντικό ότι οι μεγάλοι και σύνθετοι τραπεζικοί όμιλοι της ζώνης του ευρώ άντλησαν από τον ιδιωτικό τομέα και τις κυβερνήσεις των κρατών-μελών μετοχικά κεφάλαια ικανού ύψους ώστε να υπερκαλυφθεί η απομείωση της αξίας των πιστωτικών παραγώγων στα χαρτοφυλάκιά τους (που είχε καταγραφεί μέχρι τα τέλη Μαΐου του 2009). Ωστόσο, οι εξελίξεις αυτές δεν επιτρέπουν

16 Από τον Ιούλιο του 2008.
17 Κυρίως αποτελέσματα ερευνών, αλλά και βραχυπρόθεσμοι δείκτες.
18 Ωστόσο, όπως τόνισε ο Πρόεδρος της ΕΚΤ ("Supporting the financial system and the economy: key ECB policy actions in the crisis", 22.6.2009), στην πραγματικότητα δεν έχει εκλείψει ο κίνδυνος αιφνίδιας επανεμφάνισης αναταράξεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές.
19 Σύμφωνα με την τριμηνιαία έκθεση της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (*BIS Quarterly Review*) του Ιουνίου 2009, εξίσου ευνοϊκά επηρέασαν τη διάθεση των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους και οι εξής παράγοντες: (α) διάφορα πρόσθετα μέτρα για τη στήριξη του τραπεζικού τομέα που έλαβαν οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο στις αρχές του 2009, (β) η ανακοίνωση των αποτελεσμάτων των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress-tests) για τις τράπεζες στις ΗΠΑ και (γ) ενδεχομένως τα μη συμβατικά μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας (unconventional monetary policy measures) σε διάφορες αναπτυγμένες οικονομίες.
20 Όπως μετρείται με βάση την τεκμαρτή μεταβλητότητα (implied volatility) των τιμών.
21 Η πρόσφατη έκθεση του IMF *Global Financial Stability Report* (Οκτώβριος 2009) εκτιμά εναλλακτικά το άθροισμα της απομείωσης της αξίας των χρεογράφων, των διαγραφών δανείων και των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, στο χρηματοπιστωτικό σύστημα στη ζώνη του ευρώ, στα 814 δισεκ. δολάρια.

Διάγραμμα ΙΙ.4 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και του γιεν Ιαπωνίας (Ιούνιος 2008-Σεπτέμβριος 2009)

(ημερήσια στοιχεία)

Πηγή: ΕΚΤ.
Η κάθετη γραμμή δείχνει την ημερομηνία που ανακοινώθηκε η πτώχευση της Lehman Brothers (15 Σεπτεμβρίου 2008).

εφησυχασμό, επειδή, όπως έχει επανειλημμένα επισημανθεί από την ΕΚΤ,[22] δεν αποκλείεται στο άμεσο μέλλον να παρουσιαστεί μια σειρά κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ. Οι κίνδυνοι αυτοί πηγάζουν κυρίως από την εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας, η οποία επιφέρει αύξηση των επισφαλειών στα δάνεια που έχουν χορηγήσει οι τράπεζες.

Αγορές συναλλάγματος

Η κυριότερη εξέλιξη στις αγορές συναλλάγματος στη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2009 ήταν η αντιστροφή της πτωτικής πορείας της ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και του γιεν Ιαπωνίας (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.4). Σε σύγκριση με τα κατώτατα επίπεδα που είχαν σημειώσει οι διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες του ευρώ κατά το πρώτο τρίμηνο του 2009, η ανατίμηση του ευρώ στο τέλος Σεπτεμβρίου ανήλθε σε 17% έναντι του δολαρίου και 16% έναντι του γιεν.

Αγορές χρήματος

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2009 στη ζώνη του ευρώ,[23] τις ΗΠΑ και άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες συνεχίστηκε η αποκλιμάκωση των επιτοκίων για διατραπεζικά δάνεια με διάρκεια από ένα μήνα και άνω.[24] Μείωση εμφάνισαν και οι διαφορές μεταξύ των επιτοκίων Euribor, Libor δολαρίου ΗΠΑ ή άλλων νομισμάτων και των σταθερών επιτοκίων στις αντίστοιχες συμφωνίες ανταλλαγής, διάρκειας ίσης με τα διατραπεζικά δάνεια, του επιτοκίου μίας ημέρας (overnight index swaps, OIS)[25] (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.5). Η εξέλιξη αυτών των διαφορών υποδηλώνει ότι οι εντάσεις στις διατραπεζικές αγορές υποχωρούν.

Τέλος, το επιτόκιο EONIA και τα λοιπά επιτόκια για τοποθετήσεις στη διατραπεζική αγορά με διάρκεια μικρότερη του ενός μηνός επίσης παρουσίασαν μείωση στη ζώνη του ευρώ και άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες, ενώ

22 Βλ. ΕΚΤ, *Financial Stability Review*, Ιούνιος 2009.
23 Οι εξελίξεις στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ αναλύονται λεπτομερέστερα στο Κεφάλαιο ΙΙΙ.2.
24 Το Libor για διατραπεζικά δάνεια δολαρίων ΗΠΑ με διάρκεια ένα μήνα (καθώς και μία ή δύο εβδομάδες) αυξήθηκε ελαφρά από τις αρχές του έτους μέχρι τα μέσα Μαρτίου. Ακολούθως το επιτόκιο αυτό σημείωσε μικρή μείωση.
25 Σε μια συμφωνία ανταλλαγής του επιτοκίου μίας ημέρας, συνομολογείται ένα επιτόκιο (swap rate) το οποίο παραμένει σταθερό για όλη τη διάρκεια της συμφωνίας (π.χ. 3 μήνες). Με βάση το εν λόγω επιτόκιο, ο συμβαλλόμενος πρέπει να καταβάλει τόκους επί δεδομένου ποσού. Ως αντάλλαγμα, εισπράττει από τον αντισυμβαλλόμενο τους τόκους που προκύπτουν εάν το δεδομένο ποσό τοκιστεί με βάση το επιτόκιο διάρκειας μίας ημέρας που ισχύει στη διατραπεζική αγορά και ανατοκίζεται ημερησίως καθ' όλη τη διάρκεια της συμφωνίας (3 μήνες). Οι τόκοι καταβάλλονται συνήθως αμέσως μετά τη λήξη της συμφωνίας και γίνεται συμψηφισμός των οφειλών σε τόκους μεταξύ των δύο συμβαλλομένων. Το επιτόκιο που συνομολογείται στις εν λόγω συμφωνίες ("σταθερό επιτόκιο") ενσωματώνει τις προσδοκίες για την εξέλιξη του επιτοκίου διάρκειας μίας ημέρας στη διατραπεζική αγορά. Εύλογα μπορεί να θεωρηθεί ότι οι εν λόγω συμφωνίες ανταλλαγής ενέχουν ελάχιστο κίνδυνο σε σύγκριση με το διατραπεζικό δανεισμό άνευ εξασφαλίσεων ανάλογης διάρκειας. Συνεπώς, η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου Euribor ή Libor άλλων νομισμάτων εκτός του ευρώ (3 μηνών) και του επιτοκίου στις αντίστοιχες συμφωνίες ανταλλαγής (διάρκειας 3 μηνών) του επιτοκίου μίας ημέρας αποτελεί δείκτη του ασφαλίστρου που ενσωματώνει το επιτόκιο Euribor ή Libor (3 μηνών) αντίστοιχα, επιπλέον από τις προσδοκίες για το επίπεδο του επιτοκίου μίας ημέρας κατά τους τρεις μήνες που ακολουθούν. Το ασφάλιστρο είναι έναντι του κινδύνου είτε να μην αποπληρωθεί το διατραπεζικό δάνειο είτε, αν χρειαστεί εκτάκτως η δανείστρια τράπεζα να αναπληρώσει τα κεφάλαια που έχει τοποθετήσει στο διατραπεζικό δάνειο, να μην το επιτύχει παρά με μεγάλο κόστος ή και καθόλου, λόγω της κατάστασης της αγοράς χρήματος ή ανεπάρκειας των εξασφαλίσεων τις οποίες μπορεί να προσφέρει σε αντισυμβαλλομένους. Βλ. "The Eurosystem's open market operations during the recent period of financial market volatility", ΕΚΤ, *Monthly Bulletin*, Μάιος 2008, Box 2, σελ. 93, και "Liquidity risk premia in money market spreads", ΕΚΤ, *Financial Stability Review*, Δεκέμβριος 2008, Special Feature D.

Διάγραμμα ΙΙ.5 Διαφορά μεταξύ του επιτοκίου για καταθέσεις τριών μηνών στη διατραπεζική αγορά και του σταθερού επιτοκίου στις συμφωνίες ανταλλαγής (διάρκειας τριών μηνών) του επιτοκίου μίας ημέρας για ευρώ/δολάρια ΗΠΑ αντιστοίχως

(μονάδες βάσης, ημερήσια στοιχεία)

Πηγές: ΕΚΤ και Bloomberg.
Η κάθετη γραμμή δείχνει την ημερομηνία κατά την οποία οι διαφορές επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ έλαβαν τη μέγιστη τιμή (10 Οκτωβρίου 2008).

στις ΗΠΑ το επιτόκιο για ομοσπονδιακά κεφάλαια (federal funds rate) παρέμεινε περίπου σταθερό σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Οι ανωτέρω εξελίξεις αντανακλούν τις μειώσεις των βασικών επιτοκίων και τα άλλα μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας που έλαβαν οι κεντρικές τράπεζες και ενδεχομένως την επίδραση της παροχής εγγυήσεων για τη συγκέντρωση κεφαλαίων από τις τράπεζες και της κεφαλαιακής ενίσχυσης των τραπεζών από τις κυβερνήσεις σε πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες.

Αγορές ομολόγων

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2009, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων στη ζώνη του ευρώ, καθώς και σε άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες (όπως το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ιαπωνία), σημείωσαν διακυμάνσεις – συνολικά όμως κατέγραψαν μικρές αυξήσεις – ενώ στις ΗΠΑ τα μακροπρόθεσμα επιτόκια αυξήθηκαν σημαντικά. Ειδικότερα, η απόδοση των δεκαετών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε από 3,52% (2,25% στις ΗΠΑ) στο τέλος Δεκεμβρίου του 2008 σε 3,57% (3,30% στις ΗΠΑ) στο τέλος Σεπτεμβρίου 2009 (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.6).

Η κλίση της καμπύλης αποδόσεων[26] στις εν λόγω αγορές κρατικών τίτλων αυξήθηκε, αντανακλώντας, εκτός από την αύξηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, και τη μείωση των επιτοκίων των βραχυπρόθεσμων κρατικών τίτλων στις αρχές του 2009[27] εξαιτίας της μείωσης των βασικών επιτοκίων των κεντρικών τραπεζών και της διαμόρφωσης προσδοκιών, κατά την περίοδο εκείνη, για περαιτέρω μειώσεις των βασικών επιτοκίων. Σημειώνεται ότι τα επιτόκια στους βραχυπρόθεσμους (ιδιαίτερα στους τρίμηνους) κρατικούς τίτλους στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν εκ νέου στα μέσα Ιουνίου 2009.

Ανοδική πίεση στις μακροπρόθεσμες αποδόσεις άσκησε εν πρώτοις η αύξηση των δανειακών αναγκών του δημόσιου τομέα, κυρίως λόγω των μέτρων που λήφθηκαν στις περισσότερες χώρες για τη στήριξη του τραπεζικού συστήματος και την ενίσχυση της συνολικής ζήτησης αγαθών. Επιπρόσθετα, μετά τις αρχές Μαρτίου του 2009 σημειώθηκαν μετατοπίσεις κεφαλαίων από κρατικούς τίτλους (οι οποίοι θεωρούνται ασφαλέστερες τοποθετήσεις και διαθέτουν υψηλότερο βαθμό ρευστότητας σε σχέση με άλλους τίτλους) κυρίως προς μετοχές, εξαιτίας της προαναφερθείσας αναθέρμανσης της ροπής των επενδυτών προς ανάληψη κινδύνων, με αποτέλεσμα την υποχώρηση των τιμών των κρατικών ομολόγων. Ωστόσο, η άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων συγκρατήθηκε εξαιτίας της αύξησης της ζήτησης των τραπεζών και των θεσμικών επενδυτών για κρατικούς τίτλους που παρατηρήθηκε παγκοσμίως.

Η αναθέρμανση της ροπής των επενδυτών προς ανάληψη κινδύνων εξηγεί επίσης την

26 Η κλίση της καμπύλης αποδόσεων μπορεί να μετρηθεί με τη διαφορά αποδόσεων μεταξύ των δεκαετών κρατικών ομολόγων και των τρίμηνων έντοκων γραμματίων του Δημοσίου.

27 Επισημαίνεται ότι, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στις ΗΠΑ παρέμειναν περίπου αμετάβλητα σε πολύ χαμηλά επίπεδα κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Διάγραμμα ΙΙ.6 Αποδόσεις δεκαετών κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ (Ιανουάριος 2003-Σεπτέμβριος 2009)

(αποδόσεις σε ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)

Πηγή: ΕΚΤ.
Η κάθετη γραμμή δείχνει την ημερομηνία που ανακοινώθηκε η πτώχευση της Lehman Brothers (15 Σεπτεμβρίου 2008).

υποχώρηση της διαφοράς αποδόσεων, που σημειώθηκε μετά τις αρχές Μαρτίου του 2009, μεταξύ αφενός των κρατικών τίτλων των λοιπών χωρών εκτός Γερμανίας που συμμετέχουν στη Νομισματική Ένωση και των γερμανικών κρατικών ομολόγων και αφετέρου μεταξύ των ιδιωτικών χρεογράφων και των κρατικών τίτλων με παρόμοια εναπομένουσα διάρκεια.[28] Παρά την υποχώρησή τους όμως, οι εν λόγω διαφορές παραμένουν σε σημαντικώς υψηλότερα επίπεδα εκείνων που διαμορφώνονταν πριν την πυροδότηση της χρηματοπιστωτικής κρίσης το 2007. Σύμφωνα με ανάλυση της ΕΚΤ,[29] η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των κρατικών τίτλων, όπως στην περίπτωση της Γαλλίας και της Γερμανίας, δεν συνδέεται απαραίτητα με αποκλίσεις στον πιστωτικό κίνδυνο (credit quality) των συγκεκριμένων χωρών όπως τον αντιλαμβάνονται οι επενδυτές, αλλά πιθανώς αντανακλά την επίδραση του κινδύνου ρευστότητας (liquidity premium). Συνεπής με την εξέλιξη των διαφορών αποδόσεων μεταξύ των κρατικών ομολόγων των κρατών μελών της ζώνης του ευρώ από τη μια πλευρά καθώς και με την εξέλιξη των διαφορών αποδόσεων μεταξύ ιδιωτικών και κρατικών ομολόγων από την άλλη, ήταν και η εξέλιξη των περιθωρίων (spreads) στα συμβόλαια ανταλλαγής πιστωτικής αθέτησης (credit default swaps, CDS) επί κρατικών τίτλων και επί εταιρικών ομολόγων αντιστοίχως.

Ενδεικτική της βελτίωσης των συνθηκών στις αγορές ομολόγων ήταν η σημαντική αύξηση του όγκου των νέων εκδόσεων ιδιωτικών χρεογράφων, ιδίως στη ζώνη του ευρώ αλλά και σε άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες. Η εξέλιξη αυτή υποβοηθήθηκε από τη χορήγηση κρατικών εγγυήσεων για τις νέες εκδόσεις των τραπεζών. Αντίθετα, οι αγορές των χρεογράφων που εκδίδονται έναντι κατεχόμενων περιουσιακών στοιχείων (asset-backed securities, ABS) εξακολούθησαν να παρουσιάζουν σοβαρές δυσλειτουργίες,[30] με πιο χαρακτηριστική την απουσία νέων εκδόσεων. Στη ζώνη του ευρώ πραγματοποιήθηκαν νέες εκδόσεις, οι οποίες όμως αναλήφθηκαν εξ ολοκλήρου από τα πιστωτικά ιδρύματα (πολλές φορές από τις ίδιες τράπεζες που είχαν χορηγήσει τα τιτλοποιηθέντα δάνεια), προκειμένου οι τίτλοι να χρησιμοποιηθούν ως εξασφαλίσεις για την άντληση ρευστότητας από το Ευρωσύστημα.

Αγορές μετοχών

Η πτωτική πορεία που χαρακτήριζε τις τιμές των μετοχών το 2008 και το πρώτο δίμηνο του τρέχοντος έτους ανακόπηκε το Μάρτιο. Έκτοτε, στις περισσότερες ανεπτυγμένες και αναδυόμενες οικονομίες οι τιμές των μετοχών σημειώνουν αυξητική τάση, αλλά με διακυμάνσεις που μαρτυρούν ότι η αβεβαιότητα για τις μελλοντικές οικονομικές και χρηματιστηριακές εξελίξεις, μολονότι υποχωρεί, παραμένει ακόμη σχετικώς υψηλή. Στο τέλος Σεπτεμβρίου 2009, ο ευρωπαϊκός δείκτης Dow Jones Euro Stoxx ήταν αυξημένος κατά 58,9%

28 Αυτό συνέβη στη ζώνη του ευρώ. Στις ΗΠΑ η αποκλιμάκωση των διαφορών αποδόσεων μεταξύ ιδιωτικών και κρατικών χρεογράφων είχε αρχίσει νωρίτερα, γύρω στα τέλη του 2008.

29 Βλ. ΕΚΤ, *Monthly Bulletin*, Σεπτέμβριος 2009, Box 4 ("Credit and liquidity premia on selected euro area sovereign yields").

30 Αυτό πάντως δεν ισχύει για τα χρεόγραφα που έχουν εκδοθεί έναντι καταναλωτικών δανείων ή δανείων προς μικρές επιχειρήσεις στις ΗΠΑ, η αγορά των οποίων έχει βελτιωθεί μετά τα μέτρα που έλαβε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα.

Διάγραμμα ΙΙ.7 Δείκτες χρηματιστηριακών αγορών στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ (Ιανουάριος 2003-Σεπτέμβριος 2009)

(ημερήσια στοιχεία)

Πηγή: ΕΚΤ.
Η κάθετη γραμμή δείχνει την ημερομηνία που ανακοινώθηκε η πτώχευση της Lehman Brothers (15 Σεπτεμβρίου 2008).

και ο αμερικανικός Standard and Poor's 500 κατά 56,3% σε σύγκριση με τα ελάχιστα επίπεδα που είχαν καταγραφεί στις αρχές Μαρτίου (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.7). Σημαντική συμβολή στην ανάκαμψη των τιμών των μετοχών είχε η σταδιακή βελτίωση των προσδοκιών για τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές των οικονομιών και για τη μελλοντική κερδοφορία των επιχειρήσεων. Η βελτίωση αυτή αναζωογόνησε τη ροπή των επενδυτών προς ανάληψη κινδύνων, χωρίς ωστόσο να την επαναφέρει στα προ του 2008 επίπεδα. Αξιοσημείωτο είναι ότι στις περισσότερες οικονομίες, κατά την περίοδο Μαρτίου-Σεπτεμβρίου 2009, η άνοδος του ειδικού δείκτη τιμών των τραπεζικών μετοχών υπερέβαινε σημαντικά την άνοδο του γενικού χρηματιστηριακού δείκτη.

3 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ[31]

Η παγκόσμια οικονομική κρίση είχε δυσμενέστατες επιπτώσεις για τις οικονομίες των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Στην εξαετία που είχε προηγηθεί της κρίσης, οι αθρόες εισροές ξένων κεφαλαίων και η ταχύρρυθμη άνοδος των εξαγωγών αποτελούσαν βασικούς παράγοντες ανάπτυξης των οικονομιών αυτών. Τους παράγοντες αυτούς απενεργοποίησε τον Οκτώβριο του 2008 η ραγδαία επιδείνωση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού και μακροοικονομικού περιβάλλοντος, που στις οικονομίες της περιοχής προκάλεσε συνθήκες εγχώριας πιστωτικής στενότητας και μεγάλης υποχώρησης της συνολικής ζήτησης αγαθών και της παραγωγής. Τις αρνητικές επιδράσεις των εξωγενών κραδασμών επιτείνουν εγχώριοι παράγοντες, όπως ορισμένα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά των οικονομιών αυτών και ο υψηλός βαθμός απαισιοδοξίας των καταναλωτών και των επιχειρήσεων, ο οποίος ενισχύει την αποχή από κατανάλωση και αποθαρρύνει τις επενδύσεις.

Στις περισσότερες οικονομίες της περιοχής η υποχώρηση της δραστηριότητας ήταν ιδιαίτερα έντονη κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2008 και το πρώτο τρίμηνο εφέτος, ενώ για ολόκληρο το 2009 προβλέπεται σημαντική μείωση του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα ΙΙ.2). Η παγκόσμια κρίση επιδρά στο ΑΕΠ των οικονομιών αυτών μέσω δύο διαύλων. Ο πρώτος πλήττει άμεσα τον πραγματικό τομέα των οικονομιών και επενεργεί μέσω των εξαγωγικών επιδόσεων, ενώ ο δεύτερος επηρεάζει έμμεσα τον πραγματικό τομέα, μέσω των εγχώριων χρηματοπιστωτικών συνθηκών.

Όσον αφορά τον πρώτο δίαυλο, λόγω μειωμένης παγκόσμιας ζήτησης και πτώσης του διεθνούς εμπορίου οι εξαγωγικές επιδόσεις των οικονομιών της περιοχής χειροτέρευσαν δραστικά. Η μείωση των εξαγωγών συμπίεσε τη βιομηχανική παραγωγή και ανέκοψε την επενδυτική δραστηριότητα, ιδίως των εξαγωγικών επιχειρήσεων, οι οποίες συγκαταλέγονται κατά κανόνα στους πιο δυναμικούς κλάδους των εν λόγω οικονομιών. Τη μεγαλύτερη κάμψη εξαγωγών κατέγραψαν η Βουλγαρία,

31 Η ανάλυση αυτής της ενότητας καλύπτει τις εξής χώρες: Αλβανία, Βοσνία και Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Κροατία, Μαυροβούνιο, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας (ΠΓΔΜ), Ρουμανία, Σερβία, Τουρκία.

Πίνακας ΙΙ.2 Ρυθμός αύξησης του πραγματικού ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ) χωρών της ΝΑ Ευρώπης

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

Χώρα	2006	2007	2008	2009 (πρόβλεψη)
Αλβανία	5,5	6,3	6,8	0,7
Βοσνία-Ερζεγοβίνη	6,9	6,8	5,5	-3,0
Βουλγαρία	6,3	6,2	6,0	-6,5
Κροατία	4,7	5,5	2,4	-5,2
Μαυροβούνιο	8,6	10,7	7,5	-4,0
Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας	4,0	5,9	4,9	-2,5
Ρουμανία	7,9	6,2	7,1	-8,5
Σερβία	5,2	6,9	5,4	-4,0
Τουρκία	6,9	4,7	0,9	-6,5

Πηγές: Εθνικές κεντρικές τράπεζες, ΔΝΤ και Reuters.

η Κροατία και η Ρουμανία, ενώ τη μικρότερη η ΠΓΔΜ και η Αλβανία.

Ο δεύτερος δίαυλος μετάδοσης των εξωγενών κραδασμών, δηλαδή οι επιδράσεις που μεταδίδονται στον πραγματικό τομέα μέσω του πιστωτικού συστήματος, λειτούργησε κυρίως λόγω του εξαιρετικά αρνητικού κλίματος των διεθνών αγορών. Αποτέλεσμα του κλίματος αυτού ήταν η γενίκευση της αυξημένης αποστροφής των επενδυτών προς τον κίνδυνο και μια τάση απομόχλευσης των πιστωτικών ιδρυμάτων διεθνώς. Για τις οικονομίες της ΝΑ Ευρώπης, με δεδομένα τα ειδικότερα χαρακτηριστικά τους, οι παράγοντες αυτοί είχαν επακόλουθο την κάμψη των καθαρών εισροών ξένων κεφαλαίων, τη σημαντική χειροτέρευση των όρων εξωτερικού δανεισμού και τη σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των τραπεζικών πιστώσεων. Επίσης, μεγάλη ήταν η μείωση της εισροής κεφαλαίων για άμεσες επενδύσεις, η οποία μέχρι πρόσφατα αποτελούσε τη βασική πηγή χρηματοδότησης των εξωτερικών ελλειμμάτων των χωρών της περιοχής.

Σημαντική συμβολή στην κάμψη των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου και της ιδιωτικής κατανάλωσης είχε η μεγάλη επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης, ο ρυθμός της οποίας αναμένεται ότι το 2009 θα κυμανθεί πλησίον ή και χαμηλότερα του 10%. Στην επιβράδυνση έχουν συμβάλει τόσο η πλευρά της προσφοράς όσο και της ζήτησης δανείων. Παράγοντες από την πλευρά της προσφοράς υπήρξαν η κάμψη της εισροής ξένων κεφαλαίων, οι δυσκολίες πρόσβασης των εγχώριων τραπεζών σε χρηματοδοτικές πηγές του εξωτερικού, η αντικειμενική αδυναμία ενίσχυσης της εγχώριας καταθετικής βάσης και η εφαρμογή από τις τράπεζες αυστηρότερων κριτηρίων χορήγησης δανείων, όπως υπαγορεύει η ανάγκη διαφύλαξης της ποιότητας χαρτοφυλακίου σε περιόδους χειροτέρευσης των μακροοικονομικών συνθηκών.

Η ραγδαία επιδείνωση των οικονομικών συνθηκών στις χώρες της περιοχής και η συνακόλουθη μείωση της ζήτησης, σε συνδυασμό με τη σημαντική πτώση των τιμών των τροφίμων και της ενέργειας στις διεθνείς αγορές σε σχέση με το προηγούμενο έτος, συνετέλεσαν στη σημαντική αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Σε ορισμένες χώρες μάλιστα ο πληθωρισμός ήταν αρνητικός το πρώτο εξάμηνο του 2009 (βλ. Πίνακα ΙΙ.3). Ταχύτερη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού παρατηρείται κυρίως

Πίνακας ΙΙ.3 Πληθωρισμός χωρών της ΝΑ Ευρώπης

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

Χώρα	2006	2007	2008	2009 (πρόβλεψη)
Αλβανία	2,4	2,9	3,4	1,7
Βοσνία-Ερζεγοβίνη	6,1	1,5	7,4	0,9
Βουλγαρία	7,4	7,6	12,0	2,7
Κροατία	3,2	2,9	6,1	2,8
Μαυροβούνιο	2,1	3,5	9,0	3,4
Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας	3,2	2,3	8,3	-0,5
Ρουμανία	6,6	4,8	7,8	5,5
Σερβία	12,7	6,5	11,7	9,9
Τουρκία	9,6	8,8	10,4	6,2

Πηγές: Εθνικές κεντρικές τράπεζες και ΔΝΤ.

στη Βουλγαρία και την ΠΓΔΜ και σε μικρότερο βαθμό στη Ρουμανία και την Τουρκία.

Η οικονομική κρίση άσκησε αρνητική επίδραση και στα δημοσιονομικά μεγέθη των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, καθώς, εκτός από την αναπόφευκτη μείωση των φορολογικών εσόδων, έντονη ήταν πλέον η ανάγκη για αυξημένη κρατική παρέμβαση, με άμεσο αντίκτυπο στα δημοσιονομικά ελλείμματα. Οι εξελίξεις αυτές επηρέασαν ακόμη και χώρες που τα τελευταία έτη παρουσίαζαν αξιοσημείωτη δημοσιονομική σταθερότητα, όπως η Βουλγαρία και η ΠΓΔΜ, οι οποίες είναι πιθανόν να εμφανίσουν έλλειμμα στο τέλος του έτους. Πρέπει επίσης να επισημανθεί ότι οι χώρες της περιοχής έχουν, σε σύγκριση με τις περισσότερες ανεπτυγμένες χώρες, πιο περιορισμένες δυνατότητες αξιοποίησης της δημοσιονομικής πολιτικής για την αντιμετώπιση της κρίσης. Το γεγονός αυτό οφείλεται τόσο στη δυσκολία που έχουν για τη χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων όσο και στους περιορισμούς που θέτουν οι άλλες προτεραιότητες της οικονομικής τους πολιτικής, όπως η άσκηση της συναλλαγματικής πολιτικής (στις χώρες όπου ακολουθείται το σύστημα των σταθερών ισοτιμιών).

Τα υψηλά ελλείμματα και ο σημαντικός βαθμός εξωτερικής ευπάθειας, λόγω κυρίως της μεγάλης ανάγκης για εξωτερική χρηματοδότηση, είχαν άμεση και αρνητική επίδραση στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των χωρών αυτών, ιδίως μεταξύ Σεπτεμβρίου 2008 και Μαρτίου 2009.[32] Επισημαίνεται ότι οι εξελίξεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες έχουν ιδιαίτερη σημασία για τις χώρες της περιοχής, καθώς μεγάλο μέρος των τραπεζικών πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα σε πολλές από αυτές τις χώρες, ιδίως στην Κροατία, τη Ρουμανία και τη Βουλγαρία, έχει συνομολογηθεί σε ξένο νόμισμα. Στις χώρες αυτές, επομένως, είναι φανερό ότι σε περίπτωση περαιτέρω υποτίμησης των εγχώριων νομισμάτων μέρος του ιδιωτικού τομέα πιθανόν να αδυνατούσε να εξυπηρετήσει τις δανειακές υποχρεώσεις του, υπονομεύοντας έτσι τη χρηματοπιστωτική και μακροοικονομική σταθερότητα. Κατά την πιο

32 Ειδικότερα, οι τιμές των περισσότερων νομισμάτων των χωρών με κυμαινόμενες ισοτιμίες κατέγραψαν σημαντικές απώλειες σε σχέση με το ευρώ από το Σεπτέμβριο του 2008, όταν ξεκίνησε η κρίση, μέχρι και το Μάρτιο του 2009. Ειδικότερα έναντι του ευρώ, από τις 12.9.2008, δηλαδή μία ημέρα πριν από την πτώχευση της Lehman Brothers, μέχρι το τέλος Μαρτίου του 2009 υποτιμήθηκαν: το ουκρανικό γρίβνα κατά 60,7%, το σερβικό δηνάριο κατά 24,4%, η τουρκική λίρα κατά 25,1%, το ρουμανικό λέι κατά 18,3% και, σε μικρότερο βαθμό, το αλβανικό λεκ κατά 7,2% και το κροατικό κούνα κατά 5,4%.

Πίνακας ΙΙ.4 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστό του ΑΕΠ) χωρών της ΝΑ Ευρώπης

Χώρα	2006	2007	2008	2009 (πρόβλεψη)
Αλβανία	-5,6	-9,1	-14,1	-11,5
Βοσνία-Ερζεγοβίνη	-8,4	-12,7	-14,7	-8,8
Βουλγαρία	-18,5	-25,2	-25,5	-11,4
Κροατία	-6,7	-7,6	-9,4	-6,1
Μαυροβούνιο	-24,1	-29,4	-29,6	-16,0
Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας	-0,9	-7,2	-13,1	-10,6
Ρουμανία	-10,4	-13,5	-12,4	-5,5
Σερβία	-10,1	-15,6	-17,3	-9,1
Τουρκία	-6,0	-5,8	-5,7	-1,9

Πηγές: Εθνικές κεντρικές τράπεζες και ΔΝΤ.

πρόσφατη περίοδο όμως, οι ισοτιμίες των χωρών της περιοχής φαίνεται να σταθεροποιούνται ή και να ανακάμπτουν έναντι του ευρώ.[33] Από την άλλη πλευρά, οι νομισματικές αρχές των χωρών με σταθερές ισοτιμίες έχουν, τουλάχιστον μέχρι στιγμής και παρά τις αντίξοες συνθήκες, διασφαλίσει τη σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας των νομισμάτων τους, κυρίως έναντι του ευρώ.[34] Βεβαίως, πολλές χώρες, στην προσπάθειά τους να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά τις πιέσεις, στράφηκαν στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και την Ευρωπαϊκή Ένωση για την εξασφάλιση ρευστότητας. Η Ρουμανία, η Σερβία και η Ουκρανία στράφηκαν κατά κύριο λόγο στο ΔΝΤ. Παράλληλα, οι χώρες αυτές ανέλαβαν τη δέσμευση για λήψη μέτρων με στόχο τη βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης, τη στήριξη του εγχώριου τραπεζικού συστήματος και την υιοθέτηση περιοριστικής εισοδηματικής πολιτικής.

Όσον αφορά τον εξωτερικό τομέα, τα μεγάλα ελλείμματα, που αποτελούσαν το βασικό κοινό γνώρισμα των χωρών της περιοχής τα τελευταία χρόνια, παρουσιάζουν σημαντική υποχώρηση το 2009. Με βάση τα στοιχεία του πρώτου τριμήνου του 2009, σημαντική βελτίωση παρουσίασε το εμπορικό ισοζύγιο, και κατ' επέκταση το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης (βλ. Πίνακα ΙΙ.4), κυρίως εκείνων που εμφάνισαν ιδιαίτερα υψηλά ελλείμματα το 2008, όπως η Βουλγαρία, η Τουρκία και η Ρουμανία. Οι ανωτέρω εξελίξεις συνδέονται με τη σημαντική μείωση των εισαγωγών σε όλες τις χώρες, η οποία σε αρκετές χώρες υπερκέρασε και την κάμψη των εξαγωγών.

Γενικότερα, με βάση την ανάλυση που προηγήθηκε, επισημαίνεται ότι, παρά τη μεγάλη ύφεση, την ανεργία, τα μεγάλα δημοσιονομικά και εξωτερικά ελλείμματα και τις δυσκολίες χρηματοδότησής τους, ο κίνδυνος μεγάλης χρηματοπιστωτικής αστάθειας και αδυναμίας

33 Στις αρχές Οκτωβρίου (7.10.2009), αρκετά από τα παραπάνω νομίσματα εμφανίζουν τάσεις σταθεροποίησης σε σχέση με την ισοτιμία τους έναντι του ευρώ στο τέλος Μαρτίου 2009. Πιο συγκεκριμένα, ανατιμήθηκαν: το σερβικό δηνάριο κατά 2,1%, η τουρκική λίρα επίσης κατά 2,1% και το κροατικό κούνα κατά 3,0%. Αντίθετα, μικρή σχετικά υποτίμηση παρουσίασαν το ρουμανικό λέι κατά 0,8% και το αλβανικό λεκ κατά 2,6% (η υποτίμηση του αλβανικού νομίσματος πραγματοποιήθηκε τον τελευταίο μήνα). Τέλος, το ουκρανικό γρίβνα υποτιμήθηκε κατά 12,8%. Αν και αυτό είναι το μεγαλύτερο ποσοστό υποτίμησης μεταξύ των χωρών της περιοχής, υπολείπεται κατά πολύ της υποχώρησης του ίδιου νομίσματος την περίοδο Σεπτεμβρίου 2008-Μαρτίου 2009.

34 Αυτό βέβαια στις περισσότερες περιπτώσεις απαίτησε σημαντικές παρεμβάσεις των εθνικών κεντρικών τραπεζών στην αγορά συναλλάγματος.

εξυπηρέτησης των διεθνών δανειακών τους υποχρεώσεων έχει περιοριστεί για τις χώρες της περιοχής. Το 2009 αναμφίβολα θα είναι ιδιαίτερα κρίσιμο για τις χώρες της ΝΑ Ευρώπης. Η αποκατάσταση της μακροοικονομικής σταθερότητας, με πρώτη προτεραιότητα την εξασφάλιση της δημοσιονομικής ισορροπίας, και η συνέχιση των διαρθρωτικών και θεσμικών μεταρρυθμίσεων μπορούν να αποτελέσουν τις βασικές κατευθύνσεις προκειμένου να διασφαλιστεί η προοπτική για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη.

III Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΟΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

1 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ[1]

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, που είχε αρχίσει να μειώνει προοδευτικά τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος τον Οκτώβριο του 2008, συνέχισε τη σταδιακή μείωση των επιτοκίων αυτών έως και το Μάιο του 2009. Την περίοδο από τον Ιούνιο έως τα μέσα Οκτωβρίου 2009, τα βασικά επιτόκια δεν μεταβλήθηκαν (βλ. Πίνακα III.1). Ειδικότερα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε το σταθερό επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης 4 φορές[2] την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2009, συνολικά κατά 150 μονάδες βάσης, σε 1% το Μάιο του 2009 έναντι 2,5% το Δεκέμβριο του 2008 (το επιτόκιο αυτό ήταν 4,25% την περίοδο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 2008).[3] Μετά από αυτές τις μειώσεις, τα βασικά επιτόκια διαμορφώθηκαν στα χαμηλότερα επίπεδα που έχουν σημειωθεί ποτέ, όχι μόνο στη Νομισματική Ένωση αλλά και στις χώρες-μέλη της κατά την περίοδο πριν από την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος. Επιπρόσθετα, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2009, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ συνέχισε να επεκτείνει τη χρήση μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής[4] που διευκολύνουν τη ροή των χρηματοδοτικών πόρων μέσω του τραπεζικού συστήματος προς την πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ και συμβάλλουν αποφασιστικά στη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ χαράζει τη νομισματική πολιτική, έτσι ώστε να επιτυγχάνεται ο πρωταρχικός σκοπός του Ευρωσυστήματος, δηλαδή η σταθερότητα των τιμών[5] στη ζώνη του ευρώ σε μεσοπρόθεσμη βάση. Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2009, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εξακολούθησε να τονίζει ότι με την πολιτική των επιτοκίων και τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής συμβάλλει στη σταθεροποίηση των μεσοπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών, καθώς η επιδίωξη αυτή εξυπηρετεί την επίτευξη του πρωταρχικού σκοπού του Ευρωσυστήματος. Επιπλέον δε, αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την ανάπτυξη.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι, με δεδομένες τις μειώσεις των βασικών επιτοκίων αλλά και τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής τα οποία λαμβάνει, αναμένεται να εδραιωθεί η σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα στη ζώνη του ευρώ.[6] Κατά συνέπεια, με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία και την ανάλυση των εξελίξεων, τα βασικά επιτόκια παραμένουν στο κατάλληλο επίπεδο επί του παρόντος. Πράγματι, οι δείκτες πληθωριστικών προσδοκιών,[7] οι οποίοι επηρεάζονται από όλα τα μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, υποδηλώνουν ότι ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ

1 Με βάση τις εισαγωγικές δηλώσεις του Προέδρου της ΕΚΤ στις συνεντεύξεις τύπου οι οποίες ακολουθούσαν την πρώτη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ κάθε μήνα – όπου γίνεται η χάραξη της νομισματικής πολιτικής – κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2009.

2 Το σταθερό επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε: κατά 50 μονάδες βάσης τον Ιανουάριο, όπως και το Μάρτιο, και κατά 25 μονάδες βάσης τον Απρίλιο καθώς και το Μάιο του 2009.

3 Το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης μειώθηκε σταδιακά κατά 125 μονάδες βάσης, σε 1,75% το Μάιο του 2009 από 3% το Δεκέμβριο του 2008 (και 5,25% την περίοδο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 2008), ενώ το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων μειώθηκε σταδιακά κατά 175 μονάδες βάσης, σε 0,25% τον Απρίλιο του 2009 από 2% το Δεκέμβριο 2008 (και 3,25% την περίοδο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 2008).

4 Τα μέτρα χαρακτηρίζονται ως "μη συμβατικά" (non-standard measures), διότι συνδέονται με σημαντικές τροποποιήσεις στο λειτουργικό πλαίσιο (operational framework) – δηλ. τα μέσα και τις διαδικασίες – για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Με τα εν λόγω μέτρα επιτυγχάνεται βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης και ενίσχυση της ροής των χρηματοδοτικών πόρων από το χρηματοπιστωτικό σύστημα – δηλ., στη ζώνη του ευρώ, κυρίως τις τράπεζες – προς την οικονομία, μεγαλύτερη από ό,τι είναι δυνατόν να επιτευχθεί αποκλειστικά και μόνο με μειώσεις των βασικών επιτοκίων.

5 Σύμφωνα με τον ορισμό που περιλαμβάνει η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, επικρατεί σταθερότητα των τιμών όταν ο ρυθμός πληθωρισμού παραμένει κάτω αλλά πλησίον του 2%.

6 Φυσικά, αν στο μέλλον οι μακροοικονομικές εξελίξεις σημειώσουν σημαντική και διατηρήσιμη βελτίωση, τα χαμηλά επιτόκια αφενός και τα μη συμβατικά μέτρα αφετέρου μπορεί να οδηγήσουν σε αναζωπύρωση του πληθωρισμού. Για το λόγο αυτό υπήρξε αναγκαία η διαμόρφωση στρατηγικής εξόδου από όλα τα εν λόγω μέτρα νομισματικής πολιτικής, χωρίς βέβαια αυτό να σημαίνει ότι το Ευρωσύστημα είναι δυνατόν να δεσμευθεί εκ των προτέρων για τη μελλοντική πορεία των επιτοκίων ή για άλλες τεχνικές λεπτομέρειες και το χρονοδιάγραμμα εφαρμογής αυτής της πολιτικής.

7 Στο πλαίσιο της οικονομικής ανάλυσης, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ παρακολουθεί διάφορους δείκτες των προσδοκιών για το ρυθμό πληθωρισμού που θα επικρατήσει στη ζώνη του ευρώ σε μεσομακροπρόθεσμη βάση (π.χ. μετά την πάροδο 5 ετών από την παρούσα στιγμή). Οι δείκτες αυτοί λαμβάνονται από τις αποδόσεις των τιμαριθμοποιημένων ομολόγων, από συμφωνίες ανταλλαγής, από την έρευνα την οποία διεξάγει η ίδια η ΕΚΤ μεταξύ των φορέων που καταρτίζουν οικονομετρικές προβλέψεις για τη ζώνη του ευρώ κ.λπ.

Πίνακας III.1 Προσαρμογές των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος

(ποσοστά % ετησίως)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων [1]	Πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης		Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης
		Δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου (σταθερό επιτόκιο)	Δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου (ελάχιστο επιτόκιο προσφορών)	
6 Οκτωβρίου 2000	3,75	-	4,75	5,75
11 Μαΐου 2001	3,50	-	4,50	5,50
31 Αυγούστου 2001	3,25	-	4,25	5,25
18 Σεπτεμβρίου 2001	2,75	-	3,75	4,75
9 Νοεμβρίου 2001	2,25	-	3,25	4,25
6 Δεκεμβρίου 2002	1,75	-	2,75	3,75
7 Μαρτίου 2003	1,50	-	2,50	3,50
6 Ιουνίου 2003	1,00	-	2,00	3,00
6 Δεκεμβρίου 2005	1,25	-	2,25	3,25
8 Μαρτίου 2006	1,50	-	2,50	3,50
15 Ιουνίου 2006	1,75	-	2,75	3,75
9 Αυγούστου 2006	2,00	-	3,00	4,00
11 Οκτωβρίου 2006	2,25	-	3,25	4,25
13 Δεκεμβρίου 2006	2,50	-	3,50	4,50
14 Μαρτίου 2007	2,75	-	3,75	4,75
13 Ιουνίου 2007	3,00	-	4,00	5,00
9 Ιουλίου 2008	3,25	-	4,25	5,25
8 Οκτωβρίου 2008	2,75	-	-	4,75
9 Οκτωβρίου 2008	3,25	-	-	4,25
15 Οκτωβρίου 2008	3,25	3,75	-	4,25
12 Νοεμβρίου 2008	2,75	3,25	-	3,75
10 Δεκεμβρίου 2008	2,00	2,50	-	3,00
21 Ιανουαρίου 2009	1,00	2,00	-	3,00
11 Μαρτίου 2009	0,50	1,50	-	2,50
8 Απριλίου 2009	0,25	1,25	-	2,25
13 Μαΐου 2009	0,25	1,00		1,75

Πηγή: ΕΚΤ.
1 Από τις 10 Μαρτίου 2004 και με εξαίρεση τις αυξομειώσεις στις 8 και 9 Οκτωβρίου 2008, οι μεταβολές των επιτοκίων των πάγιων διευκολύνσεων αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης ισχύουν όχι από την ημερομηνία της συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ κατά την οποία λαμβάνεται η απόφαση για προσαρμογή των επιτοκίων, αλλά από την ημερομηνία που διενεργείται η πρώτη πράξη κύριας αναχρηματοδότησης μετά την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου (οπότε μεταβάλλεται και το ελάχιστο επιτόκιο προσφορών/σταθερό επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης).

αναμένεται να διαμορφωθεί κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα.

Ειδικότερα, την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009 οι πληθωριστικές πιέσεις υποχώρησαν προοδευτικά και διαμορφώθηκαν σε χαμηλά επίπεδα —όπου και αναμένεται ότι θα παραμείνουν σε μεσοπρόθεσμη βάση— κυρίως λόγω της πτωτικής πορείας των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των λοιπών βασικών εμπορευμάτων που συνεχίστηκε μέχρι τα τέλη του 2008 και της εξασθένησης της οικονομικής δραστηριότητας σε παγκόσμιο επίπεδο. Το συμπέρασμα της *οικονομικής ανάλυσης*, ότι η

ένταση των πληθωριστικών πιέσεων υποχώρησε και θα διατηρηθεί χαμηλή σε μεσοπρόθεσμη βάση, επιβεβαιώνεται και από τη *νομισματική ανάλυση*, με δεδομένη την ταυτόχρονη επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου του Μ3, της συνολικής πιστωτικής επέκτασης και ιδίως των τραπεζικών δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, η οποία είχε ως αποτέλεσμα αντίστοιχη επιβράδυνση του "υποκείμενου" ρυθμού νομισματικής επέκτασης.[8]

Κατά συνέπεια, όπως προαναφέρθηκε, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε διαδοχικά το σταθερό επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης. Επιπρόσθετα, με στόχο να ομαλοποιηθούν περαιτέρω οι συνθήκες στις αγορές χρήματος και να διευκολυνθεί ακόμη περισσότερο η ροή χρηματοδοτικών πόρων μέσω του τραπεζικού συστήματος προς την πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ:

- από τον Ιούνιο του 2009 άρχισε η διεξαγωγή πράξεων *πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας ενός έτους*,

- από τον Ιούλιο του 2009 δόθηκε στην Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων η δυνατότητα να αντλεί ρευστότητα από το Ευρωσύστημα,

- από τον Ιούλιο του 2009 το Ευρωσύστημα άρχισε να πραγματοποιεί αγορές καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών (βλ. Τμήμα 2 του παρόντος κεφαλαίου).

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι τα μέτρα που έχει λάβει από την έξαρση της χρηματοπιστωτικής κρίσης το Σεπτέμβριο του 2008 μέχρι σήμερα είναι μοναδικά ως προς τη φύση τους και τα ενδεδειγμένα ως προς την έκταση και την ταχύτητα λήψεώς τους. Τα μέτρα αυτά οδήγησαν σε σημαντικές μειώσεις των επιτοκίων των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Καθώς οι επιδράσεις των μέτρων της νομισματικής πολιτικής μεταδίδονται με χρονική υστέρηση, τα μέτρα αυτά επηρεάζουν τις οικονομικές εξελίξεις σταδιακά, παρέχοντας συνεχή στήριξη σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις.

Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογραμμίζει ότι, με δεδομένες τις μεγάλες προκλήσεις που αντιμετωπίζουν ακόμη οι οικονομίες των χωρών της ζώνης του ευρώ λόγω της χρηματοπιστωτικής κρίσης, είναι απαραίτητο οι τράπεζες να ενισχύσουν την κεφαλαιακή τους βάση. Κάλεσε επίσης τις τράπεζες να κάνουν χρήση σε πλήρη έκταση —όπου αυτό είναι αναγκαίο— των σχετικών δυνατοτήτων που τους προσφέρονται στο πλαίσιο των μέτρων στήριξης του χρηματοπιστωτικού τομέα τα οποία έχουν θεσπίσει οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών.

Η *οικονομική ανάλυση,* την οποία έλαβε υπόψη του το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, διαπίστωσε ότι το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ εξακολούθησε να μειώνεται τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2009, κυρίως λόγω της αρνητικής επίδρασης της χρηματοπιστωτικής κρίσης στο παγκόσμιο εμπόριο. Όμως αυξάνονται οι ενδείξεις ότι το ΑΕΠ σταθεροποιείται πλέον. Με δεδομένη την επίδραση των μειώσεων των επιτοκίων και των άλλων μέτρων ενίσχυσης της ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες, των μέτρων δημοσιονομικής επέκτασης σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ, των μέτρων στήριξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος παγκοσμίως και άλλων παραγόντων (όπως της τάσης αναπλήρωσης των αποθεμάτων των επιχειρήσεων), αναμένεται να επακολουθήσει σταδιακή ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, η αβεβαιότητα παραμένει μεγάλη.

Όσον αφορά τον πληθωρισμό, συνεχίστηκε η επιβράδυνσή του την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών διαμορφώθηκε —όπως αναμενόταν— σε αρνητικά επίπεδα από τον Ιούνιο, κυρίως εξαιτίας του ότι στο μεγαλύτερο μέρος του 2008 είχε σημειωθεί έξαρση των τιμών τόσο του πετρελαίου όσο και των λοιπών βασικών εμπορευμάτων η οποία ακολούθως

8 Ο "υποκείμενος" (underlying) ρυθμός νομισματικής επέκτασης υπολογίζεται από την ΕΚΤ με διάφορες εναλλακτικές μεθόδους (βλ. ΕΚΤ, *Monthly Bulletin*, Μάιος 2008, Box 1, σελ. 15) και δεν δημοσιεύεται. Θεωρείται ότι το μέγεθος αυτό συσχετίζεται στενότερα από ό,τι ο ρυθμός αύξησης του Μ3 με την εξέλιξη του πληθωρισμού, λαμβανομένων υπόψη των χρονικών υστερήσεων.

αντιστράφηκε,[9] αλλά και λόγω της υποχώρησης της οικονομικής δραστηριότητας. Τον Αύγουστο και το Σεπτέμβριο του 2009 ο ρυθμός του πληθωρισμού παρέμεινε αρνητικός, αλλά ήταν λιγότερο αρνητικός από ό,τι τον Ιούλιο.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει επανειλημμένα τονίσει ότι ο ρυθμός πληθωρισμού θα παραμείνει μόνο προσωρινά αρνητικός, καθώς εντός των αμέσως προσεχών μηνών το γενικό επίπεδο των τιμών στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να αρχίσει πάλι να σημειώνει συγκρατημένη αύξηση σε ετήσια βάση. Σύμφωνα με τις τελευταίες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ (Σεπτέμβριος 2009), ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί μεταξύ 0,2% και 0,6% το 2009 και μεταξύ 0,8% και 1,6% το 2010. Δεν μπορεί όμως να αποκλειστεί το ενδεχόμενο να σημειωθούν μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες αυξήσεις της έμμεσης φορολογίας και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών (λόγω της προσπάθειας να περιοριστεί στο μέλλον η παρατηρούμενη διεύρυνση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων). Επίσης, η εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας και των τιμών του πετρελαίου και των λοιπών βασικών εμπορευμάτων δεν είναι απίθανο να είναι διαφορετική από την αναμενόμενη, γεγονός που θα ήταν δυνατόν να συντελέσει στη διαμόρφωση του πληθωρισμού σε επίπεδα διαφορετικά από τα προβαλλόμενα. Πάντως, όπως προαναφέρθηκε, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σε όλη τη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2009 υπογράμμιζε ότι, σύμφωνα με τις παρατηρούμενες μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες, οι οποίες επηρεάζονται από τη νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος, μεσοπρόθεσμα αναμένεται να επικρατήσει σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ.

Στο πλαίσιο της *νομισματικής ανάλυσης*, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε τη συνεχή επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της ποσότητας χρήματος Μ3 (Δεκέμβριος 2008: 7,5%, Αύγουστος 2009: 2,5%), η οποία συνοδευόταν από παράλληλη συνεχή υποχώρηση του ρυθμού αύξησης της συνολικής πιστωτικής επέκτασης και των τραπεζικών δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα (Δεκέμβριος 2008: 5,8%, Αύγουστος 2009: 0,1%). Η ταυτόχρονη επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του Μ3 και των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα συνεπάγεται επιβράδυνση του "υποκείμενου" ρυθμού νομισματικής επέκτασης και επομένως σηματοδοτεί υποχώρηση των πληθωριστικών πιέσεων σε μεσοπρόθεσμη βάση, ώστε αυτές να έχουν πλέον μικρή ένταση.

Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει τονίσει ότι οι μειώσεις των επιτοκίων και τα λοιπά μέτρα διευκόλυνσης της ροής των πιστώσεων προς την οικονομία της ζώνης του ευρώ θα αντιστραφούν μόλις βελτιωθούν οι μακροοικονομικές εξελίξεις[10] και ότι η ρευστότητα η οποία παρέχεται στο τραπεζικό σύστημα θα απορροφηθεί, προκειμένου να αποτραπεί με αποτελεσματικότητα η εμφάνιση πληθωριστικών κινδύνων σε μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη βάση και να παραμείνουν οι μεσοπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών.

2 ΟΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΤΑ ΜΗ ΣΥΜΒΑΤΙΚΑ ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2009 συνεχίστηκε η παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα προς τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ, μέσω τακτικών πράξεων ανοικτής αγοράς, με ενιαίο σταθερό επιτόκιο και χωρίς ποσοτικό περιορισμό. Ο αριθμός των τίτλων που γίνονταν αποδεκτοί από το

9 Λόγω αυτής της εξέλιξης, τα επίπεδα των τιμών του πετρελαίου και των λοιπών βασικών εμπορευμάτων το πρώτο εξάμηνο του 2009, τα οποία επηρέασαν καθοριστικά το ρυθμό πληθωρισμού την περίοδο αυτή, υπολείπονταν σημαντικά των επιπέδων των τιμών του πετρελαίου και των λοιπών βασικών εμπορευμάτων στο μεγαλύτερο μέρος του 2008.

10 Δεν έχει φθάσει ακόμη αυτή η στιγμή, σύμφωνα με την ομιλία του Προέδρου της ΕΚΤ στο συνέδριο των ECB Watchers στη Φραγκφούρτη, στις 4 Σεπτεμβρίου 2009.

Διάγραμμα III.1 Διαφορά μεταξύ του επιτοκίου Euribor τριών μηνών και του σταθερού επιτοκίου στις συμφωνίες ανταλλαγής (διάρκειας τριών μηνών) του επιτοκίου μίας ημέρας (Ιανουάριος 2007-Σεπτέμβριος 2009)

(ποσοστά % ετησίως και μονάδες βάσης, ημερήσια στοιχεία)

Πηγές: ΕΚΤ και European Banking Federation.
* Η κάθετη γραμμή δείχνει την ημερομηνία που ανακοινώθηκε η πτώχευση της Lehman Brothers (15 Σεπτεμβρίου 2008).

Ευρωσύστημα ως εξασφαλίσεις στο πλαίσιο των εν λόγω πράξεων ήταν μεγαλύτερος σε σύγκριση με την περίοδο πριν από τα μέσα Οκτωβρίου 2008. Ομοίως, με σταθερό επιτόκιο και χωρίς ποσοτικό περιορισμό, συνεχίστηκαν οι τακτικές πράξεις ανοικτής αγοράς για την παροχή δολαρίων ΗΠΑ στους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος, έναντι των τίτλων που είναι αποδεκτοί στις λοιπές πράξεις ανοικτής αγοράς και την πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης. Επίσης εξακολούθησε η παροχή φράγκων Ελβετίας προς τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ, μέσω πράξεων ανταλλαγής (foreign exchange swaps) έναντι ευρώ, με το Ευρωσύστημα.[11]

Την περίοδο αυτή, σημειώθηκε πρόοδος ως προς την εξομάλυνση των συνθηκών στη διατραπεζική αγορά (για καταθέσεις άνευ εξασφαλίσεων) στη ζώνη του ευρώ. Ειδικότερα, τα επιτόκια Euribor, καθώς και οι διαφορές μεταξύ των επιτοκίων αυτών και των σταθερών επιτοκίων στις αντίστοιχες συμφωνίες ανταλλαγής (ίσης διάρκειας με τα διατραπεζικά δάνεια) του επιτοκίου μίας ημέρας (EONIA swap rates),[12] οι οποίες αντανακλούν το μέγεθος των εντάσεων στη διατραπεζική αγορά, μειώθηκαν σταδιακά.[13] Έτσι, η διαφορά μεταξύ του τρίμηνου επιτοκίου Euribor και του σταθερού επιτοκίου στις συμφωνίες ανταλλαγής τρίμηνης διάρκειας του επιτοκίου EONIA παραμένει, από το Μάιο του 2009, κάτω από το επίπεδο στο οποίο βρισκόταν την περίοδο αμέσως πριν από την έξαρση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008 (βλ. Διάγραμμα III.1). Ωστόσο, η εν λόγω διαφορά κινείται ακόμη σε σημαντικώς υψηλότερα επίπεδα από ό, τι πριν από τις αρχές Αυγούστου του 2007, όταν η διατραπεζική αγορά στη ζώνη του ευρώ άρχισε να επηρεάζεται από τη διεθνή χρηματοπιστωτική αναταραχή.

Δεδομένου ότι, όπως προαναφέρθηκε, όλες οι προσφορές των αντισυμβαλλομένων του Ευρωσυστήματος γίνονταν αποδεκτές στις πράξεις ανοικτής αγοράς,[14] το ύψος της ρευ-

11 Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2009, υιοθετήθηκαν οι εξής τροποποιήσεις στο λειτουργικό πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής (εκτός από τα μη συμβατικά μέτρα που αναλύονται παρακάτω): (α) Παράταση του χρόνου κατά τον οποίο οι τακτικές πράξεις ανοικτής αγοράς για τη χορήγηση ρευστότητας (δηλ. χρηματοδότησης σε ευρώ) θα διεξάγονται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου, χωρίς ποσοτικό περιορισμό, για όσο αυτό είναι αναγκαίο και οπωσδήποτε μετά το τέλος του 2009. (β) Παράταση, μέχρι το τέλος του 2010, του χρόνου κατά τον οποίο θα ισχύει η διεύρυνση του συνόλου των τίτλων που γίνονται αποδεκτοί ως εξασφαλίσεις από το Ευρωσύστημα – η οποία είχε θεσπιστεί τον Οκτώβριο του 2008. (γ) Διακοπή της διεξαγωγής τακτικών πράξεων ανταλλαγής δολαρίων ΗΠΑ με ευρώ στο τέλος Ιανουαρίου 2009. Η τακτική παροχή δολαρίων ΗΠΑ έναντι εξασφαλίσεων (αποδεκτών στις πράξεις χορήγησης ευρώ) συνεχίστηκε, με εξαίρεση τις πράξεις με διάρκεια 28 ημερών, οι οποίες διακόπηκαν μετά το τέλος Ιουλίου 2009. Οι πράξεις με διάρκεια 84 ημερών πρόκειται επίσης να διακοπούν, μετά τις αρχές Οκτωβρίου 2009. Συνεπώς, μετά από εκείνη τη χρονική στιγμή οι πράξεις για την παροχή δολαρίων θα έχουν αποκλειστικά εβδομαδιαία διάρκεια. (δ) Παράταση του χρόνου κατά τον οποίο θα διεξάγονται τακτικές πράξεις ανταλλαγής φράγκων Ελβετίας με ευρώ μέχρι το τέλος Ιανουαρίου 2010.

12 Βλ. υποσημείωση 25 στο Κεφάλαιο ΙΙ.

13 Τρίμηνο επιτόκιο Euribor (31 Δεκεμβρίου 2008: 2,89%, 30 Σεπτεμβρίου 2009: 0,75%). Διαφορά μεταξύ τρίμηνου επιτοκίου Euribor και σταθερού επιτοκίου στις αντίστοιχες πράξεις ανταλλαγής του επιτοκίου μίας ημέρας (31 Δεκεμβρίου 2008: 114 μονάδες βάσης, 30 Σεπτεμβρίου 2009: 36 μονάδες βάσης).

14 Υπό την προϋπόθεση βεβαίως ότι συνοδεύονταν από επαρκείς εξασφαλίσεις.

Διάγραμμα ΙΙΙ.2 Επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος και επιτόκιο για καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας στη διατραπεζική αγορά (EONIA) (Ιανουάριος 1999-Σεπτέμβριος 2009)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)

Πηγή: ΕΚΤ.

στότητας καθοριζόταν άμεσα από τη ζήτηση ρευστών διαθεσίμων εκ μέρους των τραπεζών. Αντίθετα, την περίοδο πριν από τις αρχές Οκτωβρίου 2008, το ύψος της ρευστότητας που παρεχόταν μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς προσδιοριζόταν από την ΕΚΤ με στόχο να διαμορφωθούν τα πολύ βραχυπρόθεσμα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά στο επιθυμητό επίπεδο.

Στο διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2009,[15] το επιτόκιο EONIA διαμορφωνόταν κάτω από το εκάστοτε ισχύον σταθερό επιτόκιο στις πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.2). Αυτό οφείλεται στο ότι τα ποσά τα οποία αντλούσαν τα πιστωτικά ιδρύματα από το Ευρωσύστημα — λόγω και του υψηλού βαθμού αβεβαιότητας ως προς τις μελλοντικές ανάγκες τους για ρευστά διαθέσιμα — ήταν πολύ μεγάλα. Η (θετική) διαφορά μεταξύ του σταθερού επιτοκίου στις πράξεις αυτές και του επιτοκίου EONIA ακολούθησε πτωτική τάση μέχρι τα τέλη Ιουνίου 2009. Γύρω στα τέλη Ιουνίου, το πλεόνασμα ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά αυξήθηκε σημαντικά, καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα άντλησαν ιδιαίτερα μεγάλα ποσά στην πρώτη πράξη για την παροχή χρηματοδότησης διάρκειας ενός έτους. Η αύξηση αυτή του πλεονάσματος είχε αποτέλεσμα να σημειωθεί περαιτέρω υποχώρηση του επιτοκίου EONIA, το οποίο προσέγγισε το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.[16] Κατά συνέπεια, ανακόπηκε η προαναφερθείσα πτωτική τάση της (θετικής) διαφοράς μεταξύ του επιτοκίου με το οποίο χορηγούσε ρευστότητα σε ευρώ το Ευρωσύστημα, μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς, και του επιτοκίου EONIA.

Στις 21 Ιανουαρίου 2009, το εύρος του "διαδρόμου" τον οποίο ορίζουν τα επιτόκια στις πάγιες διευκολύνσεις[17] που προσφέρει το Ευρωσύστημα (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.3), επανήλθε στις 2 εκατοστιαίες μονάδες. Αποτέλεσμα της εκ νέου αύξησης του εύρους του διαδρόμου ήταν να περιοριστεί σταδιακά μέχρι τα τέλη Ιουνίου 2009:

15 Με εξαίρεση μερικές πολύ βραχείες περιόδους.

16 Επισημαίνεται ότι το επιτόκιο EONIA, κατ' ανάγκην, δεν μπορεί να διαμορφωθεί σε επίπεδο χαμηλότερο του επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος.

17 Το εύρος του "διαδρόμου" ισούται με τη διαφορά μεταξύ του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Όπως αναφέρεται στην έκθεση *Νομισματική Πολιτική 2008-2009* (Φεβρουάριος 2009), η διαφορά αυτή μειώθηκε από 2 εκατοστιαίες μονάδες σε 1 εκατοστιαία μονάδα με ισχύ από 9 Οκτωβρίου 2008. Η μείωση αυτή είχε στόχο να περιοριστούν οι διακυμάνσεις του επιτοκίου EONIA γύρω από το σταθερό επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης. Όπως είναι γνωστό, το επιτόκιο EONIA δεν είναι δυνατόν να υπερβεί το επιτόκιο στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και δεν είναι δυνατόν να υπολείπεται του επιτοκίου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Στη συνέχεια, η εν λόγω διαφορά αυξήθηκε εκ νέου στις 2 εκατοστιαίες μονάδες με ισχύ από 21 Ιανουαρίου 2009. Η αύξηση αυτή είχε στόχο να δημιουργηθούν πάλι επαρκή κίνητρα για τη διοχέτευση των πλεονασμάτων ρευστότητας των τραπεζών προς τη διατραπεζική αγορά αντί της κατάθεσής τους στο Ευρωσύστημα στο πλαίσιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Τέλος, με ισχύ από 13 Μαΐου 2009, μειώθηκε το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης χωρίς να μεταβληθεί το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, με αποτέλεσμα η εν λόγω διαφορά επιτοκίων να μειωθεί εκ νέου, σε 1,5 εκατοστιαία μονάδα.

Διάγραμμα III.3 Επιτόκια στις πάγιες διευκολύνσεις του Ευρωσυστήματος και επιτόκιο για καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας στη διατραπεζική αγορά (EONIA) (Ιανουάριος 2003-Σεπτέμβριος 2009)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)

Πηγή: ΕΚΤ.

- το ύψος των καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων[18] και

- η άντληση ρευστότητας σε ευρώ από το Ευρωσύστημα, εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων, μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς.[19]

Αντίστοιχα, παρατηρήθηκε αύξηση του όγκου των συναλλαγών μεταξύ τραπεζών στην αγορά χρήματος για καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας.

Οι εξελίξεις αυτές υποδηλώνουν ότι περιορίστηκε ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου[20] στη διατραπεζική αγορά, κυρίως λόγω των μέτρων ενίσχυσης της ρευστότητας από το Ευρωσύστημα. Κατά συνέπεια, οι τράπεζες —ωθούμενες και από το γεγονός ότι οι καταθέσεις στο πλαίσιο της αντίστοιχης πάγιας διευκόλυνσης έγιναν λιγότερο ελκυστικές— άρχισαν πάλι να διοχετεύουν προς άλλες τράπεζες, μέσω της διατραπεζικής αγοράς, τυχόν πλεονάσματά τους σε ρευστότητα. Αντίστοιχα, οι τράπεζες που παρουσίαζαν έλλειμμα ρευστότητας δεν χρειάστηκε να αναζητήσουν χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα στην ίδια έκταση όπως τους τελευταίους μήνες του 2008. Ωστόσο, ο όγκος των συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά για καταθέσεις διάρκειας άνω του μηνός παρέμεινε περιορισμένος, ενώ αρκετές τράπεζες ακόμη αδυνατούσαν (και φαίνεται ότι εξακολουθούν να αδυνατούν) να προσελκύσουν κεφάλαια από τη διατραπεζική αγορά, με αποτέλεσμα κατ' ανάγκην να προσφεύγουν για χρηματοδότηση αποκλειστικά στις πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος.

Όσον αφορά τις πράξεις ανοικτής αγοράς,[21] την περίοδο από τις αρχές του 2009 μέχρι τα τέλη Ιουνίου, η ρευστότητα που παρέχεται μέσω πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε σταδιακά ως ποσοστό του συνόλου.[22]

18 Από 315 δισεκ. ευρώ στις 9 Ιανουαρίου σε 7,5 δισεκ. ευρώ στις 24 Ιουνίου 2009.

19 Η άντληση ρευστότητας από το Ευρωσύστημα, εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων, μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς αυξήθηκε από 449 δισεκ. ευρώ (4,9% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ) στις 17 Σεπτεμβρίου —δηλ. αμέσως μετά την πτώχευση της Lehman Brothers— σε 857 δισεκ. ευρώ (9,3% του ΑΕΠ) στις 31 Δεκεμβρίου 2008. Όμως μέχρι τις 17 Ιουνίου 2009 το ύψος των απαιτήσεων του Ευρωσυστήματος από πράξεις ανοικτής αγοράς για τη χορήγηση ρευστότητας σε ευρώ είχε μειωθεί σε 618 δισεκ. ευρώ (6,8% του ΑΕΠ).

20 Ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου (counterparty risk) αποθαρρύνει τη χορήγηση διατραπεζικών δανείων. Τα μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας από το Ευρωσύστημα συνέβαλαν στον περιορισμό αυτού του κινδύνου. Συγκεκριμένα, τα μέτρα έδωσαν τη δυνατότητα στις οφειλέτριες τράπεζες να εξυπηρετήσουν τις υποχρεώσεις τους και μέσω της άντλησης κεφαλαίων από το Ευρωσύστημα, με μόνο περιορισμό τη διαθεσιμότητα επαρκών εξασφαλίσεων.

21 Οι πράξεις ανοικτής αγοράς διακρίνονται σε τακτικές και έκτακτες. Οι τακτικές πράξεις ανοικτής αγοράς διεξάγονται με βάση προκαθορισμένο χρονοδιάγραμμα (π.χ. μια φορά την εβδομάδα). Περιλαμβάνουν (α) πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και (β) πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Στο πλαίσιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης χορηγείται από το Ευρωσύστημα χρηματοδότηση διάρκειας μιας εβδομάδας προς τα πιστωτικά ιδρύματα. Η διάρκεια των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης ποικίλλει. Μπορεί να είναι ίση με μια περίοδο τήρησης, τρεις μήνες ή έξι μήνες —και από τα τέλη Ιουνίου 2009 και εξής— δώδεκα μήνες. Υπενθυμίζεται ότι η περίοδος τήρησης διαρκεί περίπου τριάντα ημέρες. Σε αυτό το χρονικό διάστημα, η κατάθεση την οποία κάθε πιστωτικό ίδρυμα είναι υποχρεωμένο να διατηρεί στην αντίστοιχη εθνική κεντρική τράπεζα πρέπει να φθάσει ένα δεδομένο ύψος κατά μέσο όρο – ενώ το ημερήσιο ύψος της υποχρεωτικής κατάθεσης μπορεί να κυμαίνεται. Τέλος, όσον αφορά τις έκτακτες πράξεις ανοικτής αγοράς, οι ημερομηνίες διεξαγωγής τους και η διάρκειά τους εν γένει αποφασίζονται κατά περίπτωση. Σημειώνεται ότι οι έκτακτες πράξεις ανοικτής αγοράς χρησιμοποιούνται άλλοτε για την παροχή και άλλοτε για την απορρόφηση ρευστότητας.

22 Έτσι, η ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, ως ποσοστό της ρευστότητας που χορηγήθηκε μέσω όλων των πράξεων ανοικτής αγοράς, αυξήθηκε από περίπου 25% στα τέλη του 2008 σε περίπου 50% στα μέσα Ιουνίου 2009.

Αντίστοιχα μειώθηκε, ως ποσοστό της συνολικής ρευστότητας, η ρευστότητα που παρέχεται μέσω πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Σημειώνεται επίσης ότι τους πρώτους εννέα μήνες του 2009 στα τέλη κάθε περιόδου τήρησης η ΕΚΤ απορροφούσε ρευστότητα μέσω έκτακτης πράξης ανοικτής αγοράς με μεταβλητό επιτόκιο.

Με τη διεξαγωγή της πρώτης πράξης πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με ετήσια διάρκεια στα τέλη Ιουνίου 2009, αυξήθηκε απότομα το ύψος των απαιτήσεων του Ευρωσυστήματος έναντι των πιστωτικών ιδρυμάτων που οφείλονται στη χορήγηση ρευστότητας. Ακολούθως όμως, τα πιστωτικά ιδρύματα περιόρισαν σημαντικά την άντληση ρευστότητας μέσω των λοιπών πράξεων ανοικτής αγοράς (οι οποίες παρέχουν χρηματοδότηση σε ευρώ με διάρκειες κάτω του έτους), με αποτέλεσμα το σύνολο των απαιτήσεων του Ευρωσυστήματος έναντι των πιστωτικών ιδρυμάτων, λόγω χορήγησης ρευστότητας σε ευρώ, να ακολουθήσει εκ νέου πτωτική τάση.[23] Από την άλλη πλευρά, η τάση μείωσης του ύψους των καταθέσεων στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων διακόπηκε προσωρινά στα τέλη Ιουνίου του 2009. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στο ότι οι τράπεζες τοποθέτησαν σε καταθέσεις με το Ευρωσύστημα το μεγαλύτερο μέρος των πόρων που άντλησαν μέσω της πρώτης πράξης ανοικτής αγοράς για την παροχή χρηματοδότησης διάρκειας ενός έτους.[24] Ακολούθως όμως το ύψος των εν λόγω καταθέσεων ακολούθησε εκ νέου πτωτική πορεία με διακυμάνσεις.[25] Επίσης στα τέλη Ιουνίου 2009, αντιστρέφοντας την καθοδική του τάση, το ποσοστό της ρευστότητας που αντλείται μέσω πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (επί του συνόλου της ρευστότητας) εμφάνισε αξιόλογη αύξηση.[26]

Τα περαιτέρω μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής,[27] τα οποία ανακοινώθηκαν το Μάιο του 2009, αποσκοπούν στη διευκόλυνση της ροής της χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ. Επειδή στη ζώνη του ευρώ το μεγαλύτερο μέρος (πάνω από τα 2/3) της ροής αποταμιευτικών πόρων μεταξύ πλεονασματικών και ελλειμματικών οικονομικών μονάδων διοχετεύεται μέσω των πιστωτικών ιδρυμάτων,[28] τα εν λόγω μέτρα επικεντρώνονται στην ενίσχυση του τραπεζικού συστήματος.[29] Ειδικότερα, τα μη συμβατικά μέτρα έχουν άμεσους στόχους να υποβοηθήσουν την αποκλιμάκωση των επιτοκίων για πιο μακροπρόθεσμα δάνεια στην αγορά χρήματος, να αυξήσουν το βαθμό ρευστότητας μιας σημαντικής κατηγορίας ιδιωτικών χρεογράφων (των καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών) και να βελτιώσουν τις συνθήκες χρηματοδότησης των τραπεζών.

23 Στις 25 Ιουνίου 2009, η συνολική άντληση ρευστότητας από το Ευρωσύστημα, μέσω πράξεων ανοικτής αγοράς, έφθασε τα 897 δισεκ. ευρώ (9,9% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ), το ανώτατο επίπεδο το οποίο έχει καταγραφεί από την αρχή του 2009. Όμως, μέχρι τις 30 Σεπτεμβρίου η συνολική άντληση ρευστότητας είχε μειωθεί στα 670 δισεκ. ευρώ (7,4% του ΑΕΠ).

24 Βλ. "The impact of the first one-year longer-term refinancing operation", ΕΚΤ, *Monthly Bulletin*, Αύγουστος 2009, Box 3, σελ. 15.

25 Στις 3 Ιουλίου 2009 το υπόλοιπο των καταθέσεων στην αντίστοιχη πάγια διευκόλυνση του Ευρωσυστήματος έφθασε τα 316 δισεκ. ευρώ, το ανώτατο επίπεδο το οποίο έχει καταγραφεί από την αρχή του 2009. Στις 30 Σεπτεμβρίου 2009 το υπόλοιπο των καταθέσεων είχε μειωθεί σε 74 δισεκ. ευρώ.

26 Σε περίπου 88% στο τέλος Σεπτεμβρίου 2009 από περίπου 50% στα μέσα Ιουνίου.

27 Τα μέτρα που ανακοινώθηκαν το Μάιο του 2009 από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δεν είναι τα πρώτα μη συμβατικά μέτρα που θεσπίζει το Ευρωσύστημα. Οι σημαντικές τροποποιήσεις του λειτουργικού πλαισίου της νομισματικής πολιτικής τον Οκτώβριο του 2008 (βλ. *Νομισματική Πολιτική*, Φεβρουάριος 2009) αποτελούν μη συμβατικά μέτρα. Εξάλλου, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ εξήγησε στην ομιλία του "Supporting the financial system and the economy: Key ECB policy actions in the crisis" (22 Ιουνίου 2009) ότι το Ευρωσύστημα έλαβε μη συμβατικά μέτρα ήδη από την πρώτη ημέρα που η χρηματοπιστωτική κρίση επηρέασε τη διατραπεζική αγορά στη ζώνη του ευρώ. Συγκεκριμένα, το πρώτο μη συμβατικό μέτρο ήταν η δημοπρασία, στις 9 Αυγούστου 2007, μέσω της οποίας χορηγήθηκε χρηματοδότηση στα πιστωτικά ιδρύματα με σταθερό επιτόκιο και διάρκεια μια ημέρα, χωρίς ποσοτικό περιορισμό. Σημειώνεται ότι τα μέτρα αυτά συνέβαλαν στην αποτροπή καταρρεύσεων τραπεζικών ιδρυμάτων με συστημική σημασία και στη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στη ζώνη του ευρώ.

28 Σε αντιδιαστολή με τις αγορές ομολόγων, των οποίων η σχετική σημασία είναι μεγαλύτερη σε άλλες οικονομίες, όπως π.χ. στις ΗΠΑ. Σε ομιλίες του (12 και 22 Ιουνίου 2009) ο Πρόεδρος της ΕΚΤ επισήμανε ότι στη ζώνη του ευρώ 70% της εξωτερικής χρηματοδότησης εκτός μετοχικών κεφαλαίων προέρχεται από τις τράπεζες, έναντι 30% στις ΗΠΑ, ενώ τα υφιστάμενα τραπεζικά δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα ανήλθαν σε 145% του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ, και τα ιδιωτικά ομόλογα (συμπεριλαμβανομένων εκείνων που έχουν εκδοθεί από τις τράπεζες) σε 81% του ΑΕΠ, έναντι 63% και 168% του ΑΕΠ αντίστοιχα στις ΗΠΑ (στοιχεία για το τέλος του 2007). Αυτή η διαφορά στη χρηματοπιστωτική διάρθρωση εξηγεί το γεγονός ότι, σε αντίθεση με το Ευρωσύστημα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) πραγματοποίησε αγορές σε ευρεία κλίμακα, μεταξύ άλλων, βραχυπρόθεσμων ομολόγων (commercial paper) έκδοσης του ιδιωτικού τομέα, προκειμένου να αντιμετωπίσει τις συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσης.

29 Η επικέντρωση των μέτρων στην ενίσχυση του τραπεζικού συστήματος οφείλεται και στο ότι οι αντισυμβαλλόμενοι με τους οποίους συναλλάσσεται το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο της άσκησης της νομισματικής πολιτικής περιορίζονται κατά βάση στα πιστωτικά ιδρύματα.

Όπως προαναφέρθηκε, στα τέλη Ιουνίου 2009 διενεργήθηκε η πρώτη πράξη για την παροχή χρηματοδότησης στα πιστωτικά ιδρύματα με διάρκεια ενός έτους και με σταθερό επιτόκιο ίσο προς το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης. Στα τέλη Σεπτεμβρίου 2009 διενεργήθηκε η δεύτερη πράξη διάρκειας ενός έτους με το ίδιο επιτόκιο. Οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας ενός έτους θα επαναλαμβάνονται ανά τρίμηνο. Όπως έχει ανακοινωθεί, μελλοντικά το σταθερό επιτόκιο με το οποίο χορηγείται ρευστότητα μέσω αυτών των πράξεων είναι δυνατόν να καθοριστεί σε επίπεδο υψηλότερο από το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, αν αυτό απαιτηθεί από τις επικρατούσες συνθήκες.

Οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με ετήσια διάρκεια συμβάλλουν στην ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών (με πολύ ευνοϊκούς όρους και για παρατεταμένο χρονικό διάστημα) και στη διατήρηση του δωδεκάμηνου διατραπεζικού επιτοκίου σε χαμηλά επίπεδα, ώστε να αποκλιμακωθεί η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου αυτού και των πιο βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στην αγορά χρήματος. Επίσης, ενθαρρύνουν τις τράπεζες να διατηρήσουν ή ακόμη και να αυξήσουν τη ροή των πιστώσεων προς τους πελάτες τους, εξέλιξη που θα στηρίξει την αναμενόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας.

Τον Ιούλιο του 2009 η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕπ) απέκτησε τη δυνατότητα να αντλεί ρευστότητα από το Ευρωσύστημα (μέσω της κεντρικής τράπεζας του Λουξεμβούργου), καθώς περιλήφθηκε στους αποδεκτούς αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος, αφού εκπλήρωσε, όπως και οι υπόλοιποι αντισυμβαλλόμενοι, τις αναγκαίες προϋποθέσεις. Με αυτό τον τρόπο, η ΕΤΕπ διευκολύνεται να υλοποιήσει το πρόγραμμα χρηματοδοτήσεών της,[30] το οποίο έχει ιδιαίτερη σημασία για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Επίσης τον Ιούλιο του 2009, το Ευρωσύστημα άρχισε να διενεργεί αγορές καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών (covered bonds)[31] στην πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά. Οι ομολογίες αυτές πρέπει να είναι εκφρασμένες σε ευρώ και να έχουν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ. Το πρόγραμμα αγορών αναμένεται να λήξει στα τέλη του Ιουνίου 2010. Άμεσοι στόχοι των αγορών είναι να συμβάλουν: (1) σε μείωση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ των καλυμμένων ομολογιών και των κρατικών τίτλων και (2) σε αύξηση των συναλλαγών επί καλυμμένων ομολογιών μεταξύ τρίτων, ώστε να αυξηθεί το βάθος και η ρευστότητα της δευτερογενούς αγοράς. Απώτερη επιδίωξη είναι να διευκολυνθεί η συγκέντρωση αποταμιευτικών πόρων από τις τράπεζες με την έκδοση νέων καλυμμένων ομολογιών. Μέχρι το Σεπτέμβριο του 2009 είχε επιτευχθεί σημαντική μείωση της εν λόγω διαφοράς αποδόσεων και αύξηση των νέων εκδόσεων καλυμμένων ομολογιών.

Όπως προαναφέρθηκε, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει υπογραμμίσει ότι τα μη συμβατικά μέτρα μπορούν εύκολα να αρθούν, και θα αρθούν, αν μελλοντικά εμφανιστούν μεσοπρόθεσμοι και μακροπρόθεσμοι πληθωριστικοί κίνδυνοι, και το Ευρωσύστημα θα προχωρήσει σε απορρόφηση της ρευστότητας που χορηγείται μέσω αυτών των μέτρων.

30 Η ΕΤΕπ ανέμενε να αντιμετωπίσει δυσκολίες στην άντληση κεφαλαίων μέσω έκδοσης χρεογράφων, λόγω της μεγάλης ζήτησης κεφαλαίων εκ μέρους άλλων, κυρίως κρατικών, φορέων.

31 Πρόκειται για ομολογίες σταθερού επιτοκίου, με μεσοπρόθεσμη ή μακροπρόθεσμη διάρκεια, τις οποίες εκδίδουν συνήθως πιστωτικά ιδρύματα. Οι ομολογίες αυτές βασίζονται σε μια ομάδα από δάνεια (το "κάλυμμα", cover pool) τα οποία έχει χορηγήσει το πιστωτικό ίδρυμα που τις εκδίδει. Τα δάνεια τα οποία περιλαμβάνονται στο κάλυμμα επιλέγονται ώστε να είναι σχετικά ασφαλή, δηλ. είναι είτε ενυπόθηκα (με σχετικά χαμηλή τιμή για το λόγο του δανείου προς την αξία του υποθηκευόμενου ακινήτου, loan-to-value ratio) είτε δάνεια (συμπεριλαμβανομένων των ομολογιακών δανείων) προς το δημόσιο τομέα. Το κάλυμμα των ομολογιών παρακολουθείται ειδικά από τις εποπτικές αρχές. Εξάλλου, επειδή τα δάνεια παραμένουν στον ισολογισμό του πιστωτικού ιδρύματος το οποίο τα έχει χορηγήσει, δεν εξασθενούν τα κίνητρα του πιστωτικού ιδρύματος για επιλογή και παρακολούθηση των οφειλετών, σε αντίθεση με ό,τι συμβαίνει για τους λοιπούς τίτλους που είναι προϊόν τιτλοποίησης απαιτήσεων των τραπεζών (asset-backed securities). Μάλιστα, οι καλυμμένες ομολογίες παρέχουν διπλή εξασφάλιση (δυνατότητα διπλής αναγωγής) στους ομολογιούχους. Αυτοί είναι πιστωτές της τράπεζας (σε αντίθεση με όσους διακρατούν άλλους τίτλους που έχουν εκδοθεί έναντι κατεχόμενων τραπεζικών δανείων, π.χ. δομημένα ομόλογα). Ταυτόχρονα, στην περίπτωση των καλυμμένων ομολογιών, οι ομολογιούχοι έχουν προνομιακή απαίτηση – δηλ. *κατά προτεραιότητα* έναντι όλων των υπόλοιπων πιστωτών της τράπεζας – επί των δανείων που αποτελούν το κάλυμμα των ομολογιών (βλ. τη δημοσιευμένη έκθεση της ΕΚΤ με τίτλο "Covered bonds in the EU financial system", Δεκέμβριος 2008).

IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Η επιβράδυνση της ελληνικής οικονομίας, που άρχισε να γίνεται εμφανής από το δ' τρίμηνο του 2007, εντάθηκε σταδιακά στη διάρκεια του 2008 και επεκτάθηκε σε όλους τους τομείς και κλάδους της δραστηριότητας. Ως εκ τούτου, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υποχώρησε από 4,5% το 2007 σε 2,0% το 2008 (βλ. Πίνακα IV.1 – αναθεωρημένα στοιχεία της ΕΣΥΕ). Η υποχώρηση της δραστηριότητας συνεχίστηκε κατά τη διάρκεια του 2009: το πρώτο εξάμηνο του έτους το ΑΕΠ κατέγραψε μηδενικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής (σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ που αναμένεται να αναθεωρηθούν). Οι επιδόσεις αυτές της ελληνικής οικονομίας είναι οι χειρότερες από την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ και ενσωματώνουν τις επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοοικονομικής αναταραχής, αλλά και την επίδραση εγχώριων παραγόντων τόσο κυκλικού όσο και διαρθρωτικού χαρακτήρα. Οι διαθέσιμοι βραχυχρόνιοι δείκτες, που καλύπτουν τους πρώτους εννέα μήνες του έτους, υποδηλώνουν την αναιμική έως τώρα επίδοση της οικονομίας και καθιστούν πλέον πολύ πιθανή την περαιτέρω συρρίκνωση της δραστηριότητας και τη διαμόρφωση αρνητικού ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ, που θα προσεγγίσει ή και θα ξεπεράσει το -1% για ολόκληρο το 2009.

Σύμφωνα με το σύνθετο δείκτη οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος,[1] ο ρυθμός μεταβολής της δραστηριότητας υποχώρησε σε αρνητικά επίπεδα τον Ιούλιο του 2009 (-1,0%), από 0,6% το Δεκέμβριο του 2008 (βλ. Διάγραμμα IV.1). Αντίθετα, τα αποτελέσματα ερευνών

1 Ο δείκτης αποτελεί τη συνισταμένη ομάδας βραχυχρόνιων δεικτών και αντανακλά το ρυθμό ανόδου της "υπορρέουσας" οικονομικής δραστηριότητας, εξομαλύνοντας την υπερβάλλουσα μεταβλητότητα ορισμένων βραχυχρόνιων δεικτών.

Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν: 2007-2009

(σε σταθερές αγοραίες τιμές έτους 2000, ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2007	2008	2009 (Ιαν.-Ιούν.)
Ιδιωτική κατανάλωση	3,3	2,3	-1,1
Δημόσια κατανάλωση	8,4	0,6	4,8
Ακαθάριστες επενδύσεις	8,1	-2,5	-12,9
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	4,6	-7,4	-11,3
εκ των οποίων:			
Κατοικίες	-8,6	-29,1	-21,5
Λοιπές κατασκευές	2,5	2,2	22,4
Εξοπλισμός	20,9	6,3	-29,0
Τελική εγχώρια ζήτηση	**4,3**	**0,0**	**-2,1**
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	0,8	1,8	0,9
Εγχώρια ζήτηση	**5,0**	**1,0**	**-2,6**
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	5,8	4,0	-15,6
Εξαγωγές αγαθών	1,5	3,7	-17,2
Εξαγωγές υπηρεσιών	9,2	4,1	-14,5
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	7,1	0,2	-19,2
Εισαγωγές αγαθών	6,6	-3,1	-19,1
Εισαγωγές υπηρεσιών	8,8	12,5	-19,7
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	**4,5**	**2,0**	**0,0**

Πηγές: ΕΣΥΕ/Εθνικοί Λογαριασμοί και Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Σεπτέμβριος 2009, αναθεωρημένα στοιχεία για τα έτη 2007 και 2008. Για την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2009, προσωρινά στοιχεία ΕΣΥΕ υπό αναθεώρηση. Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2009 βλ. στο κυρίως κείμενο.

Διάγραμμα IV.1 Δείκτες οικονομικής δραστηριότητας

Α. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται απο την Τράπεζα της Ελλάδος
(Ιανουάριος 2004 - Ιούλιος 2009)

Β. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος και ο δείκτης οικονομικού κλίματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την Ελλάδα
(Ιανουάριος 2004 - Σεπτέμβριος 2009)

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (για το σύνθετο δείκτη, καθώς και για το ΑΕΠ του 2009), ΕΣΥΕ (για το ΑΕΠ 2004-2008) και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (για το δείκτη οικονομικού κλίματος).

1 Μηνιαίοι ρυθμοί εκατοστιαίας μεταβολής, που έχουν αναχθεί σε ετήσια βάση.
2 Ετήσιος ρυθμός.
3 Μηνιαία στοιχεία.

συγκυρίας που καταγράφουν τις προσδοκίες και προθέσεις των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών έδωσαν κάποια μηνύματα αισιοδοξίας από το β′ τρίμηνο του έτους. Ωστόσο, οι τιμές των δεικτών υπολείπονται αισθητά του μέσου όρου των τελευταίων ετών και κατά συνέπεια δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι σηματοδοτούν αντιστροφή των πτωτικών τάσεων και γενικότερα ανάκαμψη της οικονομίας. Ειδικότερα, ο δείκτης οικονομικού κλίματος για την Ελλάδα που καταρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, μετά από συνεχή και έντονη υποχώρηση επί δεκαπέντε περίπου μήνες και τη διαμόρφωσή του σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο το Μάρτιο του 2009, ανέκαμψε εν μέρει την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου, ενδεχομένως υποδηλώνοντας βραδύτερο ρυθμό επιδείνωσης των συνθηκών.

Μετά από μακρά περίοδο υψηλών ρυθμών ανόδου της ζήτησης και της παραγωγής που σαφώς υπερέβαιναν το μεσοπρόθεσμο δυνητικό ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ, η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει τώρα μια σοβαρή κρίση, η οποία ταυτόχρονα αναδεικνύει τις μακροχρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες και τις μακροοικονομικές ανισορροπίες της. Βεβαίως, μετά από τη μακρά περίοδο συνεχούς ανόδου που προηγήθηκε, ήταν ίσως αναμενόμενη μια κυκλικού χαρακτήρα επιβράδυνση της δραστηριότητας, αλλά η διεθνής κρίση έχει επηρεάσει σημαντικά την ελληνική οικονομία. Πάντως, οι επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας, συγκρινόμενες με εκείνες άλλων οικονομιών της ζώνης του ευρώ, δείχνουν ότι η επιδείνωση ήταν σχετικά μικρότερη, τουλάχιστον όσον αφορά το βαθμό υποχώρησης της δραστηριότητας. Ορισμένα από τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά και αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, όπως η υπερβολικά υψηλή συμμετοχή της παραγωγής μη διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων στο ΑΕΠ και, κατά συνέπεια, ο περιορισμένος βαθμός ανοίγματος της οικονομίας στο διεθνές εμπόριο, καθώς και οι δυσκαμψίες στις αγορές εργασίας και προϊόντων, έχουν λειτουργήσει —μόνο βραχυπρόθεσμα όμως— στην κατεύθυνση της προσωρινής άμβλυνσης των επιδράσεων της διεθνούς χρηματοοικονομικής αναταραχής. Ωστόσο, καθώς η κρίση εξακολουθεί να επηρεάζει τη δραστηριότητα στην Ελλάδα, οι ίδιοι παράγοντες είναι βέβαιο ότι

θα λειτουργήσουν αντίστροφα και θα δράσουν ως τροχοπέδη, εμποδίζοντας την ελληνική οικονομία να ακολουθήσει χωρίς καθυστέρηση την ανάκαμψη της διεθνούς οικονομίας όταν αυτή επιβεβαιωθεί. Είναι χαρακτηριστικό ότι κατά τη διάρκεια του 2008 αλλά κυρίως τους πρώτους εννέα μήνες του 2009 η δημοσιονομική πολιτική ήταν εξαιρετικά χαλαρή, από την πλευρά τόσο των εσόδων όσο και των δαπανών, με αποτέλεσμα τη σημαντική διεύρυνση του δημοσιονομικού ελλείμματος το 2008 και την περαιτέρω μεγάλη αύξησή του εφέτος. Η χαλάρωση (που αντανακλάται στα ταμειακά στοιχεία για το διάστημα αυτό – βλ. Κεφάλαιο V), αν και εκ των πραγμάτων συνέβαλε στο να συγκρατηθεί η πτώση της δραστηριότητας (με την άνοδο της δημόσιας κατανάλωσης, την επίσπευση των δημόσιων δαπανών για επενδύσεις και την ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος λόγω της υστέρησης των φορολογικών εσόδων), συνέτεινε και στην επιταχυνόμενη διόγκωση του δημόσιου χρέους. Η πρώτη βραχυχρόνια συνέπεια των εξελίξεων αυτών είναι ο αρνητικός επηρεασμός της πιστοληπτικής θέσης της χώρας και η αύξηση του κόστους δανεισμού, ενώ πιο μεσοπρόθεσμα υπονομεύονται οι αναπτυξιακές προοπτικές.

Ο μέσος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ για ολόκληρο το 2009 αναμένεται, όπως προαναφέρθηκε, ότι θα προσεγγίσει ή και θα ξεπεράσει το -1%. Η εκτίμηση αυτή λαμβάνει υπόψη τα διαθέσιμα εθνικολογιστικά στοιχεία. Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι, ενώ πρόσφατα αναθεωρήθηκαν σημαντικά τα στοιχεία για το 2008, δεν είναι ακόμη διαθέσιμα τα αναθεωρημένα στοιχεία για το πρώτο εξάμηνο του 2009, με αποτέλεσμα να περιορίζεται η ακρίβεια της πρόβλεψης για ολόκληρο το έτος. Επίσης έχουν ληφθεί υπόψη οι τρέχουσες τάσεις των βασικών βραχυχρόνιων δεικτών, οι εκτιμήσεις και προβλέψεις των διεθνών οργανισμών για τις εξελίξεις της παγκόσμιας οικονομίας, καθώς και εύλογες υποθέσεις τεχνικού χαρακτήρα για την εξέλιξη των διεθνών τιμών των εμπορευμάτων και τη συναλλαγματική ισοτιμία. Η εκτίμηση για το ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ το 2009 βασίζεται επιπλέον στην υπόθεση ότι θα υπάρξει μια μικρή αρνητική επίδραση στο ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ λόγω μερικής ρευστοποίησης των αποθεμάτων, τα οποία το 2008 διαμορφώθηκαν σε εξαιρετικώς υψηλά επίπεδα, συμβάλλοντας στην άνοδο του ΑΕΠ κατά 1,1 εκατοστιαία μονάδα. (Σύμφωνα με τα διαθέσιμα προσωρινά εθνικολογιστικά στοιχεία, το α΄ τρίμηνο του 2009 τα αποθέματα συνέχισαν να αυξάνονται, αλλά το δεύτερο τρίμηνο μειώθηκαν.)

Η τελική εγχώρια ζήτηση αναμένεται να μειωθεί το 2009 (μετά από στασιμότητα το 2008), συμβάλλοντας αρνητικά στη μεταβολή του ΑΕΠ. Αντίθετα, η μεταβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου θα συμβάλει θετικά, αποκλειστικά λόγω της προβλεπόμενης μεγάλης μείωσης των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών.

Από τα στοιχεία της ζήτησης, η ιδιωτική κατανάλωση (βλ. Διάγραμμα IV.2 και Πίνακα IV.2) αναμένεται να μειωθεί σε ολόκληρο το 2009 κατά 1% περίπου (έναντι ανόδου 2,3% το 2008), συμβάλλοντας στη διαμόρφωση αρνητικού ρυθμού μεταβολής της εγχώριας ζήτησης. Σύμφωνα με τις προσωρινές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, το πρώτο εξάμηνο του 2009 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της ιδιωτικής κατανάλωσης, σε σταθερές τιμές ήταν αρνητικός (-1,1%). Η ιδιωτική κατανάλωση ήταν ο κύριος παράγοντας στήριξης της εγχώριας ζήτησης επί μία τουλάχιστον δεκαετία και η προβλεπόμενη για το 2009 μείωσή της αποτελεί σημαντική αλλαγή στα στοιχεία της ζήτησης. Πρέπει μάλιστα να σημειωθεί ότι, εάν θεωρηθούν ακριβείς οι εθνικολογιστικές εκτιμήσεις για τη συνολική ιδιωτική κατανάλωση (αγαθών και υπηρεσιών) το πρώτο εξάμηνο, τότε αυτές, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι ο όγκος λιανικών πωλήσεων καταναλωτικών αγαθών και η εγχώρια βιομηχανική παραγωγή μειώθηκαν λιγότερο από τις εισαγωγές αγαθών το ίδιο διάστημα, φαίνεται να υποδηλώνουν ότι (α) έχει αυξηθεί το *μερίδιο* των *εγχωρίως* παραγομένων αγαθών στην κατανάλωση και (β) ότι η κατανάλωση υπηρεσιών έχει μειωθεί πολύ λιγότερο από όσο η κατανάλωση αγαθών (ή ακόμη και ότι έχει αυξηθεί!).

Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2007-2009)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2007	2008	2009 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου	2,3	-1,4	-11,2 (Ιαν.-Ιούλ.)
Είδη διατροφής-ποτά-καπνός[1]	0,9	-0,1	-7,0 (» »)
Ένδυση-υπόδηση	1,0	-5,5	4,1 (» »)
Έπιπλα-ηλεκτρικά είδη-οικιακός εξοπλισμός	6,7	-4,3	-20,5 (» »)
Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	6,7	-1,3	-28,3 (» »)
Έσοδα από ΦΠΑ (σταθερές τιμές)	6,8	0,8	-10,4 (Ιαν.-Ιούλ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	9,0	-15,3	-30,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	4,3	-7,0	-19,5 (» »)
Φορολογικά έσοδα από πάγια τέλη κινητής τηλεφωνίας[2]	114,2	5,3	0,5 (Ιαν.-Αύγ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση της κατανάλωσης[3]	22,4 (Δεκ.)	16,0 (Δεκ.)	4,8 (Αύγ.)

Πηγές: ΕΣΥΕ (λιανικό εμπόριο, αυτοκίνητα), Τράπεζα της Ελλάδος (έσοδα ΦΠΑ και καταναλωτική πίστη), ΙΟΒΕ (προσδοκίες), Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών (τέλη κινητής τηλεφωνίας).
1 Περιλαμβάνει τα μεγάλα καταστήματα τροφίμων και τα ειδικευμένα καταστήματα τροφίμων-ποτών-καπνού.
2 Αναπροσαρμογή των πάγιων μηνιαίων τελών από 1 Νοεμβρίου 2006.
3 Περιλαμβάνονται τα δάνεια και τα τιτλοποιημένα δάνεια. Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι διαγραφές δανείων και οι διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Ο όγκος λιανικών πωλήσεων (πλην αυτοκινήτων και καυσίμων) τους πρώτους επτά μήνες του έτους μειώθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 11,2%, έναντι ανόδου 0,3% την ίδια περίοδο του 2008. Επιπλέον, τους πρώτους εννέα μήνες του έτους ο αριθμός των αυτοκινήτων Ι.Χ. που τέθηκαν για πρώτη φορά σε κυκλοφορία μειώθηκε κατά 19,5%, παρά την αυξητική επίδραση που είχε η μείωση των συντελεστών του τέλους ταξινόμησης στις πωλήσεις οχημάτων μεγάλου κυβισμού τον Ιούλιο και τον Αύγουστο. Ωστόσο, ορισμένες ενδείξεις που καταγράφονται από τον Απρίλιο του 2009, όπως η *σχετική* ενίσχυση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και των επιχειρηματικών προσδοκιών των επιχειρήσεων λιανικού εμπορίου (έρευνες ΙΟΒΕ), ενδεχομένως υποδηλώνουν ότι κατά τη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του έτους η ιδιωτική κατανάλωση δεν θα μειωθεί με ρυθμό ταχύτερο από ό,τι το πρώτο εξάμηνο. Μια τέτοια εξέλιξη μπορεί να υποστηριχθεί εν μέρει από την εκτιμώμενη άνοδο του *συνολικού* προ φορολογίας εισοδήματος των μισθωτών σε πραγματικούς όρους κατά 1% περίπου (βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου). Αντίθετα, ναι μεν ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά παραμένει θετικός έστω και επιβραδυνόμενος, αλλά η καθαρή ροή νέων δανειακών πόρων είναι αισθητά *μικρότερη* από ό,τι πέρυσι και επομένως συμβάλλει και αυτή στη μείωση της καταναλωτικής ζήτησης. Σε κάθε περίπτωση, η πρόβλεψη για την περαιτέρω εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης περιβάλλεται από σημαντικές αβεβαιότητες, οι οποίες συνδέονται κυρίως με την αύξηση της ανεργίας (το ποσοστό της οποίας αυξήθηκε σχεδόν κατά μιάμιση εκατοστιαία μονάδα το πρώτο εξάμηνο του 2009 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008 – βλ. Τμήμα 2 του παρόντος κεφαλαίου). Τυχόν συνέχιση της αύξησης της ανεργίας θα επιδεινώσει τις προσδοκίες των νοικοκυριών για την εξέλιξη των μελλοντικών εισοδημάτων τους και θα οδηγήσει σε άνοδο του ποσοστού αποταμίευσης.

Η επίδραση των μεταβολών της αξίας των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών στο ρυθμό ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται να είναι οριακά αρνητική το 2009. Οι τιμές των κατοικιών (στην Αθήνα) τους πρώτους εννέα μήνες του έτους εκτιμάται ότι υποχώρησαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,0% (βλ. Πλαίσιο IV.1). Αντίθετα, οι τιμές των μετοχών

Διάγραμμα IV.2 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης

Πηγές: ΕΣΥΕ (για το λιανικό εμπόριο και τα αυτοκίνητα) και ΙΟΒΕ (για τις προσδοκίες). Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών υπολογίζεται με βάση τις εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για τις πωλήσεις και το ύψος των αποθεμάτων, καθώς και τις προβλέψεις για την επιχειρηματική δραστηριότητα στο επόμενο εξάμηνο.
1 Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους.

στο Χρηματιστήριο Αθηνών εμφάνισαν μεν μεγάλη άνοδο σε σχέση με το χαμηλό επίπεδο των αρχών Μαρτίου του 2009, αλλά το μέσο επίπεδό τους κατά τους πρώτους εννέα μήνες του 2009 ήταν σημαντικά μειωμένο (κατά 46%) σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008 (βλ. Κεφάλαιο VI.5). Ωστόσο, οι μετοχικές αξίες αποτελούν μόνο μικρό τμήμα του πλούτου των νοικοκυριών. Επιπλέον, η επίδραση του πλούτου στην ιδιωτική κατανάλωση δεν έχει επιβεβαιωθεί εμπειρικά στην Ελλάδα και είναι μάλλον ασθενής.

Η δημόσια κατανάλωση το πρώτο εξάμηνο του έτους αυξήθηκε —σύμφωνα με τις προσωρινές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ— με υψηλό ετήσιο ρυθμό (4,9% σε σταθερές τιμές[2]), συμβάλλοντας θετικά κατά 0,8 της εκατοστιαίας μονάδας στη μεταβολή του ΑΕΠ. Η αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης αντανακλά τη σημαντική υπέρβαση των δαπανών του τακτικού προϋπολογισμού (βλ. Κεφάλαιο V). Η εξέλιξη της δημόσιας κατανάλωσης για ολόκληρο το 2009 είναι δύσκολο να προβλεφθεί και θα εξαρτηθεί από την τελική απόδοση των δημοσιονομικών μέτρων που έχουν ληφθεί ή που ενδεχομένως θα ληφθούν έως το τέλος του έτους.

Η πτωτική πορεία των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου το 2008 (-7,4% σε σταθερές τιμές, χωρίς να περιλαμβάνεται η μεταβολή των αποθεμάτων) συνεχίστηκε και το α′ εξάμηνο του τρέχοντος έτος (-11,3% σε σχέση με το αντίστοιχο εξάμηνο του 2008). Η εξέλιξη αυτή αντανακλά τη συνεχιζόμενη μείωση των επενδύσεων σε κατοικίες (-21,5% σε σχέση με το αντίστοιχο εξάμηνο του 2008) και τη μεγάλη πτώση των επενδύσεων σε μηχανολογικό εξοπλισμό και εξοπλισμό μεταφορών (-28,0% και -30,3% αντίστοιχα), καθώς φαίνεται ότι η υλοποίηση των επενδυτικών προγραμμάτων των επιχειρήσεων έχει σε μεγάλο βαθμό επιβραδυνθεί λόγω της κρίσης. Αντισταθμιστικά κινούνται οι επενδύσεις στις λοιπές κατασκευές, ο ρυθμός αύξησης των οποίων ήταν έντονα ανοδικός το πρώτο εξάμηνο του έτους (22,4%), κυρίως λόγω της επίσπευσης των μεγάλων έργων υποδομής που βρίσκονται σε εξέλιξη. Στο βαθμό που οι επενδύσεις αυτές αφορούν δημόσια έργα,

2 Ο ρυθμός ήταν 9,6% σε τρέχουσες τιμές.

Πίνακας IV.3 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2007-2009)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές[1])

	2007	2008	2009 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-1,1	-6,6	-21,6 (Ιαν.-Αύγ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	(80,4)	(77,5)	(73,1) (Ιαν.-Σεπτ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων[2,4]	20,6 (Δεκ.)	18,7 (Δεκ.)	7,3 (Αύγ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	7,6	9,3	19,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	-5,0	-17,1	-28,7 (Ιαν.-Ιούλ.)
Παραγωγή τσιμέντου	-9,2	-3,1	-23,8 (Ιαν.-Αύγ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	1,5	3,0	-36,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση του οικισμού[3,4]	21,9 (Δεκ.)	11,5 (Δεκ.)	4,8 (Αύγ.)

Πηγές: ΕΣΥΕ (παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή τσιμέντου), ΙΟΒΕ (βαθμός χρησιμοποίησης, προσδοκίες), Τράπεζα της Ελλάδος (χρηματοδότηση επιχειρήσεων και οικισμού και εκταμιεύσεις ΠΔΕ).
1 Με εξαίρεση το βαθμό χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών (ποσοστά %).
2 Περιλαμβάνονται τα δάνεια, τα εταιρικά ομόλογα, καθώς και τα τιτλοποιημένα δάνεια και τα τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα.
3 Περιλαμβάνονται τα δάνεια και τα τιτλοποιημένα δάνεια.
4 Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι διαγραφές δανείων και οι διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών.

σημειώνεται ότι οι εκταμιεύσεις του Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων (ΠΔΕ) αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 19,2% τους πρώτους εννέα μήνες του 2009.

Σημαντικές αβεβαιότητες εξακολουθούν να κυριαρχούν στο διεθνές και εγχώριο οικονομικό περιβάλλον, με αποτέλεσμα να επηρεάζονται δυσμενώς και οι επιχειρηματικές επενδύσεις. Έτσι, τα επίπεδα του συνόλου των δεικτών επενδυτικής ζήτησης αλλά και των βραχυχρόνιων δεικτών τρέχουσας δραστηριότητας είναι πολύ χαμηλά, υποδηλώνοντας ότι ορισμένοι από τους παράγοντες που επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις, όπως η ζήτηση τελικών προϊόντων και υπηρεσιών και η κερδοφορία των επιχειρήσεων,[3] δεν αναμένεται να σημειώσουν ταχεία ανάκαμψη στο αμέσως επόμενο διάστημα.

Σε ό,τι αφορά τις βραχυχρόνιες ενδείξεις της δραστηριότητας στον κατασκευαστικό τομέα, ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές σημειώνει μεγάλη πτώση 36,4% τους πρώτους εννέα μήνες του 2009, έναντι αύξησης 3% για το σύνολο του 2008. Οι επενδύσεις σε κατοικίες εξακολουθούν να συρρικνώνονται, όπως προκύπτει κυρίως από τη μεγάλη μείωση του όγκου της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας (με βάση τις άδειες) με μέσο ετήσιο ρυθμό 28,7% τους πρώτους επτά μήνες του έτους (βλ. Διάγραμμα IV.3), εξέλιξη που προοιωνίζεται περαιτέρω εξασθένηση της τρέχουσας ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας, αλλά και από τη μεγάλη κάμψη της παραγωγής τσιμέντου (μέσος ετήσιος ρυθμός τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους: -23,8%). Η *καθαρή ροή νέων στεγαστικών δανείων* προς τα νοικοκυριά έχει μειωθεί σημαντικά, ενώ ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του *υπολοίπου* των στεγαστικών δανείων προς τα νοικοκυριά έπεσε τον Αύγουστο του τρέχοντος έτους στο 4,8%, από 11,5% το Δεκέμβριο του 2008 και 21,9% το Δεκέμβριο του 2007. Εξάλλου, η περαιτέρω εξέλιξη των επενδύσεων σε λοιπές κατασκευές θα εξαρτηθεί από την πρόοδο των μεγάλων έργων και την εκτέλεση του ΠΔΕ.

3 Οι δείκτες αυτοί εξετάζονται αναλυτικότερα στη συνέχεια.

Διάγραμμα IV.3 Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών με βάση τις άδειες (Ιανουάριος 2006-Ιούλιος 2009)

(εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)

Πηγή: ΕΣΥΕ.

Το εύρος και η διάρκεια της τρέχουσας επενδυτικής ύφεσης[4] αναμένεται πάντως να επηρεαστούν όχι μόνο από το γενικότερο οικονομικό κλίμα και την πορεία της εγχώριας και διεθνούς ζήτησης, αλλά και από παράγοντες όπως οι δημόσιες δράσεις για την υποβοήθηση των επενδύσεων, η επιτάχυνση των εκταμιεύσεων για ήδη εγκεκριμένα σχέδια, η ανάπτυξη των "πράσινων επενδύσεων" κυρίως στον τομέα της ενέργειας και η πρόοδος όσον αφορά την ένταξη έργων σε συμπράξεις δημόσιου-ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) και την υλοποίησή τους. Στην κατεύθυνση αυτή κινούνται, μεταξύ άλλων, το πρόγραμμα ενίσχυσης των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, προϋπολογισμού 1.050 εκατ. ευρώ, που ανακοινώθηκε από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών το Μάιο του 2009 και οι νομοθετικές ρυθμίσεις για την αδειοδότηση των μεγάλων επιχειρηματικών σχεδίων εντός 100 ημερών και τη μετατροπή του ΕΛΚΕ σε οργανισμό "Invest in Greece".[5] Βεβαίως, τα θετικά αποτελέσματα αυτών των πρωτοβουλιών θα φανούν μεσοπρόθεσμα.

Σημαντική υποχώρηση αναμένεται να καταγράψουν οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών το 2009 μετά από την άνοδό τους (4,0%) το 2008. Η μείωση των εξαγωγών αγαθών αλλά και υπηρεσιών προβλέπεται συνολικά να υπερβεί το 15%. Ειδικότερα, οι εξαγωγές αγαθών (σε εθνικολογιστική βάση) μειώθηκαν με ετήσιο ρυθμό 17,2% το πρώτο εξάμηνο του έτους. Για ολόκληρο το 2009 προβλέπεται ότι, επηρεαζόμενες άμεσα από τη δραματική πτώση του παγκόσμιου εμπορίου, θα υποχωρήσουν με ρυθμό μεγαλύτερο από ό,τι η διεθνής ζήτηση,[6] λόγω της σωρευτικής απώλειας διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας τα τελευταία χρόνια. Οι εξαγωγές υπηρεσιών σε σταθερές τιμές, μετά από την αύξηση τους το 2008, μειώθηκαν με ετήσιο ρυθμό 14,5% το πρώτο εξάμηνο του έτους. Για ολόκληρο το 2009 προβλέπεται να εμφανίσουν πολύ μεγάλη μείωση, στην οποία θα συμβάλει η πτώση τόσο των ταξιδιωτικών εισπράξεων όσο και των εισπράξεων από υπηρεσίες μεταφορών.[7]

Η υποτονικότητα της εγχώριας ζήτησης αντανακλάται στις εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, ο ετήσιος ρυθμός *μείωσης* των οποίων το πρώτο εξάμηνο του έτους διαμορφώθηκε στο 19,2%. Για ολόκληρο το 2009 η πτώση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών αναμένεται να είναι της τάξεως του 20%. Στην περίπτωση αυτή, η εξέλιξη των εισαγωγών θα συμβάλει "λογιστικά" ώστε ο ρυθμός μείωσης του ΑΕΠ το 2009 να είναι συγκρατημένος. Το φαινόμενο αυτό θα αντιστραφεί τα επόμενα χρόνια, καθώς – στο βαθμό που θα ανακάμπτει η οικονομία – ο ρυθμός μεταβολής των εισαγωγών θα επανέρχεται σε κανονικά επίπεδα συμβατά με τις μεταβολές της εγχώριας ζήτησης.

Όσον αφορά τις εξελίξεις της προσφοράς, σύμφωνα με τους βραχυχρόνιους δείκτες της

4 Στην έρευνα της Εταιρείας Ανωτάτων Στελεχών Επιχειρήσεων (ΕΑΣΕ) που διεξήχθη σε συνεργασία με την ICAP στο τέλος του β' τριμήνου 2009, ένα στα δύο ανώτατα στελέχη δήλωσε ότι η δαπάνη για επενδύσεις είναι χαμηλότερη από ό,τι προ έτους.

5 Πρόκειται για τα άρθρα 9-14 του Ν. 3775/2009 που ψηφίστηκε τον Ιούλιο.

6 Η διεθνής ζήτηση (δηλαδή η ζήτηση εισαγωγών στις αγορές προορισμού των ελληνικών εξαγωγών) εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά 12% περίπου μετά από τη μικρή άνοδο που σημείωσε το 2008.

7 Το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009, οι ακαθάριστες εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες (σε τρέχουσες τιμές) μειώθηκαν κατά 15,5% και οι εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών κατά 30,1% (σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008 – βλ. Τμήμα 4 του παρόντος κεφαλαίου).

Πίνακας IV.4 Δείκτες δραστηριότητας στη βιομηχανία (2007-2009)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2007	2008	2009 (διαθέσιμη περίοδος)	
1. Δείκτης βιομηχανικής παραγωγής (γενικός)	**2,4**	**-3,9**	**-9,7**	**(Ιαν.-Αύγ.)**
Μεταποίηση	2,3	-4,5	-11,7	(» »)
Ορυχεία-λατομεία	-0,3	-4,5	-11,6	(» »)
Ηλεκτρισμός	3,5	-2,8	-4,0	(» »)
Βασικές ομάδες αγαθών				
Ενέργεια	2,9	-2,4	-1,2	(» »)
Ενδιάμεσα αγαθά	0,9	-6,7	-20,3	(» »)
Κεφαλαιακά αγαθά	-1,1	-6,6	-21,6	(» »)
Διαρκή καταναλωτικά αγαθά	0,2	-5,6	-23,4	(» »)
Μη διαρκή καταναλωτικά αγαθά	4,9	-1,8	-5,8	(» »)
2. Δείκτης κύκλου εργασιών στη βιομηχανία[1]	**4,3**	**6,7**	**-26,9**	**(Ιαν.-Ιούλ.)**
Εγχώρια αγορά	2,5	7,5	-26,1	(» »)
Εξωτερική αγορά	8,8	4,9	-29,3	(» »)
3. Δείκτης νέων παραγγελιών στη βιομηχανία [2]	**2,3**	**-2,3**	**-34,0**	**(Ιαν.-Ιούλ.)**
Εγχώρια αγορά	0,5	-1,1	-29,5	(» »)
Εξωτερική αγορά	4,7	-3,8	-40,9	(» »)
4. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία	**1,3**	**-10,6**	**-26,6**	**(Ιαν.-Σεπτ.)**
5. Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για τη μεταποίηση (PMI)[3]	**53,7**	**50,4**	**48,5**	**(Σεπτ.)**

Πηγές: ΕΣΥΕ (δείκτης βιομηχανικής παραγωγής, δείκτες κύκλου εργασιών και νέων παραγγελιών στη βιομηχανία), ΙΟΒΕ (επιχειρηματικές προσδοκίες) και Markit Economics και Ελληνικό Ινστιτούτο Προμηθειών (PMI).
1 Αφορά τις πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών των βιομηχανικών επιχειρήσεων σε όρους αξίας.
2 Παρακολουθεί την εξέλιξη της ζήτησης βιομηχανικών προϊόντων σε όρους αξίας.
3 Εποχικά διορθωμένος δείκτης, τιμή άνω του 50 υποδηλώνει άνοδο.

ΕΣΥΕ, η υποχώρηση που σημείωσε η συνολική βιομηχανική παραγωγή το 2008 (-3,9%) συνεχίστηκε και εντάθηκε περαιτέρω κατά τους πρώτους οκτώ μήνες του 2009 (μέσος ετήσιος ρυθμός: -9,7%), ενώ ακόμη μεγαλύτερη ήταν η πτώση της μεταποιητικής παραγωγής την ίδια περίοδο (-11,7%, έναντι -4,5% σε ολόκληρο το 2008). Η μείωση της παραγωγής της βιομηχανίας προήλθε από όλες τις βασικές ομάδες αγαθών (βλ. Πίνακα IV.4).

Η ύφεση του βιομηχανικού τομέα αποτυπώνεται και στη σχετική έρευνα συγκυρίας του ΙΟΒΕ. Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών τους πρώτους εννέα μήνες του 2009 κινήθηκε σε πολύ χαμηλό επίπεδο,[8] σημειώνοντας κάμψη κατά 26,6% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008 (βλ. Διάγραμμα IV.4). Ωστόσο, στο διάστημα Μαρτίου-Σεπτεμβρίου του 2009 ανακόπηκε η πτωτική τάση των προσδοκιών των βιομηχανικών επιχειρήσεων και ο σχετικός δείκτης εμφάνισε άνοδο (παραμένοντας βεβαίως χαμηλότερος από ό,τι προ δωδεκαμήνου). Εξάλλου, υποχώρηση σημείωσαν τους πρώτους εννέα μήνες του 2009 ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού (70,6 έναντι 76,4 την αντίστοιχη περίοδο του 2008) και ο ποσοτικός δείκτης μηνών εξασφαλισμένης παραγωγής (σε 4,3 μήνες από 5,0 μήνες τους πρώτους εννέα μήνες του 2008). Επιπλέον, και οι δείκτες κύκλου εργασιών και νέων παραγγελιών στη βιομηχανία σημειώνουν ιδιαίτερα αρνητικές επιδόσεις, αποτυπώνοντας κάθετη πτώση τους πρώτους επτά μήνες του έτους.

8 Το μέσο επίπεδό του ήταν 71,2, έναντι μέσου όρου 100 την περίοδο 1996-2006.

Διάγραμμα IV.4 Παραγωγή και επιχειρηματικές προσδοκίες στη μεταποίηση (Ιανουάριος 2005 - Σεπτέμβριος 2009)

Πηγές: ΕΣΥΕ (για την παραγωγή) και ΙΟΒΕ (για τις προσδοκίες). Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών υπολογίζεται με βάση τις εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για τη συνολική ζήτηση και το ύψος των αποθεμάτων, καθώς και τις προβλέψεις για την παραγωγή στους επόμενους 3-4 μήνες.

Ανάλογη πορεία εμφανίζει τους πρώτους εννέα μήνες του 2009 και ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) για τη μεταποίηση, η τιμή του οποίου το Μάρτιο ήταν η χαμηλότερη

Διάγραμμα IV.5 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για τη Μεταποίηση(PMI) (Ιανουάριος 2002-Σεπτέμβριος 2009)

(εποχικά διορθωμένος δείκτης, τιμή άνω του 50 υποδηλώνει αύξηση)

Πηγές: Markit Economics και Ελληνικό Ινστιτούτο Προμηθειών.

της περιόδου 1999-2009 (βλ. Διάγραμμα IV.5). Ωστόσο, από τον Απρίλιο παρουσίασε συνεχή βελτίωση έως τον Αύγουστο (όταν διαμορφώθηκε στο 51,1, υποδηλώνοντας άνοδο της παραγωγής για πρώτη φορά από το Σεπτέμβριο του 2008), αλλά το Σεπτέμβριο υποχώρησε εκ νέου στο 48,5, υποδηλώνοντας μείωση της παραγωγής και πάλι.

Σημαντικοί κλάδοι του τομέα των υπηρεσιών, όπως οι μεταφορές και το εμπόριο (χονδρικό εμπόριο και εμπόριο αυτοκινήτων) παρουσίασαν μείωση του κύκλου εργασιών το πρώτο εξάμηνο του 2009. Ωστόσο, στον κλάδο του τουρισμού (ξενοδοχεία-εστιατόρια) ο κύκλος εργασιών εμφάνισε μεν μείωση το πρώτο τρίμηνο (σε ετήσια βάση), αλλά αυξήθηκε το δεύτερο (βλ. Πίνακα IV.5). Επίσης, όπως προαναφέρθηκε, μείωση της δραστηριότητας προκύπτει και από την εξέλιξη του όγκου λιανικών πωλήσεων (εκτός αυτοκινήτων και καυσίμων), καθώς και του αριθμού των νέων επιβατικών αυτοκινήτων σε κυκλοφορία. Τέλος, σύμφωνα με την έρευνα συγκυρίας του ΙΟΒΕ, ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες (εκτός λιανικού εμπορίου και τραπεζών) τους πρώτους εννέα μήνες του έτους

Πίνακας IV.5 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2007-2009)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2007	2008	2009 (διαθέσιμη περίοδος)
Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες			
Εμπορία αυτοκινήτων	7,8	-7,9	-21,7 (Ιαν.-Ιούν.)
Χονδρικό εμπόριο	11,4	9,4	-12,4 (» »)
Τηλεπικοινωνίες	-11,5	-1,0	-9,3 (» »)
Χερσαίες μεταφορές	18,2	5,1	-47,6 (» »)
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	8,1	10,2	-21,4 (» »)
Εναέριες μεταφορές	7,0	6,5	-3,7 (» »)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	-1,4	3,1	-37,4 (» »)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	27,5	3,5	-37,1 (» »)
Τουρισμός (ξενοδοχεία και εστιατόρια)	6,5	3,2	7,9 (» »)
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	11,7	10,9	-2,6 (» »)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	13,9	9,0	-6,9 (» »)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	4,7	2,6	-23,2 (» »)
Επιβατική κίνηση			
Χιλιομετρικοί επιβάτες ΟΑ	2,7	-8,6	-18,3 (Ιαν.-Ιούλ.)
Επιβάτες Aegean Airlines[1]	17,5	14,4	9,2 (Ιαν.-Ιούν.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	2,0	0,7	-4,0 (Ιαν.-Απρ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες	**2,8**	**-8,3**	**-32,7 (Ιαν.-Σεπτ.)**

Πηγές: ΕΣΥΕ (δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες), ΟΑ, Aegean Airlines, ΟΛΠ και ΙΟΒΕ (προσδοκίες).
1 Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

μειώθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 32,7%. Αναλυτικότερα για τον τουρισμό βλ. Τμήμα 4 του παρόντος κεφαλαίου και για τον τραπεζικό τομέα βλ. Κεφάλαιο VI.6.

Πλαίσιο IV.1

ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗΣ ΠΙΣΤΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

I ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Τιμές κατοικιών

Η σταδιακή, από τις αρχές του 2006, επιβράδυνση των θετικών ρυθμών μεταβολής των τιμών των κατοικιών στην Ελλάδα συνεχίστηκε έως το τέλος του 2008. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, οι τιμές των κατοικιών για το σύνολο των αστικών περιοχών αυξήθηκαν κατά 2,6% το 2008, έναντι 4,6% το 2007 και 12,2% το 2006.[1] Από το πρώτο τρίμηνο του

1 Ελαφρώς μεγαλύτερη ήταν η επιβράδυνση αυτή για τις πόλεις της επαρχίας, σε σχέση με την Αθήνα, καθώς ο αντίστοιχος ρυθμός αύξησης, από 13,0% το 2006, υποχώρησε σε 3,8% το 2007 και 2,6% το 2008. Οι ρυθμοί αυτοί προκύπτουν από επεξεργασία των σχετικών στοιχείων που συλλέγουν τα υποκαταστήματα της Τράπεζας της Ελλάδος, κυρίως από μεσιτικά γραφεία -- βλ. Πίνακα Α.

Πίνακας Α Δείκτης τιμών κατοικιών

Περίοδος		Αστικές περιοχές-σύνολο			Αθήνα			Λοιπές αστικές περιοχές		
		Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή		Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή		Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή	
		1997=100	Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντίστοιχης περιόδου προηγούμενου έτους	1997=100	Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντίστοιχης περιόδου προηγούμενου έτους	1997=100	Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντίστοιχης περιόδου προηγούμενου έτους
1997		100,0	9,7	9,7	100,0	12,5	12,5	134,7	7,1	7,1
1998		114,4	14,4	14,4	115,5	15,5	15,5	152,6	13,3	13,3
1999		124,5	8,9	8,9	129,6	12,2	12,2	161,5	5,8	5,8
2000		137,7	10,6	10,6	149,1	15,1	15,1	171,3	6,1	6,1
2001		157,5	14,4	14,4	175,4	17,6	17,6	190,2	11,0	11,0
2002		179,3	13,9	13,9	203,8	16,2	16,2	211,7	11,3	11,3
2003		189,0	5,4	5,4	211,9	4,0	4,0	226,8	7,1	7,1
2004		193,4	2,3	2,3	212,4	0,3	0,3	237,4	4,7	4,7
2005		214,5	10,9	10,9	230,8	8,6	8,6	269,3	13,4	13,4
2006		240,6	12,2	12,2	256,8	11,3	11,3	304,2	13,0	13,0
2007		251,6	4,6	4,6	270,1	5,2	5,2	315,8	3,8	3,8
2008		258,2	2,6	2,6	277,3	2,7	2,7	323,9	2,6	2,6
1997	I	96,2	...	...	95,1	...	...	130,9	3,0	6,1
	II	98,2	2,1	...	97,8	2,9	...	132,6	1,3	6,2
	III	100,2	2,0	...	100,8	3,1	...	134,0	1,1	4,8
	IV	105,4	5,1	...	105,7	4,8	...	141,3	5,5	11,2
1998	I	110,1	4,5	14,4	109,3	3,4	14,9	149,4	5,7	14,1
	II	113,9	3,5	16,0	115,4	5,6	18,0	151,6	1,5	14,4
	III	115,0	0,9	14,8	116,5	1,0	15,6	153,0	0,9	14,2
	IV	118,4	2,9	12,3	120,9	3,7	14,4	156,3	2,1	10,6
1999	I	120,4	1,7	9,3	123,8	2,5	13,3	157,9	1,0	5,7
	II	123,6	2,7	8,5	128,1	3,4	11,0	161,0	2,0	6,2
	III	125,3	1,3	8,9	130,5	1,9	12,0	162,3	0,8	6,1
	IV	128,8	2,9	8,9	136,0	4,2	12,5	164,7	1,5	5,4
2000	I	132,1	2,5	9,7	141,6	4,1	14,3	166,1	0,8	5,2
	II	135,7	2,8	9,8	146,5	3,5	14,4	169,6	2,1	5,3
	III	138,8	2,2	10,8	150,4	2,7	15,3	172,6	1,8	6,4
	IV	144,2	3,9	11,9	158,0	5,0	16,2	177,1	2,6	7,5
2001	I	150,5	4,4	14,0	165,7	4,9	17,0	184,0	3,9	10,8
	II	156,1	3,7	15,0	174,2	5,1	18,9	188,0	2,2	10,8
	III	159,5	2,2	15,0	178,7	2,6	18,8	191,3	1,8	10,9
	IV	164,0	2,8	13,7	183,0	2,4	15,8	197,5	3,2	11,5
2002	I	171,5	4,6	14,0	193,6	5,8	16,8	204,0	3,3	10,8
	II	180,3	5,1	15,5	208,0	7,4	19,4	208,9	2,4	11,2
	III	180,7	0,2	13,3	205,4	-1,3	14,9	213,3	2,1	11,5
	IV	184,9	2,3	12,7	208,2	1,4	13,8	220,5	3,4	11,6
2003	I	188,6	2,0	10,0	214,6	3,1	10,8	222,5	0,9	9,1
	II	187,5	-0,6	4,0	210,6	-1,8	1,3	224,4	0,8	7,4
	III	189,0	0,8	4,6	210,6	0,0	2,6	228,1	1,7	7,0
	IV	190,9	1,0	3,3	211,5	0,4	1,6	232,1	1,7	5,3
2004	I	190,6	-0,2	1,0	209,7	-0,9	-2,3	233,6	0,6	5,0
	II	191,6	0,5	2,2	209,4	-0,2	-0,6	236,5	1,2	5,4
	III	193,3	0,9	2,3	211,1	0,8	0,2	238,8	1,0	4,7
	IV	198,0	2,4	3,7	219,4	3,9	3,7	240,9	0,9	3,8
2005	I	205,2	3,6	7,7	223,7	2,0	6,6	254,1	5,5	8,8
	II	211,6	3,1	10,5	228,9	2,3	9,3	264,1	3,9	11,7
	III	216,9	2,5	12,2	231,5	1,1	9,7	274,5	4,0	15,0
	IV	224,1	3,3	13,2	239,0	3,2	8,9	283,8	3,4	17,8
2006	I	233,3	4,1	13,7	249,9	4,6	11,7	294,1	3,6	15,7
	II	238,7	2,3	12,8	255,0	2,1	11,4	301,7	2,6	14,2
	III	240,9	0,9	11,1	254,9	0,0	10,1	307,4	1,9	12,0
	IV	249,2	3,4	11,2	267,2	4,8	11,8	313,7	2,0	10,5
2007	I	251,3	0,8	7,7	269,5	0,9	7,9	315,8	0,7	7,4
	II	249,5	-0,7	4,5	266,9	-1,0	4,7	314,3	-0,5	4,2
	III	252,1	1,0	4,6	272,1	1,9	6,7	314,5	0,1	2,3
	IV	253,5	0,6	1,7	271,9	-0,1	1,7	318,4	1,2	1,5
2008	I	255,6	0,9	1,7	274,2	0,8	1,7	321,1	0,8	1,7
	II	258,3	1,0	3,5	277,6	1,3	4,0	323,7	0,8	3,0
	III	258,1	-0,1	2,4	277,2	-0,2	1,9	323,6	0,0	2,9
	IV	260,9	1,1	2,9	280,3	1,1	3,1	327,1	1,1	2,7
2009*	I	250,7	-3,9	-1,9	270,4	-3,5	-1,4	313,0	-4,3	-2,5
	II	250,0	-0,3	-3,2	265,3	-1,9	-4,4	317,5	1,4	-1,9
	III	...	...	...	259,7	-2,1	-6,3	...	...	...

Πηγές: Για τις λοιπές αστικές περιοχές: Τράπεζα της Ελλάδος (στοιχεία που συλλέγουν τα υποκαταστήματα, κυρίως από μεσιτικά γραφεία). Για την Αθήνα: επεξεργασία στοιχείων των εταιριών "Δανός & Συνεργάτες" (1993-1997), "Property ΕΠΕ" (1997-2005) και Τράπεζα της Ελλάδος (στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, 2006-2009). Για το σύνολο των αστικών περιοχών: σταθμισμένος δείκτης με βάση το απόθεμα των κατοικιών στην Αθήνα και τις λοιπές αστικές περιοχές.
* Προσωρινά στοιχεία.

2009 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών διαμορφώθηκε σε αρνητικά επίπεδα τόσο για την περιοχή της Αθήνας όσο και για τις υπόλοιπες αστικές περιοχές. Ειδικότερα, με βάση τα στοιχεία που έχουν συγκεντρωθεί από τις τράπεζες,[2] οι τιμές των κατοικιών στην περιοχή της Αθήνας (σε ονομαστικούς όρους) εκτιμάται ότι μειώθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,0% τους εννέα πρώτους μήνες του 2009 (-1,4%, -4,4% και -6,3% το α΄, β΄ και γ΄ τρίμηνο, αντίστοιχα). Στις επαρχιακές πόλεις, το πρώτο εξάμηνο του 2009, για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, η αντίστοιχη μείωση των τιμών έφθασε το 2,2%, ενώ για το σύνολο των αστικών περιοχών έφθασε το 2,6% (βλ. Πίνακα Α).[3] Παρά τη συνεχή επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των τιμών των κατοικιών την περίοδο 2006-2008 και την ελαφρά μείωσή τους το 2009, η ελληνική αγορά χαρακτηρίζεται από σχετική ανθεκτικότητα των τιμών των κατοικιών, χωρίς να εμφανίζει τις απότομες μεταβολές που σημειώθηκαν σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες, σε ορισμένες από τις οποίες (π.χ. Ιρλανδία, Ισπανία, Ηνωμένο Βασίλειο) καταγράφονται ακόμη και διψήφιοι ρυθμοί μείωσης των τιμών, ύστερα από μια περίοδο πολύ μεγάλων αυξήσεων.[4] Επιπλέον, με τη σταδιακή αποκατάσταση της ομαλότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές απομακρύνεται όλο και περισσότερο ο περιορισμένος κίνδυνος απότομης διόρθωσης των τιμών στην ελληνική αγορά κατοικίας.[5]

Οικοδομική δραστηριότητα και προσφορά κατοικιών

Την τελευταία τριετία η ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα έχει εισέλθει σε μια περίοδο σημαντικής διόρθωσης, αντανακλώντας τις συνθήκες υπερβάλλουσας προσφοράς που έχουν διαμορφωθεί στην αγορά ακινήτων μετά το 2005 και ιδίως κατά το 2006. Οι επενδύσεις σε κατοικίες μειώθηκαν κατά 8,6% το 2007, 29,1% το 2008 και 21,5% το πρώτο εξάμηνο του 2009.[6] Ο όγκος της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας βάσει των νέων αδειών οικοδομών μειώθηκε σε ετήσια βάση κατά 28,7% τους πρώτους επτά μήνες του 2009, έναντι μείωσης κατά 17,1% το 2008 και 5,0% το 2007. Η αντίστοιχη μείωση στον αριθμό των οικοδομικών αδειών που εκδόθηκαν το ίδιο διάστημα έφθασε το 16,1%.[7] Ανάλογες ενδείξεις σημαντικής μείωσης της οικοδομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα προκύπτουν και από τη μείωση της παραγωγής τσιμέντου με μέσο ετήσιο ρυθμό 23,8% τους πρώτους οκτώ μήνες του 2009, έναντι 3,1% και 9,2% το 2008 και 2007 αντίστοιχα (βλ. Πίνακα Β).[8]

2 Πρόκειται για τα αναλυτικά στοιχεία των εκτιμήσεων οικιστικών ακινήτων που από τις αρχές του 2009 συγκεντρώνονται στην Τράπεζα της Ελλάδος από τα πιστωτικά ιδρύματα, με βάση την ΠΔ/ΤΕ 2610/31.10.2008 με θέμα: "Υποβολή από τα πιστωτικά ιδρύματα στοιχείων σχετικά με τα οικιστικά ακίνητα τα οποία αποτελούν αντικείμενο χρηματοδότησης ή εξασφάλιση χορηγούμενων από τα πιστωτικά ιδρύματα δανείων". Μέχρι το τέλος Αυγούστου του 2009, στη Βάση Δεδομένων (εκτιμήσεων) οικιστικών ακινήτων που έχει δημιουργηθεί στο Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων έχουν συγκεντρωθεί στοιχεία για περίπου 405 χιλιάδες οικιστικά ακίνητα, οι εκτιμήσεις της αξίας των οποίων έγιναν κυρίως την περίοδο Ιανουαρίου 2006-Ιουλίου 2009. Τα πρώτα αποτελέσματα από την αξιοποίηση των στοιχείων αυτών, κυρίως όσον αφορά την κατασκευή επιμέρους δεικτών τιμών των οικιστικών ακινήτων, παρουσιάστηκαν σε ειδική ημερίδα που διοργάνωσε η Τράπεζα της Ελλάδος στις 29 Απριλίου 2009 με θέμα "Αγορά ακινήτων: Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές", καθώς και στην *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2008* (Απρίλιος 2009, βλ. Πλαίσιο V.Ι).

3 Σύμφωνα με την έρευνα που διενεργεί το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της Τράπεζας της Ελλάδος στα μεγάλα κτηματομεσιτικά γραφεία της χώρας, το β΄ τρίμηνο του 2009 οι μισοί περίπου από τους ερωτηθέντες, στελέχη των κτηματομεσιτικών γραφείων, εκτιμούν ότι οι τιμές έμειναν αμετάβλητες σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, ενώ οι υπόλοιποι εκτιμούν ότι οι τιμές σημείωσαν μικρή μείωση. Αναφορικά με το είδος των κατοικιών που επιλέγουν οι αγοραστές, από την έρευνα αυτή για το β΄ τρίμηνο του 2009 προέκυψε ότι υπάρχει στροφή του ενδιαφέροντος των αγοραστών προς κατοικίες μικρότερου εμβαδού και μεγαλύτερης ηλικίας. Η ίδια τάση είχε καταγραφεί και το προηγούμενο τρίμηνο.

4 Βλ. ECB, "Housing finance in the euro area", Occasional Paper Series No. 101, Μάρτιος 2009, και ECB, "Recent housing market developments in the euro area", *Monthly Bulletin*, Φεβρουάριος 2009. Επίσης, OECD, *Economic Outlook – Interim Report*, 31.3.2009.

5 Πάντως, καθώς η πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά για αγορά κατοικίας το 2009 θα είναι πολύ μικρή σε σχέση με τα προηγούμενα έτη και δεδομένου ότι η υπερβάλλουσα προσφορά βρίσκεται ακόμη σε υψηλά επίπεδα και οι τιμές των ακινήτων αντιδρούν με σχετική υστέρηση, οι πτωτικές πιέσεις στις τιμές των ακινήτων είναι πιθανόν να συνεχιστούν τους επόμενους μήνες.

6 Από το α΄ τρίμηνο του 2007 έως το β΄ τρίμηνο του 2009 οι επενδύσεις σε κατοικίες μειώθηκαν περίπου στο μισό.

7 Η μείωση του όγκου αλλά και της επιφάνειας των νέων οικοδομών, βάσει των αδειών, με σημαντικά υψηλότερους ρυθμούς σε σχέση με τον αριθμό τους συνάδει με τη στροφή που έχει καταγραφεί τα τελευταία τρίμηνα από την πλευρά της ζήτησης, υπέρ κατοικιών μικρότερου εμβαδού (βλ. υποσημείωση 3).

8 Σημαντική μείωση στην οικοδομική δραστηριότητα προκύπτει και από τα στοιχεία του συστήματος ελέγχου των αμοιβών των μηχανικών για την έκδοση οικοδομικών αδειών και την ανάληψη επίβλεψης εργασιών κατασκευής νέων οικοδομών, του Τεχνικού Επιμελητηρίου Ελλάδος. Συγκεκριμένα, οι αμοιβές των μηχανικών για την έκδοση οικοδομικών αδειών και τις επιβλέψεις έργων μειώθηκαν με ετήσιο ρυθμό 19,1% τους πρώτους επτά μήνες του 2009 (μελέτες έκδοσης αδειών: -14,3%, επιβλέψεις έργων: -28,0%), έναντι αύξησης 6,2% το 2008.

Πίνακας Β Σύνοψη κυριότερων διαθέσιμων βραχυχρόνιων δεικτών για την αγορά ακινήτων

Δείκτες	Μέση ετήσια εκατοστιαία μεταβολή					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1. Δείκτες τιμών κατοικιών (ΤτΕ) και ενοικίων (ΕΣΥΕ)						
1.1 Αστικές περιοχές	2,3	10,9	12,2	4,6	2,6	-3,2 (β΄ τρ.)
1.2 Αθήνα	0,3	8,6	11,3	5,2	2,7	-6,3 (γ΄ τρ.)
1.3 Λοιπές αστικές περιοχές	4,7	13,4	13,0	3,8	2,6	-1,9 (β΄ τρ.)
1.4 Δείκτης ενοικίων	5,3	4,2	4,4	4,5	3,9	3,5 (Σεπτ./Σεπτ.)
2. Δείκτες κόστους κατασκευής (νέων κτιρίων) κατοικιών (ΕΣΥΕ)						
2.1 Συνολικό κόστος	3,2	3,4	4,3	4,6	5,1	-0,6 (β΄ τρ.)
2.2 Δείκτης κατηγοριών έργων ή παραγωγού	2,4	2,6	2,9	2,8	4,2	-0,3 (β΄ τρ.)
2.3 Δείκτης τιμών αμοιβής ή κόστους εργασίας	2,3	3,1	2,6	2,4	3,3	0,6 (β΄ τρ.)
2.4 Δείκτης υλικών κατασκευής	3,9	3,6	5,6	6,3	6,4	-3,5 (Αύγ./Αύγ.)
3. Ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα (ΕΣΥΕ)						
3.1 α. Αριθμός αδειών (σύνολο χώρας)	-1,4	17,6	-14,4	-5,3	-15,6	-16,1 (7μηνο)
3.2 α. Τετραγωνικά μέτρα (σύνολο χώρας)	-2,3	41,8	-24,4	-7,5	-18,1	-27,3 (7μηνο)
3.3 α. Όγκος οικοδομών (σύνολο χώρας)	-3,4	35,2	-19,5	-5,0	-17,1	-28,7 (7μηνο)
3.1 β. Αριθμός αδειών (Αθήνα)	-6,2	29,4	-14,9	-4,7	-23,2	-18,4 (7μηνο)
3.2 β. Τετραγωνικά μέτρα (Αθήνα)	-8,5	54,2	-24,6	-14,3	-24,5	-24,4 (7μηνο)
3.3 β. Όγκος οικοδομών (Αθήνα)	-10,6	49,8	-20,2	-13,3	-24,1	-22,3 (7μηνο)
4. Κατασκευαστική δραστηριότητα						
4.1 Παραγωγή τσιμέντου (όγκος, ΕΣΥΕ)	-2,3	2,4	3,1	-9,2	-3,1	-23,8 (8μηνο)
4.2 Εκταμιεύσεις ΠΔΕ (σε ευρώ, ΤτΕ)	11,7	-21,0	8,9	7,6	9,3	19,2 (9μηνο)
4.3 Δείκτες παραγωγής στις κατασκευές (ΕΣΥΕ)						
α. Γενικός δείκτης	-15,8	-38,8	3,9	15,1	2,8	0,8 (6μηνο)
β. Οικοδομικά έργα	-16,5	-15,3	-9,2	6,9	0,0	-13,4 (6μηνο)
γ. Έργα πολιτικού μηχανικού	-15,5	-49,9	18,1	21,8	4,8	12,0 (6μηνο)
4.4 Αμοιβές πολιτικού μηχανικού (ΤΕΕ)						
α. Σύνολο	-	-	-5,3	23,5	6,2	-19,1 (7μηνο)
β. Αμοιβές μηχανικών για την έκδοση οικοδομικών αδειών	-	-	-8,4	19,0	11,0	-14,3 (7μηνο)
γ. Αμοιβές μηχανικών για την ανάληψη, επίβλεψη εργασιών νέων οικοδομών	-	-	1,5	32,5	-2,4	-28,0 (7μηνο)
5. Προσδοκίες (ΙΟΒΕ)						
5.1 Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	-29,1	-22,7	44,6	1,5	3,0	-36,4 (9μηνο)
5.2 Μήνες εξασφαλισμένης παραγωγής στις κατασκευές[1]						
α. Σύνολο κατασκευών	12,6	13,9	15,7	16,8	17,3	16,1 (Σεπτ.)
β. Κατοικίες	12,0	11,3	14,7	15,4	11,7	11,9 (Σεπτ.)
γ. Άλλα κτίρια	10,0	8,7	9,3	10,1	9,8	9,3 (Σεπτ.)
δ. Δημόσια έργα	13,4	15,9	18,4	19,5	21,1	19,6 (Σεπτ.)
5.3 Εργασίες σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο[2]						
α. Σύνολο κατασκευών	8,0	-27,3	11,8	10,2	10,0	-20,0 (Σεπτ.)
β. Κατοικίες	6,0	-2,0	24,0	-11,0	-22,0	-20,0 (Σεπτ.)
5.4 Πρόγραμμα εργασιών προς εκτέλεση[2]						
α. Σύνολο κατασκευών	-25,0	-58,0	-45,0	-33,0	-29,0	-42,0 (Σεπτ.)
β. Κατοικίες	-17,0	-41,0	-22,0	-22,0	-39,0	-52,0 (Σεπτ.)
6. Επενδύσεις στις κατασκευές (ΕΣΥΕ)						
α. Σύνολο κατασκευών	-5,6	0,6	5,8	1,7	-14,6	-8,1 (β΄ τρ.)
β. Κατοικίες	-1,9	0,0	29,1	-6,8	-29,1	-23,3 (β΄ τρ.)
7. Χρηματοδότηση αγοράς ακινήτων από τα εγχώρια ΝΧΙ (ΤτΕ)[3]						
α. Υπόλοιπο δανείων προς τα νοικοκυριά	30,4	31,0	25,7	22,4	12,8	4,7 (Αύγ./Αύγ.)
β. Υπόλοιπο στεγαστικών δανείων προς τα νοικοκυριά	27,6	33,0	26,3	21,9	11,5	4,8 (Αύγ./Αύγ.)
8. Επιτόκια στεγαστικών δανείων (ΤτΕ)[1]						
α. Επιτόκια νέων στεγαστικών δανείων (με επιβαρύνσεις - ΣΕΠΕ)	4,8	4,3	4,7	4,9	5,3	3,8 (Αύγ.)
β. Επιτόκια στα υφιστάμενα υπόλοιπα των στεγαστικών δανείων με αρχική διάρκεια άνω των 5 ετών	5,1	4,8	4,9	5,1	5,1	4,2 (Αύγ.)

Πηγή: Βλ. παρενθέσεις στους τίτλους των δεικτών.
1 Απόλυτες τιμές.
2 Διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων.
3 Περιλαμβάνονται τα δάνεια και τα τιτλοποιημένα δάνεια.

Η σημαντική μείωση της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας τα τελευταία έτη έχει ελάχιστα συμβάλει στην απορρόφηση του αποθέματος των διαθέσιμων προς πώληση νεόδμητων κατοικιών, καθώς διατηρείται η σχετική επιφυλακτικότητα από την πλευρά της ζήτησης. Ο αριθμός των αγοραπωλησιών ακινήτων μειώθηκε σημαντικά μετά το 2005 (-19,6%, -3,0% και -21,7% το 2006, το 2007 και το 2008 αντίστοιχα),[9] διατηρώντας ουσιαστικά το απόθεμα των αδιάθετων κατοικιών στα ίδια υψηλά επίπεδα.[10] Η υπερβάλλουσα προσφορά εξακολουθεί να χαρακτηρίζει την ελληνική αγορά κατοικιών μετά τη μεγάλη αύξηση στην ιδιωτική κατασκευαστική δραστηριότητα με βάση τις άδειες που εκδόθηκαν το 2005 (αύξηση αριθμού αδειών και όγκου οικοδομών κατά 17,6% και 35,2% αντίστοιχα), υπό το ευνοϊκότερο φορολογικό καθεστώς που ίσχυε πριν από την επιβολή ΦΠΑ στις νέες κατοικίες από τις αρχές του 2006. Το γεγονός αυτό έχει οδηγήσει τους εργολάβους οικοδομών σε στάση αναμονής ως προς την ανάληψη νέων επενδυτικών πρωτοβουλιών. Η στάση αυτή ενισχύεται και από το αυξημένο κόστος κατασκευής, το οποίο συνεπάγεται αύξηση του κόστους αντικατάστασης του αποθέματος των προς πώληση κατοικιών.[11]

Η ζήτηση κατοικιών

Η σταδιακή υποχώρηση της ζήτησης, που ξεκίνησε μετά την αύξηση των αντικειμενικών αξιών το Μάρτιο του 2007, συνεχίστηκε με γρήγορους ρυθμούς έως πρόσφατα. Αυτό τουλάχιστον προκύπτει από τη συνεχή επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων προς τα νοικοκυριά, ο οποίος υποχώρησε στο 4,8% στο τέλος Αυγούστου του 2009, από 11,5%, 21,9% και 26,3% στο τέλος του 2008, 2007 και 2006, αντίστοιχα. Η καθαρή ροή νέων στεγαστικών δανείων τους πρώτους οκτώ μήνες του 2009 περιορίστηκε στα 1.604 εκατ. ευρώ, περίπου στο 1/4 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους (6.647 εκατ. ευρώ). Υπό τις συνθήκες της χρηματοοικονομικής κρίσης, στην υποχώρηση αυτή συνέβαλαν τόσο η επιφυλακτική στάση των ίδιων των νοικοκυριών, κυρίως λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας για την απασχόληση και τα μελλοντικά τους εισοδήματα, όσο και τα αυστηρότερα κριτήρια των τραπεζών κατά τη χορήγηση νέων στεγαστικών δανείων.

Ωστόσο, αρχίζουν να διαφαίνονται ορισμένα ενθαρρυντικά στοιχεία ανάκαμψης της ζήτησης στην αγορά ακινήτων τους τελευταίους μήνες. Από τα σχετικά στοιχεία που υποβάλλουν τα πιστωτικά ιδρύματα στην Τράπεζα της Ελλάδος προκύπτει ότι ο αριθμός των εκτιμήσεων οικιστικών ακινήτων τα οποία αποτελούν αντικείμενο χρηματοδότησης ή εξασφάλιση χορηγούμενων δανείων αυξήθηκε στις 17,3 χιλιάδες το β′ τρίμηνο του 2009 από 13,1 χιλιάδες το προηγούμενο τρίμηνο, παραμένοντας όμως σε σχετικώς χαμηλά επίπεδα.[12] Ο αριθμός των εκτιμήσεων αυτών μειωνόταν συνεχώς μετά το α′ τρίμηνο του 2007, φθάνοντας συνολικά τις 98 χιλιάδες το 2008 (2007: 125 χιλιάδες).

9 Με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία της ΕΣΥΕ τα οποία συγκεντρώνονται από τα συμβολαιογραφικά γραφεία όλης της χώρας, οι αγοραπωλησίες ακινήτων ανήλθαν το 2005 σε 215 χιλιάδες, έναντι 173 και 168 χιλιάδων το 2006 και 2007 αντίστοιχα. Εκτιμάται ότι ο αριθμός των αγοραπωλησιών αυτών διαμορφώθηκε στις 131 χιλιάδες το 2008, όσο περίπου ήταν και ο αριθμός των κατοικιών για τις οποίες εκδόθηκαν οικοδομικές άδειες το ίδιο έτος.

10 Σε πρόσφατη μελέτη της Διεύθυνσης Οικονομικής Ανάλυσης της Εθνικής Τράπεζας ("Greek residential real estate market – Recovery in sight by mid-2010", *Greece – Economic and Market Analysis*, Ιούνιος 2009), το απόθεμα των αδιάθετων προς πώληση ακινήτων εκτιμάται στο επίπεδο των 137.000 κατοικιών το 2008 και αντιστοιχεί σε 2,3% του συνολικού αποθέματος κατοικιών. Με βάση το σενάριο που υιοθετείται από αυτή τη μελέτη (μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος κατά 1,2% το 2009 και αύξησή του κατά 1% το 2010, διατήρηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στα τρέχοντα επίπεδα το 2009 και αύξησή τους κατά μισή εκατοστιαία μονάδα το 2010, σωρευτική μείωση των τιμών των κατοικιών κατά 10% τη διετία 2009-10), το απόθεμα αυτό αναμένεται να περιοριστεί στο επίπεδο των 70.000 περίπου κατοικιών στα τέλη του 2009 και στις 40.000 κατοικίες στα μέσα του 2010.

11 Όπως προκύπτει από τους δείκτες της ΕΣΥΕ για το κόστος κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών, το συνολικό κόστος παρουσίασε μέση ετήσια αύξηση 5,1% το 2008, έναντι 4,6% το 2007. Την τελευταία πενταετία το κόστος κατασκευής αυξήθηκε με σημαντικά υψηλότερους ρυθμούς από ό,τι το γενικό επίπεδο των τιμών. Η τάση αυτή αντιστράφηκε το β′ τρίμηνο του 2009, καθώς ο δείκτης του συνολικού κόστους κατασκευής μειώθηκε κατά 0,6%, ενώ ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή αυξήθηκε κατά 0,7%.

12 Από τα ίδια στοιχεία προκύπτει ότι ο δείκτης του όγκου των συναλλαγών/εκτιμήσεων από 39,0 το α′ τρίμηνο του 2009 αυξήθηκε σε 51,6 το β′ τρίμηνο (2007 α′ τρίμηνο=100), όσο περίπου ήταν και το τελευταίο τρίμηνο του 2008 (52,8).

Προσδοκίες για την ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων

Πέρα από τις προαναφερθείσες ενδείξεις ανάκαμψης της ζήτησης κατοικιών με βάση τα στοιχεία της πιστωτικής επέκτασης για το β′ τρίμηνο του 2009, από τα στατιστικά δεδομένα καταγράφονται και ορισμένες πρόσθετες ενδείξεις για ευνοϊκότερες προοπτικές ανάκαμψης της αγοράς ακινήτων τα επόμενα τρίμηνα. Ειδικότερα:

• Από την έρευνα του Τμήματος Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της Τράπεζας της Ελλάδος στα μεγάλα κτηματομεσιτικά γραφεία της χώρας κατά το β′ τρίμηνο του 2009 προέκυψε σχετικά συγκρατημένη αισιοδοξία για ανάκαμψη στην αγορά ακινήτων. Συγκεκριμένα, περίπου το 50% των ερωτηθέντων εκτιμά ότι το επόμενο τρίμηνο δεν θα μεταβληθεί η κατάσταση στην αγορά κατοικίας, ενώ το υπόλοιπο 50% κατανέμεται ισόποσα μεταξύ μικρής βελτίωσης και μικρής επιδείνωσης της κατάστασης στην αγορά. Οι μισοί από τους ερωτηθέντες εκτιμούν ότι οι τιμές των ακινήτων θα παραμείνουν στο ίδιο με το σημερινό επίπεδο, ενώ οι υπόλοιποι αναμένουν ελαφρά μείωση των τιμών.

• Οι κατασκευαστές κατοικιών, σύμφωνα με την έρευνα του ΙΟΒΕ, εκτιμούσαν το Σεπτέμβριο του 2009 εξασφαλισμένη δραστηριότητα 11,9 μηνών, έναντι 11,1 μηνών τον Ιανουάριο του ίδιου έτους. Επιπλέον, ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές,[13] παρά τη δραματική επιδείνωση που σημείωσε τους πρώτους εννέα μήνες του 2009 (μέση ετήσια μεταβολή -36,4%, έναντι 3% το 2008, 1,5% το 2007 και 44,6% το 2006), βελτιώθηκε σημαντικά τον Ιούνιο (69,0, έναντι 52,8 τον προηγούμενο μήνα), ενώ –παρά τη μείωση που κατέγραψε τους επόμενους μήνες– διατηρήθηκε το Σεπτέμβριο στα επίπεδα του Απριλίου.

• Η συνεχής μείωση, από το Νοέμβριο του 2008, των επιτοκίων σε όλες σχεδόν τις κατηγορίες των στεγαστικών δανείων αναμένεται να συμβάλει στην αναθέρμανση της ζήτησης στην αγορά κατοικιών.

Τέλος, επισημαίνεται ότι τα ενοίκια των κατοικιών την τελευταία τουλάχιστον πενταετία αυξάνονταν με σημαντικά υψηλότερους ρυθμούς από ό,τι το γενικό επίπεδο των τιμών. Η ίδια τάση συνεχίστηκε και τους πρώτους οκτώ μήνες του 2009. Το Σεπτέμβριο τα ενοίκια των κατοικιών αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 3,5%, έναντι ρυθμού πληθωρισμού 0,7% (βάσει του ΔΤΚ). Ωστόσο, η διατήρηση σχετικά υψηλών ρυθμών μεταβολής των ενοικίων τα τελευταία έτη σε συνδυασμό με τη ραγδαία αποκλιμάκωση των αντίστοιχων μεταβολών των τιμών των κατοικιών έχουν από το 2008 οδηγήσει σε ελαφρά μείωση του λόγου των τιμών των κατοικιών προς τα ενοίκια. Ο λόγος αυτός παραμένει υψηλός στην Ελλάδα, με βάση διεθνείς συγκρίσεις.[14]

Με σημαντικά υψηλότερους ρυθμούς από ό,τι ο πληθωρισμός αυξήθηκε τα τελευταία έτη και το κόστος κατασκευής (νέων κτιρίων) κατοικιών.[15] Ωστόσο, ο δείκτης κόστους υλικών κατασκευής μειώθηκε σημαντικά το δεύτερο τρίμηνο του 2009, οπότε και κατέγραψε αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής (-1,5%) για πρώτη φορά μετά από πολλά έτη (βλ. Πίνακα Β).

13 Πρόκειται για τον αναθεωρημένο δείκτη του ΙΟΒΕ με βάση την περίοδο 1996-2006, που αφορά τόσο κατοικίες όσο και άλλες ιδιωτικές και δημόσιες κατασκευές.

14 Πολλοί αναλυτές χρησιμοποιούν το λόγο των τιμών κατοικιών προς τα ενοίκια για την αξιολόγηση των συνθηκών που επικρατούν στην αγορά ακινήτων και τη διατύπωση συμπερασμάτων σχετικά με τη διαχρονική εξέλιξη των τιμών. Τα ενοίκια ουσιαστικά αποτελούν τη μικτή ετήσια απόδοση της επένδυσης σε κατοικίες και, κατά συνέπεια, η διαχρονική εξέλιξη των ενοικίων επιδρά και στις τιμές των κατοικιών. Από την άλλη πλευρά, αν οι τιμές των κατοικιών είναι υψηλές σε σχέση με τα ενοίκια, οι δυνητικοί αγοραστές θα προτιμούν να ενοικιάσουν παρά να αγοράσουν κατοικία, με αποτέλεσμα να ασκούνται πτωτικές πιέσεις στις τιμές των κατοικιών και αντίστροφα.

15 Το συνολικό κόστος κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών, όπως προκύπτει από τους δείκτες της ΕΣΥΕ, παρουσίασε μέση ετήσια αύξηση 5,1% το 2008, έναντι 4,6% το 2007 και 4,3% το 2006. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε σημαντικά η αύξηση του δείκτη κόστους υλικών κατασκευής κατά 6,4% το 2008, 6,3% το 2007 και 5,6% το 2006.

2 ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗΣ ΠΙΣΤΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Οι εξελίξεις στη στεγαστική πίστη έχουν πολύ μεγάλη σημασία για το Ευρωσύστημα, καθώς τα στεγαστικά δάνεια είναι η μεγαλύτερη συνιστώσα των υποχρεώσεων των νοικοκυριών και ταυτόχρονα αποτελούν ένα μεγάλο μέρος του συνολικού τραπεζικού δανεισμού. Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση, που ως γνωστόν ξεκίνησε από τα προβλήματα στην αγορά στεγαστικής πίστης στις ΗΠΑ το 2007, αύξησε το ενδιαφέρον του Ευρωσυστήματος για την περαιτέρω διερεύνηση της στεγαστικής πίστης στη ζώνη του ευρώ. Στην πρόσφατη 10η Έκθεση της ΕΚΤ για Διαρθρωτικά Θέματα[16] αναλύονται οι σημαντικότερες εξελίξεις στη στεγαστική πίστη στη ζώνη του ευρώ την περίοδο 1999-2007. Ειδικότερα εξετάζονται η δανειακή επιβάρυνση που προκύπτει από τα στεγαστικά δάνεια, τα διάφορα χαρακτηριστικά των στεγαστικών δανείων, η χρηματοδότησή τους και οι διαφορές του επιτοκίου μεταξύ αφενός των επιτοκίων χορηγήσεων στεγαστικών δανείων και αφετέρου των επιτοκίων με τα οποία δανείζονται οι τράπεζες ή των αποδόσεων από τις εναλλακτικές μορφές επενδύσεών τους στις διάφορες χώρες της ζώνης του ευρώ. Επιπρόσθετα, στην έκθεση συγκρίνονται βασικά χαρακτηριστικά της στεγαστικής πίστης στη ζώνη του ευρώ, το Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ. Εξετάζονται επίσης θέματα που αφορούν τη μετάδοση των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής στην οικονομία. Η μελέτη της στεγαστικής πίστης στη ζώνη του ευρώ δυσχεραίνεται σε κάποιο βαθμό από την έλλειψη λεπτομερών πληροφοριών σχετικά με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των στεγαστικών δανείων, καθώς και στοιχείων για τη χρηματοδότηση αυτών των δανείων. Εκτός αυτού, υπάρχουν ελλείψεις και κενά σε μακροχρόνιες χρονολογικές σειρές οι οποίες χρησιμοποιούνται για την ανάλυση των εξελίξεων.[17]

Τα σημαντικότερα ευρήματα της έκθεσης είναι τα ακόλουθα:

- Το χρέος των νοικοκυριών για αγορά κατοικίας, εκφραζόμενο ως ποσοστό του ΑΕΠ, έχει αυξηθεί στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ κατά την τελευταία δεκαετία και αποτελεί τη μεγαλύτερη συνιστώσα των υποχρεώσεων των νοικοκυριών. Στη σημαντική αύξηση των χορηγήσεων στεγαστικών δανείων συνέβαλαν διάφοροι παράγοντες, όπως τα χαμηλά επιτόκια, η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος και του πληθυσμού, η απελευθέρωση της αγοράς στεγαστικής πίστης και η εμφάνιση νέων στεγαστικών προϊόντων. Παρά την αύξηση της δανειακής επιβάρυνσης των νοικοκυριών, τα χαμηλά επιτόκια συγκράτησαν την αύξηση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους τους.

- Ορισμένες κοινές τάσεις στα χαρακτηριστικά των στεγαστικών δανείων παρατηρούνται στις 15 χώρες της ζώνης του ευρώ. Συγκεκριμένα, αυξήθηκαν οι λόγοι του ποσού του δανείου προς την αξία του ακινήτου (LTV ratios), επιμηκύνθηκε η διάρκεια των στεγαστικών δανείων και παρουσιάστηκαν πιο ευέλικτα προγράμματα αποπληρωμής των δανείων. Ωστόσο, υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών, π.χ. το μερίδιο των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο στο σύνολο των δανείων κυμαίνεται από 10% έως 99% στις 15 χώρες το 2007. Οι διαφορές μπορούν να αποδοθούν εν μέρει σε πολιτισμικούς και ιστορικούς παράγοντες, όπως είναι οι διαφορετικές εμπειρίες από τον πληθωρισμό κατά το παρελθόν, καθώς επίσης και σε θεσμικά χαρακτηριστικά, όπως είναι ο βαθμός προστασίας του καταναλωτή (π.χ. οι διαδικασίες κατάσχεσης και πτώχευσης), ο βαθμός κρατικής επιδότησης των στεγαστικών δανείων που χορηγούνται για ιδιοκατοίκηση και οι εποπτικοί κανόνες που αφορούν τις τιτλοποιήσεις δανείων και τις καλυμμένες ομολογίες.[18]

16 Βλ. ECB, *Housing finance in the euro area, Structural Issues Report*, Μάρτιος 2009.
17 Πράγματι, ένας από τους σκοπούς αυτής της έκθεσης ήταν και η συμπλήρωση των προαναφερθεισών ελλείψεων στη σχετική πληροφόρηση. Ειδικότερα, πέρα από την ανάγκη για μακροχρόνιες χρονοσειρές, η έκθεση επισημαίνει και την ανάγκη να είναι έγκυρη, έγκαιρη και εναρμονισμένη η πληροφόρηση που λαμβάνεται από τις έρευνες για τα νοικοκυριά οι οποίες διεξάγονται στη ζώνη του ευρώ.
18 Σχετικά με τις καλυμμένες ομολογίες, βλ. υποσημείωση 31 στο Κεφάλαιο ΙΙΙ.

• Τα στεγαστικά δάνεια στη ζώνη του ευρώ χορηγούνται κυρίως μέσω τραπεζών, ενώ το μερίδιο των στεγαστικών δανείων που χορηγούνται από άλλα ιδρύματα (π.χ. ασφαλιστικές επιχειρήσεις ή συνταξιοδοτικά ταμεία) δεν υπερβαίνει το 10% κατά μέσο όρο. Η χρηματοδότηση των στεγαστικών δανείων έχει αλλάξει σημαντικά στη ζώνη του ευρώ την τελευταία δεκαετία, καθώς υπήρξε ραγδαία αύξηση στην έκδοση καλυμμένων ομολογιών από στεγαστικά δάνεια και στην τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων. Ωστόσο οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα παραμένουν η κυριότερη πηγή χρηματοδότησης των δανείων. Παρατηρείται επίσης αξιοσημείωτη διαφοροποίηση στις πηγές χρηματοδότησης μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ, η οποία αντανακλά εν μέρει:

– τις διαφορές στη νομοθεσία σχετικά με τις νέες πηγές χρηματοδότησης των τραπεζών,

– τις διαφορές στις προτιμήσεις των καταναλωτών ως προς τις ασφαλείς επενδύσεις σε καταθέσεις,

– τη διαφορετική δυναμική της ζήτησης στεγαστικών δανείων,

– σε κάποιο βαθμό, τις διαφορές στις προτιμήσεις των δανειζομένων για δάνεια σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου.

• Το περιθώριο επιτοκίου των στεγαστικών δανείων, δηλαδή η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου χορηγήσεων στεγαστικών δανείων και του επιτοκίου με το οποίο δανείζονται οι τράπεζες (κόστος δανεισμού των τραπεζών ή κόστος ευκαιρίας), έχει μειωθεί κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Η εξέλιξη αυτή μπορεί να συσχετιστεί με την αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών. Επιπρόσθετα, η ενίσχυση του ρόλου της τιτλοποίησης δανείων στη χρηματοδότηση των τραπεζών, οι πιο ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και η πιθανή υποεκτίμηση των σχετικών κινδύνων ενδέχεται να συνέβαλαν στη χαλάρωση των κριτηρίων χορήγησης δανείων κατά την περίοδο 2003-2007. Όμως, ο ρόλος της τιτλοποίησης δανείων στη χαλάρωση των κριτηρίων χορήγησης δανείων στη ζώνη του ευρώ ήταν πολύ λιγότερο σημαντικός από ό,τι στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, αν και διαφέρει μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ. Παρά την κοινή εξέλιξη της μείωσης του περιθωρίου επιτοκίου των στεγαστικών δανείων, παραμένουν σημαντικές οι διαφορές μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ, οι οποίες σχετίζονται κυρίως με τα διαφορετικά χαρακτηριστικά των επιτοκίων (επιτόκιο σταθερό έναντι κυμαινόμενου επιτοκίου) και του νομικού πλαισίου, ιδίως αυτού που διέπει τις συνέπειες μη αποπληρωμής των δανείων (π.χ. το κόστος και τη διάρκεια της διαδικασίας κατάσχεσης).

• Η στεγαστική πίστη στη ζώνη του ευρώ διαφέρει από την αντίστοιχη στις ΗΠΑ σε αρκετά σημεία. Γενικά οι όροι για τη χορήγηση δανείων στη ζώνη του ευρώ φαίνεται να είναι αυστηρότεροι (όπως υποδηλώνει π.χ ο χαμηλότερος λόγος του ποσού του δανείου προς την αξία του ακινήτου), γεγονός που αντανακλά το σημαντικά μικρότερο ρόλο των κρατικών εγγυήσεων και πιθανόν επίσης το λιγότερο έντονο ανταγωνισμό. Για τους λόγους αυτούς, στη ζώνη του ευρώ δεν υπάρχει σημαντική αγορά δανείων χαμηλής εξασφάλισης, γεγονός που επίσης αντανακλά διαφορές στις εποπτικές και λογιστικές πρακτικές. Στην Ευρώπη, το θεσμικό πλαίσιο που αφορά την κατάσχεση ακινήτων έχει λιγότερο άμεση σχέση με τη διαμόρφωση των τιμών των ακινήτων από ό,τι στις ΗΠΑ, γιατί στις ευρωπαϊκές χώρες υπάρχει συνήθως η δυνατότητα της προσφυγής στην κατάσχεση του εισοδήματος ή άλλων περιουσιακών στοιχείων του οφειλέτη που έχει αθετήσει τις δανειακές του υποχρεώσεις πριν από τη διαδικασία της κατάσχεσης του ακινήτου. Επίσης, τα ενυπόθηκα καταναλωτικά δάνεια αποτελούν πολύ μικρή κατηγορία δανείων στις

αγορές ακινήτων της ζώνης του ευρώ. Από την πλευρά της χρηματοδότησης, οι καταθέσεις εξακολουθούν να αποτελούν την κύρια πηγή χρηματοδότησης των τραπεζικών δανείων στη ζώνη του ευρώ, δεδομένου ότι είναι η πιο σταθερή πηγή χρηματοδότησης. Εξάλλου, η πρακτική "δημιουργίας και διανομής δανείων" (originate-and-distribute model) είναι πολύ λιγότερο ανεπτυγμένη στη ζώνη του ευρώ από ό,τι στις ΗΠΑ. Αυτά τα χαρακτηριστικά στηρίζουν το επιχείρημα ότι η στεγαστική πίστη στη ζώνη του ευρώ έχει μεγαλύτερη προσαρμοστικότητα στις αναταραχές. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, τα χαρακτηριστικά της στεγαστικής πίστης βρίσκονται γενικά μεταξύ αυτών της ζώνης του ευρώ και εκείνων των ΗΠΑ.

• Οι προαναφερόμενες εξελίξεις στη στεγαστική πίστη επηρεάζουν το μηχανισμό μετάδοσης των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, η ανάλυση δεν επιτρέπει την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων, λόγω ορισμένων αντιφατικών επιδράσεων. Για παράδειγμα, η υψηλότερη δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών υποδηλώνει "ισχυρότερη" μετάδοση, αλλά η αυξανόμενη εξάρτηση των τραπεζών από τη χρηματοδότηση της αγοράς υποδηλώνει το αντίθετο. Ταυτόχρονα, η μετάδοση των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής είναι πιθανόν να είναι περισσότερο ασύμμετρη. Όμως, οι επιπτώσεις των αλλαγών της νομισματικής πολιτικής δεν είναι ανεξάρτητες από την κατάσταση που επικρατεί κάθε συγκεκριμένη στιγμή. Η επίδραση των μεταβολών των τιμών των ακινήτων στην οικονομία αναπόφευκτα έχει αυξηθεί, γεγονός που συνεπάγεται την πιθανότητα πιο έντονων κυκλικών διακυμάνσεων.

Οι ανωτέρω εξελίξεις επηρεάστηκαν σημαντικά —και σε κάποιο βαθμό ακόμη και αντιστράφηκαν— από το ξέσπασμα της κρίσης στην αγορά κατοικιών στις ΗΠΑ, που εξελίχθηκε σε παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση. Είναι ακόμη πολύ νωρίς για να εκτιμηθεί η επίδραση της κρίσης στη στεγαστική πίστη, π.χ. όσον αφορά τον τρόπο με τον οποίο χρηματοδοτούνταν οι τράπεζες την προηγούμενη δεκαετία. Η διαδικασία απομόχλευσης που ακολουθούν οι τράπεζες μέσα σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από αβεβαιότητα, υψηλά περιθώρια επιτοκίων και περιορισμένη ρευστότητα ενδέχεται να οδηγήσει, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, στη μετατόπιση των τραπεζών προς πιο παραδοσιακούς τρόπους χρηματοδότησης με χαμηλότερη μεταβλητότητα.

Τελικά, οι λόγοι του ποσού του δανείου προς την αξία του ακινήτου δεν αναμένεται να αυξηθούν στα επίπεδα που είχαν καταγραφεί πριν από τη χρηματοοικονομική κρίση. Σχετικά με τη χρηματοδότηση των τραπεζών, οι υψηλοί ρυθμοί ανόδου που παρατηρήθηκαν στις αγορές τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων και καλυμμένων ομολογιών από στεγαστικά δάνεια πριν από την κρίση δεν αναμένεται να επανεμφανιστούν στο αμέσως επόμενο χρονικό διάστημα. Σε κάθε περίπτωση, η έκθεση καταλήγει ότι οποιαδήποτε πρόβλεψη για τη μεσοπρόθεσμη τάση της στεγαστικής πίστης θα ήταν πρόωρη υπό τις παρούσες οικονομικές συνθήκες.

2 ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ ΚΑΙ ΑΝΕΡΓΙΑ: ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η σταδιακή επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας, που ξεκίνησε το 2007, συνοδεύθηκε από επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του αριθμού των απασχολουμένων μέχρι το τέλος του 2008. Στη συνέχεια, ο μηδενισμός του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης κατά το πρώτο εξάμηνο του 2009 συνοδεύθηκε από μείωση του συνολικού αριθμού των απασχολουμένων και των μέσων εβδομαδιαίων ωρών εργασίας ανά απασχολούμενο, καθώς και από σημαντική αύξηση του απόλυτου αριθμού των ανέργων και του ποσοστού ανεργίας.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ), ο μέσος αριθμός του **συνόλου των απασχολουμένων** κατά το πρώτο εξάμηνο του 2009 διαμορφώθηκε σε 4.508,9 χιλ. άτομα, δηλ. ήταν κατά περίπου 38 χιλ.

άτομα χαμηλότερος (-0,8%) σε σύγκριση με το αντίστοιχο εξάμηνο του 2008 (βλ. Διάγραμμα IV.6). Το ποσοστό απασχόλησης του ενεργού πληθυσμού (ηλικίας 15-64 ετών) διαμορφώθηκε το πρώτο εξάμηνο του 2009 σε 61,3%, από 61,7% το αντίστοιχο εξάμηνο του 2008. Επιπλέον, μέσα στο 2009 παρατηρείται ένταση του ετήσιου ρυθμού μείωσης της απασχόλησης μεταξύ του πρώτου (-0,6%) και του δεύτερου τριμήνου (-1,1%).

Ο μέσος απόλυτος αριθμός **ανέργων** ανήλθε το πρώτο εξάμηνο του 2009 σε 452,5 χιλ. άτομα (α′ εξάμηνο 2008: 381,8 χιλ. άτομα) και το ποσοστό ανεργίας σε 9,1% (α′ εξάμηνο 2008: 7,7% – βλ. Διάγραμμα IV.7). Η αύξηση του αριθμού των ανέργων κατά 71 χιλ. άτομα (+18,5%) έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2008 ήταν περίπου διπλάσια από τη μείωση του αριθμού των απασχολουμένων. Η απόκλιση μεταξύ της αύξησης του αριθμού των ανέργων και της μείωσης του αριθμού των απασχολουμένων αντιστοιχεί στην άνοδο του εργατικού δυναμικού και αντανακλά τον αυξημένο αριθμό μεταναστών και γυναικών σύμφωνα με την ΕΕΔ.[9] Ως αποτέλεσμα αυτών των εξελίξεων, το ποσοστό συμμετοχής των ατόμων 15-64 ετών στο εργατικό δυναμικό έχει αυξηθεί από 67,0% το πρώτο εξάμηνο του 2008 σε 67,5% το πρώτο εξάμηνο του 2009.[10]

Διάγραμμα IV.6 Απασχόληση (1999-2009)

(εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)

Πηγή: ΕΣΥΕ, Έρευνες Εργατικού Δυναμικού. Αναθεωρημένα στοιχεία 1998-2003, τα οποία δημοσιεύθηκαν τον Ιανουάριο του 2005. Για το 2004 δεν εμφανίζονται μεταβολές, επειδή τα στοιχεία δεν είναι απολύτως συγκρίσιμα με τα προηγούμενα λόγω του νέου δείγματος με το οποίο έγινε η έρευνα.
* Λοιποί απασχολούμενοι = αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό (εργοδότες) + αυτοαπασχολούμενοι χωρίς προσωπικό + βοηθοί στην οικογενειακή επιχείρηση.

Διάγραμμα IV.7 Ποσοστό συνολικής ανεργίας (1999-2009)

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)

Πηγή: ΕΣΥΕ, Έρευνες Εργατικού Δυναμικού.

Η υποχώρηση του συνολικού αριθμού απασχολουμένων αντανακλά κυρίως τη μείωση του αριθμού εργαζομένων στις **κατασκευές** (-7,6%), στη **μεταποίηση** (-3,2%), στις υπηρεσίες **παροχής καταλύματος και εστίασης** (-3,1%) και στις **χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες** (-7%). Η μείωση της απασχόλησης σε αυτούς τους κλάδους αντισταθμίστηκε μόνο εν μέρει από την άνοδο του αριθμού απασχολουμένων στο

9 Η μεταβολή όσον αφορά τους μετανάστες αντανακλά τόσο τη συνεχιζόμενη εισροή τους στη χώρα όσο και την καλύτερη καταγραφή τους στην έρευνα, λόγω της νομιμοποίησής τους.
10 Το α′ εξάμηνο του 2009 το ποσοστό συμμετοχής των ανδρών ήταν 78,9% (α′ εξάμηνο του 2008 79,1%) και το ποσοστό συμμετοχής των γυναικών 56,1% (α′ εξάμηνο του 2008 54,9%). Το ποσοστό συμμετοχής των μεταναστών στο α′ εξάμηνο του 2009 ήταν 74,2% (α′ εξάμηνο 2008: 73,4%).

εμπόριο (1,1%),[11] στην **ενημέρωση και επικοινωνία** (14,5%), στις **επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες** (4,7%), στον **αγροτικό τομέα** (1,3%) και στην **εκπαίδευση** (1,9%).[12]

Στον ιδιωτικό μη αγροτικό τομέα,[13] η συνολική απασχόληση μειώθηκε κατά 0,9%, εξέλιξη που προήλθε κυρίως από τους **μισθωτούς**, ο αριθμός των οποίων μειώθηκε κατά 1,6% συμβάλλοντας αρνητικά κατά 1 εκατοστιαία μονάδα στη μεταβολή (μείωση) της συνολικής απασχόλησης στον τομέα. Ο αριθμός των **αυτοαπασχολουμένων χωρίς προσωπικό** μειώθηκε κατά 0,5% (συμβάλλοντας κατά -0,1 της εκατοστιαίας μονάδας στη μεταβολή της απασχόλησης). Αντίθετα, ο αριθμός των **αυτοαπασχολουμένων με προσωπικό** και ο αριθμός των **βοηθών στις οικογενειακές επιχειρήσεις** αυξήθηκαν οριακά κατά 0,3% και 3,6% αντίστοιχα (συμβάλλοντας κατά 0,003 και 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας στη μεταβολή της απασχόλησης).

Λόγω της μεγαλύτερης συμμετοχής **ανδρών** στους κλάδους που επηρεάστηκαν περισσότερο από υην κρίση, το ποσοστό απασχόλησης του ανδρικού ενεργού πληθυσμού μειώθηκε (από 75,0% το α′ εξάμηνο του 2008 σε 73,6% το α′ εξάμηνο του 2009), ενώ το αντίστοιχο ποσοστό των **γυναικών** αυξήθηκε (από 48,5% το α′ εξάμηνο του 2008 σε 48,9% το α′ εξάμηνο του 2009).

Οι συνολικές **μέσες εβδομαδιαίες ώρες εργασίας** (κανονικές και υπερωριακές) των μισθωτών στον ιδιωτικό μη αγροτικό τομέα μειώθηκαν κατά 1,0% – από 40,8 το πρώτο εξάμηνο του 2008 σε 40,3 το πρώτο εξάμηνο του 2009. Η ένταση της μείωσης των ωρών εργασίας αυξήθηκε μέσα στο πρώτο εξάμηνο του 2009 (από -0,7% το πρώτο τρίμηνο σε -1,3% το δεύτερο τρίμηνο).[14] Η μείωση των μέσων εβδομαδιαίων ωρών εργασίας ήταν μεγαλύτερη στις μικρότερου μεγέθους επιχειρήσεις. Η μεγαλύτερη ποσοστιαία μείωση στις ώρες εργασίας καταγράφηκε στις κατασκευές, στις υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης, στο χρηματοπιστωτικό κλάδο και στην εκπαίδευση. Στη μεταποίηση φαίνεται ότι ο περιορισμός της οικονομικής δραστηριότητας οδήγησε, όπως αναφέρθηκε ήδη, σε μείωση του αριθμού των εργαζομένων στον κλάδο και σε περιορισμό του ποσοστού χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού,[15] αλλά οι μέσες ώρες εβδομαδιαίας εργασίας δεν εμφανίζονται σημαντικά μειωμένες έναντι του προηγούμενου έτους.[16]

Στο σύνολο των μισθωτών του ιδιωτικού μη αγροτικού τομέα ο μέσος χρόνος **υπερωριακής εργασίας** μειώθηκε από 0,6 της ώρας το πρώτο εξάμηνο του 2008, σε 0,5 της ώρας το πρώτο εξάμηνο του 2009. Το πρώτο εξάμηνο του 2009 ο αριθμός των μισθωτών που εργάστηκαν υπερωριακά έστω και μία ώρα κατά την εβδομάδα αναφοράς της έρευνας ήταν 198 χιλ. άτομα (ποσοστό 6,9% του συνόλου των μισθωτών), έναντι 218,3 χιλ. ατόμων (7,4% του συνόλου των μισθωτών) κατά την αντίστοιχη περίοδο του 2008. Πάντως, ο αριθμός των ατόμων που εκφράζουν την **επιθυμία να εργαστούν περισσότερες ώρες** έχει αυξηθεί το πρώτο εξάμηνο του 2009 σε σύγκριση με ό,τι είχε καταγραφεί το πρώτο εξάμηνο του 2008.[17] Αυξημένος είναι επίσης ο αριθμός των απασχο-

11 Την ίδια ποσοστιαία άνοδο του αριθμού των απασχολουμένων στο λιανικό εμπόριο το α′ εξάμηνο του 2009, έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2008, δείχνει και η έρευνα της ΕΣΥΕ στις επιχειρήσεις λιανικού εμπορίου. Η άνοδος της απασχόλησης στο λιανικό εμπόριο στο εξάμηνο όμως αντανακλά τον υψηλό ρυθμό ανόδου το α′ τρίμηνο (2,7% σύμφωνα με την ΕΕΔ και 3,9% σύμφωνα με την ειδική έρευνα της ΕΣΥΕ). Αντίθετα, το β′ τρίμηνο η απασχόληση στο λιανικό εμπόριο *μειώθηκε* (-0,5% σύμφωνα με την ΕΕΔ και -1,7% σύμφωνα με την ειδική έρευνα της ΕΣΥΕ)

12 Το εμπόριο, η μεταποίηση και οι κατασκευές απασχολούν το 18,5%, το 11,6% και το 8,1% του συνόλου των απασχολουμένων αντίστοιχα, ενώ ο αγροτικός τομέας το 11,6%.

13 Ο αριθμός των απασχολουμένων στον ιδιωτικό μη αγροτικό τομέα το πρώτο εξάμηνο του 2009 ήταν 2.989 χιλ. άτομα (δηλ. το 66% του συνόλου των απασχολουμένων).

14 Οι μέσες ώρες εργασίας (και για τα δύο έτη) δεν λαμβάνουν υπόψη άτομα των οποίων οι εβδομαδιαίες ώρες εργασίας την εβδομάδα αναφοράς της έρευνας διέφεραν από τις συνήθεις λόγω αργιών.

15 Ο περιορισμός της χρήσης του κεφαλαιακού εξοπλισμού φαίνεται από τη μείωση του αριθμού (και του ποσοστού) των απασχολουμένων που εργάζονται συνήθως με βάρδιες.

16 Τα στοιχεία της ΕΕΔ δεν φαίνεται να αντανακλούν το γεγονός ότι σημαντικός αριθμός συμβάσεων πλήρους απασχόλησης έχει μεταταπεί σε συμβάσεις μερικής απασχόλησης (π.χ. 4 ημερών εβδομαδιαίως) ή εκ περιτροπής εργασίας.

17 Ενώ το πρώτο εξάμηνο του 2008 το ποσοστό των απασχολουμένων που ήθελαν να εργαστούν περισσότερες ώρες ήταν 3,7%, το πρώτο εξάμηνο του 2009 το ποσοστό αυτό διαμορφώθηκε στο 4,4%.

λουμένων που αναζητούν εργασία επειδή φοβούνται ότι θα χάσουν την εργασία που έχουν.[18]

Ως προς τις **μορφές απασχόλησης στις θέσεις εργασίας που δημιουργήθηκαν κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους**, παρατηρείται μικρή αύξηση του ποσοστού των απασχολουμένων με μερική απασχόληση (στις νέες αυτές θέσεις, όχι συνολικά) από 12,5% το πρώτο εξάμηνο του 2008 σε 16,4% το πρώτο εξάμηνο του 2009, καθώς και του ποσοστού των απασχολουμένων με συμβάσεις ορισμένου χρόνου από 55,6% το 2008 σε 57,2% το 2009.[19]

Η μείωση του αριθμού των μισθωτών το πρώτο εξάμηνο του 2009 αντανακλά τη μεγάλη —σε σύγκριση με το 2008— μείωση των προσλήψεων και κατά δεύτερο λόγο τις αυξημένες καταγγελίες σύμβασης.[20]

Περισσότερο **ευάλωτοι** στον κίνδυνο απώλειας της θέσης εργασίας υπήρξαν οι εργαζόμενοι χαμηλής εξειδίκευσης, οι μετανάστες, καθώς και οι νέοι με λίγα έτη προϋπηρεσίας. Πάντως, το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε *και* στα δύο φύλα, όπως και σε *όλες* τις ηλικιακές ομάδες (δηλ. όχι μόνο στις νεότερες). Σημαντική ήταν η άνοδος του ποσοστού ανεργίας στους άνδρες ξένης υπηκοότητας, λόγω της συγκέντρωσής τους σε ανειδίκευτες εργασίες σε κλάδους της οικονομίας των οποίων η δραστηριότητα υποχώρησε περισσότερο (π.χ. κατασκευές, υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης).

Η αυξημένη **συμμετοχή** στην οικονομική δραστηριότητα των **γυναικών**, που ήδη αναφέρθηκε, είναι δυνατόν να αποδοθεί στα οικονομικά προβλήματα που αντιμετωπίζουν τα νοικοκυριά.[21] Αύξηση της συμμετοχής του ενεργού πληθυσμού στην αγορά εργασίας σε περίοδο κρίσης παρατηρείται και σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Αν όμως η διάρκεια της ανεργίας επιμηκυνθεί τα επόμενα τρίμηνα είναι πιθανόν το εργατικό δυναμικό να αρχίσει να μειώνεται. Αυτό θα οφείλεται στο γεγονός ότι η επιμήκυνση της διάρκειας της ανεργίας μπορεί να έχει ως συνέπεια οι άνεργοι να απογοητευθούν και να αποσυρθούν από την αγορά εργασίας.

Στη ζώνη του ευρώ το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε από 7,2% το πρώτο τρίμηνο του 2008, οπότε άρχισαν να φαίνονται τα σημάδια της οικονομικής επιβράδυνσης, σε 9.3% το δεύτερο τρίμηνο του 2009. Όμως οι εξελίξεις στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ ως προς την άνοδο του ποσοστού ανεργίας διαφέρουν διότι (α) η κρίση άρχισε να εκδηλώνεται σε διαφορετικά χρονικά σημεία στις επιμέρους χώρες, (β) σε ορισμένες χώρες το ποσοστό των απασχολουμένων σε κλάδους εντάσεως εργασίας ήταν υψηλότερο, (γ) το θεσμικό πλαίσιο της αγοράς εργασίας της κάθε χώρας είναι διαφορετικό και (δ) δεν ελήφθησαν παντού τα ίδια τα μέτρα πολιτικής – είτε δημοσιονομικά είτε άλλα μέτρα για την αγορά εργασίας. Τα μέτρα στήριξης της αγοράς εργασίας αφορούν την εισοδηματική ενίσχυση των ανέργων και την επιδότηση της απασχόλησης και την κατάρτιση με στόχο την όσο το δυνατόν ταχύτερη ένταξη των ανέργων στην αγορά εργασίας και την επανακατάρτιση των απολυμένων προκειμένου να αρχίσουν πάλι να απασχολούνται. Ο ΟΟΣΑ[22] τονίζει την ανάγκη να αποφευχθεί η επιμήκυνση της διάρκειας της ανεργίας, μέσω της ανάληψης στοχευμένων δράσεων για τη στήριξη συγκεκριμένων ομάδων ατόμων (νέων, ανειδίκευτων) και κλάδων οικονομικής δραστηριότητας όπου υπάρχουν προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης και προτείνει να δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στην επανακατάρτιση —και όχι τόσο στην απόκτηση εργασιακής εμπειρίας— δεδομένων των διαρθρωτικών αλλα-

18 Ο μέσος αριθμός των απασχολουμένων που αναζητούσαν εργασία ήταν περίπου 107 χιλ. το πρώτο εξάμηνο του 2008 και 122 χιλ. περίπου το πρώτο εξάμηνο του 2009.

19 Η αύξηση της μερικής απασχόλησης στις νέες θέσεις εργασίας είναι ακόμη μεγαλύτερη ανάμεσα στους μισθωτούς του ιδιωτικού τομέα (μερική απασχόληση από 9,5% το πρώτο εξάμηνο του 2008 σε 15,5% το πρώτο εξάμηνο του 2009).

20 Σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΑΕΔ, η αύξηση των καταγγελιών σύμβασης το 8μηνο (6μηνο) του 2009, έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2008, κατά 6,0% (7,9%), συνοδεύθηκε από μείωση των προσλήψεων κατά 14,8% (15,8%).

21 Το ποσοστό συμμετοχής των γυναικών 30-44 ετών στην οικονομική δραστηριότητα (ο λόγος του αθροίσματος των απασχολουμένων και των ανέργων προς τον πληθυσμό) αυξήθηκε από 72,7% το πρώτο εξάμηνο του 2008 σε 74,3% το πρώτο εξάμηνο του 2009.

22 ΟΟΣΑ (2009), *Employment Outlook*.

Διάγραμμα IV.8 Προσδοκίες των επιχειρήσεων[1] για την απασχόληση (Ιούλιος 2006-Σεπτέμβριος 2009)

(διαφορές ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων)

Πηγή: ΙΟΒΕ, Έρευνα Οικονομικής Συγκυρίας.
1 Οι απαντήσεις των επιχειρήσεων αφορούν την προοπτική αύξησης του αριθμού των απασχολουμένων κατά την προσεχή περίοδο.
2 Δεν περιλαμβάνονται οι τράπεζες και οι επιχειρήσεις λιανικού εμπορίου.

γών που θα επιφέρει η κρίση (σημαντική συρρίκνωση ορισμένων κλάδων και ανάπτυξη νέων).

Στην Ελλάδα, για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας, έχουν ανακοινωθεί ορισμένα μέτρα επιδότησης θέσεων εργασίας και στήριξης των ανέργων.[23]

Οι **εκτιμήσεις των επιχειρήσεων** όσον αφορά τη μεταβολή της ζήτησης απασχολούμενου προσωπικού τους επόμενους 3 περίπου μήνες, όπως αποτυπώνονται στην έρευνα συγκυρίας του ΙΟΒΕ το Σεπτέμβριο του 2009 (βλ. Διάγραμμα IV.8), είναι αρνητικές στη βιομηχανία, στις κατασκευές και στις υπηρεσίες[24] αλλά θετικές στο λιανικό εμπόριο. Επιπλέον, ενώ στη βιομηχανία και στις κατασκευές, μετά από πολλούς μήνες υποχώρησης της απασχόλησης, φαίνεται ότι οι εκτιμήσεις είναι λιγότερο αρνητικές —αναμενόμενο εξάλλου μετά από τις εκτεταμένες μειώσεις προσωπικού που έχουν ήδη λάβει χώρα— στις υπηρεσίες δεν παρατηρείται βελτίωση, μέσα στο έτος, των προσδοκιών των επιχειρήσεων.

Ειδικές έρευνες επιμελητηρίων (π.χ. του Βιοτεχνικού Επιμελητηρίου Αθηνών), εταιριών επιχειρησιακών συμβούλων (π.χ. McKinsey) και ερευνητικών φορέων (π.χ. του ΙΟΒΕ), οι οποίες εξετάζουν τις μακροπρόθεσμες προοπτικές για την απασχόληση και την οικονομική δραστηριότητα, δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις εκτιμούν πως η κρίση θα διαρκέσει μέχρι και το 2010. Θεωρούν επίσης αρκετά πιθανό να χρειαστεί, για να αντεπεξέλθουν στη μείωση των πωλήσεων και των κερδών, να περιορίσουν το ρυθμό αύξησης των αποδοχών και τον αριθμό των απασχολουμένων, ιδίως των ανειδίκευτων. Επισημαίνεται ωστόσο ότι στις έρευνες αυτού του τύπου δεν υπάρχει ένδειξη για τη δημιουργία θέσεων εργασίας σε νέους κλάδους που τυχόν θα αναπτυχθούν.

3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ

3.1 ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΩΝ ΠΡΩΤΩΝ ΕΝΝΕΑ ΜΗΝΩΝ ΤΟΥ 2009 ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΟΛΟΚΛΗΡΟ ΤΟ ΕΤΟΣ: ΣΥΝΟΨΗ

Ο ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού (βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Κατανα-

23 Η επιδότηση της απασχόλησης αφορά ιδίως μικρές (με προσωπικό 10-49 ατόμων) και πολύ μικρές επιχειρήσεις (με προσωπικό έως 9 άτομα) προκειμένου να διατηρήσουν κατ' ελάχιστον αμετάβλητο τον αριθμό των θέσεων εργασίας τους για τους επόμενους 18 μήνες. Επίσης, συμφωνήθηκε με τη ΔΕΗ και την Τοπική Αυτοδιοίκηση η πρόσληψη ανέργων σε θέσεις εργασίας, με τη μετατροπή ουσιαστικά του επιδόματος ανεργίας σε επίδομα απασχόλησης. Ταυτόχρονα, υπήρξε εισοδηματική ενίσχυση προς ανέργους (μέσω του διπλασιασμού του δώρου Χριστουγέννων 2008, της χορήγησης του επιδόματος κοινωνικής συνοχής σε επιδοτούμενους και μη επιδοτούμενους ανέργους), ενώ προβλέπεται από τον Ν. 3746/2009 εφάπαξ οικονομική ενίσχυση σε άτομα που δοκιμάζονται ιδιαίτερα από οικονομική ή άλλη αιτία κ.λπ. Ειδικά μέτρα έχουν ληφθεί για τους κλάδους που έχουν επηρεαστεί περισσότερο από την κρίση – τον κατασκευαστικό και τον κλάδο παροχής υπηρεσιών καταλύματος και εστίασης. Ειδικότερα, ανακοινώθηκε ότι οι ξενοδοχειακές επιχειρήσεις οι οποίες τον Απρίλιο και το Μάιο απασχόλησαν τον ίδιο αριθμό εποχικού προσωπικού όπως πέρυσι, θα επιδοτηθούν με ποσό ισόποσο του επιδόματος ανεργίας για κάθε άνεργο που προσέλαβαν. Επιπλέον, έχει ανακοινωθεί η επιδότηση προγραμμάτων κατάρτισης για τον κατασκευαστικό και για τον τουριστικό κλάδο με υποχρέωση των τουριστικών επιχειρήσεων που επιδοτούνται για προγράμματα κατάρτισης να απορροφήσουν το 30% των καταρτιζομένων.

24 Το λιανικό εμπόριο και οι τράπεζες δεν περιλαμβάνονται στις υπηρεσίες που καλύπτει η έρευνα του ΙΟΒΕ.

λωτή - ΕνΔΤΚ), που άρχισε να επιβραδύνεται από τον Αύγουστο του 2008, συνέχισε να υποχωρεί έως τον Ιούλιο του 2009, κατά τον οποίο διαμορφώθηκε στο 0,7%. Τον Αύγουστο ο πληθωρισμός αυξήθηκε ελαφρά στο 1,0% και το Σεπτέμβριο μειώθηκε εκ νέου στο 0,7%,[25] έναντι 4,7% το Σεπτέμβριο του 2008[26] (βλ. Διάγραμμα IV.9). Επίσης, από τον Οκτώβριο του 2008 έως τον Ιούλιο του 2009 εμφάνισε συνεχή επιβράδυνση ο πυρήνας του πληθωρισμού, ο οποίος δεν περιλαμβάνει τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής (Ιούλιος 2009: 1,7%), αλλά τον Αύγουστο αυξήθηκε ελαφρά στο 1,9%, ενώ το Σεπτέμβριο υποχώρησε και πάλι στο 1,7%, έναντι 3,8% 12 μήνες ενωρίτερα (βλ. Διάγραμμα IV.11). Αν και αναμένεται ότι ο πληθωρισμός θα επιταχυνθεί σταδιακά τους τελευταίους μήνες του 2009, εκτιμάται ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός του θα διαμορφωθεί γύρω στο 1,3% (ή και ακόμη χαμηλότερα, στο 1,1-1,2%), έναντι 4,2% το 2008. Ο πυρήνας του πληθωρισμού εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει και αυτός αισθητά, αν και λιγότερο από ό,τι ο γενικός πληθωρισμός, καθώς το μέσο επίπεδό του θα διαμορφωθεί γύρω στο 2,1%, έναντι 3,4% το 2008. Βεβαίως, όπως πάντοτε, οι προβλέψεις για ολόκληρο το έτος χαρακτηρίζονται από αβεβαιότητα, η οποία αφορά κυρίως την εξέλιξη, κατά τους τελευταίους μήνες του 2009, τόσο των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών όσο και της εγχώριας και εξωτερικής ζήτησης.

Διάγραμμα IV.9 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδος, ζώνης ευρώ και Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ιανουάριος 2008 - Σεπτέμβριος 2009)

(εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)

Πηγή: ΕΣΥΕ και Eurostat (ζώνη ευρώ: προσωρινή εκτίμηση για το Σεπτ. 2009).

Διάγραμμα IV.10 Δείκτης τιμών καταναλωτή και πυρήνας πληθωρισμού στην Ελλάδα (Ιανουάριος 2008 - Σεπτέμβριος 2009)

(εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ (εθνικός δείκτης).

Η μεγάλη υποχώρηση του γενικού πληθωρισμού αντανακλά, μεταξύ άλλων, τη ραγδαία πτώση των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων που άρχισε μετά τα μέσα του 2008. Αν και η τιμή του αργού πετρελαίου στην παγκόσμια αγορά εμφάνισε ανάκαμψη από τις αρχές του 2009, ο *ετήσιος ρυθμός μεταβολής* της παρέμενε έντονα αρνητικός έως και το Σεπτέμβριο, εξακολουθώντας να συμβάλλει στη διαμόρφωση χαμηλών επιπέδων του πληθωρισμού. Εξάλ-

25 Επίσης 0,7% βάσει του ΔΤΚ (βλ. Διάγραμμα IV.10).
26 Τον Ιούνιο του 2008 είχε καταγραφεί το υψηλότερο επίπεδο από το 1998.

λου, στην υποχώρηση του πυρήνα του πληθωρισμού συντελεί σημαντικά η μείωση της συνολικής ζήτησης. Η εξέλιξη αυτή συνεπάγεται ότι οι πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης, που το 2008 είχαν απλώς μετριαστεί, εφέτος έχουν *αντιστραφεί* – δηλαδή δεν υπάρχουν πλέον συνθήκες υπερβάλλουσας ζήτησης και επομένως η ζήτηση ασκεί *αντιπληθωριστικές* πιέσεις. Η εξασθένηση της ζήτησης συνοδεύεται τόσο από μείωση των περιθωρίων κέρδους των επιχειρήσεων όσο και από σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας – δηλαδή από εξελίξεις που συντελούν άμεσα στην υποχώρηση του πυρήνα του πληθωρισμού.

Ωστόσο, το επίπεδο του πυρήνα του πληθωρισμού παραμένει υψηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, επειδή η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από συνθήκες ατελούς ανταγωνισμού που επηρεάζουν δυσμενώς τη διαμόρφωση των τιμών. Αξίζει όμως να επισημανθεί ότι στην υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού του πυρήνα του πληθωρισμού στο τετράμηνο Απριλίου-Ιουλίου (κατά

Διάγραμμα IV.11 Ο πυρήνας του πληθωρισμού στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής (Ιανουάριος 2008 - Σεπτέμβριος 2009)

(εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)

Πηγές: ΕΣΥΕ και Eurostat.

Διάγραμμα IV.12 Διαφορές ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ (Ιανουάριος 2003-Αύγουστος 2009)

(επιλεγμένοι δείκτες, εκατοστιαίες μονάδες)

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και ΕΚΤ.

1,3 εκατ. μονάδα βάσει του εναρμονισμένου δείκτη ή κατά 1,1 εκατ. μονάδα βάσει του εθνικού δείκτη) συνέβαλαν: κατά 0,1 της εκατ. μονάδας η μείωση των τιμών του νωπού παστεριωμένου γάλακτος, λόγω της *έντασης του ανταγωνισμού* στον κλάδο, και κατά 0,4 της εκατ. μονάδας η μείωση των τιμών των επιβατικών Ι.Χ. αυτοκινήτων, λόγω της προσωρινής μείωσης της έμμεσης φορολογίας (των "συντελεστών τέλους ταξινόμησης"[27]) που αποφασίστηκε προκειμένου να τονωθεί η αγορά αυτοκινήτων. (Το τελευταίο αυτό μέτρο συνέβαλε μεν στη μείωση του πληθωρισμού, αλλά δεν ενίσχυσε την εγχώρια παραγωγή, δεδομένου ότι τα αυτοκίνητα εισάγονται.)

Ο πληθωρισμός στην Ελλάδα παραμένει υψηλότερος από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.12 και Πίνακα IV.6). Συγκεκριμένα, όσον αφορά τον ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ, η διαφορά ήταν 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας κατά μέσο όρο το 2008 και δεν μεταβλήθηκε τους πρώτους εννέα

27 Από τις αρχές Απριλίου έως 7.8.2009, σύμφωνα με το άρθρο 25 του Ν. 3763/2009.

Πίνακας IV.6 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: Ελλάδα και ΕΕ (2007-2009)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

Χώρα	Μέσος όρος έτους 2007	Μέσος όρος έτους 2008	Αύγουστος 2008	Αύγουστος 2009
Αυστρία	2,2	3,2	3,6	0,1
Βέλγιο	1,8	4,5	5,4	-0,7
Βουλγαρία	7,6	12,0	11,8	1,3
Γαλλία	1,6	3,2	3,5	-0,2
Γερμανία	2,3	2,8	3,3	-0,1
Δανία	1,7	3,6	4,8	0,7
Ελλάδα	**3,0**	**4,2**	**4,8**	**1,0**
Εσθονία	6,7	10,6	11,1	-0,7
Ηνωμένο Βασίλειο	2,3	3,6	4,7	1,6
Ιρλανδία	2,9	3,1	3,2	-2,4
Ισπανία	2,8	4,1	4,9	-0,8
Ιταλία	2,0	3,5	4,2	0,1
Κύπρος	2,2	4,4	5,1	-0,9
Λεττονία	10,1	15,3	15,6	1,5
Λιθουανία	5,8	11,1	12,2	2,2
Λουξεμβούργο	2,7	4,1	4,8	-0,2
Μάλτα	0,7	4,7	5,4	1,0
Ολλανδία	1,6	2,2	3,0	-0,1
Ουγγαρία	7,9	6,0	6,4	5,0
Πολωνία	2,6	4,2	4,4	4,3
Πορτογαλία	2,4	2,7	3,1	-1,2
Ρουμανία	4,9	7,9	8,1	4,9
Σλοβακία	1,9	3,9	4,4	0,5
Σλοβενία	3,8	5,5	6,0	0,1
Σουηδία	1,7	3,3	4,1	1,9
Τσεχία	3,0	6,3	6,2	0,0
Φινλανδία	1,6	3,9	4,6	1,3
Ευρωπαϊκή Ένωση - 27	2,3	3,7	4,3	0,6
Ζώνη ευρώ	**2,1**	**3,3**	**3,8**	**-0,2**

Πηγή: Eurostat.

Πίνακας IV.7 Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (2004-2009)

(εκατοστιαίες μονάδες)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (Ιαν.-Αύγ.)
Διαφορά μέσων ετήσιων ρυθμών μεταβολής ΕνΔΤΚ	0,9	1,3	1,1	0,9	1,0	0,9
Συμβολές:						
Πυρήνας του πληθωρισμού	1,16	1,40	1,15	1,00	0,77	0,86
εκ του οποίου						
Υπηρεσίες	0,48	0,51	0,43	0,50	0,56	0,64
Επεξεργασμένα είδη διατροφής	0,20	0,10	0,44	0,13	-0,14	0,08
Βιομηχανικά αγαθά χωρίς τιμές ενέργειας	0,48	0,79	0,28	0,35	0,35	0,14
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	-0,36	-0,30	-0,12	-0,06	0,03	0,49
Ενέργεια	0,10	0,20	0,11	-0,03	0,24	-0,50

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

μήνες του 2009 κατά μέσο όρο, ενώ όσον αφορά τον πυρήνα του πληθωρισμού η διαφορά, που ήταν 1,0 εκατοστιαία μονάδα το 2008, παρέμεινε σχεδόν στο ίδιο επίπεδο κατά μέσο όρο τους πρώτους οκτώ μήνες εφέτος (0,9), παρουσιάζοντας όμως μείωση από το β′ τρίμηνο (με αποτέλεσμα τον Αύγουστο να περιοριστεί σε 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας – βλ. Πίνακα IV.7 και Διάγραμμα IV.11).

3.2 ΚΥΡΙΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ

Εξωτερικοί παράγοντες

Η διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent σε δολάρια ΗΠΑ, η οποία αυξανόταν συνεχώς έως τον Ιούλιο του 2008, στη συνέχεια υποχώρησε ραγδαία έως το Δεκέμβριο, ενώ από τον Ιανουάριο του 2009 εμφανίζει ανάκαμψη, παραμένοντας όμως σημαντικά χαμηλότερη από τα επίπεδά της που είχαν διαμορφωθεί 12 μήνες ενωρίτερα. Το Σεπτέμβριο του 2009 η τιμή του πετρελαίου σε ευρώ ήταν μειωμένη κατά 33,0% σε σύγκριση με το Σεπτέμβριο του 2008, ενώ η μέση ετήσια τιμή σε ευρώ για ολόκληρο το 2009 προβλέπεται να μειωθεί κατά 31,5%, σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες υποθέσεις των εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ,[28] έναντι αύξησης κατά 24,8% το 2008. Οι ανωτέρω εξελίξεις έχουν επηρεάσει ανάλογα τις τιμές των εισαγόμενων και των εγχωρίως πωλούμενων καυσίμων (βλ. Διαγράμματα IV.12 και IV.13).[29]

Διάγραμμα IV.13 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2008-Σεπτέμβριος 2009)

(εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ και στοιχείων του Υπουργείου Ενέργειας των ΗΠΑ για τις τιμές του αργού πετρελαίου (UK Brent).

Διάγραμμα IV.14 Συμβολή της μεταβολής των τιμών των καυσίμων στον πληθωρισμό (Ιανουάριος 2008 - Σεπτέμβριος 2009)

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

28 Βλ. "ECB staff macroeconomic projections for the euro area", 3.9.2009. Σύμφωνα με τις σχετικές υποθέσεις, η τιμή του αργού πετρελαίου θα μειωθεί σε 62,4 δολάρια ΗΠΑ το 2009 από 97 δολάρια το 2008 (-35,7%), ενώ – βάσει της τεχνικής υπόθεσης που χρησιμοποιείται – η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ θα διαμορφωθεί στο 1,38, έναντι 1,47 (υποτίμηση -9,5%). Εξάλλου, σύμφωνα με πιο πρόσφατες προβολές του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), η μέση ετήσια τιμή τριών τύπων αργού πετρελαίου σε δολάρια θα μειωθεί εφέτος κατά 36,6%, ύστερα από αύξηση κατά 36,4% το 2008 (βλ. IMF, *World Economic Outlook*, 1.10.2009).

29 Στην Ελλάδα, σύμφωνα με το Δείκτη Τιμών Εισαγωγών στη Βιομηχανία (ΕΣΥΕ), οι τιμές των εισαγόμενων ενεργειακών πρώτων υλών (αργού πετρελαίου και φυσικού αερίου) μειώθηκαν τους πρώτους επτά μήνες του 2009 με μέσο ετήσιο ρυθμό 12,7% και οι τιμές των εισαγόμενων τελικών προϊόντων καυσίμων με μέσο ετήσιο ρυθμό 34,0%. Εξάλλου, *στην εγχώρια αγορά και σε επίπεδο χονδρικής πώλησης*, οι τιμές των καυσίμων (τελικών προϊόντων) που περιλαμβάνονται στο Δείκτη Τιμών Παραγωγού στη Βιομηχανία για την εγχώρια αγορά μειώθηκαν τους πρώτους οκτώ μήνες του 2009 με μέσο ετήσιο ρυθμό 37,8%. Οι *λιανικές τιμές των καυσίμων που περιλαμβάνονται στον ΔΤΚ* μειώθηκαν τους πρώτους εννέα μήνες του 2009 με μέσο ετήσιο ρυθμό 21,3%.

Διάγραμμα IV.15 Δείκτης τιμών εισαγωγών στη βιομηχανία και αντίστροφο της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος (Ιανουάριος 2008 - Ιούλιος 2009)

(εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)

Πηγή: ΕΣΥΕ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Εξάλλου, οι τιμές των εισαγωγών εκτός ενέργειας (σύμφωνα με το σχετικό δείκτη της ΕΣΥΕ για τη βιομηχανία) εμφανίζουν τους πρώτους επτά μήνες του 2009 σημαντική επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου τους (σε 0,8% κατά μέσο όρο, έναντι 2,4% την αντίστοιχη περίοδο του 2008 – βλ. Διάγραμμα IV.15), η οποία συμβάλλει στην υποχώρηση του πληθωρισμού. Η επιβράδυνση αυτή της ανόδου των τιμών των εισαγωγών σε ευρώ αντανακλά τη σημαντική μείωση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων εκτός ενέργειας σε δολάρια ΗΠΑ[30] και των ρυθμών πληθωρισμού παγκοσμίως, η οποία υπεραντισταθμίζει την πληθωριστική επίδραση που προέρχεται από το γεγονός ότι είναι μικρότερη από ό,τι πέρυσι η άνοδος της ονομαστικής ισοτιμίας του ευρώ σταθμισμένης βάσει του εξωτερικού εμπορίου της Ελλάδος (ο δείκτης αυτός εμφάνισε μέση ετήσια άνοδο 0,3% τους πρώτους οκτώ μήνες του 2009, έναντι 3,0% την αντίστοιχη περίοδο του 2008).

Εγχώριοι παράγοντες

Η μείωση της ζήτησης εφέτος συνεπάγεται, σύμφωνα με τις διαθέσιμες εκτιμήσεις (βλ. και το Διάγραμμα IV.17), ότι το "παραγωγικό κενό"[31] της ελληνικής οικονομίας είναι αρνητικό το 2009,[32] ενώ όλα τα τελευταία χρόνια ήταν θετικό. Το αρνητικό "παραγωγικό κενό" συντελεί —όπως προαναφέρθηκε— σε μείωση του πυρήνα του πληθωρισμού, ο οποίος μάλιστα θα ήταν χαμηλότερος αν δεν επικρατούσαν συνθήκες ατελούς ανταγωνισμού στην οικονομία.[33]

Η εξέλιξη της ζήτησης και το αρνητικό "παραγωγικό κενό" αντανακλώνται και στην επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και στη συμπίεση των περιθωρίων κέρδους. Ειδικότερα:

Ο **ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος** εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί αισθητά το 2009 και θα διαμορφωθεί στο 3,8% στο σύνολο της οικονομίας,[34] έναντι 6,4% το 2008. Στον επιχειρηματικό τομέα (που περιλαμβάνει τις δημόσιες και τις ιδιωτικές

30 Σύμφωνα με τους εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ, οι τιμές (σε δολάρια ΗΠΑ) των βασικών εμπορευμάτων εκτός ενέργειας και τροφίμων θα μειωθούν κατά 21,4% το 2009, ενώ σύμφωνα με το ΔΝΤ οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων εκτός καυσίμων θα μειωθούν κατά 20,3% (έναντι αύξησης κατά 7,5% το 2008 – βλ. και προηγούμενη υποσημείωση).

31 Το "παραγωγικό κενό" ορίζεται ως η διαφορά του *επιπέδου* της τρέχουσας παραγωγής (ΑΕΠ) από την παραγωγική δυνατότητα της χώρας (*επίπεδο* του δυνητικού ΑΕΠ) ως ποσοστό του *επιπέδου* του δυνητικού ΑΕΠ. Πρόκειται για ένα μέγεθος που δεν είναι άμεσα μετρήσιμο, αλλά εκτιμάται με διάφορες εναλλακτικές μεθόδους. Οι εκτιμήσεις του δυνητικού προϊόντος και του "παραγωγικού κενού" ενέχουν μεγάλη αβεβαιότητα. Οι παράγοντες αυτοί πρέπει να λαμβάνονται υπόψη όταν αξιολογούνται τα συμπεράσματα των σχετικών αναλύσεων. Ενδεχομένως περισσότερο αξιόπιστος δείκτης είναι η *μεταβολή* του "παραγωγικού κενού", μετρούμενη σε εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ.

32 Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (*Spring 2009 Economic Forecast*, 4.5.2009), το παραγωγικό θα είναι αρνητικό (-0,5) εφέτος, ενώ ήταν θετικό το 2008 (2,5). Ανάλογη είναι και η πιο πρόσφατη εκτίμηση του ΟΟΣΑ (OECD, *Economic Outlook*, No. 85, 24.6.2009): -4,0 για το 2009, έναντι 0,0 το 2008. Το ΔΝΤ (IMF, *Greece: 2009 Article IV Consultation – Staff Report*, 3.8.2009) έχει εκτιμήσει ότι το παραγωγικό κενό θα παραμείνει θετικό (0,7), αλλά θα είναι πολύ μικρότερο από ό,τι το 2008 (4,1). Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των υπηρεσιών της Τράπεζας της Ελλάδος, το παραγωγικό κενό θα διαμορφωθεί στο -1,8 εφέτος.

33 Βλ. και *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2008*, Οκτώβριος 2008, Παράρτημα 1 του Κεφαλαίου V, σελ. 101 κ.ε.

34 Ο ρυθμός αυτός, όπως υπολογίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος, αποτελεί ικανοποιητική προσέγγιση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον μη αγροτικό τομέα της οικονομίας (βλ. *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2008*, Οκτώβριος 2008, σελ. 94).

Διάγραμμα IV.16 Πληθωριστικές προσδοκίες [1] καταναλωτών και επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2008-Σεπτέμβριος 2009)

(διαφορά θετικών-αρνητικών απαντήσεων)

Πηγές: ΙΟΒΕ και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Business and consumer survey results.*

1 Οι απαντήσεις των επιχειρήσεων αφορούν την προοπτική αύξησης των τιμών των προϊόντων τους κατά τους επόμενους 3-4 μήνες. Οι απαντήσεις των καταναλωτών αφορούν την προοπτική ταχύτερης αύξησης των τιμών καταναλωτή κατά το επόμενο δωδεκάμηνο. Τα στοιχεία για τους καταναλωτές είναι εποχικώς διορθωμένα.

Διάγραμμα IV.17 Το "παραγωγικό κενό" της ελληνικής οικονομίας (2004-2009)

Πηγές: ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, No 85, Ιούνιος 2009, Ευρωπαϊκή Επιτροπή (ΕΕ), *Spring 2009 Economic Forecasts*. ΔΝΤ, *Greece: 2009 Article IV Consultation - Staff Report,* Αύγουστος 2009. Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ): Εκτιμήσεις υπηρεσιών Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών.

επιχειρήσεις και τις τράπεζες) θα διαμορφωθεί στο 2,9%, έναντι 5,6% το 2008. **Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις αυτές, ο ρυθμός για το σύνολο της οικονομίας συγκλίνει πλέον προς το αντίστοιχο μέγεθος για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο.**

Ειδικότερα, οι μέσες προ φορολογίας αποδοχές στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι θα αυξηθούν κατά 3,7% το 2009, έναντι 6,6% το 2008 (βλ. Πίνακα IV.8),[35] ενώ η άνοδος της παραγωγικότητας θα είναι περιορισμένη (της τάξεως του 0,5%). Η εκτίμηση αυτή λαμβάνει υπόψη τα εξής:

- **Στο Δημόσιο**, η αύξηση των μισθολογικών δαπανών το 2009 θα είναι μικρότερη από την προβλεπόμενη στον Προϋπολογισμό (σύμφωνα με τον οποίο η δαπάνη για αποδοχές θα αυξανόταν εφέτος κατά 6,3% και η δαπάνη για αποδοχές και συντάξεις κατά 7,9%[36]). Βάσει της εισοδηματικής πολιτικής που ανα-

35 Η κατά κεφαλήν μισθολογική δαπάνη περιλαμβανομένων των εργοδοτικών εισφορών (και των συντάξεων των δημοσίων υπαλλήλων) εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 4,3% (έναντι 6,8% το 2008). Καθώς η μισθωτή απασχόληση εκτιμάται ότι θα μειωθεί εφέτος κατά 1,5% (έναντι αύξησης κατά 1,6% το 2008), προκύπτει ότι το σύνολο των αμοιβών της εξαρτημένης εργασίας θα αυξηθεί εφέτος κατά 2,7%, έναντι 8,5% το 2008. Αυτές είναι οι εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Σύμφωνα με αναθεωρημένες εθνικολογιστικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, το σύνολο των αμοιβών της εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκε μόνο κατά 5,9% το 2008.

36 Η αναγραφόμενη στον Προϋπολογισμό του 2009 αύξηση είναι 10,2%, *διότι οι πρόσθετες παροχές των καταργηθέντων Ειδικών Λογαριασμών (536 εκατ. ευρώ) έχουν ενσωματωθεί στα μεγέθη του 2009, τα οποία για το λόγο αυτό δεν είναι συγκρίσιμα με εκείνα του 2008.*

Πίνακας IV.8 Αποδοχές και κόστος εργασίας (2002-2009)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (πρόβλ.)
Ελλάδα								
Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (ονομαστικές):								
– στο σύνολο της οικονομίας	6,6	5,6	7,2	4,4	5,7	5,2	6,6	3,7
– στο Δημόσιο[1]	7,3	5,9	9,7	2,3	3,1	3,8	8,3	4,7
– στις επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας	10,6	10,9	9,9	7,6	7,0	7,1	8,2	7,7
– στις τράπεζες	2,9[2]	3,1[2]	8,0	1,5[2]	10,8	8,9	3,3	6,2-7,4
– στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα	6,5	5,8	5,8	5,6	6,8	6,1	6,5	2,8
Κατώτατες αποδοχές	**5,4**	**5,1**	**4,8**	**4,9**	**6,2**	**5,4**	**6,2**	**5,7**
Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (πραγματικές)	**2,9**	**2,0**	**4,2**	**0,9**	**2,4**	**2,2**	**2,3**	**2,4-2,6**
Καθαρό[3] εισόδημα μισθωτού με μέσες αποδοχές								
– ονομαστικό	6,3[4]	6,3[5]	5,3	3,6	4,3	5,5	...	...
– πραγματικό	2,6[4]	2,7[5]	2,3	0,1	1,1	2,5	...	...
Συνολική δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές	**9,1[6]**	**8,3[5]**	**8,9**	**5,8**	**7,8**	**8,2**	**8,5**	**2,7**
Δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό	**5,9**	**5,5**	**7,6**	**3,9**	**5,9**	**5,6**	**6,8**	**4,3**
ΑΕΠ[7]	**3,4**	**5,9**	**4,6**	**2,2**	**4,5**	**4,5**	**2,0**	**-1,0**
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος:								
– στο σύνολο της οικονομίας	5,5[6]	2,3[5]	4,1	3,5	3,2	3,5	6,4	3,8
– στον επιχειρηματικό τομέα[8]	4,9[6]	2,6[5]	2,8	3,9	3,8	4,3	5,6	2,9

Πηγές: ΕΣΥΕ/Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών (ΑΕΠ 2002-2008), εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος (για το ΑΕΠ το 2009 και για τα υπόλοιπα ετήσια μεγέθη το 2002-2009).
1 Μέση μισθολογική δαπάνη.
2 Ο σχετικά χαμηλός ρυθμός αύξησης των μέσων αποδοχών στις τράπεζες αντανακλά κυρίως μεταβολές στη διάρθρωση του προσωπικού.
3 Ακαθάριστες αποδοχές μείον εισφορές μισθωτού στην κοινωνική ασφάλιση μείον φόρος εισοδήματος.
4 Έχει ληφθεί υπόψη η κατάργηση (από 1.1.2002) του τέλους χαρτοσήμου (0,6% των ακαθάριστων αποδοχών) που βάρυνε τους μισθωτούς.
5 Έχει ληφθεί υπόψη η αύξηση τόσο της εργατικής όσο και της εργοδοτικής εισφοράς υπέρ της Εργατικής Εστίας κατά 0,1% επί των ακαθάριστων αποδοχών.
6 Έχει ληφθεί υπόψη η κατάργηση (από 1.1.2002) του τέλους χαρτοσήμου (0,6% επί των αποδοχών) που βάρυνε τους εργοδότες στον επιχειρηματικό τομέα.
7 ΕΣΥΕ/Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών για τα έτη 2001-2008. Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2009.
8 Ο επιχειρηματικός τομέας περιλαμβάνει τις ιδιωτικές και τις δημόσιες επιχειρήσεις και τις τράπεζες.

κοινώθηκε στις 18 Μαρτίου,[37] εφέτος χορηγήθηκε εφάπαξ έκτακτο οικονομικό βοήθημα (αντί αύξησης των βασικών μισθών) στους δημοσίους υπαλλήλους με χαμηλές και μεσαίες αποδοχές, ενώ δεν χορηγήθηκαν αυξήσεις στους υπαλλήλους με υψηλές αποδοχές. Ανάλογες ρυθμίσεις ίσχυσαν και για τους συνταξιούχους του Δημοσίου.[38] Επιπλέον, ανακοινώθηκε ότι οι προσλήψεις θα είναι σαφώς λιγότερες από τις αποχωρήσεις.[39] Όπως υπολογίζεται κατά προσέγγιση, λόγω των ανωτέρω μέτρων η δαπάνη για αποδοχές *ανά δημόσιο υπάλληλο* θα αυξηθεί εφέτος κατά 4,7%[40] (και όχι κατά 6,3%, όπως αρχικά υπολογιζόταν). Εάν επιπλέον γίνει —με επιφύλαξη— η υπόθεση ότι ο αριθμός των δημοσίων υπαλλήλων τελικά θα μειωθεί κατά 2% εφέτος[41] (αντί να παραμείνει αμετάβλητος,

37 Άρθρο 17 του Ν. 3758/2009.

38 Συγκεκριμένα, στους μισθωτούς του Δημοσίου των οποίων οι μικτές αποδοχές στις 31.12.2008 έφθαναν μέχρι και τα 1.500 ευρώ μηνιαίως (εξαιρουμένων των οικογενειακών επιδομάτων) δόθηκε εφάπαξ έκτακτο οικονομικό βοήθημα 500 ευρώ. Το ποσό αυτό είναι αφορολόγητο και δεν επιβαρύνεται με εισφορές και άλλες κρατήσεις. Αντίστοιχα, στους μισθωτούς του Δημοσίου με μικτές αποδοχές έως και 1.700 ευρώ μηνιαίως, δόθηκε εφάπαξ έκτακτο επίδομα 300 ευρώ. Δεν δόθηκαν αυξήσεις για το 2009 στους μισθωτούς του Δημοσίου με υψηλότερες αποδοχές. Στους συνταξιούχους του Δημοσίου οι οποίοι λαμβάνουν βασική σύνταξη έως και 800 ευρώ δόθηκε έκτακτο οικονομικό βοήθημα 500 ευρώ. Το ποσό αυτό επίσης είναι αφορολόγητο και χωρίς άλλες κρατήσεις. Αντίστοιχα, δόθηκε βοήθημα 300 ευρώ στους συνταξιούχους που λαμβάνουν έως και 1.100 ευρώ ως βασική σύνταξη.

39 Όπως ανακοινώθηκε στις 18.3.2009, εφέτος προγραμματιζόταν να γίνουν μόνο 12.000 προσλήψεις μόνιμων εργαζομένων, ενώ το 2008 αποχώρησαν από το Δημόσιο 21.925 υπάλληλοι.

40 Στο ποσοστό αυτό περιλαμβάνεται και η "μεταφερόμενη επιβάρυνση" (1,4%) από τις αυξήσεις που χορηγήθηκαν στη διάρκεια του 2008.

41 Αυτό το ποσοστό μείωσης προκύπτει *αν υποτεθεί ότι οι αναμενόμενες εφέτος αποχωρήσεις μονίμων υπαλλήλων θα είναι ισάριθμες με εκείνες που καταγράφηκαν το 2008 (21.925), ότι οι προσλήψεις μονίμων θα περιοριστούν στις 12.000 και ότι ο αριθμός των άλλων υπαλλήλων του Δημοσίου (με σύμβαση αορίστου ή ορισμένου χρόνου) δεν θα μεταβληθεί.* Στην περίπτωση αυτή, ο συνολικός αριθμός των δημοσίων υπαλλήλων θα μειωθεί εφέτος κατά 9.925 άτομα.

όπως αρχικά αναμενόταν), εκτιμάται ότι η δαπάνη του Δημοσίου για αποδοχές τελικά θα αυξηθεί εφέτος κατά 2,6% (αντί κατά 6,3%) και η δαπάνη του Δημοσίου για αποδοχές *και συντάξεις* θα αυξηθεί κατά 4,6% (αντί κατά 7,9%),[42] δηλαδή θα είναι χαμηλότερη κατά 740 εκατ. ευρώ[43] ή 0,3% του ΑΕΠ από ό,τι προβλεπόταν στον Προϋπολογισμό. Αντίθετα, εάν ο αριθμός των δημοσίων υπαλλήλων δεν μειωθεί αλλά απλώς μείνει αμετάβλητος, οι δαπάνες του Δημοσίου για αποδοχές θα αυξηθούν κατά 4,7% και οι δαπάνες για αποδοχές και συντάξεις κατά 6,2%.[44]

• **Στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα**, η διετούς διάρκειας Εθνική Γενική Συλλογική Σύμβαση Εργασίας (ΕΓΣΣΕ) που υπογράφηκε το 2008 προβλέπει *μέση ετήσια αύξηση* των κατώτατων αποδοχών 5,7% εφέτος. Εξάλλου, από τις επίσης διετούς διάρκειας κλαδικές και ομοιοεπαγγελματικές συλλογικές συμβάσεις προκύπτει μέση ετήσια αύξηση των συμβατικών αποδοχών 5,8% εφέτος. Η προβλεπόμενη για το 2009 αύξηση των συμβατικών αποδοχών θα οδηγούσε σε περίπου ανάλογη αύξηση των μέσων *καταβαλλόμενων* αποδοχών, μόνο εάν ήταν πολύ περιορισμένες οι επιπτώσεις των δυσμενών οικονομικών συνθηκών. Ήδη όμως παρατηρείται ότι οι συνθήκες αυτές συντελούν σε περικοπή της υπερωριακής απασχόλησης και μείωση του μέσου χρόνου εργασίας (και της αντίστοιχης αμοιβής) σε αρκετές επιχειρήσεις, ενώ υπάρχουν και περιπτώσεις —σε σχετικά μικρό αριθμό επιχειρήσεων— περικοπής των τακτικών αποδοχών. Αν ληφθούν υπόψη τα ανωτέρω, ενδεικτικά υπολογίζεται[45] ότι η αύξηση των μέσων *καταβαλλόμενων* αποδοχών στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα θα περιοριστεί στο 2,8% εφέτος (έναντι 6,5% το 2008).

• **Στις τράπεζες**, η διαιτητική απόφαση που εκδόθηκε το Σεπτέμβριο του 2008 αφορούσε μόνο το παρελθόν έτος και προέβλεπε αυξήσεις βασικών μισθών από τις οποίες προκύπτει "μεταφερόμενη επιβάρυνση" 4,7% για το 2009.[46] Στη διάρκεια του τρέχοντος έτους έχουν συναφθεί ορισμένες συμφωνίες σε επίπεδο επιμέρους τραπεζών, ενώ η συλλογική διαφορά για το σύνολο των τραπεζών παραπέμφθηκε στον Οργανισμό Μεσολάβησης και Διαιτησίας: η σχετική διαιτητική απόφαση εκδόθηκε στα τέλη Σεπτεμβρίου και προβλέπει αυξήσεις των βασικών μισθών κατά 3,0% από 4.6.2009 και 2,5% από 1.10.2009. Μαζί με τη μεταφερόμενη επιβάρυνση από το 2008, προκύπτει μέση ετήσια αύξηση των συμβατικών αποδοχών κατά 7,4% εφέτος. Είναι όμως πιθανό ότι οι πράγματι καταβαλλόμενες αποδοχές θα αυξηθούν λιγότερο, λόγω μείωσης των υπερωριών.

• Τέλος, από τις διετούς διάρκειας συλλογικές συμβάσεις που υπογράφηκαν πέρυσι σε ορισμένες επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας προκύπτει μέση ετήσια αύξηση των συμβατικών αποδοχών 6,2% εφέτος, ενώ γίνεται η υπόθεση ότι οι καταβαλλόμενες αποδοχές θα αυξηθούν (λόγω της "ωρίμανσης") περίπου κατά 7,5%.

Οι ανωτέρω εκτιμήσεις οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι μέσες *πραγματικές* αποδοχές στο σύνολο της οικονομίας θα αυξηθούν εφέτος με ρυθμό της τάξεως του 2,4-2,6%, δηλαδή περίπου όσο και το 2008 (2,3%). Η αύξηση αυτή

42 Χωρίς, όπως προαναφέρθηκε, να περιλαμβάνεται το ποσό των 536 εκατ. ευρώ λόγω της ένταξης στον προϋπολογισμό των μισθολογικών δαπανών των "ειδικών λογαριασμών".

43 Όπως υπολογίζεται κατά προσέγγιση, προκύπτει εξοικονόμηση 270 εκατ. ευρώ από τις ρυθμίσεις για τις αποδοχές των δημοσίων υπαλλήλων, 120 εκατ. ευρώ από τις ρυθμίσεις για τις συντάξεις του Δημοσίου και 350 εκατ. ευρώ από την αναμενόμενη μείωση του αριθμού των υπαλλήλων.

44 Σε σύγκριση με τις εκτιμήσεις αυτές, αναφέρεται ότι σύμφωνα με τα στοιχεία του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους (*Δελτίο εκτέλεσης προϋπολογισμού*, Ιούνιος 2009, Ιούνιος 2008), οι δαπάνες για αποδοχές αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 10,2% το πρώτο εξάμηνο του 2009. Εάν όμως αφαιρεθεί το μη συγκρίσιμο εντασσόμενο κονδύλιο των ειδικών λογαριασμών και ληφθεί υπόψη ότι το έκτακτο οικονομικό βοήθημα χορηγήθηκε εφάπαξ μόνο το πρώτο εξάμηνο, υπολογίζεται ότι τα στοιχεία αυτά είναι συνεπή με αύξηση των δαπανών του Δημοσίου για αποδοχές σε *ολόκληρο* το 2009 κατά 5,1% (χωρίς τους ειδικούς λογαριασμούς (ή 8,2% με τους ειδικούς λογαριασμούς).

45 Ο ενδεικτικός υπολογισμός στηρίζεται στις εξής υποθέσεις: (α) μόνο για το 40% των απασχολουμένων στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα η αύξηση των καταβαλλόμενων αποδοχών περιλαμβάνει την αύξηση των συμβατικών αποδοχών και μια πολύ μικρή θετική επίδραση της "ωρίμανσης", (β) για το 50% των απασχολουμένων στον ίδιο τομέα η αύξηση των καταβαλλόμενων αποδοχών θα είναι πολύ μικρότερη από ό,τι εκείνη των συμβατικών, επειδή μειώνονται οι μέσες εβδομαδιαίες ώρες εργασίας κατά 4% λόγω μηδενισμού των υπερωριών, και (γ) για το 10% των απασχολουμένων θα υπάρξει προσωρινή (για εφέτος) περικοπή των αποδοχών του, της τάξεως του 10%.

46 Δηλαδή η μέση ετήσια αύξηση των βασικών μισθών εφέτος θα ήταν 4,7%, ακόμη και εάν δεν χορηγείτο καμία αύξηση στη διάρκεια του 2009.

Πίνακας IV.9 Μέσες αποδοχές και κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας: Ελλάδα και ζώνη του ευρώ (2001-2009)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Μέσες αποδοχές		Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος	
Έτος	Ελλάδα	Ζώνη του ευρώ	Ελλάδα	Ζώνη του ευρώ
2001	4,7	2,8	3,9	2,4
2002	6,6	2,7	5,5	2,5
2003	5,6	2,9	2,3	2,2
2004	7,2	2,6	4,1	1,0
2005	4,4	2,2	3,5	1,3
2006	5,7	2,5	3,2	1,0
2007	5,2	2,6	3,5	1,7
2008	6,6	3,3	6,4	3,3
2009 (πρόβλεψη)	3,7	1,9	3,8	3,4

Πηγές: Για την Ελλάδα: εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Για τη ζώνη του ευρώ: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Economic Forecasts, Spring 2009*, και *Statistical Annex of European Economy*, Autumn 2008. Στη ζώνη του ευρώ, το α′ εξάμηνο του 2009 το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 5,1%.

των *μέσων* πραγματικών αποδοχών συμβάλλει στον περιορισμό της μείωσης της εγχώριας ζήτησης (βλ. και Τμήμα 1 του παρόντος κεφαλαίου), αν και η θετική της επίδραση περιορίζεται σημαντικά από τη μείωση του αριθμού των απασχολούμενων μισθωτών (κατά 1,5% περίπου, όπως προβλέπεται) και από άλλους παράγοντες, όπως είναι η σημαντική υποχώρηση της εμπιστοσύνης των νοικοκυριών που μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της ροπής προς αποταμίευση. Πάντως, αφού ληφθεί υπόψη η μείωση της απασχόλησης, το συνολικό προ φορολογίας εισόδημα των μισθωτών αυξάνεται κατά 0,9-1,1% σε πραγματικούς όρους. Ταυτόχρονα, η προβλεπόμενη εξέλιξη των ονομαστικών αποδοχών και της παραγωγικότητας συνεπάγεται, όπως προαναφέρθηκε, σημαντική επιβράδυνση (στο 3,8%) του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας, *ο οποίος πλέον έχει συγκλίνει προς τον αντίστοιχο ρυθμό για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο* (βλ. Πίνακα IV.9). Αυτό σημαίνει ότι κατά το τρέχον έτος η υποχώρηση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας ως προς τις τιμές (βλ. Πίνακα IV.10), *τουλάχιστον έναντι των εταίρων της στη ζώνη του ευρώ*, δεν θα προέρχεται πλέον από την εξέλιξη του κόστους εργασίας.[47]

Το 2009 εκτιμάται ότι τα κέρδη μειώνονται περισσότερο από ό,τι ο κύκλος εργασιών των επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα να συνεχίζεται η μείωση των περιθωρίων κέρδους. Στην εξέλιξη αυτή συντελεί σχεδόν αποκλειστικά η δυσμενής διαμόρφωση της ζήτησης στην εγχώρια και την εξωτερική αγορά. Αντίθετα, η μείωση του κόστους των εισαγομένων πρώτων υλών και η σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας αντισταθμίζουν *μόνο κατά ένα μέρος* τη μείωση της κερδοφορίας που οφείλεται στην ασθενή ζήτηση. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι, σύμφωνα με στοιχεία που αφορούν τις επιχειρήσεις με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ,[48] ο κύκλος εργασιών αυξήθηκε κατά 13-14% το πρώτο εξάμηνο του 2009, ενώ τα καθαρά κέρδη προ

47 Το πρώτο εξάμηνο του 2009, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη ζώνη του ευρώ έφθασε το 5,1% (α′ τρίμηνο: 5,7%, β′ τρίμηνο: 4,6%), έναντι μόνο 2,6% το αντίστοιχο διάστημα του 2008 και 3,2% το 2008 κατά μέσο όρο (βλ. ΕΚΤ, *Monthly Bulletin*, Οκτώβριος 2009, Πίνακας 5.1.4 του στατιστικού παραρτήματος). Για ολόκληρο το 2009, εκτιμάται ότι ο ρυθμός αυτός για τη ζώνη του ευρώ θα είναι χαμηλότερος από ό,τι το πρώτο εξάμηνο.

48 Βλ. και Κεφάλαιο VI.5.

φόρων μειώθηκαν κατά 39% περίπου σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008.

4 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

4.1 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ

Σύνοψη εξελίξεων επταμήνου και εκτιμήσεων για ολόκληρο το έτος

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκε σημαντικά το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009 (κατά 4,9 δισεκ. ευρώ ή 22,9%) σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008 και διαμορφώθηκε σε 16,6 δισεκ. ευρώ ή 6,9% του εκτιμώμενου ετήσιου ΑΕΠ (έναντι 9,0% του *ετήσιου* ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2008). Αν προστεθούν οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις, το συνολικό έλλειμμα, το οποίο αντιστοιχεί στις ανάγκες της οικονομίας για χρηματοδότηση από το εξωτερικό, περιορίζεται σε 15,4 δισεκ. ευρώ ή 6,4% του εκτιμώμενου ετήσιου ΑΕΠ (έναντι 7,9% την αντίστοιχη περίοδο του 2008). Η μείωση του ελλείμματος δεν αντανακλά βελτίωση της ανταγωνιστικότητας ή αλλαγές της διάρθρωσης των αγορών, αλλά κυκλικούς παράγοντες που συνδέονται με τη διεθνή κρίση. Έτσι, για ολόκληρο το 2009 το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να μειωθεί γύρω στο 11% του ΑΕΠ ή και χαμηλότερα, από 14,7% το 2008. Περιλαμβανομένων και των κεφαλαιακών μεταβιβάσεων, το συνολικό έλλειμμα εκτιμάται ότι θα μειωθεί περίπου στο 9,5% του ΑΕΠ ή και χαμηλότερα (2008: 12,9%).

Η σημαντική μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τους πρώτους επτά μήνες του 2009 προήλθε κυρίως από τη μεγάλη μείωση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου, εξέλιξη η οποία οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στον περιορισμό της εγχώριας ζήτησης. Επίσης, μικρή μείωση εμφάνισε το έλλειμμα του ισοζυγίου εισοδημάτων. Αντίθετα, αυξητική συμβολή στο συνολικό έλλειμμα είχε η μείωση των πλεονασμάτων των ισοζυγίων των υπηρεσιών και των τρεχουσών μεταβιβάσεων. Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν τις επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης και της υποχώρησης της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα.

Ο περιορισμός του ελλείμματος κατά την τρέχουσα περίοδο είναι κατά κύριο λόγο κυκλικού χαρακτήρα, καθώς παραμένουν ισχυροί οι βασικοί παράγοντες που προκαλούν τη διαμόρφωση του ελλείμματος σε υψηλά επίπεδα τα τελευταία χρόνια και αντανακλούν την υστέρηση της εγχώριας αποταμίευσης έναντι της εγχώριας επενδυτικής δαπάνης την ίδια περίοδο. Ταυτόχρονα, η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών στις διεθνείς αγορές συνεχίζει να επιδεινώνεται. Η επιδείνωση αυτή οφείλεται όχι μόνο στη συνεχιζόμενη υποχώρηση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές[49] (βλ. Πίνακα IV.10), αλλά και στο χαμηλό επίπεδο της "διαρθρωτικής" ανταγωνιστικότητας, όπως αυτή μετρείται βάσει συγκριτικών δεικτών που καταρτίζονται από διεθνείς οργανισμούς.[50]

Πράγματι, η διεθνής ανταγωνιστικότητα μιας οικονομίας επηρεάζεται και από άλλους παράγοντες εκτός των τιμών και του κόστους, οι οποίοι είναι ποιοτικού-διαρθρωτικού χαρακτήρα (non-price competitiveness). Η

49 Όπως αναφέρεται στο Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου, το 2009 δεν αναμένεται υποχώρηση της ανταγωνιστικότητας βάσει του σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, τουλάχιστον έναντι των εταίρων της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, οι δείκτες ανταγωνιστικότητας βάσει των σχετικών τιμών καταναλωτή εξακολουθούν να υποδηλώνουν επιδείνωση.

50 Οι γνωστότεροι σύνθετοι δείκτες διεθνούς ανταγωνιστικότητας είναι αυτοί του World Economic Forum (WEF) και του IMD – World Competitiveness Center. Σύμφωνα με το σύνθετο δείκτη του WEF "The Global Competitiveness Index" (βλ. *The Global Competitiveness Report 2009-2010*, Σεπτέμβριος 2009), η Ελλάδα κατετάγη 71η μεταξύ 133 χωρών το 2009-2010 (κατείχε την 67η θέση το προηγούμενο έτος). Σύμφωνα με το σύνθετο δείκτη του IMD ("2009 Overall competitiveness scoreboard", Μάιος 2009), η Ελλάδα υποχώρησε κατά 16 θέσεις στην κατάταξη την τελευταία διετία και το 2009 ήταν 52η μεταξύ 57 χωρών, ενώ την περίοδο 2003-2006 κατείχε την 36η-37η θέση. Συμπληρωματική πληροφόρηση προσφέρει και η έκδοση της Παγκόσμιας Τράπεζας *Doing Business*, η οποία μελετά το βαθμό ευχέρειας και ελκυστικότητας κάθε οικονομίας προς το επιχειρείν. Για το 2010 (*Doing Business 2010*, Σεπτέμβριος 2009), η Ελλάδα κατετάγη 109η μεταξύ 183 οικονομιών, δηλαδή μετά από πρόσκαιρη βελτίωση της επίδοσής της στο δείκτη αυτό πέρυσι, επανήλθε στα επίπεδα του 2007. Και στις τρεις ανωτέρω κατατάξεις υστερεί έναντι όλων ή των περισσοτέρων χωρών-μελών της ΕΕ-27 (έναντι όλων πλην της Βουλγαρίας στην έρευνα του WEF, έναντι όλων πλην της Ρουμανίας στην έρευνα του IMD, και έναντι όλων στην έρευνα της Παγκόσμιας Τράπεζας).

Πίνακας IV.10 Ελλάδα: αναθεωρημένοι δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)[1]

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές μέσου επιπέδου έτους)

		Πραγματική ΣΣΙ	
	Ονομαστική ΣΣΙ	Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή	Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας
2001	1,1	1,0	0,7
2002	1,9	2,8	4,4
2003	4,5	5,3	3,9
2004	1,4	1,9	4,2
2005	-0,7	0,3	1,0
2006	0,1	1,0	1,9
2007	1,4	1,9	2,6
2008	2,3	2,7	5,2
2009[2]	0,9	1,1	1,0
Σωρευτική εκατοστιαία μεταβολή εννεαετίας 2001-2009	13,4	19,4	27,7

Πηγές: Συναλλαγματικές ισοτιμίες: ΕΚΤ, ισοτιμίες αναφοράς του ευρώ. Τιμές καταναλωτή ΔΤΚ: ΕΚΤ, εναρμονισμένος ΔΤΚ όπου υπάρχει. Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας: για την Ελλάδα εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, για τις άλλες χώρες ΕΚΤ.

1 Οι αναθεωρημένοι δείκτες (καταρτίζονται από την Τράπεζα της Ελλάδος) περιλαμβάνουν τους 28 κυριότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος (μεταξύ αυτών και τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ εκτός της Μάλτας). Οι συντελεστές στάθμισης υπολογίζονται με βάση τις εισαγωγές και εξαγωγές των προϊόντων της μεταποίησης (κατηγορίες 5-8 της Τυποποιημένης Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου - SITC 5-8) κατά την τριετία 1999-2001 λαμβανομένου υπόψη και του ανταγωνισμού στις τρίτες αγορές.

2 Προσωρινά στοιχεία και εκτιμήσεις.

επίδραση των διαρθρωτικών παραγόντων συνήθως μελετάται με την ανάλυση σειράς σύνθετων δεικτών που καταρτίζουν διεθνείς φορείς προκειμένου να συνοψίσουν την εξέλιξη των διαφόρων δομικών και θεσμικών παραγόντων οι οποίοι επηρεάζουν τη συνολική ανταγωνιστικότητα της χώρας. Οι κυριότεροι προσδιοριστικοί παράγοντες της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας είναι το βάρος που δίνεται στην έρευνα και ανάπτυξη, η ενθάρρυνση της καινοτομίας και της ποιότητας της παραγωγής, η ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας, ο εκσυγχρονισμός και η επέκταση των υποδομών, το επίπεδο εκπαίδευσης και η αποτελεσματικότητα της δημόσιας διοίκησης (βαθμός περιορισμού της γραφειοκρατίας και της διαφθοράς). Επιπλέον, στη διαμόρφωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητος της οικονομίας γενικότερα συμβάλλουν η ευελιξία όσον αφορά την κατανομή των πόρων μεταξύ των κλάδων και των επιχειρήσεων, το ποσοστό των παραγωγικών επενδύσεων, ο βαθμός εισαγωγής και χρήσης νέων τεχνολογιών στην παραγωγική διαδικασία, ο βαθμός εξωστρέφειας και, τέλος, το φορολογικό και το χρηματοπιστωτικό πλαίσιο.

Η χαμηλή διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα συνδέεται με την αδυναμία της εγχώριας προσφοράς να ανταποκριθεί επαρκώς στη σύνθεση αλλά και το ρυθμό ανόδου της εγχώριας και της εξωτερικής ζήτησης. Η αδυναμία αυτή συνεπάγεται κατά κανόνα υψηλούς ρυθμούς ανόδου των εισαγωγών καταναλωτικών, ενδιάμεσων και κεφαλαιακών αγαθών και μεγάλο έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου (εκτός βεβαίως από την τρέχουσα περίοδο οικονομικής εξασθένησης, όπως προαναφέρθηκε). Το διαρθρωτικό πρόβλημα του εμπορικού ισοζυγίου υποδηλώνει ότι είναι εκ των πραγμάτων αυξημένη η σημασία του πλεονασματικού ισοζυγίου των υπηρεσιών, ιδίως των τομέων του τουρισμού και της ναυτιλίας[51] (αν

51 Το γεγονός ότι η Ελλάδα διαθέτει συγκριτικά πλεονεκτήματα σ' αυτούς τους δύο τομείς έχει συμβάλει στην αντιστάθμιση σημαντικού μέρους του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου. Δεν πρέπει όμως να παραβλέπεται ότι τόσο οι ταξιδιωτικές εισπράξεις όσο και οι εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών επηρεάζονται άμεσα από τις διακυμάνσεις της δραστηριότητας και των εισοδημάτων διεθνώς.

και οι διακυμάνσεις της δραστηριότητας στο δεύτερο τομέα μπορεί να είναι εντονότερες από ό,τι στον πρώτο). Πρέπει να τονιστεί ότι υπάρχουν σημαντικά περιθώρια βελτίωσης τόσο της ανταγωνιστικότητας τιμών όσο και της ανταγωνιστικότητας "ποιότητας" του ελληνικού τουριστικού προϊόντος.

Εμπορικό ισοζύγιο

Ο περιορισμός του συνολικού ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου κατά 8,5 δισεκ. ευρώ το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου προήλθε από τη μείωση του εμπορικού ελλείμματος των αγαθών εκτός καυσίμων και πλοίων κατά 4,9 δισεκ. ευρώ, των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων κατά 2,9 δισεκ. ευρώ και των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων κατά 0,7 δισεκ. ευρώ. Όσον αφορά το εμπορικό ισοζύγιο εκτός πλοίων και καυσίμων, οι πληρωμές για εισαγωγές μειώθηκαν κατά 6,3 δισεκ. ευρώ ή 25,5%, δηλαδή πολύ περισσότερο από ό,τι οι εισπράξεις από εξαγωγές, οι οποίες μειώθηκαν κατά 1,3 δισεκ. ευρώ ή 17,0%.[52]

Σύμφωνα με τα προσωρινά διαθέσιμα στοιχεία της ΕΣΥΕ για τις εμπορευματικές συναλλαγές κατά τους πρώτους επτά μήνες του 2009, η αξία των ελληνικών εξαγωγών χωρίς πετρελαιοειδή προς τις *χώρες της ΕΕ* μειώθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 23,1%, ενώ προς *τρίτες χώρες* μειώθηκε με ρυθμό 4,4%. Σημειώνεται ότι στο σύνολο των εισαγωγών και των εξαγωγών το ποσοστό των συναλλαγών με τις χώρες της ΕΕ είναι της τάξεως του 65%.

Ισοζύγιο υπηρεσιών

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου των υπηρεσιών μειώθηκε κατά 3,0 δισεκ. ευρώ το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά κυρίως τον περιορισμό των καθαρών εισπράξεων από υπηρεσίες μεταφορών και από ταξιδιωτικές υπηρεσίες.

Οι ακαθάριστες εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών (κυρίως από την εμπορική ναυτιλία) μειώθηκαν κατά 30,1% και οι καθαρές εισπράξεις κατά 2,0 δισεκ. ευρώ. Σημειώνεται ότι τα επίπεδα των ναύλων, τόσο για πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου όσο και πετρελαιοφόρα, εξακολουθούν να υπολείπονται σημαντικά εκείνων του επταμήνου Ιανουαρίου-Ιουλίου 2008.[53] Αν και η υποχώρηση των ναύλων είναι μεγάλη (άνω του 60%), οι εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών περιορίστηκαν μόνο κατά 30,1%, όπως προαναφέρθηκε. Αυτό οφείλεται αφενός στην ανατίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009 σε σύγκριση με το αντίστοιχο επτάμηνο του 2008[54] και αφετέρου στο γεγονός ότι μέρος των ισχυόντων μακροχρόνιων ναυλοσυμφώνων είχαν συνομολογηθεί σε περιόδους κατά τις οποίες τα επίπεδα των ναύλων ήταν υψηλότερα.[55]

Επίσης, οι ταξιδιωτικές δαπάνες στην Ελλάδα από μη κατοίκους και οι ταξιδιωτικές δαπάνες στο εξωτερικό από κατοίκους Ελλάδος μειώθηκαν (κατά 15,5% και 3,3% αντίστοιχα), με αποτέλεσμα οι καθαρές εισπράξεις για ταξιδιωτικές υπηρεσίες να μειωθούν κατά 0,9 δισεκ. ευρώ.[56] Τέλος, οι καθαρές πληρωμές για "λοιπές" υπηρεσίες αυξήθηκαν κατά 137 εκατ. ευρώ.

52 Σύμφωνα με τα διαθέσιμα προσωρινά στοιχεία της ΕΣΥΕ για την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009, η αξία των εξαγωγών χωρίς πετρελαιοειδή και πλοία μειώθηκε κατά 17,2%, ενώ το αντίστοιχο μέγεθος για τις εισαγωγές μειώθηκε κατά 21,7%. Επίσης, η συνολική αξία των εξαγωγών μειώθηκε κατά 18,6%, ενώ η συνολική αξία των εισαγωγών (εξαιρουμένων των πλοίων) μειώθηκε κατά 36,4%. Υπενθυμίζεται ότι οι διαφορές μεταξύ των στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος και εκείνων της ΕΣΥΕ όσον αφορά τις εμπορευματικές συναλλαγές οφείλονται σε σημαντικό βαθμό στο γεγονός ότι τα στοιχεία της Τραπέζης της Ελλάδος αφορούν εισπράξεις και πληρωμές κυρίως μέσω του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, ενώ αυτά της ΕΣΥΕ βασίζονται αφενός σε τελωνειακά στοιχεία όταν πρόκειται για συναλλαγές με χώρες εκτός της ΕΕ και αφετέρου σε φορολογικά στοιχεία (INTRASTAT) για τις συναλλαγές εντός της ΕΕ.

53 Ειδικότερα, το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2009, ο δείκτης ναύλων για πλοία ξηρού φορτίου BDI υποχώρησε κατά 71% και ο δείκτης ναύλων για πετρελαιοφόρα πλοία BDTI κατά 65% σε σύγκριση με το αντίστοιχο του 2008. Ωστόσο, το γ΄ τρίμηνο του έτους σε σύγκριση με το δ΄ τρίμηνο του 2008, ο δείκτης BDI σημείωσε αύξηση κατά 140%, ενώ ο δείκτης BDTI μειώθηκε κατά 59%, αφού η κρίση επηρέασε τις μεταφορές αργού πετρελαίου κυρίως από το α΄ τρίμηνο του έτους.

54 Σχεδόν το σύνολο των ναυλοσυμφώνων τιμολογείται σε δολάρια ΗΠΑ.

55 Υπήρξαν και ορισμένοι ναυλωτές μακροχρόνιων ναυλοσυμφώνων οι οποίοι προχώρησαν είτε στην αθέτησή τους είτε στην επαναδιαπραγμάτευσή τους για την επίτευξη χαμηλότερων ναύλων.

56 Σημειώνεται ότι η μείωση των εισπράξεων από τον τουρισμό συνοδεύεται από ανάλογη μεταβολή τόσο της κίνησης (αφίξεων) τουριστών όσο και των διανυκτερεύσεων. Συγκεκριμένα, την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2009 η κίνηση και ο αριθμός των διανυκτερεύσεων παρουσίασαν μείωση (κατά 10,3% και 9,8% αντίστοιχα) σε σχέση με την περίοδο Ιανουαρίου - Ιουνίου 2008.

Ισοζύγιο εισοδημάτων

Το έλλειμμα του ισοζυγίου των εισοδημάτων σημείωσε μικρή βελτίωση το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009 συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, λόγω των μειωμένων καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη. Συγκεκριμένα, η υποχώρηση της κερδοφορίας και η μειωμένη διανομή μερισμάτων των εγχώριων αλλά και των αλλοδαπών εταιριών εξαιτίας της χρηματοοικονομικής κρίσης συνετέλεσαν στον περιορισμό των καθαρών πληρωμών για μερίσματα και κέρδη. Αν και οι καθαρές πληρωμές για τόκους συνολικά μειώθηκαν, οι καθαρές πληρωμές για τόκους ομολόγων και έντοκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου[57] σημείωσαν άνοδο λόγω της αύξησης του τμήματος του δημόσιου χρέους που διακρατείται από κατοίκους εξωτερικού. Υπενθυμίζεται ότι το υψηλό ακαθάριστο εξωτερικό χρέος (συνολικό: του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα), το οποίο έφθασε το 151,6% του ΑΕΠ στο τέλος του 2008 και το 163,2% του ΑΕΠ στο τέλος Ιουνίου του 2009, τροφοδοτείται από τα ίδια τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.[58]

Ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου των τρεχουσών μεταβιβάσεων παρουσίασε μείωση κατά 0,9 δισεκ. ευρώ το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου, η οποία αντανακλά κυρίως τη μείωση των μεταβιβάσεων από την ΕΕ προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης και δευτερευόντως την αύξηση των αντίστοιχων πληρωμών.[59]

Ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων

Το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009 το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαιακών μεταβιβάσεων μειώθηκε σε 1,3 δισεκ. ευρώ, από 2,6 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2008. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά κυρίως τον περιορισμό των κεφαλαιακών μεταβιβάσεων από την ΕΕ προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης. Έτσι, το συνολικό ισοζύγιο μεταβιβάσεων (τρεχουσών και κεφαλαιακών) παρουσίασε πλεόνασμα 2,8 δισεκ. ευρώ, έναντι 5,0 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2008.

Η μείωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου κεφαλαιακών μεταβιβάσεων[60] οφείλεται εν πρώτοις στο ότι ήδη έχει απορροφηθεί το μεγαλύτερο μέρος των διαθέσιμων πόρων του Γ΄ ΚΠΣ. Συγκεκριμένα, από την έναρξη υλοποίησης του Γ΄ ΚΠΣ μέχρι τέλους Ιουλίου 2009 είχαν εκταμιευθεί από τα Διαρθρωτικά Ταμεία 22,0 δισεκ. ευρώ, δηλαδή το 97% της προβλεπόμενης κοινοτικής χρηματοδότησης. Συγκριτικά με τις άλλες χώρες που υπάγονται στο Ταμείο Συνοχής, η Ελλάδα κατατάσσεται στην τρίτη θέση μετά την Ιρλανδία και την Πορτογαλία, αλλά πριν από την Ισπανία όσον αφορά την απορροφητικότητα.[61] Επίσης, μέχρι τέλους Απριλίου 2009, οι εκταμιεύσεις από το ΕΣΠΑ (Δ΄ ΚΠΣ) 2007-2013 υπήρξαν περιορισμένες,[62] δεδομένου ότι σημειώθηκαν καθυστερήσεις στην υλοποίηση των έργων και προγραμμάτων, όπως άλλωστε συνέβη και στα άλλα κράτη-μέλη, εν μέρει λόγω του νέου, αυστηρότερου θεσμικού πλαισίου διαχείρισης και ελέγχων.[63]

57 Η μείωση των καθαρών πληρωμών για τόκους καταθέσεων και δανείων οφείλεται στα χαμηλότερα επίπεδα των επιτοκίων το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008.

58 Στο τέλος Ιουνίου του 2009, το 53,9% του ακαθάριστου εξωτερικού χρέους βάρυνε τον τομέα της γενικής κυβέρνησης, ενώ το υπόλοιπο βάρυνε κυρίως τον επιχειρηματικό τομέα (χρηματοπιστωτικές και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις).

59 Οι τρέχουσες μεταβιβάσεις από την ΕΕ περιλαμβάνουν κυρίως τις άμεσες ενισχύσεις και επιδοτήσεις στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής, οι οποίες σημειωτέον δεν έχουν σταθερή κατανομή κατά τη διάρκεια του έτους, καθώς και τις καταβολές από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο, ενώ οι τρέχουσες μεταβιβάσεις προς την ΕΕ περιλαμβάνουν κυρίως τις αποδόσεις προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό. Επισημαίνεται γενικότερα ότι οι τρέχουσες μεταβιβάσεις δεν αντιστοιχούν πάντοτε στα ποσά των άμεσων ενισχύσεων και επιδοτήσεων της ΚΑΠ ούτε στις τακτικές αποδόσεις προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό, δεδομένου ότι διακινούνται και ορισμένα άλλα ποσά, όπως έκτακτες συνεισφορές και επιστροφές.

60 Οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις από την ΕΕ περιλαμβάνουν κυρίως τις απολήψεις από τα Διαρθρωτικά Ταμεία – πλην του Ευρωπαϊκού Κοινωνικού Ταμείου – και από το Ταμείο Συνοχής βάσει των ΚΠΣ.

61 European Commission, *Analysis of the budgetary implementation of the Structural and Cohesion Fund in 2008,* Μάιος 2009, σελ. 2.

62 European Commission, ό.π., σελ. 5, 16.

63 Μέχρι τέλους Απριλίου 2009 οι εισπράξεις από το ΕΣΠΑ αφορούσαν κυρίως προκαταβολές από τα Διαρθρωτικά Ταμεία και το Ταμείο Συνοχής. Σύμφωνα με τους βασικούς κανονισμούς της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) για την περίοδο 2007-2013, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προκαταβάλλει στην Ελλάδα και τα υπόλοιπα κράτη-μέλη της ΕΕ-15 το 5% της συνολικής συνδρομής των Διαρθρωτικών Ταμείων (2% το 2007 και 3% το 2008) και το 7,5% της συνδρομής του Ταμείου Συνοχής (2% το 2007, 3% το 2008 και 2,5% το 2009). Επιπλέον, για την αντιμετώπιση των συνεπειών της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είχε εγκρίνει τη χορήγηση πρόσθετης προκαταβολής της τάξεως του 2,5% επί της συνολικής συνδρομής των Διαρθρωτικών Ταμείων. Η Ελλάδα έχει εισπράξει συνολικά προκαταβολές της τάξεως του 1,5 δισεκ. ευρώ.

Οι συνολικές καθαρές μεταβιβάσεις πόρων από την ΕΕ (τρέχουσες μεταβιβάσεις συν κεφαλαιακές μείον αποδόσεις προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό) ανήλθαν κατά το επτάμηνο σε 2,5 δισεκ. ευρώ, έναντι 4,5 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2008.

Εκτιμήσεις για ολόκληρο το 2009

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών για το τρέχον έτος αναμένεται να μειωθεί σημαντικά, με αποτέλεσμα το έλλειμμα για το 2009 να διαμορφωθεί γύρω στο 11% του ΑΕΠ ή χαμηλότερα, έναντι 14,7% το 2008. Περιλαμβανομένων και των κεφαλαιακών μεταβιβάσεων, το συνολικό έλλειμμα αναμένεται να μειωθεί περίπου στο 9,5% του ΑΕΠ ή χαμηλότερα (2008: 12,9%).

Ειδικότερα, εκτιμάται ότι η μείωση του εμπορικού ελλείμματος θα είναι σημαντική, της τάξεως του 30%. Επίσης, προβλέπεται ότι η μείωση τόσο του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου όσο και των ναύλων θα επηρεάσει δυσμενώς τις εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών. Οι ναύλοι πλοίων το 2007 και κυρίως το πρώτο εξάμηνο του 2008 είχαν ανέλθει σε ιστορικώς υψηλά επίπεδα και δεν προβλέπεται —λόγω και των αυξημένων παραδόσεων νέων πλοίων— να επιστρέψουν γρήγορα στα επίπεδα του 2007 και του 2008. Σημειώνεται ότι οι *ακαθάριστες* εισπράξεις από υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών ανέρχονταν σε 5,5% του ΑΕΠ την περίοδο 2000-2003, ενώ την περίοδο 2004-2008 ανήλθαν σε 6,8% του ΑΕΠ. Στον τομέα του τουρισμού επίσης εκτιμάται ότι θα μειωθούν οι εισπράξεις, ιδίως λόγω μείωσης της μέσης διάρκειας παραμονής και της μέσης δαπάνης, η οποία θα είναι μεγαλύτερη από τη μείωση των αφίξεων.

Όσον αφορά τις μεταβιβάσεις από την ΕΕ, το 2009 αναμένεται, παράλληλα με τις υπολειπόμενες εκταμιεύσεις του Γ΄ ΚΠΣ,[64] να υπάρξει επιτάχυνση των πληρωμών για έργα και προγράμματα του ΕΣΠΑ (Δ΄ ΚΠΣ) 2007-2013. Εξάλλου, οι άμεσες ενισχύσεις και επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ θα παραμείνουν σημαντικές και εκτιμάται ότι θα προσεγγίσουν τα 2,4 δισεκ. ευρώ.[65] Τέλος, πρέπει να ληφθούν υπόψη οι πρόσφατες προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την απλούστευση της διαχείρισης των Διαρθρωτικών Ταμείων. Σύμφωνα με την κυριότερη πρόταση, το 2009 και το 2010 η Επιτροπή, ύστερα από αίτημα των κρατών-μελών, θα καλύπτει το 100% της δηλούμενης δημόσιας δαπάνης για προγράμματα χρηματοδοτούμενα από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο – αίρεται δηλαδή η υποχρέωση συγχρηματοδότησης.[66]

4.2 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Το σύνολο των χρηματοοικονομικών επενδύσεων κατά το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009 παρουσίασε καθαρή εισροή ύψους 16,2 δισεκ. ευρώ, έναντι 18,7 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2008. Ειδικότερα, καθαρή εισροή εμφάνισαν οι κατηγορίες των αμέσων επενδύσεων (ύψους 1,8 δισεκ. ευρώ) και των επενδύσεων χαρτοφυλακίου (ύψους 23,7 δισεκ. ευρώ), ενώ καθαρή εκροή (ύψους 9,4 δισεκ. ευρώ) εμφάνισε η κατηγορία των "λοιπών" επενδύσεων.

Δεδομένων των διαρθρωτικών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας όσον αφορά την

64 Υπενθυμίζεται ότι, ενώ το Γ΄ ΚΠΣ έπρεπε να έχει ολοκληρωθεί σε επίπεδο υλοποίησης μέχρι 31.12.2008 σύμφωνα με το γνωστό κανόνα "n+2", το Ευρωπαϊκό Σχέδιο Ανάκαμψης έδωσε στα κράτη-μέλη τη δυνατότητα εξάμηνης παράτασης για την απορρόφηση υπολειπομένων πόρων του Γ΄ ΚΠΣ. Ήδη 9 από τα 13 περιφερειακά προγράμματα και 2 από τα 11 επιχειρησιακά του Γ΄ ΚΠΣ έχουν ολοκληρωθεί. Παράλληλα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει δώσει στην Ελλάδα παράταση της προθεσμίας έως το τέλος του 2009 για τα προγράμματα των πυρόπληκτων περιοχών της χώρας, των οποίων έχει εξασφαλιστεί πλήρως η χρηματοδότηση από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (δελτίο τύπου Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, 1.7.2009)

65 Οι άμεσες ενισχύσεις και επιδοτήσεις θα χρηματοδοτούνται πλέον από το Ευρωπαϊκό Γεωργικό Ταμείο Εγγυήσεων (ΕΓΤΕ), το οποίο αντικαθιστά το Τμήμα Εγγυήσεων του ΕΓΤΠΕ. Όσον αφορά το σύνολο της περιόδου μέχρι το 2013, διαφαίνεται ότι οι άμεσες ενισχύσεις και επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ θα διατηρηθούν, σε γενικές γραμμές ως έχουν, εκτός εάν ισχύσουν πριν από το 2013 νέα μέτρα εφαρμογής της ΚΑΠ, δεδομένου ότι το μέλλον της επανεξετάζεται, κατά τις διαπραγματεύσεις για τον Προϋπολογισμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης της προγραμματικής περιόδου 2014-2020. Βλ. Commission of the European Communities, Communication from the Commission, "Preparing for the "Health Check" of the CAP reform", COM (2007)722, 20.11.2007, Ομιλία της Επιτρόπου κ. Huebner στην άτυπη Σύνοδο Υπουργών της ΕΕ, "Cohesion Policy Response to the Financial Crisis", Μασσαλία, 26.11.2008 και Ομιλία της Επιτρόπου κ. Boel "CAP post-2013: What future for direct payments", Μπρνο Τσεχίας, 2.6.2009.

66 Βλ. δελτίο τύπου Ευρωπαϊκής Επιτροπής IP/09/1175, 22.7.2009.

ευέλικτη λειτουργία των αγορών προϊόντων και συντελεστών παραγωγής και τις επιβαρύνσεις της παραγωγικής δραστηριότητας λόγω της γραφειοκρατίας, οι ξένες άμεσες επενδύσεις είναι μάλλον περιορισμένες.[67] Οι κυριότερες εισροές κεφαλαίων μη κατοίκων για άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα αφορούν την τμηματική εισροή (813 εκατ. ευρώ) για τη συμμετοχή της Credit Agricole S.A. (Γαλλία) στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Emporiki Bank τον Απρίλιο και το Μάιο καθώς και την εισροή 673 εκατ. ευρώ τον Ιούλιο για την αύξηση της συμμετοχής της Deutsche Telekom AG στο μετοχικό κεφάλαιο του ΟΤΕ από 25% σε 30%. Συνολικά το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009 η καθαρή εισροή κεφαλαίων μη κατοίκων για άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα ανήλθε σε 2,4 δισεκ. ευρώ (έναντι 2,8 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2008).[68] Η καθαρή εκροή κεφαλαίων κατοίκων Ελλάδος για άμεσες επενδύσεις στο εξωτερικό έφθασε το 0,6 δισεκ. ευρώ (έναντι 1,3 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2008). Οι κυριότερες εκροές αφορούσαν επενδυτική δραστηριότητα στις βαλκανικές χώρες και στη Μάλτα.[69]

Στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου σημειώθηκε εισροή κεφαλαίων για αγορές ομολόγων και έντοκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου από μη κατοίκους, ύψους 26,3 δισεκ. ευρώ, έναντι 17,0 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2008, ενώ η εκροή κεφαλαίων που καταγράφηκε λόγω αύξησης των τοποθετήσεων κατοίκων Ελλάδος σε ομόλογα και έντοκα του εξωτερικού ήταν 1,5 δισεκ. ευρώ, έναντι 8,1 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2008.

Στην κατηγορία των "λοιπών" επενδύσεων, η καθαρή εκροή ύψους 9,4 δισεκ. ευρώ οφείλεται στην αύξηση (εκροή) των τοποθετήσεων εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων και θεσμικών επενδυτών σε καταθέσεις και repos στο εξωτερικό (κατά 15,7 δισεκ. ευρώ), η οποία υπεραντιστάθμισε την εισροή κεφαλαίων για τοποθετήσεις μη κατοίκων σε καταθέσεις και repos στην Ελλάδα, ύψους 5,3 δισεκ. ευρώ

Τέλος, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας διαμορφώθηκαν σε 2,7 δισεκ. ευρώ στο τέλος Ιουλίου του 2009.

67 Βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση*, Οκτώβριος 2006, Πλαίσιο IV.1, σελ. 145-151.

68 Εκτός των ανωτέρω, οι σημαντικότερες επενδύσεις στην Ελλάδα από μη κατοίκους την περίοδο αυτή αφορούν την εισροή 130 εκατ. ευρώ από την αυστριακή εταιρία Hofer KG για τη συμμετοχή της στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Aldi Ελλάς Supermarket ΕΕ, εισροή 64 εκατ. ευρώ για την ολοκλήρωση της εξαγοράς της Lamda Development από την HSBC Property Invest (Λουξεμβούργο), εισροή 111 εκατ. ευρώ από την Dubai Financial Limited (ΗΑΕ) η οποία εξαγόρασε τη συμμετοχή της Commerzbank AG (7,74%) στο μετοχικό κεφάλαιο της MIG και εισροή 95 εκατ. ευρώ για την εξαγορά του 50% της εταιρίας Ήρων ΙΙ Θερμοηλεκτρικός Σταθμός Βοιωτίας ΑΕ από την ολλανδική εταιρία Electrabel International. Παράλληλα, καταγράφηκε εκροή (αποεπένδυση) 30 εκατ. ευρώ που αφορά την πώληση, από την Wind PPC Holding στην Wind Hellas, της συμμετοχής της πρώτης στην Tellas ΑΕ (πρόκειται για τη δεύτερη δόση από έξι συνολικά – η πρώτη δόση καταβλήθηκε τον Οκτώβριο του 2008).

69 Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, οι σημαντικότερες επενδύσεις στο εξωτερικό από κατοίκους Ελλάδος αφορούν την εκροή: (α) 185 εκατ. ευρώ από την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος για την εξαγορά της Finansbank Malta (μέσω της θυγατρικής της εταιρίας NBG Holdings BV στην Ολλανδία), (β) 114 εκατ. ευρώ από την EFG Eurobank για τη συμμετοχή της στο μετοχικό κεφάλαιο της θυγατρικής της Bank Post SA στη Ρουμανία, (γ) 48,2 εκατ. ευρώ για την εξαγορά του 12,6% του μετοχικού κεφαλαίου της Albanian Mobile Communications (που ελέγχεται από το Αλβανικό Δημόσιο) από την Cosmote, η οποία αύξησε το ποσοστό συμμετοχής της στην εν λόγω εταιρία στο 95%, και (δ) εκροή 20 εκατ. ευρώ από την Jumbo Ανώνυμη Εμπορική Εταιρία για τη συμμετοχή στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της θυγατρικής της Jumpo ECB (Βουλγαρία).

V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1 ΟΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟΥ ΕΞΑΜΗΝΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ-ΙΟΥΝΙΟΥ 2009 ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΑ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ[1]

Ο προϋπολογισμός του 2009 προέβλεπε μείωση του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ) στο 3,4% του ΑΕΠ, από 5,8% το 2008. Το έλλειμμα αυτό (3,4%) ήταν συνεπές με έλλειμμα γενικής κυβέρνησης ίσο με 2,0% του ΑΕΠ. Στη συνέχεια, με τη δημοσίευση του Επικαιροποιημένου Προγράμματος Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2008-2011 (ΕΠΣΑ) στο τέλος Ιανουαρίου, αναθεωρήθηκαν οι στόχοι για μεν το έλλειμμα του ΚΠ του 2009 στο 5,0% του ΑΕΠ (ή 5,1% του ΑΕΠ όπως αναθεωρήθηκε μεταγενέστερα), για δε το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (σε εθνικολογιστική βάση) στο 3,7% του ΑΕΠ.

Όμως, το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους το έλλειμμα του ΚΠ (σε δημοσιονομική βάση) ανήλθε σε 7,3% του ΑΕΠ, έναντι 3,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2008. Στο ίδιο διάστημα, το πρωτογενές έλλειμμα του ΚΠ σχεδόν τετραπλασιάστηκε και έφθασε το 4,5% του ΑΕΠ, έναντι αντίστοιχου ελλείμματος 1,2% το 2008 (βλ. Πίνακα V.1).

Η αύξηση του ελλείμματος του ΚΠ στο εξάμηνο προήλθε κατά το 56,9% από τον τακτικό προϋπολογισμό (ΤΠ) και κατά το υπόλοιπο 43,1% από τον προϋπολογισμό δημόσιων επενδύσεων (ΠΔΕ), οφειλόταν δε τόσο στη μεγάλη υστέρηση των εσόδων όσο και στην υπέρβαση των τρεχουσών δαπανών, καθώς και στην επίσπευση των επενδύσεων.

Από τα τέλη του 2008 η ελληνική οικονομία άρχισε να επηρεάζεται αρνητικά από τη διεθνή οικονομική κρίση. Οι επιπτώσεις αυτές έγιναν πολύ πιο έντονες το 2009 και η διεθνής κρίση επηρέασε αρνητικά και την εκτέλεση του προϋπολογισμού στην Ελλάδα το πρώτο εξάμηνο του 2009.

Ωστόσο, στις πολύ δυσμενείς δημοσιονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα συνετέλεσαν κυρίως άλλοι παράγοντες που έχουν αναφερθεί επανειλημμένα σε προηγούμενες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Πρόκειται για τις διαρθρωτικές αδυναμίες και τις μακροοικονομικές ανισορροπίες, οι οποίες μεταξύ άλλων αντανακλώνται στην αναποτελεσματικότητα των μέτρων συγκράτησης των δαπανών, στη συνεχιζόμενη αύξηση της φοροδιαφυγής και στην προϊούσα αποδιοργάνωση και τον αποσυντονισμό του φοροεισπρακτικού μηχανισμού. Επίσης, τους πρώτους μήνες του 2009 επισπεύσθηκε η εκταμίευση ορισμένων προϋπολογισμένων δαπανών, ιδίως του προϋπολογισμού δημόσιων επενδύσεων. Τέλος, υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις υπερεκτίμησης των εσόδων και υποεκτίμησης των δαπανών τόσο στον Προϋπολογισμό όσο και στο ΕΠΣΑ.

Έσοδα Τακτικού Προϋπολογισμού

Τα έσοδα του ΤΠ μειώθηκαν το πρώτο εξάμηνο του έτους κατά 0,7%, έναντι αναθεωρημένης[2] πρόβλεψης του προϋπολογισμού για αύξηση 14,2% στο σύνολο του τρέχοντος έτους (βλ. Πίνακα V.1). Από τα διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία προκύπτει υστέρηση του ρυθμού αύξησης των εσόδων από άμεσους φόρους σε σχέση με την πρόβλεψη του προϋπολογισμού, καθώς και μείωση των εσόδων από την έμμεση φορολογία και των "μη φορολογικών εσόδων" σε σύγκριση με τις αντίστοιχες εισπράξεις του 2008. Η μείωση των εσόδων από την έμμεση φορολογία αντανακλά τόσο τη στασιμότητα της οικονομικής δραστηριότητας (ή και την υποχώρησή της σε ορισμένους τομείς) όσο και την τεκμαιρόμενη αύξηση της φοροδιαφυγής.

Η υστέρηση των εσόδων από άμεσους φόρους στο εξάμηνο (άνοδος 7,3%, έναντι αναθεωρημένου στόχου για ετήσια άνοδο 23,9%) οφείλεται κυρίως:

1 Το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών δεν έχει δημοσιεύσει στοιχεία εκτέλεσης του τρέχοντος προϋπολογισμού πέραν του πρώτου εξαμήνου του έτους. Ως γνωστόν, από 1ης Ιανουαρίου 2009 τα εν λόγω στοιχεία δημοσιεύονται ανά τρίμηνο και όχι μηνιαίως.

2 Για την αναθεώρηση λήφθηκαν υπόψη τα στοιχεία και οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο ΕΠΣΑ 2008-2011, σύμφωνα με τις οποίες τα έσοδα του 2009 θα είναι μειωμένα κατά 2.420 εκατ. ευρώ σε σχέση με τις προβλέψεις του Προϋπολογισμού του 2009. Η αναθεώρηση έχει γίνει και στις επιμέρους κατηγορίες εσόδων και δαπανών, όπως αναφέρεται στα επόμενα.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Ιούνιος			Εκατοστιαίες μεταβολές		Ετήσια στοιχεία						Εκατοστιαίες μεταβολές			
	2007	2008	2009*	2008/07	2009*/08	2005	2006	2007	2008*	Προϋπ. 2009	Πρόγρ. Σταθ/τας 2009**	2006/05	2007/06	2008*/07	Πρόγρ. Σταθ/τας 2009/08*
I. Έσοδα[1]	**26.151**	**27.161**	**25.281**	**3,9**	**-6,9**	**47.446**	**52.460**	**56.647[6]**	**60.295**	**69.272**	**66.852**	**10,6**	**8,0**	**6,4**	**10,9**
1. Τακτικός προϋπολογισμός	23.471	24.807	24.639	5,7	-0,7	44.760	48.685	51.775[6]	55.317	65.572	63.152	8,8	6,3	6,8	14,2
(εκ των οποίων έκτακτα έσοδα)	0	-	-				773[3]	-	-	1.372[8]	1.372				
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	2.680	2.354	642	-12,2	-72,7	2.686	3.775	4.872	4.978	3.700	3.700	40,5	29,1	2,2	-25,7
–Ίδια έσοδα	...	...	79	...	...	63	212	64	310	200	200	236,5	-69,8	384,4	-35,5
–Έσοδα από ΕΕ	...	...	563	...	...	2.623	3.563	4.811	4.668	3.500	3.500	35,8	35,0	-3,0	-25,0
II. Δαπάνες[1]	**32.543**	**36.251**	**42.764**	**11,4**	**18,0**	**58.763[5]**	**60.692**	**67.168[7]**	**74.202**	**78.078[9]**	**79.378**	**3,3**	**10,7**	**10,5**	**7,0**
1. Τακτικός προϋπολογισμός	29.313	32.018	36.624[4]	9,2	14,4	51.239[5]	52.508	58.365[7]	64.578	69.278[9]	70.578	2,5	11,2	10,6	9,3
–Τόκοι[2]	6.759	6.177	6.611	-8,6	7,0	9.774	9.589	9.791	11.210	12.000	12.000	-1,9	2,1	14,5	7,0
–Πρωτογενείς δαπάνες τακτικού προϋπ/σμού	22.554	25.841	30.013	14,6	16,1	41.465	42.919	48.574	53.368	57.278	58.578	3,5	13,2	9,9	9,8
(εκ των οποίων επιστροφές φόρων)	1.477	1.857	2.450	25,7	31,9	2.554	2.392	2.623	3.653	3.300	3.700	-6,3	9,7	39,3	1,3
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	3.230	4.233	6.140	31,1	45,1	7.524	8.184	8.803	9.624	8.800	8.800	8,8	7,6	9,3	-8,6
III. Αποτέλεσμα Κρατικού Προϋπ/σμού (ΚΠ)	**-6.392**	**-9.090**	**-17.483**			**-11.318**	**-8.232**	**-10.521**	**-13.907**	**-8.806**	**-12.526**				
% του ΑΕΠ	-2,8	-3,8	-7,3			-5,8	-3,9	-4,6	-5,8	-3,4	-5,0				
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-5.842	-7.211	-11.985			-6.479	-3.823	-6.590	-9.261	-3.706	-7.426				
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	-550	-1.879	-5.498			-4.838	-4.409	-3.931	-4.646	-5.100	-5.100				
IV. Πρωτογενές πλεόνασμα ΚΠ	**367**	**-2.913**	**-10.872**			**-1.544**	**1.357**	**-730**	**-2.697**	**3.194**	**-526**				
% του ΑΕΠ	**0,2**	**-1,2**	**-4,5**			**-0,8**	**0,6**	**-0,3**	**-1,1**	**1,2**	**-0,2**				
V. Έλλειμμα γενικής κυβέρνησης															
% του ΑΕΠ (εθνικολογιστική βάση)	**-**	**-**	**-**			**5,1**	**2,9**	**3,6**	**5,6**	**2,0**	**3,7**				
Χρεολύσια[2]	19.793	24.004	28.224	21,3	17,6	21.752	16.954	23.543	26.278	29.158	29.158	-22,1	38,9	11,6	11,0
Εξοπλιστικά προγ/ματα Υπ. Εθνικής Άμυνας[2]	314	773	609	146,2	-21,2	1.394	2.075	2.129	2.596	2.200	2.200	48,9	2,6	21,9	-15,3
ΑΕΠ (τρέχουσες τιμές)	226.437	239.141	239.619	5,6	0,2	195.366	210.460	226.437	239.141	260.248	248.556	7,7	7,6	5,6	3,9

Πηγή: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.
* Προσωρινά στοιχεία.
** Στοιχεία του Προϋπολογισμού 2009, αναθεωρημένα σύμφωνα με το Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2008-2011 που δημοσιεύθηκε τον Ιανουάριο 2009. Συγκεκριμένα, έχει υπολογιστεί μείωση εσόδων ύψους 2.420 εκατ. ευρώ, καθώς και αύξηση δαπανών ύψους 1.300 εκατ. ευρώ, εκ των οποίων τα 400 εκατ. ευρώ αφορούν αύξηση των επιστροφών φόρων.
1 Για λόγους συγκρισιμότητας οι επιστροφές φόρων περιλαμβάνονται στις δαπάνες και δεν έχουν εκπέσει από τα έσοδα, πρακτική που ακολουθείται από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών τα τελευταία έτη.
2 Απο το 2003 και μετά, οι τόκοι και τα χρεολύσια που εξυπηρετούνται από το Υπουργείο Εθνικής Άμυνας εμφανίζονται στην εκτός προϋπολογισμού αλλά υπό κατανομή κατηγορία "Εξοπλιστικά προγράμματα Υπουργείου Εθνικής Άμυνας".
3 Περιλαμβάνονται ποσά 149,7 εκατ. ευρώ από εκκαθάριση εσόδων της ΕΕΤΤ, 299,3 εκατ. ευρώ (που δεν είχαν προβλεφθεί στον προϋπολογισμό του 2006) από τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου, 34 εκατ. ευρώ από τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΤΕ και 290 εκατ. ευρώ απο πρόσθετα μερίσματα του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων.
4 Περιλαμβάνεται ποσό ύψους 294 εκατ. ευρώ που αφορά την τακτοποίηση υποχρεώσεων του Ελληνικού Δημοσίου προς την Ολυμπιακή Αεροπορία από εκτέλεση απόφασης διαιτητικού δικαστηρίου.
5 Περιλαμβάνεται επιχορήγηση προς το ΤΑΠ-ΟΤΕ ύψους 330 εκατ. ευρώ, καθώς και εξόφληση οφειλής του Ελληνικού Δημοσίου προς την ΑΤΕ ύψους 345 εκατ. ευρώ. Οι δαπάνες αυτές δεν περιλαμβάνονται στις εκτιμήσεις του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών για το 2005, όπως αυτές δημοσιεύθηκαν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2006, τελικά όμως εμφανίστηκαν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2007.
6 Περιλαμβάνονται "λογιστικά" έσοδα ύψους 437 εκατ. ευρώ από τη ρύθμιση των εκκρεμοτήτων με την Ολυμπιακή Αεροπορία.
7 Περιλαμβάνονται "λογιστικές" δαπάνες ύψους 840 εκατ. ευρώ από τη ρύθμιση των εκκρεμοτήτων με την Ολυμπιακή Αεροπορία, καθώς και αναδρομικές εισφορές στον κοινοτικό προϋπολογισμό (1.108 εκατ. ευρώ) λόγω αναθεώρησης του ΑΕΠ.
8 Περιλαμβάνονται έσοδα καταργηθέντων ειδικών λογαριασμών ύψους 972 εκατ. ευρώ, καθώς και έσοδα προγράμματος ενίσχυσης της ρευστότητας λόγω της χρηματοπιστωτικής κρίσης, ύψους 400 εκατ. ευρώ.
9 Περιλαμβάνονται δαπάνες καταργηθέντων ειδικών λογαριασμών ύψους 882 εκατ. ευρώ, καθώς και δαπάνες για το Ασφαλιστικό Κεφάλαιο Αλληλεγγύης Γενεών, ύψους 790 εκατ. ευρώ.

• Στη μείωση των εσόδων από τη φορολογία εισοδήματος νομικών προσώπων κατά 12,1% σε σύγκριση με τα έσοδα του πρώτου εξαμήνου του 2008, έναντι (αναθεωρημένου) στόχου για αύξηση 13,8%. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη μείωση των κερδών του 2008 κατά 30% περίπου και μάλλον υποδηλώνει ότι είχαν υπερεκτιμηθεί τα προϋπολογισθέντα έσοδα.

• Στην υστέρηση των εσόδων από την περαίωση των εκκρεμών φορολογικών υποθέσεων και την είσπραξη ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο (αύξηση εξαμήνου 38,6%, ετήσιος αναθεωρημένος στόχος για άνοδο 53,1%).

• Στην υστέρηση των εισπράξεων από τη φορολογία εισοδήματος φυσικών προσώπων (άνοδος στο εξάμηνο κατά 2,8%, έναντι στόχου για αύξηση 12,5%), εν μέρει λόγω του "παγώματος" των μισθολογικών αυξήσεων στο Δημόσιο, της κάμψης της απασχόλησης και του γεγονότος ότι η οικονομική δραστηριότητα και τα εισοδήματα έχουν εξέλιξη δυσμενέστερη από την προβλεφθείσα στον Προϋπολογισμό.

• Τέλος, στο γεγονός ότι στο εξάμηνο δεν είχε ουσιαστικά εισπραχθεί το τέλος ακίνητης περιουσίας (ΕΤΑΚ) ούτε του 2008 ούτε του 2009, λόγω των σοβαρών δυσλειτουργιών της δημόσιας διοίκησης, αδυναμιών στον αρχικό σχεδιασμό του νέου φόρου και ανεπάρκειας του φοροεισπρακτικού μηχανισμού.

Οι επιπτώσεις από τη στασιμότητα της οικονομικής δραστηριότητας είναι περισσότερο έντονες στην έμμεση φορολογία και ιδιαίτερα στον ΦΠΑ. Συγκεκριμένα, το πρώτο εξάμηνο τα έσοδα από έμμεσους φόρους *μειώθηκαν* κατά 5,3%, έναντι αναθεωρημένου στόχου για αύξηση 7,3%. Η μείωση εντοπίζεται κυρίως στις εισπράξεις[3] από τον ΦΠΑ (εγχωρίων και εισαγομένων), οι οποίες στο εξάμηνο σημείωσαν *πτώση* κατά 10,1%, έναντι προϋπολογισθείσας (αναθεωρημένης) ετήσιας αύξησης 6,7%. Η εξέλιξη αυτή, πέρα από την κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας και τη μεγάλη επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της κατανάλωσης σε *τρέχουσες τιμές*, δεν είναι δυνατόν παρά να υποδηλώνει την αδυναμία των επιχειρήσεων να εκπληρώσουν κανονικά τις υποχρεώσεις τους, καθώς και σημαντική έξαρση της φοροδιαφυγής. Όπως έχει παρατηρηθεί και στο παρελθόν, όταν επιδεινώνονται οι οικονομικές συνθήκες αυξάνεται ο βαθμός *μη απόδοσης* του ΦΠΑ από τις επιχειρήσεις. Μείωση καταγράφεται επίσης στις εισπράξεις από το φόρο μεταβίβασης ακινήτων (-32,9%), από τη φορολογία χαρτοσήμου (-26,4%), από τα τέλη ταξινόμησης αυτοκινήτων (-53,3%) και από το φόρο επί των χρηματιστηριακών συναλλαγών (-58,0%).

Αντίθετα, σημαντική άνοδο (33,0%) παρουσίασαν στο εξάμηνο τα έσοδα από τον ειδικό φόρο κατανάλωσης (ΕΦΚ) καυσίμων. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά αφενός την αύξηση κατά 2,9% του ποσού του φόρου ανά λίτρο τον Ιανουάριο του 2009 και αφετέρου το γεγονός ότι η εξίσωση του ΕΦΚ του πετρελαίου θέρμανσης με αυτόν του πετρελαίου κίνησης είχε τεθεί σε ισχύ στις 15 Φεβρουαρίου 2008, ενώ το 2009 ίσχυσε από την πρώτη ημέρα του έτους (αποτέλεσμα βάσης σύγκρισης).

Στο υπόλοιπο του έτους, τα έσοδα του ΤΠ αναμένεται να ενισχυθούν σημαντικά από την είσπραξη του ΕΤΑΚ για τα έτη 2008 και 2009, εφόσον αυτή ολοκληρωθεί, από την είσπραξη της έκτακτης εισφοράς που υπολογίζεται επί των εισοδημάτων του 2007, καθώς και από τα φορολογικά μέτρα της 25ης Ιουνίου 2009, εφόσον αυτά εφαρμοστούν πλήρως. Τα μέτρα αυτά περιλάμβαναν σειρά ρυθμίσεων, όπως την αύξηση του ειδικού φόρου κατανάλωσης της βενζίνης[4] κατά 14,2%, την επιβολή ειδικού (ετήσιου) φόρου στα αυτοκίνητα με κινητήρες μεγαλύτερους των 1.929 κ.ε., την επιβολή ετήσιου τέλους αλλά και έκτακτης εισφοράς (μόνο για το 2009) στα σκάφη αναψυχής, την αύξηση του τέλους κινητής τηλεφωνίας και την επέκτασή του στα καρτοκινητά, την κατάργηση του αφορολόγητου ορίου στα κέρδη από

3 Οι εισπράξεις από τον ΦΠΑ αποτελούν το 60,0 έως 65,0% των εσόδων από την έμμεση φορολογία.

4 Δεν αυξάνεται ο ειδικός φόρος στο πετρέλαιο κίνησης, στο πετρέλαιο θέρμανσης, στο μαζούτ και στα άλλα καύσιμα.

λαχεία και την αύξηση της φορολογίας τυχερών παιχνιδιών, καθώς και την είσπραξη σημαντικών εφάπαξ εσόδων από τον περιορισμό της φοροδιαφυγής και ενδεχομένως από την "τακτοποίηση" των ημιυπαίθριων χώρων. Σύμφωνα με το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, το σύνολο των εσόδων που αναμενόταν να εισπραχθούν από αυτές τις ρυθμίσεις εντός του 2009 είχε εκτιμηθεί σε 2,2 δισεκ. ευρώ. Επειδή όμως παρατηρήθηκαν καθυστερήσεις στην υλοποίηση ορισμένων από αυτά τα μέτρα, καθώς και απροθυμία των φορολογουμένων να αξιοποιήσουν τις σχετικές ρυθμίσεις, είναι πιθανόν να εισπραχθούν σημαντικώς λιγότερα έσοδα.

Δαπάνες Τακτικού Προϋπολογισμού

Οι δαπάνες του ΤΠ (στις οποίες περιλαμβάνονται και οι επιστροφές φόρων) αυξήθηκαν το πρώτο εξάμηνο του έτους κατά 14,4%, έναντι ανόδου 9,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2008, ενώ ο προϋπολογισμός προέβλεπε (αναθεωρημένη) αύξηση[5] 9,3% για ολόκληρο το έτος. Όπως και τα δύο προηγούμενα έτη, ο υψηλός ρυθμός ανόδου των δαπανών εντοπίζεται στις πρωτογενείς δαπάνες, οι οποίες στο εξάμηνο αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 16,1%, έναντι πρόβλεψης για άνοδο 9,8% για ολόκληρο το έτος (βλ. Πίνακα V.1). Από τα διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία, η υπέρβαση των πρωτογενών δαπανών εντοπίζεται κυρίως:

- Στις δαπάνες για επιχορηγήσεις, οι οποίες στο εξάμηνο αυξήθηκαν κατά 31,7%. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην επιχορήγηση των ασφαλιστικών ταμείων για την καταβολή των συντάξεων, του "έκτακτου επιδόματος κοινωνικής συνοχής" (επίδομα "θέρμανσης") ύψους 300 εκατ. ευρώ περίπου, καθώς και του "επιδόματος στεγαστικού δανείου" σε ανέργους και δικαιούχους ΕΚΑΣ οι οποίοι είχαν συνάψει στεγαστικά δάνεια πριν από τις 5 Μαρτίου 2009. Οφείλεται επίσης στην επιχορήγηση του ΟΑΕΔ, καθώς και σε άλλες παροχές.

- Στις δαπάνες για επιστροφές φόρων, οι οποίες στο εξάμηνο αυξήθηκαν κατά 31,9%, έναντι στόχου για άνοδο 1,3%. Η μεγάλη απόκλιση οφείλεται στο ότι ο προϋπολογισμός δεν περιλάμβανε πρόβλεψη για τις επιστροφές φόρων που συνδέονται με τη ρύθμιση στη φορολογία του πετρελαίου θέρμανσης.

- Στις "λειτουργικές δαπάνες", οι οποίες αυξήθηκαν κατά 104,0% κυρίως λόγω της καταβολής ποσού 294 εκατ. ευρώ στην Ολυμπιακή Αεροπορία (κατόπιν απόφασης διαιτητικού δικαστηρίου).

- Τέλος, στις πληρωμές για συντάξεις του Δημοσίου, οι οποίες στο εξάμηνο αυξήθηκαν κατά 11,8%, εν μέρει λόγω επίσπευσης της αποχώρησης υπαλλήλων από την ενεργό υπηρεσία.

Την ίδια περίοδο οι δαπάνες για τόκους εξελίχθηκαν σύμφωνα με την πρόβλεψη του προϋπολογισμού (άνοδος 7,0%). Το μέσο κόστος νέου δανεισμού του Δημοσίου[6] το *πρώτο εξάμηνο* του έτους παρέμεινε αμετάβλητο στο 4,6%,[7] όσο και το 2008. Η συγκράτηση του μέσου κόστους δανεισμού επιτεύχθηκε χάρη στη μεγαλύτερη προσφυγή σε βραχυχρόνιο δανεισμό (έντοκα γραμμάτια) με πολύ χαμηλά επιτόκια (από 1,8% έως 2,7% στο εξάμηνο). Αντίθετα, τα επιτόκια των *μεσομακροπρόθεσμων* ομολόγων του Δημοσίου που εκδόθηκαν στο εξάμηνο ήταν υψηλά (περίπου 5,0% έως 6,0%), με δυσμενείς συνέπειες για το κόστος εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους τα *επόμενα έτη*. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη μεγάλη διαφορά αποδόσεων μεταξύ του δεκαετούς ελληνικού και του αντίστοιχου γερμανικού ομολόγου, που το Μάρτιο είχε υπερβεί τις 300 μονάδες βάσης, ενώ το Μάιο διαμορφώθηκε λίγο κάτω από 200

5 Για την αναθεώρηση των δαπανών λήφθηκαν υπόψη τα στοιχεία και οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο ΕΠΣΑ 2008-2011, σύμφωνα με τις οποίες οι δαπάνες του 2009 θα είναι αυξημένες κατά 1.300 εκατ. ευρώ σε σχέση με τις προβλέψεις του Προϋπολογισμού του 2009. Από το ποσό αυτό, τα 400 εκατ. ευρώ αφορούν αύξηση στις επιστροφές φόρων.

6 Για τον υπολογισμό του μέσου επιτοκίου νέου δανεισμού δεν λαμβάνονται υπόψη οι "ιδιωτικές τοποθετήσεις". Επίσης, το επιτόκιο της κάθε έκδοσης σταθμίζεται με το ύψος του αντίστοιχου δανείου.

7 *Εάν ληφθεί υπόψη και ο δανεισμός που πραγματοποιήθηκε το μήνα Ιούλιο (και αποτελείτο εξολοκλήρου από έντοκα γραμμάτια), τότε το μέσο κόστος νέου δανεισμού του επταμήνου Ιανουαρίου-Ιουλίου περιορίζεται σε 4,3%.*

μονάδες βάσης. Στα μέσα Αυγούστου, καθώς ομαλοποιείτο η λειτουργία των αγορών, η διαφορά περιορίστηκε στις 100 μονάδες βάσης περίπου. Έκτοτε η διαφορά κυμαίνεται μεταξύ 120 και 140 μονάδων βάσης (βλ. και Κεφάλαιο VI.4).[8]

Προϋπολογισμός Δημόσιων Επενδύσεων

Το πρώτο εξάμηνο του έτους το έλλειμμα του ΠΔΕ διαμορφώθηκε σε 5.498 εκατ. ευρώ ή 2,3% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,8% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2008 (βλ. Πίνακα V.1). Η μεγάλη αύξηση του ελλείμματος οφείλεται τόσο στην καθυστέρηση είσπραξης των εσόδων του ΠΔΕ από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της ΕΕ (μείωση 72,7%) όσο και στην επιτάχυνση του ρυθμού εκτέλεσης των έργων και την αύξηση των πληρωμών για επενδύσεις κατά 45,1%. Η επιτάχυνση αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι στις 30 Ιουνίου έληγε η προθεσμία για την απορρόφηση κονδυλίων από το Γ΄ ΚΠΣ. Δεδομένου ότι ο Προϋπολογισμός του 2009 προέβλεπε *μείωση* των δαπανών για επενδύσεις κατά 8,6% έναντι του 2008, ενδέχεται το δεύτερο εξάμηνο του τρέχοντος έτους οι δαπάνες του ΠΔΕ να περιοριστούν.

2 ΟΙ ΚΑΘΑΡΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΑΝΑΓΚΕΣ ΤΟΥ ΕΝΝΕΑΜΗΝΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ-ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2009 ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΕ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΒΑΣΗ

Το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου το ταμειακό έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης διπλασιάστηκε και έφθασε τα 23.681 εκατ. ευρώ, ή 9,9% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 4,9% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2008. Επίσης, το πρωτογενές ταμειακό έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης (δηλαδή το ταμειακό έλλειμμα χωρίς τις δαπάνες για τόκους) τετραπλασιάστηκε και διαμορφώθηκε σε 6,0% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 1,4% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2008. Σημειωτέον ότι το ταμειακό έλλειμμα του εννεαμήνου περιορίστηκε λόγω της είσπραξης εσόδων ύψους 673,5 εκατ. ευρώ από την πώληση μετοχών του ΟΤΕ, ενώ την αντίστοιχη περίοδο του 2008 δεν υπήρχαν έσοδα από αποκρατικοποιήσεις. Χωρίς τις εισπράξεις αυτές το ταμειακό έλλειμμα θα ήταν μεγαλύτερο κατά 0,3% του ΑΕΠ (δηλαδή 10,2%).

Διάγραμμα V.1 Καθαρές δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση (Ιανουάριος 2008-Σεπτέμβριος 2009)

(% του ΑΕΠ)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
Τα "μηνιαία" στοιχεία είναι το σωρευτικό ποσοστό από την αρχή του έτους.

Το έλλειμμα του εννεαμήνου του 2009 έχει ήδη υπερβεί το ταμειακό έλλειμμα ολόκληρου του 2008 κατά 6,6 δισεκ. ευρώ (βλ. Πίνακα V.2). Η τάση διεύρυνσης του ταμειακού ελλείμματος έναντι του αντίστοιχου μεγέθους του 2008 ήταν ορατή από την αρχή του τρέχοντος έτους και κάθε μήνα γινόταν εντονότερη (βλ. Διάγραμμα V.1). Ενώ τον Ιανουάριο του 2009 το ταμειακό έλλειμμα ήταν διευρυμένο κατά 0,5% του ΑΕΠ έναντι του Ιανουαρίου 2008, στο εννεάμηνο η διεύρυνση έφθασε τις 5,0 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ (9μηνο 2009: 9,9% του ΑΕΠ, 9μηνο 2008: 4,9% του ΑΕΠ).

Η διεύρυνση του ταμειακού ελλείμματος οφείλεται τόσο στη σημαντική μείωση των εισπράξεων όσο και στη μεγάλη άνοδο των

8 Στην τελευταία έκδοση δεκαετούς ομολόγου (2 Ιουνίου) η διαφορά απόδοσης μεταξύ των ελληνικών και των γερμανικών δεκαετών τίτλων ήταν 189 μονάδες βάσης.

Πίνακας V.2 Καθαρές δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση[1]

(εκατ. ευρώ)

	Έτη		Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		
	2007	2008	2007	2008	2009*
1. Κρατικός προϋπολογισμός	**12.432**	**17.361**	**10.931**	**13.911**	**25.603**
% του ΑΕΠ	5,5	7,3	4,8	5,8	10,7
– Τακτικός προϋπολογισμός[2]	8.512[4]	12.585[5,6]	7.541	10.834	19.236[7]
– Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	3.920	4.776	3.390	3.077	6.367
2. ΕΛΕΓΕΠ - ΟΠΕΚΕΠΕ[3]	**1.160**	**-254**	**-707**	**-2.258**	**-1.922**
3. Κεντρική κυβέρνηση (1+2)	**13.592**	**17.107**	**10.224**	**11.653**	**23.681**
% του ΑΕΠ	6,0	7,2	4,5	4,9	9,9

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
* Προσωρινά στοιχεία.
1 Όπως προκύπτει από την κίνηση των σχετικών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος και τα πιστωτικά ιδρύματα.
2 Περιλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης του δημόσιου χρέους.
3 Οργανισμός Πληρωμών και Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων. Αντικατέστησε τη ΔΙΔΑΓΕΠ από 3.9.2001.
4 Περιλαμβάνονται εισπράξεις από αποκρατικοποιήσεις ύψους 1.107,5 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών του ΟΤΕ και 502,8 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου. Επίσης περιλαμβάνεται δαπάνη ύψους 264,9 εκατ. ευρώ για ενίσχυση των πυροπλήκτων, καθώς και δαπάνη για επιχορήγηση προς τον ΟΓΑ ύψους 465,7 εκατ. ευρώ.
5 Περιλαμβάνεται είσπραξη ποσού 430,8 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών του ΟΤΕ. Επίσης περιλαμβάνεται δαπάνη για επιχορήγηση ύψους 570,8 εκατ. ευρώ προς τον ΟΓΑ, ενώ δεν περιλαμβάνεται ομολογιακό δάνειο ύψους 1.172 εκατ. ευρώ, το προϊόν του οποίου δόθηκε στο ΙΚΑ για κάλυψη υποχρεώσεων του Ελληνικού Δημοσίου.
6 Σημειώνεται ότι το μήνα Μάρτιο 2008 κατά τη διάρκεια της απεργίας του προσωπικού της Τράπεζας της Ελλάδος πραγματοποιήθηκαν πληρωμές εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους μέσω εμπορικών τραπεζών ύψους 1.537 εκατ. ευρώ, εκ των οποίων τα 359 εκατ. ευρώ αφορούν τόκους που δεν καταγράφηκαν στα ταμειακά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος. Αν αυτοί οι τόκοι προστεθούν στους υφιστάμενους τόκους, τότε οι καθαρές δανειακές ανάγκες του Κρατικού Προϋπολογισμού διαμορφώνονται από 7,3% σε 7,4% του ΑΕΠ και αντίστοιχα της κεντρικής κυβέρνησης από 7,2% στο 7,3% του ΑΕΠ.
7 Δεν περιλαμβάνεται δαπάνη ύψους 3.769 εκατ. ευρώ για αγορά προνομιούχων μετοχών από ελληνικές τράπεζες στο πλαίσιο της κεφαλαιακής τους ενίσχυσης (Ν. 3723/2008), καθώς και δαπάνη ύψους 1.500 εκατ. ευρώ για την κάλυψη της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου του Ταμείου Εγγυοδοσίας Μικρών και Πολύ Μικρών Επιχειρήσεων ΑΕ (ΤΕΜΠΜΕ) με έκδοση ομολόγων. Αντίθετα, περιλαμβάνονται ποσό 673,6 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών του ΟΤΕ, ομολογιακό δάνειο ύψους 531 εκατ. ευρώ, το προϊόν του οποίου δόθηκε στον ΟΓΑ για κάλυψη υποχρεώσεων του Ελληνικού Δημοσίου.

πληρωμών για τους λόγους που προαναφέρθηκαν στην ανάλυση των αντίστοιχων μεγεθών σε δημοσιονομική βάση.

3 ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ

Το σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον που διαμορφώθηκε μετά την είσοδο της χώρας στη νομισματική ένωση το 2001 είχε συμβάλει στη δημιουργία προϋποθέσεων που διευκολύνουν τη μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ. Από το 2000 έως και το 2007 ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης ήταν κατά μέσο όρο 4,0% περίπου ετησίως, τα επιτόκια δανεισμού του Δημοσίου σημείωναν συνεχή αποκλιμάκωση έως το τέλος του 2005, όταν διαμορφώθηκαν σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα, ενώ εισπράχθηκαν και σημαντικά ποσά από τις αποκρατικοποιήσεις. Επίσης, στα περισσότερα έτη της περιόδου αυτής επιτυγχάνονταν πρωτογενή πλεονάσματα, αν και μικρότερα σε σύγκριση με την τριετία 1997-1999. Με τη συμβολή των ανωτέρω παραγόντων, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ σημείωνε πτωτική τάση και σε οκτώ χρόνια έως το 2007 μειώθηκε κατά 7,8 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Όμως το 2008, λόγω του πολύ μεγάλου ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης ύψους 5,6% του ΑΕΠ (συν "προσαρμογή ελλείμματος-χρέους" ίση με το 3,3% του ΑΕΠ, που αφορά χρηματοοικονομικές συναλλαγές οι οποίες, σύμφωνα με το Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών (ESA), δεν καταγράφονται ως έλλειμμα αλλά αυξάνουν το δημόσιο χρέος), η πτωτική τάση αναστράφηκε. Έτσι, ο λόγος του χρέους παρουσίασε σημαντική αύξηση 3,6 εκατοστιαίων μονάδων και διαμορφώθηκε στο 99,2% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα V.3). Παράλληλα, η υποχώρηση του ρυθμού ανάπτυξης στο 2,0% το 2008 και η αύξηση των επιτοκίων δανεισμού του Δημοσίου στο 4,6% (έναντι 3,2% το 2005, 3,8% το

Πίνακας V.3 Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ[1]

(σε εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
Λόγος χρέους γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ	103,4	103,7	101,7	97,4	98,6	100,0	97,1	95,6	99,2
Μεταβολές λόγου χρέους γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ	-8,9	0,3	-2,1	-4,2	1,1	1,4	-2,9	-1,6	3,6
– Επίδραση του πρωτογενούς αποτελέσματος	-3,6	-2,0	-0,7	0,7	2,6	0,7	-1,3	-0,5	1,2
– Επίδραση από τη μεταβολή του ΑΕΠ και τη μεταβολή των επιτοκίων	-12,5	-0,9	-1,4	-4,5	-2,3	-0,5	-3,1	-2,9	-0,9
– Προσαρμογή ελλείμματος-χρέους[2]	7,3	3,2	0,1	-0,4	0,9	1,2	1,5	1,8	3,3

Πηγή: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Γενική Διεύθυνση Οικονομικής Πολιτικής, "Hellas: Macroeconomic Aggregates" (Οκτ. 2009).
*Προσωρινά στοιχεία.

1 Η μαθηματική σχέση που χρησιμοποιείται για την ανάλυση των μεταβολών του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ είναι η εξής:

$$\left(\frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) = \frac{PB_t}{Y_t} + \left(\frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} * \frac{i_t - g_t}{1+g}\right) + \frac{SF_t}{Y_t}$$

όπου D_t = χρέος γενικής κυβέρνησης
PB_t = πρωτογενές αποτέλεσμα (έλλειμμα ή πλεόνασμα)
Y_t = ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές
g_t = ονομαστικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ
i_t = μέσο ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού του Δημοσίου
SF_t = προσαρμογή ελλείμματος-χρέους

2 Η "προσαρμογή ελλείμματος-χρέους" περιλαμβάνει και δαπάνες ή ανάληψη υποχρεώσεων που, ενώ δεν επηρεάζουν το έλλειμμα, αυξάνουν το χρέος, καθώς και εισπράξεις (π.χ. από αποκρατικοποιήσεις) οι οποίες δεν επηρεάζουν το έλλειμμα αλλά μειώνουν το χρέος.

2006 και 4,4% το 2007) ενίσχυσαν σημαντικά τη δυναμική του χρέους.[9]

Από την αρχή του 2009 όλοι οι προσδιοριστικοί παράγοντες του λόγου χρέους προς ΑΕΠ συνέχισαν να εξελίσσονται με τέτοιο τρόπο που επιδεινώνει περαιτέρω τη δυναμική του χρέους. Ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης θα είναι εφέτος αρνητικός και, όπως συνάγεται από τη μέχρι τώρα πορεία των δημοσιονομικών μεγεθών, εκτιμάται ότι το 2009 θα προκύψει μεγάλο πρωτογενές έλλειμμα, ενώ και η "προσαρμογή ελλείμματος-χρέους" θα υπερβεί το 2,0% του ΑΕΠ, λόγω της έκδοσης ομολόγων προκειμένου (α) να χρηματοδοτηθεί η αγορά από το Δημόσιο προνομιούχων μετοχών των τραπεζών (στο πλαίσιο της κεφαλαιακής ενίσχυσής τους βάσει του Ν. 3723/2008) και (β) να ενισχυθούν από το Δημόσιο τα κεφάλαια του ΤΕΜΠΜΕ.[10] Επιπλέον, το μέσο επιτόκιο δανεισμού του Δημοσίου διαμορφώθηκε μεν στο 4,3% στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου, αλλά μόνο χάρη στα εξαιρετικώς χαμηλά επιτόκια των βραχυχρόνιων τίτλων. Τυχόν διατήρηση των συνθηκών αυτών επί σειρά ετών θα συνεπαγόταν τάση συνεχούς αύξησης του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ. Ήδη στο τέλος Ιουνίου του 2009 ο λόγος του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ αυξήθηκε στο 111,5%, ενώ το χρέος της κεντρικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε στο 122% του εκτιμώμενου ετήσιου ΑΕΠ.

Η δυναμική της μελλοντικής εξέλιξης του δημόσιου χρέους είναι, με βάση τις σημερινές τάσεις, δυσμενής. Πρώτον, είναι πιθανόν οι ρυθμοί ανάπτυξης να είναι χαμηλοί για μια παρατεταμένη περίοδο. Δεύτερον, η εξέλιξη των επιτοκίων μπορεί να μην είναι ευνοϊκή – τόσο επειδή υπάρχει ο κίνδυνος να αυξηθεί και πάλι η διαφορά αποδόσεων μεταξύ των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου και των αντίστοιχων τίτλων αναφοράς του Γερμανικού Δημοσίου (εάν οι αγορές δεν αξιολογήσουν

9 Ήδη από τον Απρίλιο του 2008 η Τράπεζα της Ελλάδος είχε προειδοποιήσει ότι "το τελευταίο διάστημα οι συνθήκες που ευνοούν τη μείωση του χρέους έχουν εξασθενήσει". Βλ. *Έκθεση του Διοικητή για το Έτος 2007*, σελ. 129.

10 Η εν λόγω έκδοση ομολόγων αποτελεί χρηματοοικονομική συναλλαγή που δεν αυξάνει το έλλειμμα αλλά μόνο το χρέος και επομένως καταγράφεται και ως "προσαρμογή ελλείμματος-χρέους".

ως επαρκή τη δημοσιονομική προσαρμογή) όσο και επειδή τα μακροπρόθεσμα επιτόκια διεθνώς μπορεί να αυξηθούν (λόγω των αυξημένων αναγκών χρηματοδότησης των μεγάλων δημοσιονομικών ελλειμμάτων πολλών χωρών). Σε κάθε περίπτωση, το ενδεχόμενο της διατήρησης των ελλειμμάτων και του χρέους σε υψηλά επίπεδα θα επέτεινε τις ανησυχίες των αγορών για τη διατηρησιμότητα της δημοσιονομικής θέσης της χώρας, με πιθανή συνέπεια νέα αύξηση των επιτοκίων δανεισμού του Δημοσίου και επιδείνωση της δυναμικής του δημόσιου χρέους. Επομένως, για την αποφυγή του φαύλου κύκλου αυξανόμενου χρέους και επιδείνωσης των προσδοκιών των αγορών, προτεραιότητα της δημοσιονομικής πολιτικής θα πρέπει να είναι η σταδιακή μείωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ. Για να επιτευχθεί μείωση στο 60% του ΑΕΠ εντός 10 ετών, απαιτούνται μεγάλα πρωτογενή πλεονάσματα της τάξεως του 5,5% έως 6,5% του ΑΕΠ ετησίως.

Παράλληλα με την αύξηση του χρέους, το 2008 σημειώθηκε και μεγάλη αύξηση των εγγυημένων από το Δημόσιο δανείων, τα οποία στο τέλος του 2008 έφθασαν τα 22,2 δισεκ. ευρώ ή 9,0% του ΑΕΠ, ενώ την τριετία 2000-2002 κυμαίνονταν στο 6,1% του ΑΕΠ περίπου. Τα δάνεια αυτά αυξήθηκαν σημαντικά και το 2009, αλλά προς το παρόν δεν υπάρχουν επίσημα στοιχεία. Επίσης, υπάρχουν σημαντικές υποχρεώσεις του Δημοσίου κυρίως προς τους προμηθευτές του (π.χ. προμηθευτές φαρμακευτικού και υγειονομικού υλικού, εργολάβους δημόσιων έργων, εταιρίες πληροφορικής κ.ά.), οι οποίες υπερβαίνουν, σύμφωνα με όλες τις ενδείξεις, τα 12 δισεκ. ευρώ.

Οι αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομία από τα υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα και το υψηλό δημόσιο χρέος αναλύονται διεξοδικά στο Παράρτημα του παρόντος κεφαλαίου. Τονίζεται πάντως ότι η Ελλάδα θα έπρεπε αυτή τη στιγμή να μειώνει το χρέος με γοργούς ρυθμούς, προκειμένου να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει τις πιέσεις που θα ασκηθούν στις δημόσιες δαπάνες από τη γήρανση του πληθυσμού, ιδίως από το 2015 και μετά. Αντ' αυτού, ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ βρίσκεται και πάλι σε ανοδική τροχιά.

4 Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΟΥ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΟΣ

Η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος για την Ελλάδα έχει ενεργοποιηθεί από τις 24.3.2009, όταν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανακοίνωσε ότι η Ελλάδα (μεταξύ άλλων χωρών) παρουσιάζει υπερβολικό έλλειμμα και πρότεινε στο Συμβούλιο ECOFIN την υιοθέτηση σύστασης όσον αφορά τη διόρθωση του υπερβολικού ελλείμματος.[11] Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμούσε ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδος υπερέβη την τιμή αναφοράς 3% το 2007 και το 2008 και ότι θα παραμείνει υψηλότερο από 3% το 2009 και θα υπερβεί το 4% το 2010, εάν δεν υπάρξει αλλαγή πολιτικής. Η Επιτροπή διαπίστωνε ότι στην Ελλάδα δεν υπήρξαν "ειδικές συνθήκες", όπως π.χ. η σημαντική μείωση της οικονομικής δραστηριότητας ή άλλα έκτακτα γεγονότα, που θα δικαιολογούσαν την ύπαρξη του υπερβολικού ελλείμματος το 2007 και το 2008. Σημείωνε εξάλλου ότι το 2007 και το 2008 όχι μόνο δεν υπήρξε σημαντική μείωση της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά αντίθετα στην Ελλάδα επικρατούσαν καλές οικονομικές συνθήκες. Λαμβάνοντας υπόψη τις υπάρχουσες μακροοικονομικές ανισορροπίες και την επαναξιολόγηση των κινδύνων στις χρηματαγορές, δηλαδή παράγοντες που ασκούν πρόσθετη πίεση στο ήδη μεγάλο βάρος του χρέους, η Επιτροπή έκρινε τότε ότι ενδείκνυται η ταχεία διόρθωση του ελλείμματος έως το 2010.

Με τη σειρά του, το Συμβούλιο Γενικών Υποθέσεων της ΕΕ εξέδωσε στις 27.4.2009, δυνάμει του άρθρου 104 παρ. 6 της Συνθήκης, νομική απόφαση σχετικά με την ύπαρξη υπερβολικού δημοσιονομικού ελλείμματος

11 Βλ. (α) Commission of the European Communities, "Commission Opinion on the existence of an excessive deficit in Greece", SEC (2009) 563, 24.3.2009, σελ. 4-5, (β) Commission of the European Communities, "Recommendation on the existence of an excessive deficit in Greece", SEC (2009) 564, 24.3.2009, σελ. 3-4, (γ) Commission of the European Communities, "Recommendation to Greece with a view to bringing an end to the situation of an excessive government deficit", SEC (2009) 565/2, 24.3.2009, σελ. 3.

στην Ελλάδα, καθώς και σύσταση, δυνάμει του άρθρου 104 παρ. 7 της Συνθήκης, σχετικά με την αναληπτέα διορθωτική δράση.[12] Βάσει των προβλέψεων που είχε δημοσιεύσει η Επιτροπή τον Ιανουάριο του 2009 (σύμφωνα με τις οποίες το ΑΕΠ της Ελλάδος θα αυξανόταν κατά 0,2% το 2009 και κατά 0,7% το 2010), το Συμβούλιο κάλεσε την Ελλάδα να μειώσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα κάτω του ορίου του 3% έως το 2010 (όπως είχε δεσμευθεί η ελληνική κυβέρνηση). Σύμφωνα με τη σύσταση του Συμβουλίου, έως τις 27 Οκτωβρίου 2009 η ελληνική κυβέρνηση θα πρέπει να υιοθετήσει μόνιμα μέτρα περιορισμού των δαπανών που ενισχύουν τη δημοσιονομική προσαρμογή το 2009 και να προσδιορίσει τα πρόσθετα μόνιμα μέτρα που θα διασφαλίσουν τη διόρθωση του υπερβολικού ελλείμματος έως το 2010. Επίσης, το Συμβούλιο τόνισε ότι η Ελλάδα θα πρέπει να καταβάλει προσπάθειες για τον έλεγχο των παραγόντων εκείνων, πέραν των καθαρών δανειακών αναγκών, που συμβάλλουν στη μεταβολή του δημόσιου χρέους, καθώς επίσης και για τη βελτίωση της συλλογής και επεξεργασίας των οικονομικών δεδομένων και ιδίως των δημοσιονομικών στοιχείων. Τέλος, κάλεσε την Ελλάδα να βελτιώσει την ποιότητα και τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών της και να εφαρμόσει επειγόντως τολμηρές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, προκειμένου να ανακτήσει την απώλεια ανταγωνιστικότητας και να αντιμετωπίσει τις υφιστάμενες εξωτερικές ανισορροπίες. Βεβαίως, η αξιολόγηση της Επιτροπής (μετά τις 27 Οκτωβρίου) για το αν οι ελληνικές αρχές ανέλαβαν αποτελεσματική δράση για τη διόρθωση του υπερβολικού ελλείμματος θα λάβει επίσης υπόψη τη μεταβολή των οικονομικών συνθηκών σε σχέση με τις προβλέψεις στις οποίες είχε βασιστεί η σύσταση του Συμβουλίου.

12 Οι αποφάσεις αυτές του Συμβουλίου αποτελούσαν την τυπική έκδοση κειμένων που είχαν συζητηθεί και εγκριθεί από τους Υπουργούς Οικονομικών στις 3.4.2009 σε ανεπίσημη συνάντησή τους στην Πράγα.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ V
ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΥΨΗΛΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Ο δημόσιος δανεισμός αποτελεί, κατ' αρχήν και υπό ορισμένες προϋποθέσεις, ένα σημαντικό εργαλείο υποβοήθησης της οικονομικής πολιτικής. Με προσφυγή σε δανεισμό οι αρχές μπορούν να αντιμετωπίσουν μια ύφεση (ακολουθώντας αντικυκλική πολιτική), έκτακτα γεγονότα (π.χ. φυσικές καταστροφές) ή να κατασκευάσουν έργα υποδομής και να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις σε τομείς όπως η υγεία και η παιδεία, οι οποίες θα βελτιώσουν την ποιότητα του ανθρώπινου κεφαλαίου και θα αυξήσουν το ρυθμό της οικονομικής ανάπτυξης.

Ωστόσο, η επί σειρά ετών συσσώρευση δημόσιων ελλειμμάτων αυξάνει σημαντικά το δημόσιο χρέος, γεγονός που έχει σημαντικές και μακροχρόνιες επιπτώσεις. Το υψηλό δημόσιο έλλειμμα και το υψηλό χρέος επηρεάζουν την κατανομή των συντελεστών παραγωγής, την οικονομική δραστηριότητα και τη διανομή του εισοδήματος. Επηρεάζουν επίσης τις προσδοκίες και τις αποφάσεις των φορέων της οικονομίας (επιχειρήσεων, εργαζομένων και νοικοκυριών) και περιορίζουν τις δυνατότητες και την αποτελεσματικότητα άσκησης της δημοσιονομικής πολιτικής. Η μείωση του υψηλού δημόσιου χρέους απαιτεί επώδυνα οικονομικά μέτρα. Οι επιπτώσεις του υψηλού δημόσιου χρέους συνοψίζονται στην συνέχεια.

Διανεμητικές επιπτώσεις

Οι κρατικές δαπάνες που πραγματοποιούνται για την εξυπηρέτηση και την αποπληρωμή του δημόσιου χρέους συνεπάγονται μεταφορά εισοδήματος από το σύνολο του πληθυσμού (το οποίο επιβαρύνεται με άμεσους και έμμεσους φόρους και με την περικοπή κοινωνικών δαπανών) προς τους κατόχους των τίτλων του Δημοσίου, οι οποίοι συνήθως είναι ένα μάλλον μικρό υποσύνολο του πληθυσμού μιας χώρας και ανήκουν κατά τεκμήριο στα υψηλά εισοδηματικά κλιμάκια. Συνεπώς, όπως έχει τεκμηριωθεί (ιδίως για τις ΗΠΑ), το υψηλό δημόσιο χρέος αυξάνει την ανισοκατανομή του εισοδήματος σε μια χώρα, καθώς οι ομάδες μεσαίου και χαμηλού εισοδήματος υφίστανται φορολογική επιβάρυνση, αλλά —αντίθετα με τις ομάδες υψηλού εισοδήματος— δεν αποκτούν σημαντικά εισοδήματα από τόκους.

Ειδικά στην περίπτωση της Ελλάδος, όπου το μεγαλύτερο μέρος του δημόσιου χρέους διακρατείται σήμερα από μη κατοίκους, πραγματοποιείται μεταφορά εισοδήματος από κατοίκους προς μη κατοίκους (όπως προκύπτει και από τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών).

Μακροοικονομικές επιπτώσεις

Όπως έγινε σαφές και στη διάρκεια της εν εξελίξει χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος αντιμετωπίστηκαν με μεγάλη επιφύλαξη από τις αγορές, οι οποίες απαίτησαν μεγάλο ασφάλιστρο για τον κίνδυνο μη αποπληρωμής του χρέους (default premium) από αυτές τις χώρες. Για το λόγο αυτό, χώρες με υψηλό χρέος, όπως η Ελλάδα, η Ιταλία κ.ά., υποχρεώθηκαν να δανειστούν με σχεδόν διπλάσια επιτόκια από ό,τι η Γερμανία. Έτσι, αν διατηρηθούν σταθεροί όλοι οι άλλοι παράγοντες, όσο μεγαλύτερο είναι το χρέος, τόσο μεγαλύτερο είναι το κόστος δανεισμού. Στο βαθμό που η πληρωμή των τόκων απαιτεί νέο δανεισμό, είναι δυνατόν να προκύψει ένας *φαύλος κύκλος* (debt-deficit spiral), όπου η αύξηση των επιτοκίων οδηγεί σε μεγαλύτερες δαπάνες για τόκους και κατά συνέπεια σε περαιτέρω αύξηση του δανεισμού, η οποία οδηγεί σε νέα άνοδο των επιτοκίων κ.ο.κ. (βλ. Buiter, 1985).

Στο βαθμό που το υψηλό δημόσιο χρέος προκαλεί άνοδο των επιτοκίων, θα υπάρξει επιτάχυνση της "εκτόπισης" των ιδιωτικών επενδύσεων ("crowding out" effect), με επώδυνες επιπτώσεις για την οικονομία. Βεβαίως, για τις επιμέρους χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ ίσως η άνοδος αυτή των επιτοκίων σε ομαλές περιόδους να είναι αμελητέα. Η πρόσφατη κρίση όμως απέδειξε ότι, ακόμη και εντός της ζώνης του ευρώ, οι διαφορές των επιτοκίων

(spreads) μπορεί να γίνουν πολύ μεγάλες σε μη ομαλές περιόδους.[1]

Η αυξημένη αβεβαιότητα από τη συσσώρευση υψηλού χρέους στρέφει τους επενδυτές προς επενδύσεις άμεσης απόδοσης, αποθαρρύνοντας τις μακροχρόνιες επενδύσεις που ενισχύουν τη συνολική παραγωγικότητα (total factor productivity) της οικονομίας. Συνεπώς, η ύπαρξη κρατικών τίτλων οι οποίοι αποφέρουν εισόδημα με σχεδόν μηδενικό κίνδυνο δεν μπορεί παρά να περιορίζει τους διαθέσιμους πόρους για επενδύσεις με υψηλό κίνδυνο και μακροχρόνια απόδοση. Από πρόσφατη εμπειρική μελέτη (Tanzi and Chalk, 2000) για την Ευρωπαϊκή Ένωση προέκυψε ότι το υψηλό δημόσιο χρέος ασκεί ανοδικές πιέσεις στα επιτόκια και επηρεάζει αρνητικά τις ιδιωτικές επενδύσεις.

Στη μεσομακροπρόθεσμη περίοδο η εκτόπιση των ιδιωτικών επενδύσεων οδηγεί σε επιβράδυνση του ρυθμού σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου. Έτσι, μακροχρόνια, το υψηλό δημόσιο χρέος οδηγεί σε μείωση των παραγωγικών δυνατοτήτων της οικονομίας και κατά συνέπεια *σε μείωση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης.*

Μακροοικονομικές επιπτώσεις ανάλογες με την εκτόπιση των ιδιωτικών επενδύσεων υπάρχουν και από το ότι το υψηλό δημόσιο χρέος μειώνει τα κίνητρα για επενδύσεις, επειδή οι ιδιώτες επενδυτές αναμένουν αυξημένη μελλοντική φορολογία της απόδοσης του κεφαλαίου (debt overhang – βλ. Krugman, 1988). Η προσδοκία επιπρόσθετης φορολογίας και το κλίμα αβεβαιότητας όσον αφορά τη μελλοντική εξυπηρέτηση του χρέους καθυστερούν ή και αποθαρρύνουν νέες επενδυτικές αποφάσεις, μειώνοντας το απόθεμα πάγιου κεφαλαίου στην οικονομία, γεγονός που επιβραδύνει το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης και την αύξηση των πραγματικών μισθών και της πραγματικής κατανάλωσης.

Επιπλέον, η αύξηση των επιτοκίων εξαιτίας του υψηλού χρέους επιβαρύνει το κόστος δανεισμού των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Συνεπώς, οι δυσμενείς επιπτώσεις από το υψηλό δημόσιο χρέος διαχέονται εν συνεχεία στην οικονομία με τη μορφή υψηλότερων επιτοκίων χορηγήσεων, επιβαρύνοντας τους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα τον περιορισμό του τραπεζικού δανεισμού και της ανάληψης επενδυτικών δραστηριοτήτων.

Η ενδεχόμενη μείωση του ρυθμού συσσώρευσης πάγιου κεφαλαίου οδηγεί σε "μετατόπιση του βάρους" του χρέους από την παρούσα στις μελλοντικές γενεές, οι οποίες θα έχουν στη διάθεσή τους μικρότερο απόθεμα παραγωγικού κεφαλαίου.

Στρεβλώσεις

Η δαπάνη για την καταβολή των τόκων του δημόσιου χρέους θεωρείται σήμερα ότι είναι

1 Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη του ΟΟΣΑ (OECD, 2009), η αύξηση των περιθωρίων επιτοκίων (spreads) των τίτλων των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ επηρεάστηκε από την αυξανόμενη αποστροφή των διεθνών επενδυτών προς τον κίνδυνο (risk aversion) και τη στροφή προς ασφαλέστερες επενδύσεις (flight to quality), από τις μη ικανοποιητικές δημοσιονομικές επιδόσεις ορισμένων χωρών (συντήρηση υψηλών ελλειμμάτων και χρεών επί πολλά χρόνια), από την προσδοκία επιδείνωσης των δημοσιονομικών ανισορροπιών και από τις προβλέψεις για το μελλοντικό δημοσιονομικό κόστος της γήρανσης του πληθυσμού. Επιπλέον, η χαμηλή ρευστότητα στις αγορές κρατικών τίτλων αυξάνει το περιθώριο επιτοκίου. Η τελευταία διαπίστωση του ΟΟΣΑ επιβεβαιώνεται και από πρόσφατη μελέτη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (*Monthly Bulletin,* Σεπτέμβριος 2009, Box 4, "New evidence on credit and liquidity premia in selected euro area sovereign yields"). Η μελέτη διαχωρίζει τον πιστωτικό κίνδυνο από τον κίνδυνο ρευστότητας, εξετάζοντας τη σχέση ανάμεσα στις αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Γαλλικού και του Γερμανικού Δημοσίου και εκείνες των ομολόγων κρατικών οργανισμών με πλήρη εγγύηση του Δημοσίου (εξετάζεται η περίπτωση των ομολόγων που εκδόθηκαν από τη γερμανική *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW) και τη γαλλική *Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale,* CADES). Τα ομόλογα που εκδίδουν οι οργανισμοί αυτοί με πλήρη κάλυψη και εγγύηση του αντίστοιχου Δημοσίου έχουν τον ίδιο πιστωτικό κίνδυνο που χαρακτηρίζει τη συγκεκριμένη χώρα. Όπως προκύπτει από τη μελέτη, οι τίτλοι των δύο οργανισμών, KfW και CADES, προσφέρουν τις ίδιες περίπου αποδόσεις. Συνεπώς, η όποια διαφορά ανάμεσα στις αποδόσεις των ομολόγων που εκδίδουν αφενός οι οργανισμοί (KfW, CADES) και αφετέρου οι αντίστοιχες κυβερνήσεις αντανακλά αποκλειστικά τον κίνδυνο ή το αποτέλεσμα ρευστότητας (κατά πόσον οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να επιβαρυνθούν με κάποιο κόστος –χαμηλότερη απόδοση– για να έχουν τη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης των τίτλων). Συνεπώς, η αύξηση του περιθωρίου επιτοκίου ανάμεσα στους γερμανικούς και γαλλικούς κρατικούς τίτλους αποδίδεται κατά κύριο λόγο στο αποτέλεσμα ρευστότητας (και όχι στη διαφορά πιστωτικού κινδύνου), εξαιτίας της μεγαλύτερης ρευστότητας που χαρακτηρίζει τη γερμανική αγορά ομολόγων. Το αποτέλεσμα ρευστότητας αναμένεται να έχει επηρεάσει τις αποδόσεις των ομολόγων που εκδίδονται και από άλλες χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, σε ορισμένες περιπτώσεις (όπως στην περίπτωση της Ελλάδας και της Ιρλανδίας) η μεγαλύτερη επίπτωση στα περιθώρια επιτοκίου προκύπτει από τις υφιστάμενες σημαντικές δημοσιονομικές ανισορροπίες και τις δυσμενείς προοπτικές για την εξέλιξή τους.

το πραγματικό "βάρος" του χρέους. Εφόσον οι πόροι για την πληρωμή των τόκων προέρχονται από φορολογικά έσοδα, οι φορολογικοί συντελεστές είναι υψηλότεροι από ό,τι θα ήταν εάν δεν υπήρχε η υποχρέωση καταβολής τόκων. Όμως, οι φόροι προκαλούν στρεβλώσεις και απώλειες οικονομικής αποτελεσματικότητας (efficiency loss ή deadweight loss), ιδίως όταν συνδέονται με υψηλούς φορολογικούς συντελεστές.

Ο λόγος των δαπανών για τόκους προς το ΑΕΠ δείχνει πόσες μονάδες πρέπει να αυξηθεί η μέση φορολογική επιβάρυνση για να χρηματοδοτηθούν οι δαπάνες για τόκους. Στην περίπτωση της Ελλάδος, οι δαπάνες για τόκους της γενικής κυβέρνησης ανήλθαν το 2008 σε 4,4% του ΑΕΠ (ή 10,5 δισεκ. ευρώ). Για το 2009 όμως εκτιμάται ότι θα αυξηθούν σε περίπου 5,0% του ΑΕΠ. Συνεπώς, η εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους επιβαρύνει τον προϋπολογισμό κατά 5% του ΑΕΠ, το οποίο θα πρέπει να καλυφθεί είτε με περικοπή άλλων δαπανών (π.χ. για την υγεία ή την παιδεία) είτε με επιπλέον φορολογική επιβάρυνση, η οποία συνεπάγεται μείωση της οικονομικής αποτελεσματικότητας. Πρέπει όμως να επισημανθεί ότι εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης η δυνατότητα αύξησης των φορολογικών συντελεστών από μια χώρα-μέλος περιορίζεται λόγω του φορολογικού ανταγωνισμού. Για παράδειγμα, τα προηγούμενα χρόνια υπήρχε μια γενικευμένη τάση μείωσης των φορολογικών συντελεστών επί των κερδών των επιχειρήσεων. Η ανάγκη αύξησης των φορολογικών εσόδων εξαιτίας των επιπτώσεων της κρίσης στα δημόσια οικονομικά μπορεί να έχει αρνητικές επιπτώσεις για μια οικονομία, αν συνεπάγεται αύξηση της φορολογίας των κερδών των επιχειρήσεων, καθώς αυτό θα ωθούσε τις τελευταίες να μετεγκατασταθούν σε περιοχές με ευνοϊκότερη φορολογική αντιμετώπιση.[2]

Στο βαθμό που υπάρχουν ρυθμίσεις οι οποίες υποχρεώνουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να επενδύουν σε τίτλους του Δημοσίου (όπως συνέβαινε έως το 1993 στην Ελλάδα), τότε εισάγονται στρεβλώσεις στην αγορά κεφαλαίων.

Σημειώνεται επίσης ότι μια χώρα, εάν προσπαθεί να συγκρατήσει το ήδη υψηλό δημόσιο χρέος της κάτω από κάποιο όριο —και κατά συνέπεια να περιορίσει τις αυξημένες δαπάνες εξυπηρέτησής του— υπό συνθήκες οικονομικής και δημοσιονομικής κρίσης, ενδέχεται να αναγκαστεί να προσφύγει σε "εύκολες" λύσεις, όπως είναι ο περιορισμός των δημόσιων επενδύσεων και η περικοπή δαπανών που αφορούν την ανάπτυξη του ανθρώπινου κεφαλαίου (π.χ. για την παιδεία και την υγεία). Τέτοιες λύσεις συμπιέζουν τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας και μειώνουν το δυνητικό ρυθμό μακροχρόνιας οικονομικής ανάπτυξης (Balassone and Franco, 2000).

Περιορισμοί στις επιλογές και την αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής πολιτικής

Το υψηλό δημόσιο χρέος περιορίζει σημαντικά τη δυνατότητα άσκησης σταθεροποιητικής δημοσιονομικής πολιτικής σε περιόδους κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας. Εάν το δημόσιο χρέος μιας χώρας είναι ήδη υψηλό (π.χ. 100% του ΑΕΠ), τότε τα περιθώρια άσκησης επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής (η οποία συνεπάγεται ετήσια ελλείμματα, δανεισμό και περαιτέρω αύξηση του χρέους) είναι εξαιρετικά περιορισμένα. Οι αγορές θα θεωρήσουν ότι η δημοσιονομική κατάσταση δεν είναι διατηρήσιμη και θα απαιτήσουν πολύ υψηλό ασφάλιστρο κινδύνου, με αποτέλεσμα το κόστος δανεισμού να κινδυνεύει να γίνει απαγορευτικό. Ενδεχομένως θα υπάρξουν και δυσκολίες αναχρηματοδότησης του υφιστάμενου χρέους.

Γι' αυτό η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, από την αρχή της εν εξελίξει οικονομικής κρίσης, κατέστησε σαφές στην Ελλάδα ότι, λόγω του υψηλού δημόσιου χρέους, δεν έχει περιθώρια άσκησης επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής για τη

2 Εναλλακτικά, μόνο οι συντονισμένες πολιτικές σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν δημιουργούν τέτοιου τύπου αρνητικές εξωτερικές οικονομίες. Ωστόσο οι ως τώρα εξελίξεις καταδεικνύουν ότι η συνεργασία σε επίπεδο φορολογικής πολιτικής είναι δύσκολο να επιτευχθεί.

σταθεροποίηση της οικονομίας, όπως άλλες χώρες της Ένωσης.

Εξάλλου, πρόσφατη μελέτη του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (IMF, 2009β) επισημαίνει ότι η *αποτελεσματικότητα* της δημοσιονομικής πολιτικής, δηλαδή η συμβολή της στην ανάκαμψη της οικονομίας, περιορίζεται σταδιακά για επίπεδα χρέους πάνω από το 60% του ΑΕΠ, εξαιτίας του ότι οι καταναλωτές και επενδυτές προεξοφλούν με βεβαιότητα ότι η τρέχουσα δημοσιονομική επέκταση συνεπάγεται μελλοντική φορολογική επιβάρυνση, γεγονός που αποθαρρύνει καταναλωτικές ή επενδυτικές αποφάσεις (Sutherland, 1997). Σύμφωνα με την ίδια μελέτη, *για χρέος άνω του 100% του ΑΕΠ η δημοσιονομική πολιτική καθίσταται τελείως αναποτελεσματική.*

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει και η πρόσφατη μελέτη του ΚΕΠΕ (Αθανασίου, 2009) σύμφωνα με την οποία, λόγω του υψηλού δημόσιου χρέους της Ελλάδος και του γεγονότος ότι το 79% αυτού διακρατείται από μη κατοίκους, η άσκηση επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής είναι δυνατόν να οδηγήσει σε μείωση της οικονομικής δραστηριότητας. Αυτό θα συμβεί εάν η επεκτατική πολιτική οδηγήσει σε αύξηση των επιτοκίων δανεισμού (στο σύνολο του χρέους και όχι μόνο στο νέο δανεισμό) από το εξωτερικό, εάν π.χ. οι αγορές θεωρήσουν ότι η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική για μια χώρα με τόσο μεγάλο χρέος οδηγεί σε επιδείνωση της δημοσιονομικής της θέσης.[3] Καθώς το 79% των πρόσθετων τόκων θα κατευθυνθεί προς το εξωτερικό ("διαρροή από το εισοδηματικό κύκλωμα"), η μείωση του ΑΕΠ θα είναι μεγαλύτερη από ό,τι η αύξησή του λόγω της δημοσιονομικής επέκτασης.

Επιπλέον, σύμφωνα με πρόσφατες μελέτες (Deroose and Turrini, 2005, Tagkalakis, 2009), οι αποφάσεις για δημοσιονομική προσαρμογή και προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων είναι αλληλένδετες. Για παράδειγμα, συγκεκριμένες μεταρρυθμίσεις ενδέχεται να δημιουργούν άμεσο δημοσιονομικό κόστος, λειτουργώντας ενάντια στην προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής (π.χ. αν η προσπάθεια για μεγαλύτερη ευελιξία στην αγορά εργασίας συνδυαστεί με μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης της εργασίας προκειμένου να γίνει αποδεκτή η αυξημένη ευελιξία), ενώ τα οφέλη που απορρέουν από αυτές ενδέχεται να ανακύπτουν σε μελλοντικές περιόδους. Συνεπώς, το υψηλό χρέος και οι αυξημένες δαπάνες για την εξυπηρέτησή του ενδέχεται να επηρεάσουν έμμεσα και την αξιοπιστία και την εφαρμογή των πολιτικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Επίσης, η επί σειρά ετών συσσώρευση υψηλών ελλειμμάτων και η συνεχής αύξηση του χρέους ενδέχεται να μειώσουν την αξιοπιστία της συνολικότερης οικονομικής πολιτικής και την εμπιστοσύνη στις επιδιωκόμενες μεταρρυθμίσεις, αυξάνοντας έτσι τις πολιτικές πιέσεις για να εγκαταλειφθούν πολιτικές που ενδεχομένως συνεπάγονται μακροχρόνιο όφελος για μια οικονομία (όπως οι μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας και υπηρεσιών και οι μεταρρυθμίσεις του ασφαλιστικού συστήματος). Βεβαίως, όπως αναφέρεται και στο Κεφάλαιο Ι, υπάρχουν και σημαντικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις μηδενικού ή χαμηλού δημοσιονομικού κόστους, οι οποίες είναι σκόπιμο στην παρούσα συγκυρία να συνοδεύσουν την προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής στην Ελλάδα.

Το υψηλό χρέος ενδεχομένως αποθαρρύνει και τη λήψη αποφάσεων με μακροχρόνιο ορίζοντα και αντιθέτως ενισχύει τη λήψη αποφάσεων με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα (short-termism). Συνεπώς, σε συνθήκες κρίσης οι χώρες που αντιμετωπίζουν χρηματοδοτικά προβλήματα ενδέχεται να στραφούν σε κάλυψη των δανειακών τους αναγκών με εκδόσεις βραχυπρόθεσμων τίτλων, αυξάνοντας την αβεβαιότητα εξαιτίας της μεταβολής στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου κάλυψης των δανειακών αναγκών. Βιαστικές αποφάσεις με αρνητικές μακροχρόνιες επιπτώσεις μπορούν να αφορούν και την κατανομή των πόρων (π.χ. περικοπή παραγωγικών δαπανών).

3 Επισημαίνεται βεβαίως ότι, όταν η μέση διάρκεια του χρέους είναι μεγάλη, θα απαιτηθούν αρκετά χρόνια για να επιδράσει η αύξηση του επιτοκίου στο σύνολο του χρέους.

Κίνδυνοι

Όσο υψηλότερος είναι ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ σε μια χώρα, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος δημοσιονομικής κρίσης σε αυτή τη χώρα ("catastrophic" debt dynamics). Ακόμη και εάν *εσφαλμένα* οι αγορές πιστεύουν ότι μια χώρα ίσως να μη μπορέσει να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της και απαιτούν υψηλότερα επιτόκια, οι φόβοι αυτοί είναι δυνατόν να επαληθευθούν (self-fulfilling expectations – Blanchard, 2003). Σχετικά επισημαίνεται ότι από τους τρεις προσδιοριστικούς παράγοντες του ύψους του λόγου του χρέους οι αρχές μπορούν να ελέγξουν εν μέρει μόνο τον ένα, δηλαδή το πρωτογενές πλεόνασμα. Οι άλλοι δύο παράγοντες (δηλαδή το επιτόκιο και ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης) δεν ελέγχονται από την κυβέρνηση. Τα επιτόκια καθορίζονται πλέον στις παγκοσμιοποιημένες αγορές και διαφοροποιούνται με βάση την πιστοληπτική ικανότητα κάθε χώρας. Όπως απέδειξε και η εν εξελίξει διεθνής κρίση, είναι πολύ εύκολο μια χώρα να βρεθεί αιφνιδίως, όχι από δική της υπαιτιότητα, με πρόβλημα δημόσιου χρέους.[4] Το γεγονός αυτό συνεπάγεται ότι, ακόμη και αν ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ προσεγγίσει το 60%, όπως ορίζει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, δεν απομακρύνεται ο κίνδυνος εκτροχιασμού των δημόσιων οικονομικών υπό συνθήκες παρατεταμένης ύφεσης. Συνεπώς, για χώρες όπως η Ελλάδα απαιτείται διαρκής επαγρύπνηση και έμφαση στη δημοσιονομική εξυγίανση και το δραστικό περιορισμό του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Σε διαφορετική περίπτωση, ο συνεχιζόμενος δημοσιονομικός εκτροχιασμός θα έχει σοβαρές συνέπειες για την πορεία της οικονομίας.

Τέλος, όταν μεγάλο μέρος του χρέους διακρατείται από διεθνείς επενδυτές (όπως στην περίπτωση της Ελλάδος), η χώρα είναι εκτεθειμένη στους κινδύνους από μια αιφνίδια μεταβολή της συμπεριφοράς αυτών των επενδυτών. Είναι π.χ. δυνατόν οι διεθνείς επενδυτές, για δικούς τους λόγους, να προχωρήσουν σε αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους (ή σε επανεκτίμηση των κινδύνων) και να περιοριστεί η ζήτηση ελληνικών τίτλων, με αποτέλεσμα τη μείωση της τιμής τους και τη μεγάλη αύξηση των αποδόσεων.

Ανεξάρτητα πάντως από την τρέχουσα οικονομική κρίση, η παραμονή των ελλειμμάτων και του δημόσιου χρέους σε υψηλά επίπεδα συμβάλλει στη διατήρηση ενός κλίματος διαρκών δημοσιονομικών πιέσεων. Το γεγονός αυτό ενδέχεται να οδηγήσει σε αλληλουχία λανθασμένων επιλογών όσον αφορά την εξυπηρέτηση του χρέους και την κατανομή των διαθέσιμων πόρων, αλλά και να περιορίσει μακροχρόνια την ικανότητα των αρχών να λαμβάνουν τις κατάλληλες στρατηγικές αποφάσεις για δημοσιονομική εξυγίανση και οικονομική ανάπτυξη. Ο παράγοντας αυτός αυξάνει την αβεβαιότητα και κλονίζει την εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών, οδηγώντας σε υψηλότερες εκτιμήσεις για τον οικονομικό κίνδυνο που χαρακτηρίζει μια χώρα.

Μελλοντικοί κίνδυνοι

Η επί σειρά ετών συσσώρευση υψηλών ελλειμμάτων έχει οδηγήσει σε πολύ υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους στην Ελλάδα. Επιπλέον, οι δυσχερείς τρέχουσες διεθνείς οικονομικές συνθήκες επηρέασαν σε σημαντικό βαθμό τα δημόσια οικονομικά το 2009, με αποτέλεσμα το χρέος να ανέλθει στο 111,5% του ΑΕΠ στο τέλος Ιουνίου του 2009 (από 99,2% στο τέλος του 2008). Αν ληφθούν υπόψη οι προαναφερθείσες μακροοικονομικές και αναδιανεμητικές επιπτώσεις του πολύ υψηλού χρέους, καθίσταται άμεση η ανάγκη για λήψη μέτρων προκειμένου να επιτευχθεί αποκλιμάκωση των ελλειμμάτων και επαναφορά του δημόσιου χρέους σε πτωτική τροχιά.

Ωστόσο, πρόσφατες μελέτες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής υποδηλώνουν ότι για να αποτιμάται

4 Για παράδειγμα, στο τέλος του 2007 το χρέος της Ιρλανδίας ήταν μόλις 24,8% του ΑΕΠ, ενώ, σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ, στο τέλος του 2014 θα είναι 126,0% του ΑΕΠ.

ορθά το πλήρες μέγεθος του δημοσιονομικού προβλήματος μιας χώρας πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι μελλοντικές δημοσιονομικές υποχρεώσεις (δαπάνες ασφάλισης, υγείας, περίθαλψης κ.λπ.) που θα προκύψουν από την αναμενόμενη γήρανση του πληθυσμού. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Επιτροπής (EU Ageing Working Group), στην Ελλάδα οι μελλοντικές δημοσιονομικές υποχρεώσεις λόγω της γήρανσης του πληθυσμού θα αυξηθούν κατά 15,9 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ από το 2007 ως το 2060, ενώ για τις 25 χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που συμμετείχαν στη μελέτη η μέση επιπλέον επιβάρυνση θα είναι 4,7 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Καθώς η επίπτωση στο δημόσιο χρέος, ανεξάρτητα από την παρούσα κρίση, αναμένεται να είναι δραματική, καθίσταται επιτακτικά αναγκαία η δημοσιονομική προσαρμογή και η αποτελεσματική μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος.

Πρόσφατη μελέτη του ΔΝΤ (IMF, 2009δ) για την Ελλάδα χρησιμοποιεί μια πληρέστερη μέθοδο εκτίμησης των μελλοντικών δημοσιονομικών υποχρεώσεων της χώρας. Συγκεκριμένα, υιοθετεί μια προσέγγιση ισολογισμού του δημόσιου τομέα (public sector balance sheet approach) και υπολογίζει την τρέχουσα καθαρή θέση (ΚΘ) του δημόσιου τομέα βάσει εκτιμήσεων των στοιχείων ενεργητικού (assets) και παθητικού (liabilities) και του καθαρού αποθέματος πάγιου κεφαλαίου (net capital stock). Στη συνέχεια, η μελέτη του ΔΝΤ, βασιζόμενη σε ένα μακροχρόνιο (ως το 2060) μακροοικονομικό και δημοσιονομικό σενάριο (όπου λαμβάνεται υπόψη μεταξύ άλλων και η επίπτωση από τη γήρανση του πληθυσμού), υπολογίζει την καθαρή παρούσα αξία (ΚΠΑ) των μελλοντικών πρωτογενών πλεονασμάτων/ελλειμμάτων.[5] Η προκύπτουσα ΚΠΑ αντανακλά τη συσσώρευση στοιχείων ενεργητικού και παθητικού που απορρέει από τις τρέχουσες δημοσιονομικές και διαρθρωτικές πολιτικές και τις επιδράσεις της αναμενόμενης γήρανσης του πληθυσμού. Προσθέτοντας την τρέχουσα ΚΘ και την ΚΠΑ των μελλοντικών πρωτογενών πλεονασμάτων/ελλειμμάτων, το ΔΝΤ υπολογίζει τη συνολική καθαρή θέση του δημόσιου τομέα της χώρας (ΣΚΘ – comprehensive net worth) και την κατ' έτος μεταβολή της στο μέλλον. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, το 2008 η τρέχουσα ΚΘ υπολογίζεται σε -21,9% του ΑΕΠ, η ΚΠΑ των μελλοντικών πρωτογενών ελλειμμάτων ανέρχεται σε -373,2% του ΑΕΠ και το άθροισμα των δύο, δηλαδή η ΣΚΘ, σε -395,1% του ΑΕΠ. Με δεδομένες τις τρέχουσες δημοσιονομικές και διαρθρωτικές πολιτικές και βάσει των προβλέψεων του ΔΝΤ για την οικονομική ανάπτυξη, εκτιμάται ότι το 2014 η τρέχουσα ΚΘ θα φθάσει σε -53,8% του ΑΕΠ, η ΚΠΑ των μελλοντικών πρωτογενών ελλειμμάτων σε -480,2% του ΑΕΠ και η ΣΚΘ σε -533,9% του ΑΕΠ. Με άλλα λόγια, ενώ το λογιστικό δημόσιο χρέος (οι καταγεγραμμένες υποχρεώσεις) έφθασε στο 99,2% του ΑΕΠ το 2008, εάν ληφθούν επίσης υπόψη και οι μελλοντικές δημοσιονομικές επιπτώσεις των τρεχουσών πολιτικών το πραγματικό συνολικό χρεωστικό βάρος (καταγεγραμμένο και μη) του Ελληνικού Δημοσίου το 2008 ήταν 395,1% του ΑΕΠ. Επιπλέον, εάν οι κατευθύνσεις της δημοσιονομικής και της διαρθρωτικής πολιτικής δεν μεταβληθούν, σε πέντε χρόνια από σήμερα το βάρος αυτό θα έχει διογκωθεί στο 533,9% του ΑΕΠ. Οι αριθμοί αυτοί αποκαλύπτουν το πλήρες μέγεθος του δημοσιονομικού προβλήματος της χώρας, εάν θεωρηθούν δεδομένες οι δημογραφικές τάσεις και οι διαφαινόμενες για το μέλλον επιπτώσεις και εάν δεν υπάρξουν γενναίες αποφάσεις στον τομέα της δημοσιονομικής και της διαρθρωτικής πολιτικής. Συνεπώς, είναι επιτακτική η ανάγκη για ουσιώδη δημοσιονομική εξυγίανση και για προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που θα αυξήσουν το δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης, έτσι ώστε να αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά οι επιπτώσεις της γήρανσης του πληθυσμού.

Αναγκαίες δράσεις

Η προσπάθεια αποκλιμάκωσης του υψηλού δημόσιου χρέους θα απαιτήσει επιτάχυνση της

5 Θα πρόκειται για την ΚΠΑ των μελλοντικών *ελλειμμάτων*, εάν οι μελλοντικές υποχρεώσεις είναι μεγαλύτερες από τα μελλοντικά στοιχεία ενεργητικού.

δημοσιονομικής προσαρμογής τα επόμενα χρόνια. Εξαιτίας της οικονομικής κρίσης και του ενδεχομένου να είναι βραδεία ή να καθυστερήσει η αναθέρμανση της οικονομίας, ο ουσιαστικός περιορισμός του χρέους δεν θα καταστεί δυνατόν να προέλθει από μια ευνοϊκότερη σχέση ανάμεσα στα πραγματικά επιτόκια και το ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ. Επιπλέον, σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη της ΕΚΤ (ECB, 2009, Box 10, "Experience with government debt reduction in euro area countries"), για όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης η μελλοντική απόδοση από την πώληση των χρηματοοικονομικών στοιχείων τραπεζικών ιδρυμάτων που αποκτήθηκαν στη διάρκεια της κρίσης χαρακτηρίζεται από αβεβαιότητα, ενώ επίσης είναι αυξημένος ο μελλοντικός κίνδυνος από μια ενδεχόμενη κατάπτωση κρατικών εγγυήσεων που έχουν δοθεί για δάνεια.

Συνεπώς, η βασική προσπάθεια περιορισμού του δημόσιου χρέους είναι αναγκαίο να επικεντρωθεί στη δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων. Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία (π.χ. Alesina and Perotti, 1997, Alesina and Ardagna, 1998) και πρόσφατες μελέτες της ΕΚΤ (ECB, 2009, ό.π.) και του ΔΝΤ (Cottarelli and Viñals, 2009), η δημοσιονομική προσαρμογή που βασίζεται κατά κύριο λόγο στον περιορισμό των δαπανών έχει περισσότερες πιθανότητες να επιτύχει και να οδηγήσει σε επιτάχυνση της ανάπτυξης. Αυτό οφείλεται στο ότι μια πολιτική ουσιαστικής συγκράτησης των δαπανών είναι δυνατόν να πείσει την κοινή γνώμη ότι αποτελεί μια διαρθρωτικού χαρακτήρα βελτίωση των δημόσιων οικονομικών, η οποία θα οδηγήσει αφενός σε χαμηλότερη φορολογική επιβάρυνση και αφετέρου σε ενίσχυση της αξιοπιστίας και της αποτελεσματικότητας της συνολικής οικονομικής πολιτικής. Αντιθέτως, εάν η έμφαση δοθεί αποκλειστικά ή κυρίως στην πλευρά των εσόδων (με αύξηση των φορολογικών συντελεστών και νέες φορολογίες), οι πιθανότητες επιτυχίας θα είναι μειωμένες, καθώς οι ιδιώτες, συνειδητοποιώντας την επιπλέον φορολογική επιβάρυνση, θα περιορίσουν τις δαπάνες τους, ενώ ενδέχεται η πολιτική αυτή να εγκαταλειφθεί εξαιτίας στρεβλώσεων που προκαλεί στα οικονομικά κίνητρα (π.χ. με την επιβολή φόρων στην εργασία) και τη διεθνή ανταγωνιστικότητα (π.χ. αν αφορά αύξηση εμμέσων φόρων ή αύξηση των τιμών των υπηρεσιών που υπόκειται σε κρατικό έλεγχο).[6] Στην Ελλάδα, βεβαίως, υπάρχουν τεράστια περιθώρια άντλησης εσόδων από την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής, μέσω της αναδιάρθρωσης του συστήματος φορολογικών ελέγχων.

Επιπλέον, σύμφωνα με τη μελέτη της ΕΚΤ (ECB, 2009) αλλά και τη διεθνή βιβλιογραφία (Lane and Perotti, 2003, Tagkalakis, 2006), η δημοσιονομική προσαρμογή μέσω περιορισμού των δαπανών προσωπικού ενδέχεται να περιορίσει το ρυθμό αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην οικονομία ως σύνολο, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της ανταγωνιστικότητας, της απασχόλησης και των επενδύσεων και σε ενίσχυση του δυνητικού ρυθμού ανάπτυξης.

Η προσπάθεια αποκλιμάκωσης του υψηλού δημόσιου χρέους με περιορισμό των δαπανών και καλύτερη αξιοποίηση των διαθέσιμων πόρων απαιτεί τη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου και ενίσχυση της διαφάνειας στην κατάρτιση και εκτέλεση των προϋπολογισμών. Τόσο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Commission, 2009) όσο και η ΕΚΤ (ECB, 2009, Box 9, "Domestic fiscal rules and institutions as a complement to the EU fiscal framework") και το ΔΝΤ (Cottarelli and Viñals, 2009) αποδίδουν ιδιαίτερη σημασία στο ρόλο των εθνικών δημοσιονομικών κανόνων, περιλαμβανομένου ενός μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού πλαισίου, ως παράγοντα που ενισχύει την αξιοπιστία και αποτελεσματικότητα ενός προ-

6 Σημαντικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που αφενός μειώνουν τις καταναλωτικές κρατικές δαπάνες και αφετέρου ενισχύουν την αποτελεσματικότητα των κοινωνικών μεταβιβάσεων βοήθησαν τη Φινλανδία, την Ιρλανδία και την Ολλανδία να περιορίσουν τις πρωτογενείς τους δαπάνες και να δημιουργήσουν σημαντικά πρωτογενή πλεονάσματα που οδήγησαν σε δραστική αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους. Το δημόσιο χρέος της Ιρλανδίας μειώθηκε κατά 69,2% του ΑΕΠ από το 1994 ως το 2006, της Ολλανδίας κατά 32,9% από το 1994 ως το 2007 και της Φινλανδίας κατά 24,4% του ΑΕΠ από το 1995 ως το 2008 (ECB, 2009).

γράμματος δημοσιονομικής εξυγίανσης. Οι δημοσιονομικοί κανόνες πρέπει να είναι ρητοί, απλοί, ποσοτικοποιημένοι και να χαρακτηρίζονται από διαφάνεια, έτσι ώστε να έχουν την έγκριση των εθνικών κοινοβουλίων. Ωστόσο, η τήρησή τους θα πρέπει να ελέγχεται από ανεξάρτητους φορείς (independent fiscal institutions), που ενδεχομένως θα λογοδοτούν ετησίως στο εθνικό κοινοβούλιο. Κατά την άποψη της Επιτροπής, της ΕΚΤ και διεθνών ερευνητών (π.χ. Debrun et al., 2008) τόσο οι δημοσιονομικοί κανόνες όσο και οι ανεξάρτητοι φορείς που παρακολουθούν και αξιολογούν την εφαρμογή τους έχουν συμβάλει, σε πολλές χώρες, στην ενίσχυση της δημοσιονομικής πειθαρχίας και τον αποτελεσματικό περιορισμό της κρατικής σπατάλης και θα μπορούσαν να αποτελέσουν χρήσιμο συμπλήρωμα των δημοσιονομικών κανόνων της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Υπό τις συνθήκες της σημερινής δυσμενούς μακροοικονομικής συγκυρίας και της συνακόλουθης επιδείνωσης των δημοσιονομικών ανισορροπιών, η μελέτη της ΕΚΤ προτείνει οι χώρες-μέλη να υιοθετήσουν αυτοτελώς συγκεκριμένους στόχους περιορισμού του χρέους προκειμένου να ενισχύσουν την αξιοπιστία της προσπάθειας δημοσιονομικής προσαρμογής και εξόδου από την κρίση. Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη του ΔΝΤ (Cottarelli and Viñals, 2009), η οποία εστιάζει το ενδιαφέρον της στις αναγκαίες πολιτικές για την αντιμετώπιση του δημοσιονομικού κόστους της οικονομικής κρίσης και της γήρανσης του πληθυσμού, οι ανεπτυγμένες οικονομίες αντιμετωπίζουν μια εξαιρετικά δύσκολη δημοσιονομική πρόκληση. Συγκεκριμένα, κατά μέσο όρο, για να μειώσουν το λόγο του χρέους προς το ΑΕΠ κάτω του 60% μέσα στις επόμενες δύο δεκαετίες, οι οικονομίες αυτές θα πρέπει να σταδιακά και με σταθερό ρυθμό να φθάσουν από ένα κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές έλλειμμα της τάξεως του 3,5% του ΑΕΠ το 2010 σε ένα πλεόνασμα της τάξεως του 4,5% του ΑΕΠ το 2020. Δηλαδή απαιτείται βελτίωση της τάξεως των 8 εκατοστιαίων μονάδων μέσα σε δέκα χρόνια, καθώς και η διατήρηση πρωτογενών πλεονασμάτων ανάλογου μεγέθους (της τάξεως του 4,5% του ΑΕΠ) για τα επόμενα δέκα χρόνια, παρά την αναμενόμενη αύξηση των συνταξιοδοτικών δαπανών. Συνεπώς, απαιτείται σαφής και ισχυρή πολιτική βούληση και αποτελεσματική δράση για να αντιμετωπιστούν αυτά τα προβλήματα. Το ΔΝΤ προτείνει κατά προτεραιότητα την αναμόρφωση των συστημάτων υγείας και κοινωνικής ασφάλισης. Επιπλέον, αξιολογώντας προηγούμενες επιτυχημένες προσπάθειες δημοσιονομικής εξυγίανσης και περιορισμού του δημόσιου χρέους (π.χ. τη δεκαετία του 1990 στις ΗΠΑ), προτείνει το πάγωμα των πραγματικών κατά κεφαλήν πρωτογενών δαπανών επί σειρά ετών. Όπως αναγνωρίζεται από τους ερευνητές του ΔΝΤ, η διεύρυνση της φορολογικής βάσης και η καταπολέμηση της φοροδιαφυγής μπορούν να συνεισφέρουν στη δημοσιονομική προσαρμογή, καθώς επίσης και η αλλαγή του φορολογικού συστήματος με την αξιοποίηση φόρων που αντιμετωπίζουν "αρνητικές εξωτερικές οικονομίες", όπως είναι η μόλυνση του περιβάλλοντος και η αλλαγή του κλίματος (η άνοδος της θερμοκρασίας) λόγω του φαινομένου του θερμοκηπίου.

Τα ευρήματα των μελετών της ΕΚΤ, του ΔΝΤ και των άλλων ερευνητών έχουν ιδιαίτερη σημασία για την Ελλάδα και βρίσκονται σε άμεση συνάφεια με τις αξιολογήσεις των δημόσιων οικονομικών της χώρας από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Commission, 2009). Επίσης, συμπίπτουν σε μεγάλο βαθμό με τις συστάσεις που απηύθυνε το Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομίας (Council of the European Union, 2009) το Μάρτιο και τον Απρίλιο του 2009 και τις προτάσεις του ΔΝΤ (IMF, 2009γ), οι οποίες αφορούν τον περιορισμό των ελλειμμάτων, με κύρια έμφαση στην πλευρά των τρεχουσών δαπανών, την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής και την ενίσχυση της διαφάνειας και του ελέγχου στις διαδικασίες τόσο της κατάρτισης όσο και της εκτέλεσης των κρατικών προϋπολογισμών, καθώς και στη δημιουργία ενός αξιόπιστου μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού πλαισίου.

Βιβλιογραφία

Αθανασίου, Έρση (2009), *Δημοσιονομική Πολιτική και Ύφεση: Η περίπτωση της Ελλάδας*, ΚΕΠΕ, μελέτη Νο 103Α, Αθήνα, Ιούλιος 2009.

Alesina, A. and R. Perotti (1997), "Fiscal adjustments in OECD countries: Composition and macroeconomic effects", *IMF Staff Papers*, 44, 210–248.

Alesina, A. and S. Ardagna (1998), "Tales of fiscal adjustment", *Economic Policy*, 13, 489–545.

Ballassone, F. and D. Franco (2000), "Public investment, the Stability Pact and the golden rule", *Fiscal Studies*, vol. 21, No 2, 207-229.

Banca d'Italia (2004), *Public Debt.*

Blanchard, O. (2003), *Macroeconomics* 3rd edition, σελ. 563.

Buiter, H. W. (1985), "A guide to public sector debt and deficits", *Economic Policy,* London (σελ. 15).

Cottarreli, C. and J. Viñals (2009), "A strategy for renormalizing fiscal and monetary policies in advanced economies", IMF Staff Position Note, SPN/09/22.

Council of the European Union – ECOFIN (2009), "Council opinion of 10 March 2009 on the updated stability programme of Greece, 2008-2011", OJ C64, 19.3.2009, σελ. 7-12.

Council of the European Union – ECOFIN (2009), "Council recommendation to Greece with a view to bringing an end to the excessive government deficit", 7900/09, 6.4.2009.

Debrun, X., L. Moulin, A. Turrini, J. Ayuso-i-Casals and M. Kumar (2008), "Tied to the mast? National fiscal rules in the European Union", *Economic Policy,* Vol. 23 (4), σελ. 297-362.

Deroose, S. and A. Turrini (2005), "The short-term budgetary implications of structural reforms. Evidence from a panel of EU countries," CEPR Discussion Papers 5217.

ECB (2009), *Monthly Bulletin,* Σεπτέμβριος.

European Commission (2009), "Commission services' assessment of the updated stability programme", Μάρτιος.

IMF (2009α), *World Economic Outlook*, σελ. 122.

IMF (2009β), "Fiscal Implications of Global Economic and Financial Crisis", Staff Position Note.

IMF (2009γ), *Staff Report for the 2009 Article IV Consultation – Greece,* IMF Country Report No. 09/244.

IMF (2009δ), *Greece – Selected Issues,* IMF Country report, No. 09/245.

Krugman, P. (1988), "Financing vs. forgiving a debt overhang", *Journal of Development Economics*, 29(2), 407-437.

Lane, P.R. and R. Perotti (2003), "The importance of the composition of fiscal policy: evidence from different exchange rate regimes", *Journal of Public Economics,* 87, 2253–2279.

OECD (2009), "What drives sovereign risk premiums? An analysis of recent evidence from the euro area", Economics Department Working Paper No 718.

Sutherland, A. (1997), "Fiscal crises and aggregate demand: can high public debt reverse the effects of fiscal policy?", *Journal of Public Economics*, 65(2), 147-162.

Tagkalakis, A. (2006), "The effects of macroeconomic policy shocks on the UK labor market", *International Journal of Finance and Economics,* 11, 229–244.

Tagkalakis, A. (2009), "Fiscal adjustments: do labor and product market institutions matter?", *Public Choice,* 139(3), 389-411.

Tanzi, V. and N. Chalk (2000), "Impact of large public debt on growth in the EU: A discussion of potential channels", *European Economy Reports and Studies*, No 2, European Commission.

VI ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ, ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

I ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

I.1 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του νομισματικού μεγέθους M3[1] επιβραδύνθηκε περαιτέρω κατά τη διάρκεια του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2009 και διαμορφώθηκε σε 6,2% τον Αύγουστο (δ′ τρίμηνο 2008: 14,4%, βλ. Πίνακα VI.1), παραμένοντας ωστόσο σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ. Η επιβράδυνση αυτή συνδέεται κυρίως με την υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού ανόδου της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας. Επίσης συνδέεται με τη μείωση των επιτοκίων των βραχυπρόθεσμων καταθέσεων,[2] η οποία κατέστησε τις τοποθετήσεις σε στοιχεία εντός του M3 λιγότερο ελκυστικές και συνέβαλε στον περιορισμό της μετατόπισης κεφαλαίων από στοιχεία εκτός M3 προς στοιχεία εντός M3 (ιδίως προς καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο έτη[3]).

Από τις επιμέρους συνιστώσες του M3, οι καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας, μετά από συνεχή μείωση επί ενάμισι έτος περίπου, παρουσίασαν σταδιακή αύξηση από το β′ τρίμηνο του 2009. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται κυρίως με τη μείωση του κόστους ευκαιρίας της διακράτησης των καταθέσεων αυτών, καθώς περιορίστηκε η αρνητική διαφορά του επιτοκίου τους από το επιτόκιο των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια. Στην αύξηση συνέβαλε επίσης η υψηλή αβεβαιότητα των αποταμιευτών, η οποία ενίσχυσε την προτίμηση τους για καταθέσεις με σχετικά υψηλότερο βαθμό ρευστότητας.[4] Έτσι, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής αυτής της κατηγορίας καταθέσεων επιταχύνθηκε συνολικά.[5] Αντίθετα, ο ρυθμός ανόδου των καταθέσεων προθεσμίας, ο οποίος παρέμενε σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο από τις αρχές του 2005, υποχώρησε σημαντικά (βλ. Πίνακα VI.1). Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του συνόλου των καταθέσεων που περιλαμβάνονται στο M3 επιβραδύνθηκε κατά την εξεταζόμενη περίοδο (Αύγουστος 2009: 9,4%, β′ τρίμηνο 2009: 12,0%, δ′ τρίμηνο 2008: 15,3%). Από τις υπόλοιπες συνιστώσες του M3, τόσο οι τοποθετήσεις σε repos όσο και οι τοποθετήσεις σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων μειώθηκαν περαιτέρω (βλ. Πίνακα VI.1 και Διάγραμμα VI.1).

Διάγραμμα VI.1 Εξέλιξη των καταθέσεων, των συμφωνιών επαναγοράς και των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων στην Ελλάδα[1] (Ιανουάριος 2004-Αύγουστος 2009)

(υπόλοιπα τέλους περιόδου, σε εκατ. ευρώ)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
1 Τα μεγέθη αυτά περιλαμβάνονται στο M3, σύμφωνα με τον ορισμό της ΕΚΤ, και επομένως αποτελούν την ελληνική συμβολή στα αντίστοιχα μεγέθη της ζώνης του ευρώ.
2 Περιλαμβάνονται και καταθέσεις ταμιευτηρίου σε λοιπά νομίσματα (εκτός ευρώ).

I.2 ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ

Τα επιτόκια των βραχυπρόθεσμων[6] τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα παρουσίασαν

1 Το μέγεθος αυτό αποτελεί την ελληνική συμβολή στο αντίστοιχο μέγεθος της ζώνης του ευρώ και δεν περιλαμβάνει το νόμισμα σε κυκλοφορία.
2 Βλ. Τμήμα 1.2 του παρόντος κεφαλαίου.
3 Σημειώνεται ότι το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2009 παρατηρήθηκε καθαρή ροή κεφαλαίων -35 εκατ. ευρώ σ' αυτή την κατηγορία καταθέσεων (Ιανουάριος-Αύγουστος 2008: 26.610 εκατ. ευρώ).
4 Σε αυτές περιλαμβάνονται οι καταθέσεις σε λογαριασμούς τρεχούμενους, ταμιευτηρίου και όψεως.
5 Τον Απρίλιο του τρέχοντος έτους ο εν λόγω ρυθμός μετατράπηκε σε θετικό για πρώτη φορά από τον Ιούνιο του 2006.
6 Το μεγαλύτερο μέρος των καταθέσεων στην Ελλάδα έχει διάρκεια έως ένα έτος.

Πίνακας VI.1 Ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ

(μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)

	Υπόλοιπα 31.08.2009 (εκατ. ευρώ)	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές[1]										
		2004	2005	2006	2007	2008				2009		
		δ' τρίμηνο[2]	δ' τρίμηνο[2]	δ' τρίμηνο[2]	δ' τρίμηνο[2]	α' τρίμηνο[2]	β' τρίμηνο[2]	γ' τρίμηνο[2]	δ' τρίμηνο[2]	α' τρίμηνο[2]	β' τρίμηνο[2]	Αύγουστος[3]
1. Καταθέσεις μίας ημέρας	97.942,7	16,8	9,3	0,7	-0,9	-2,8	-4,4	-6,3	-7,0	-5,9	0,5	9,3
1.1 Όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί	28.579,9	19,1	20,2	1,8	10,3	6,2	2,6	-1,3	-3,6	-3,9	3,2	17,3
1.2 Απλού ταμιευτηρίου	69.362,8	16,1	6,3	0,2	-4,6	-5,8	-6,8	-8,1	-7,9	-6,3	-0,3	6,5
2. Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	137.793,0	5,3	45,2	37,5	42,2	42,1	43,0	38,3	39,1	31,5	21,6	8,8
3. Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών[4]	2.967,9	2,8	105,2	-24,4	-20,3	-20,0	-18,0	-22,9	-24,1	-15,3	7,6	45,5
4. Σύνολο καταθέσεων (1+2+3)	238.703,6	13,1	20,7	12,1	15,9	16	16,5	14,3	15,3	13,4	12,0	9,4
5. Συμφωνίες επαναγοράς (repos)	234,8	-12,6	-72,8	-35,7	-54,3	-55,7	-50,9	-39,3	-11,4	-55,3	-53,2	-50,5
6. Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	1.705,6	-1,9	-51,8	-2,5	40,5	28,1	9,3	-11,2	-58,8	-75,3	-79,7	-74,8
7. Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών[5]	1.238,0	-0,3	-42,2	24,2	-	-	-	-	-	-	-	-
8. Μ3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία (4+5+6+7)	241.881,9	9,2	6,9	10,6	14,7	15,2	16,2	15,0	14,4	11,2	9,2	6,2

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.
1 Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής του αντίστοιχου δείκτη. Κάθε δείκτης καταρτίζεται με βάση το υπόλοιπο του σχετικού νομισματικού μεγέθους το Δεκέμβριο του 2001 και τις σωρευμένες μηνιαίες ροές, διορθωμένες για διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών, σφάλματα ταξινόμησης κ.ά.
2 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους αριθμητικούς μέσους ετήσιους ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ρυθμούς στο τέλος του μηνός. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός για κάθε μήνα υπολογίζεται ως ο μέσος όρος του ρυθμού στο τέλος του μηνός αναφοράς και στο τέλος του μηνός που προηγείται του μηνός αναφοράς (βλ. τις "Τεχνικές σημειώσεις" στο τμήμα "Στατιστικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ" του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ).
3 Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής με βάση το σχετικό δείκτη στο τέλος του μηνός.
4 Περιλαμβάνονται και καταθέσεις ταμιευτηρίου σε λοιπά νομίσματα (εκτός ευρώ).
5 Το μέγεθος αυτό υπολογίζεται σε ενοποιημένη βάση με τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Επομένως από τα χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών που έχουν εκδοθεί από τα εγχώρια ΝΧΙ στην Ελλάδα, αφαιρούνται οι τοποθετήσεις τους σε χρεόγραφα έως δύο ετών που έχουν εκδοθεί από τα ΝΧΙ της υπόλοιπης ζώνης του ευρώ.

Διάγραμμα VI.2 Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2003-Αύγουστος 2009)

(ποσοστά % ετησίως)

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.
1 Μέσο επιτόκιο μηνός.
2 Ο κύριος όγκος των καταθέσεων μίας ημέρας αφορά καταθέσεις ταμιευτηρίου και το επιτόκιο καταθέσεων μίας ημέρας σχεδόν συμπίπτει με το επιτόκιο των καταθέσεων ταμιευτηρίου.
3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

σημαντική μείωση την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2009 σε όλες τις επιμέρους κατηγορίες (βλ. Διάγραμμα VI.2), καθώς επηρεάστηκαν από τις μειώσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ και τη σταδιακή βελτίωση των συνθηκών άντλησης ρευστότητας από τις αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Υπενθυμίζεται ότι τα επιτόκια αυτά[7] είχαν διαμορφωθεί σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο[8] στο τέλος του 2008 λόγω του κλίματος αβεβαιότητας που είχε διαμορφωθεί ιδίως μετά την κατάρρευση μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Οι μειώσεις που παρατηρήθηκαν, σχεδόν σε όλες τις επιμέρους κατηγορίες, ήταν μεγαλύτερες από τη συνολική μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ την ίδια περίοδο (150 μονάδες βάσης).[9] Καθώς η αποκλιμάκωση των επιτοκίων κατά την εξεταζόμενη περίοδο ήταν κατά μέσο όρο μικρότερης έκτασης σε σύγκριση με την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, τα μέσα πραγματικά (απο-πληθωρισμένα) επιτόκια[10] καταθέσεων της επισκοπούμενης περιόδου αυξήθηκαν σε ετήσια βάση. Ειδικότερα, το μέσο *πραγματικό* επιτόκιο των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας αυξήθηκε σε -0,28% την εξεταζόμενη περίοδο, από -3,31% την αντίστοιχη περίοδο του 2008, ενώ εκείνο των προθεσμιακών καταθέσεων με διάρκεια έως ένα έτος αυξήθηκε σε 2,07% (Ιανουάριος-Αύγουστος 2008: 0,11%).[11]

Καθοδικά κινήθηκαν τα επιτόκια των καταθέσεων και στη ζώνη του ευρώ, ωστόσο η μείωσή τους ήταν συγκριτικά μικρότερη από ό,τι στην Ελλάδα, με αποτέλεσμα η διαφορά τους έναντι των υψηλότερων ελληνικών επιτοκίων να περιοριστεί στις κυριότερες κατηγορίες καταθέσεων (βλ. Πίνακες VI.2A και VI.2B). Ειδικότερα, στη σημαντικότερη κατηγορία καταθέσεων, τις προθεσμιακές καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος, η θετική διαφορά μεταξύ του ελληνικού επιτοκίου και του αντίστοιχου της ζώνης του ευρώ περιορίστηκε (Αύγουστος 2009: 52 μονάδες βάσης, Δεκέμβριος 2008: 161 μονάδες βάσης). Το γεγονός ότι το επιτόκιο αυτό στην Ελλάδα παραμένει από τα υψηλότερα στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνει ότι οι ελληνικές τράπεζες συνεχίζουν να αντιμετωπίζουν κόστος άντλησης κεφαλαίων από καταθέσεις συγκριτικά μεγαλύτερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι από τον Απρίλιο έχει αρχίσει να μειώνεται το μερίδιο των πάσης φύσεως προθεσμιακών καταθέσεων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων στο σύνολο των καταθέσεων.

7 Ιδίως εκείνα των προθεσμιακών καταθέσεων.
8 Το ύψος των επιτοκίων βεβαίως εξαρτάται και από τις επικρατούσες συνθήκες ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων.
9 Μείωση (κατά 74 μονάδες βάσης) σημείωσε το επιτόκιο των νέων καταθέσεων των νοικοκυριών διάρκειας μίας ημέρας (Δεκέμβριος 2008: 1,24%), ενώ πολύ μεγαλύτερη ήταν η μείωση (κατά 312 μονάδες βάσης) του επιτοκίου των νέων καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος (Δεκέμβριος 2008: 5,36%) και του επιτοκίου των repos (κατά 224 μονάδες βάσης, Δεκέμβριος 2008: 2,52%).
10 Το μέσο πραγματικό επιτόκιο μίας περιόδου προκύπτει από το μέσο ονομαστικό επιτόκιο της περιόδου αφού αφαιρεθεί ο μέσος ρυθμός πληθωρισμού της ίδιας περιόδου.
11 Τον Αύγουστο του 2009 το πραγματικό επιτόκιο των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας διαμορφώθηκε σε -0,28%, ενώ εκείνο των προθεσμιακών καταθέσεων με διάρκεια έως ένα έτος σε 1,46%.

Πίνακας VI.2Α Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από νοικοκυριά στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως)

	Αύγουστος 2008	Δεκέμβριος 2008	Αύγουστος 2009	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2008 και Αυγ. 2009 (σε εκατ. μονάδες)
Διάρκειας μίας ημέρας[1]				
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	1,29	1,16	0,50	-0,66
Μέγιστο επιτόκιο	2,81	2,21	1,26	-0,95
Ελάχιστο επιτόκιο	0,18	0,17	0,08	-0,09
Επιτόκιο στην Ελλάδα	1,26	1,24	0,50	-0,74
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	-0,03	0,08	0,00	-0,08
Με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος[2]				
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	4,59	3,75	1,72	-2,03
Μέγιστο επιτόκιο	5,47	6,02	4,05	-1,97
Ελάχιστο επιτόκιο	3,15	2,59	0,45	-2,14
Επιτόκιο στην Ελλάδα	4,99	5,36	2,24	-3,12
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,40	1,61	0,52	-1,09

Πηγές: ΕΚΤ και εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ.
1 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.
2 Μέσο επιτόκιο μηνός.

Πίνακας VI.2Β Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από νοικοκυριά στις χώρες της ζώνης του ευρώ[1]

	Διάρκειας μίας ημέρας[2]		Με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος[3]	
	Δεκέμβριος 2008	Αύγουστος 2009	Δεκέμβριος 2008	Αύγουστος 2009
Αυστρία	2,03	0,71	3,55	1,22
Βέλγιο	0,79	0,42	2,88	0,94
Γαλλία	0,18	0,12	3,27	1,37
Γερμανία	1,85	0,84	3,21	1,18
Ελλάδα	**1,24**	**0,50**	**5,36**	**2,24**
Ιρλανδία	1,04	0,60	3,17 4	1,27[4]
Ισπανία	0,69	0,42	4,17	2,28
Ιταλία	1,23	0,31	3,01	1,05
Κύπρος	1,58	1,26	6,02	4,05
Λουξεμβούργο	2,21	0,82	2,59	0,45
Μάλτα	0,57	0,28	3,05	1,87
Ολλανδία	0,72	0,50	4,30	1,92
Πορτογαλία	0,17	0,08	3,68	1,58
Σλοβακία	0,57	0,33	2,93	1,24
Σλοβενία	0,43	0,23	4,45	2,27
Φινλανδία	0,87	0,42	3,26	1,17

Πηγές: ΕΚΤ και εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ.
1 Παρά την προσπάθεια εναρμόνισης της μεθοδολογίας συλλογής των στατιστικών στοιχείων στη ζώνη του ευρώ, η ομαδοποίηση των επιτοκίων δεν έχει απαλείψει την ανομοιογένεια της σύνθεσης κατά προϊόν σε κάθε κατηγορία επιτοκίων, η οποία εν μέρει αντανακλά διαφορές ως προς τις ακολουθούμενες εθνικές πρακτικές, καθώς και ως προς τις κανονιστικές και δημοσιονομικές ρυθμίσεις.
2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.
3 Μέσο επιτόκιο μηνός.
4 Το επιτόκιο αφορά όλες τις καταθέσεις προθεσμίας ανεξαρτήτως διάρκειας.

2 Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ – ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

2.1 Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του υπολοίπου της **συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας** από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (ΝΧΙ),[12] μετά την τάση σταθεροποίησης που παρουσίασε τους πρώτους τρεις μήνες του 2009, ακολούθησε πτωτική πορεία και διαμορφώθηκε σε 9,3% τον Αύγουστο (δ΄ τρίμηνο 2008: 16,6%, βλ. Διάγραμμα VI.3 και Πίνακα VI.3). Η πορεία αυτή αντανακλά την έντονα πτωτική τάση του ρυθμού ανόδου της χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα (επιχειρήσεις και νοικοκυριά), ενώ ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τη γενική κυβέρνηση συνολικά επιταχύνθηκε αλλά παρουσίασε διακυμάνσεις. Ο ρυθμός ανόδου της χρηματοδότησης προς τη γενική κυβέρνηση παρέμεινε ιδιαίτερα υψηλός και διαμορφώθηκε σε 28,5% τον Αύγουστο του 2009 (δ΄ τρίμηνο 2008: 8,1%, βλ. Πίνακα VI.3).[13]

2.2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της **χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα** από τα εγχώρια ΝΧΙ (δάνεια, τιτλοποιημένα δάνεια και εταιρικά ομόλογα) επιβραδύνθηκε κατά το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2009 (Αύγουστος 2009: 6,0%, δ΄ τρίμηνο 2008: 18,3%, βλ. Πίνακα VI.3). Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε η πτώση του ρυθμού ανόδου του υπολοίπου της χρηματοδότησης πρωτίστως προς τις επιχειρήσεις και δευτερευόντως προς τα νοικοκυριά (βλ. Διάγραμμα VI.3). Η εξέταση των μηνιαίων καθαρών ροών[14] χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα καταδεικνύει ότι οι ροές αυτές, τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά, παρέμειναν εξαιρετικά χαμηλές την επισκοπούμενη περίοδο σε σύγκριση με εκείνες πριν από την κλιμάκωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η εξασθένηση του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα οφείλεται —από την πλευρά της ζήτησης δανείων— στη στασιμότητα ή και μείωση της οικονομικής δραστηριότητας και στην επιφυλακτικότητα των επι-

12 Το *υπόλοιπο* της συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης προς τη γενική κυβέρνηση, τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά υπολογίζεται ως το άθροισμα των υπολοίπων των σχετικών δανείων, των χρεογράφων του Ελληνικού Δημοσίου και των εταιρικών ομολόγων που διακρατούν οι τράπεζες, *πλέον* το υπόλοιπο των τιτλοποιημένων δανείων και εταιρικών ομολόγων. Η *μεταβολή* της συνολικής χρηματοδότησης υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ των υπολοίπων της τραπεζικής χρηματοδότησης σε δύο χρονικά σημεία τα οποία ορίζουν την περίοδο αναφοράς. Στη συνέχεια, η διαφορά αυτή προσαυξάνεται με τις διαγραφές δανείων που έγιναν κατά την περίοδο αναφοράς και προσαρμόζεται για τις μεταβολές της αξίας των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (που ενσωματώνονται στο υπόλοιπο της χρηματοδότησης προς τη γενική κυβέρνηση) και για τις συναλλαγματικές διαφορές που ενσωματώνονται στα δάνεια σε ξένο νόμισμα όταν αυτά εκφράζονται σε ευρώ, ώστε να προκύπτει η *καθαρή ροή* της συνολικής χρηματοδότησης. Συγκεκριμένα, προστίθενται οι συναλλαγματικές διαφορές από την ανατίμηση του ευρώ ως προς τα ξένα νομίσματα και αφαιρούνται οι συναλλαγματικές διαφορές από την υποτίμηση του ευρώ ως προς τα ξένα νομίσματα. Επισημαίνεται ότι κατ' ανάλογο τρόπο υπολογίζονται και οι μεταβολές των υπολοίπων της χρηματοδότησης στις επιμέρους κατηγορίες δανείων. Τέλος σημειώνεται ότι για τον υπολογισμό της καθαρής ροής και των ρυθμών μεταβολής της χρηματοδότησης τους πρώτους οκτώ μήνες του 2009 έχουν ληφθεί υπόψη δάνεια και εταιρικά ομόλογα ύψους περίπου 4 δισεκ. ευρώ που μεταβίβασαν εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα σε θυγατρικές τους τράπεζες στο εξωτερικό.

13 Οι ιδιαίτερα υψηλοί ετήσιοι ρυθμοί αύξησης των πιστώσεων προς τη γενική κυβέρνηση που σημειώθηκαν μετά τον Ιανουάριο ανταναχλούν την άνοδο των τοποθετήσεων των εγχώριων ΝΧΙ σε τίτλους του Δημοσίου, εξέλιξη που παρατηρήθηκε και στη ζώνη του ευρώ. Από την πλευρά της προσφοράς, η εξέλιξη αυτή οφείλεται στις αυξημένες εκδόσεις ομολόγων από το Δημόσιο. Οι καθαρές δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης στην Ελλάδα ανήλθαν σε 20 δισεκ. ευρώ (8,3% του ΑΕΠ) το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2009, αυξημένες κατά 87,4% έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2008. Από την πλευρά της ζήτησης, οι τοποθετήσεις των ΝΧΙ στους εν λόγω τίτλους ενισχύθηκαν από τις προοπτικές κέρδους που προσέφεραν οι αποδόσεις τους (βλ. Τμήμα 4 του παρόντος κεφαλαίου για τις αγορές ομολόγων), καθώς και από τη δυνατότητα που παρέχεται στα ΝΧΙ να τους χρησιμοποιούν ως εγγύηση για την άντληση ρευστότητας από το Ευρωσύστημα. Επιπρόσθετα, οι τίτλοι αυτοί προσφέρουν στις τράπεζες ελκυστικότερους συνδυασμούς απόδοσης και ασφάλειας από ό,τι τα δανειακά χαρτοφυλάκια, ο πιστωτικός κίνδυνος των οποίων έχει αυξηθεί (βλ. ΕΚΤ, *Monthly Bulletin*, Ιούνιος 2009, σελ. 21, "Recent developments in MFIs' purchases of debt securities issued by the euro area general government sector"). Οι τοποθετήσεις των εγχώριων ΝΧΙ σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου παρουσίασαν υψηλή θετική καθαρή ροή από τον Ιανουάριο μέχρι τον Ιούνιο του 2009. Ωστόσο, τον Ιούλιο και τον Αύγουστο παρατηρήθηκαν αρνητικές μηνιαίες ροές λόγω των πωλήσεων τίτλων του Δημοσίου από τα ΝΧΙ, τα οποία ενδεχομένως αξιοποίησαν την ευκαιρία να πραγματοποιήσουν κεφαλαιακά κέρδη, λόγω της ανοδικής τάσης των τιμών.

14 Η καθαρή ροή της χρηματοδότησης υπολογίζεται ως η μεταβολή του υπολοίπου της χρηματοδότησης της δεδομένης περιόδου (ενός ή περισσότερων μηνών), στην οποία προστίθενται οι διαγραφές δανείων και οι συναλλαγματικές διαφορές από την ανατίμηση του ευρώ και αφαιρούνται οι συναλλαγματικές διαφορές από την υποτίμηση του ευρώ κατά την ίδια περίοδο.

Πίνακας VI.3 Χρηματοδότηση[1] της οικονομίας από τα ΝΧΙ στην Ελλάδα

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)

	2005	2006	2007	2008*					2009*		
	δ΄ τρίμηνο[2]	δ΄ τρίμηνο[2]	δ΄ τρίμηνο[2]	α΄ τρίμηνο[2]	β΄ τρίμηνο[2]	γ΄ τρίμηνο[2]	δ΄ τρίμηνο[2]	Δεκέμβριος[3]	α΄ τρίμηνο[2]	β΄ τρίμηνο[2]	Αύγουστος[3]
1. Συνολική χρηματοδότηση της οικονομίας από τα ΝΧΙ	13,8	15,6	13,5	16,1	17,3	17,4	16,6	13,4	14,4	13,5	9,3
2. Χρηματοδότηση της γενικής κυβέρνησης	-0,6	-1,8	-16,1	-9,4	-3,2	3,8	8,1	1,4	16,7	33,3	28,5
3. Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών	19,8	21,7	21,7	22,6	22,1	20,2	18,3	15,9	14,1	9,9	6,0
3.1 Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων	12,3	17,3	20,1	23,1	24,1	22,6	21,6	18,7	17,0	11,8	7,3
3.2 Χρηματοδότηση των νοικοκυριών	30,3	26,9	23,6	22,0	19,9	17,6	14,8	12,8	11,1	7,8	4,7
εκ της οποίας:											
3.2.1 Στεγαστικά δάνεια	31,1	28,4	23,3	20,9	18,5	16,3	13,4	11,5	10,1	7,3	4,8
3.2.2 Καταναλωτικά δάνεια	30,3	23,7	22,6	23,3	22,1	21,0	18,4	16,0	13,5	9,1	4,8

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
* Αναθεωρημένα στοιχεία από το α΄ τρίμηνο του 2008.
1 Περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των τραπεζικών δανείων, των εταιρικών ομολόγων και των χρεογράφων του Δημοσίου που διακρατούν στα χαρτοφυλάκιά τους τα ΝΧΙ. Επίσης περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των δανείων και των εταιρικών ομολόγων που έχουν τιτλοποιηθεί. Για τον υπολογισμό των ρυθμών μεταβολής λαμβάνονται υπόψη οι διαγραφές δανείων και οι συναλλαγματικές διαφορές που προκύπτουν από την αποτίμηση σε ευρώ των δανείων σε ξένο νόμισμα. Σημειώνεται ότι για τον υπολογισμό του ρυθμού μεταβολής της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων έχουν ληφθεί υπόψη δάνεια και εταιρικά ομόλογα που μεταβίβασαν τους πρώτους οκτώ μήνες του 2009 εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα σε θυγατρικές τους τράπεζες στο εξωτερικό.
2 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους αριθμητικούς μέσους ετήσιους ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ρυθμούς στο τέλος του μηνός. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός για κάθε μήνα υπολογίζεται ως ο μέσος όρος του ρυθμού στο τέλος του μηνός αναφοράς και στο τέλος του μηνός που προηγείται του μηνός αναφοράς (βλ. τις "Τεχνικές Σημειώσεις" στο τμήμα "Στατιστικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ" του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ).
3 Ετήσιος ρυθμός μεταβολής στο τέλος του μηνός.

Διάγραμμα VI.3 Συμβολή της χρηματοδότησης των επιμέρους τομέων στη συνολική χρηματοδότηση της οικονομίας από τα εγχώρια ΝΧΙ (Δεκέμβριος 2004-Αύγουστος 2009)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, συμβολές σε εκατοστιαίες μονάδες)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
Σημείωση: Η χρηματοδότηση της οικονομίας από τα εγχώρια ΝΧΙ περιλαμβάνει τα υπόλοιπα των δανείων που αυτά έχουν χορηγήσει στις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά και τον τομέα της γενικής κυβέρνησης, το σύνολο των χρεογράφων του Ελληνικού Δημοσίου και των ομολόγων των επιχειρήσεων που διακρατούνται από τα ΝΧΙ, καθώς και τα υπόλοιπα των δανείων και των εταιρικών ομολόγων που έχουν τιτλοποιηθεί. Για τον υπολογισμό των ρυθμών μεταβολής της συνολικής χρηματοδότησης λαμβάνονται επίσης υπόψη οι συναλλαγματικές διαφορές, καθώς και το σύνολο των διαγραφών στις οποίες προέβησαν οι τράπεζες κατά την περίοδο αναφοράς. Βλ. υποσημείωση 12 του κειμένου, για τον αναλυτικό ορισμό της χρηματοδότησης.

χειρήσεων και των νοικοκυριών να λάβουν νέα δάνεια, λόγω της αβεβαιότητας που δημιούργησε η διεθνής χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση. Παράλληλα, από την πλευρά της προσφοράς δανείων, οι τράπεζες εφαρμόζουν αυστηρότερα κριτήρια και όρους χρηματοδότησης, εν όψει της αύξησης του πιστωτικού κινδύνου και της προσπάθειάς τους να περιορίσουν τις ανερχόμενες επισφάλειές τους.[15] Πάντως, είναι δύσκολο να εκτιμηθούν οι επιμέρους συμβολές αφενός της ζήτησης δανείων και αφετέρου της προσφοράς δανείων στη συνολική επιβράδυνση του ρυθμού της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα.

Η αξιοσημείωτη πτώση του ρυθμού ανόδου του υπολοίπου της **χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις** κατά τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους (Αύγουστος 2009: 7,3%, δ′ τρίμηνο 2008: 21,6%, βλ. Πίνακα VI.3) συνδέεται κυρίως με τη συγκράτηση της προσφοράς εκ μέρους των τραπεζών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων (Ιούλιος 2009),[16] κατά το β′ τρίμηνο του 2009 υιοθετήθηκαν αυστηρότερα κριτήρια και όροι χρηματοδότησης από τις τράπεζες σε σύγκριση με το α′ τρίμηνο του 2009, ενώ παράλληλα η ζήτηση τραπεζικών δανείων αυξήθηκε ελαφρά λόγω των αναγκών των επιχειρήσεων για κεφάλαια κίνησης και της αναδιάρθρωσης του χρέους τους (η οποία επηρεάζει τους όρους και τον τρόπο αποπληρωμής του υφιστάμενου δανεισμού τους[17]). Όμως, ήδη ασκείται περιοριστική επίδραση στη ζήτηση επιχειρηματικών δανείων και τους ρυθμούς ανόδου της χρηματοδότησης από την εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας, τη μείωση του κύκλου εργασιών των επιχειρήσεων και τη μεγάλη πτώση της επενδυτικής δραστηριότητας. Εκτιμάται ότι η επίδραση αυτή, αν και δεν έχει καταγραφεί στα αποτελέσματα της Έρευνας του Ιουλίου, θα είναι ιδιαίτερα σημαντική κατά τους επόμενους μήνες. Θετική συμβολή αναμένεται να έχουν τα κυβερνητικά μέτρα για την κρατική εγγύηση των επιχειρηματικών

15 Σημειώνεται ότι ήδη το ποσοστό των δανείων (προς τον ιδιωτικό τομέα) σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων από τις ελληνικές τράπεζες σημείωσε αύξηση το α′ εξάμηνο του 2009 έναντι του τέλους του 2008. Το ποσοστό αυτό ήταν σημαντικά υψηλότερο από ό,τι εκείνο της ΕΕ. Βλ. Τμήμα 6 του παρόντος κεφαλαίου.

16 Η Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων διεξάγεται από την Τράπεζα της Ελλάδος σε τριμηνιαία βάση, στο πλαίσιο ευρύτερης έρευνας του Ευρωσυστήματος.

17 Οι επιχειρήσεις προβαίνουν συνήθως σε αναδιάρθρωση του χρέους τους ώστε να εκμεταλλευθούν διευκολύνσεις στον τρόπο αποπληρωμής του ή ενδεχομένως να εξασφαλίσουν χαμηλότερα επιτόκια (ενώ παράλληλα οι τράπεζες διευκολύνουν τις επιχειρήσεις προκειμένου να μειώσουν την πιθανότητα μη αποπληρωμής του χρέους τους). Επίσης, σημειώνεται ότι στο πλαίσιο της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων δεν λογίζεται ως μεταβολή στη ζήτηση η αναδιάρθρωση του χρέους με τη μορφή της υποκατάστασης ανάμεσα σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο χρέος.

Διάγραμμα VI.4 Χρηματοδότηση από τα εγχώρια ΝΧΙ προς τις εγχώριες επιχειρήσεις μέσω της έκδοσης εταιρικών ομολόγων (Ιανουάριος 2004-Αύγουστος 2009)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
1 Η συμμετοχή των ασφαλιστικών επιχειρήσεων στο μέγεθος αυτό δεν υπερβαίνει το 1%.

δανείων[18] και την έμμεση ενίσχυση του κλάδου της οικοδομής,[19] ενώ σύμφωνα με πρόσφατες αποτιμήσεις το συνεχιζόμενο πρόγραμμα στήριξης μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων ενίσχυσε τη χρηματοδότησή τους και κατά το γ΄ τρίμηνο του έτους.[20]

Καθώς ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις παρέμεινε υψηλότερος από τον εκτιμώμενο ετήσιο ρυθμό μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ, το συνολικό υπόλοιπο της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων ως ποσοστό του εκτιμώμενου ετήσιου ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε 55,2% τον Αύγουστο του 2009 (Αύγουστος 2008: 53,2%). Αν ληφθούν υπόψη μόνο τα τραπεζικά δάνεια, το ποσοστό αυτό ανέρχεται σε 39,1% τον Αύγουστο του 2009 και είναι κατά 13,7 εκατοστιαίες μονάδες χαμηλότερο από το αντίστοιχο για τη ζώνη του ευρώ. Οι τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε εταιρικά ομόλογα συνέχισαν να αποτελούν σημαντικό ποσοστό της συνολικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις τον Αύγουστο του 2009 (17,6%), το οποίο όμως ήταν χαμηλότερο από ό,τι το Δεκέμβριο του 2008 (18,6% – βλ. Διάγραμμα VI.4).[21,22]

18 Δάνεια με την εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου έχουν τη δυνατότητα να χορηγούν πλέον οι ελληνικές τράπεζες σε επιχειρήσεις όλων των κλάδων και μεγεθών μέσω του προσωρινού πλαισίου στήριξής τους για την αντιμετώπιση της κρίσης. Στόχοι του προγράμματος αυτού είναι η ενίσχυση της ρευστότητας της πραγματικής οικονομίας και η στήριξη της απασχόλησης. Το νέο πρόγραμμα έγινε πρώτα αποδεκτό από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (3.06.2009), στη συνέχεια ενεργοποιήθηκε με δύο αποφάσεις του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών (αριθ. οικ. 2/49086/0025/3.07.2009 και οικ. 2/54979/0025/23.07.2009) και εφαρμόζεται από το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους. Η εγγύηση από το Δημόσιο καλύπτει μέχρι το 70% του δανείου, ενώ το συνολικό ποσό που προβλέπεται από τον προϋπολογισμό του προγράμματος ότι μπορεί να δεσμευθεί για εγγυήσεις ανέρχεται σε 2 δισεκ. ευρώ. Η προθεσμία για την ένταξη των επιχειρήσεων στο πρόγραμμα λήγει στο τέλος του 2010 και η προβλεπόμενη διάρκεια της εγγύησης του Δημοσίου είναι τέσσερα έτη (με δυνατότητα παράτασης για ένα έτος ακόμη). Βασικές προϋποθέσεις για να ενταχθεί μια επιχείρηση στο πρόγραμμα είναι να μην ήταν προβληματική έως την 1.7.2008 (μπορούν να συμμετέχουν επίσης επιχειρήσεις που στη συνέχεια κατέστησαν προβληματικές λόγω της κρίσης) και να μην προβεί σε μείωση του αριθμού των θέσεων εργασίας της επί δύο έτη μετά την ημερομηνία συμμετοχής της στο πρόγραμμα. Επιπλέον, προκηρύχθηκε και εφαρμόζεται από τις τράπεζες πρόγραμμα ενίσχυσης μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στους κλάδους της μεταποίησης, του τουρισμού, του εμπορίου και των υπηρεσιών, το οποίο εντάσσεται στο ΕΣΠΑ 2007-2013, με συνολικό προϋπολογισμό 1,05 δισεκ. ευρώ.

19 Σύμφωνα με το νόμο που ψηφίστηκε από τη Βουλή (Ν. 3775/2009, άρθρο 23), για όσους λάβουν στεγαστικά δάνεια μέχρι τις 31.12.2010 (είτε για κατοικίες είτε για επαγγελματικά ακίνητα) το Ελληνικό Δημόσιο εγγυάται μέχρι και 25% της (αναγραφόμενης στο συμβόλαιο) αξίας του ακινήτου, για το μέρος του δανείου που δεν χορηγούν οι τράπεζες και καλύπτουν οι αγοραστές. Το πρόγραμμα αυτό εφαρμόζεται ήδη από το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους. Επιπλέον, αναμένεται να ενταχθεί στο ΕΣΠΑ 2007-2013 το πρόγραμμα του Υπουργείου Ανάπτυξης "Εξοικονόμηση κατ' οίκον", που στοχεύει στη βελτίωση της ενεργειακής συμπεριφοράς των κτιρίων που κτίστηκαν πριν από το 1980, δηλαδή πριν τεθεί σε εφαρμογή ο Κανονισμός Θερμομόνωσης (μονώσεις, αλλαγές κουφωμάτων, υαλοπινάκων κ.λπ.). Το εν λόγω πρόγραμμα αναμένεται να δώσει ώθηση τόσο στη βιομηχανία δομικών υλικών όσο και σε επαγγέλματα συναφή με τον κλάδο των κατασκευών και παράλληλα να ενισχύσει το εισόδημα των νοικοκυριών με τη μείωση των δαπανών τους για ενέργεια. Ο προϋπολογισμός του προγράμματος ανέρχεται σε 400 εκατ. ευρώ. Δεδομένου ότι η χρηματοδότηση μέσω του προγράμματος προβλέπεται να καλύψει 30-50% του κόστους ανά κτίριο, το Υπουργείο Ανάπτυξης εκτιμά ότι, μαζί με την ιδία συμμετοχή, οι συνολικές δαπάνες που θα ενισχύσουν τον κλάδο των κατασκευών θα ανέλθουν σε περίπου 1 δισεκ. ευρώ.

20 Σύμφωνα με την αποτίμηση της πορείας του προγράμματος ΤΕΜΠΜΕ, από την αρχή του έτους μέχρι τις 9 Οκτωβρίου του 2009 (πρώτη και δεύτερη φάση του προγράμματος) χορηγήθηκαν σε 50.619 μικρές και πολύ μικρές επιχειρήσεις δάνεια συνολικού ύψους 4,9 δισεκ. ευρώ με εγγυήσεις για 3,9 δισεκ ευρώ. Η συνολική αξία των δανείων που δόθηκαν προς 27.069 επιχειρήσεις κατά την πρώτη φάση του προγράμματος ανήλθε σε 3,2 δισεκ. ευρώ (συνολική αξία εγγυήσεων 2,6 δισεκ. ευρώ). Το συνολικό ποσό των δανείων προϋπολογίζεται να φθάσει τα 9,5 δισεκ. ευρώ.

21 Η πρακτική αυτή είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη τα τελευταία έτη, κυρίως λόγω των φορολογικών πλεονεκτημάτων (Ν. 3156/2003) που προσφέρει η έκδοση ομολογιακών δανείων. Σχεδόν το σύνολο των εκδόσεων αυτών απορροφάται από τις τράπεζες και οι εν λόγω τίτλοι δεν είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη δευτερογενή αγορά.

22 Εάν συνυπολογιστούν και οι πωλήσεις εταιρικών ομολόγων ύψους περίπου 3,8 δισεκ. ευρώ από εγχώρια ΝΧΙ προς ΝΧΙ του εξωτερικού, παρατηρείται ότι την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2009 οι επιχειρήσεις άντλησαν επιπλέον καθαρά κεφάλαια 2,4 δισεκ. ευρώ από τα ΝΧΙ με την έκδοση εταιρικών ομολόγων.

Πίνακας VI.4 Χρηματοδότηση[1] προς τις εγχώριες επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά από τα ΝΧΙ στην Ελλάδα

(μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)

	Υπόλοιπα 30.08.09 (εκατ. ευρώ)	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές										
		2005	2006	2007	2008*					2009*		
		δ΄ τρίμηνο[2]	δ΄ τρίμηνο[2]	δ΄ τρίμηνο[2]	α΄ τρίμηνο[2]	β΄ τρίμηνο[2]	γ΄ τρίμηνο[2]	δ΄ τρίμηνο[2]	Δεκέμβριος[3]	α΄ τρίμηνο[2]	β΄ τρίμηνο[2]	Αύγουστος[3]
Α. Επιχειρήσεις[4]	132.234	12,3	17,3	20,1	23,1	24,1	22,6	21,6	18,7	17,0	11,8	7,3
1. Εμπόριο	33.322	13,0	9,9	17,9	19,7	21,5	22,6	22,2	19,5	19,0	14,7	7,8
2. Βιομηχανία[5]	24.232	12,5	9,5	11,0	14,0	16,1	17,9	17,3	15,8	13,5	6,9	0,2
3. Κατασκευές	11.253	-	28,9	28,5	33,7	36,6	35,8	37,3	35,2	27,9	15,2	5,1
4. Ναυτιλία	10.370	31,7	17,8	25,3	25,5	25,1	23,6	22,7	17,2	19,0	14,0	7,1
5. Τουρισμός	7.196	8,4	11,0	21,0	24,1	25,7	27,4	24,3	19,7	16,9	11,0	6,4
6. Λοιπά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (πλην ΝΧΙ)	5.920	97,3	35,1	14,7	18,6	16,9	7,8	-2,1	-8,7	-8,3	-7,2	5,0
7. Επικοινωνίες - Μεταφορές πλην ναυτιλίας	5.707	-	51,9	39,6	60,1	60,6	30,1	35,6	26,8	18,1	10,2	21,2
8. Γεωργία	3.913	8,5	11,0	10,7	15,0	22,8	19,7	20,4	20,3	15,6	8,8	3,5
9. Ηλεκτρισμός - Φωταέριο - Ύδρευση	3.630	-	3,0	40,2	39,5	20,4	26,8	36,4	29,8	25,2	30,8	14,2
10. Λοιποί κλάδοι	26.691	-16,1	28,8	27,4	28,9	29,5	25,4	23,6	23,4	22,1	16,7	12,7
Β. Νοικοκυριά	118.472	30,3	26,9	23,6	22,0	19,9	17,6	14,8	12,8	11,1	7,8	4,7
1. Στεγαστικά δάνεια	79.144	31,1	28,4	23,3	20,9	18,5	16,3	13,4	11,5	10,1	7,4	4,8
2. Καταναλωτικά δάνεια	36.445	30,3	23,7	22,6	23,3	22,1	21,0	18,4	16,0	13,5	9,1	4,8
- Πιστωτικές κάρτες	9.879	12,8	5,7	6,3	11,2	13,5	13,9	12,4	10,0	7,8	4,6	1,5
- Λοιπά καταναλωτικά δάνεια[6]	26.566	45,0	35,4	30,9	29,1	25,9	23,9	20,9	18,4	15,8	10,9	6,1
3. Λοιπά δάνεια	2.883	11,5	30,6	42,2	34,1	30,7	13,8	7,5	9,5	6,9	4,0	-1,3
ΣΥΝΟΛΟ	250.706	19,8	21,7	21,7	22,6	22,1	20,2	18,3	15,9	14,1	9,9	6,0

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

* Αναθεωρημένα στοιχεία από το α΄ τρίμηνο του 2008.

1 Περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των δανείων και των εταιρικών ομολόγων που διακρατούν στα χαρτοφυλάκιά τους τα ΝΧΙ. Επίσης περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των δανείων και των εταιρικών ομολόγων που έχουν τιτλοποιηθεί. Για τον υπολογισμό των ρυθμών μεταβολής λαμβάνονται υπόψη οι διαγραφές δανείων και οι συναλλαγματικές διαφορές που προκύπτουν από την αποτίμηση σε ευρώ των δανείων σε ξένο νόμισμα. Σημειώνεται ότι για τον υπολογισμό του ρυθμού μεταβολής της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων έχουν ληφθεί υπόψη δάνεια και εταιρικά ομόλογα που μεταβίβασαν τους πρώτους οκτώ μήνες του 2009 εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα σε θυγατρικές τους τράπεζες στο εξωτερικό.

2 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους αριθμητικούς μέσους ετήσιους ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ρυθμούς στο τέλος του μηνός. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός για κάθε μήνα υπολογίζεται ως ο μέσος όρος του ρυθμού στο τέλος του μηνός αναφοράς και στο τέλος του μηνός που προηγείται του μηνός αναφοράς (βλ. τις "Τεχνικές Σημειώσεις" στο τμήμα "Στατιστικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ" του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ).

3 Ετήσιος ρυθμός μεταβολής στο τέλος του μηνός.

4 Η κατάταξη των κλάδων γίνεται σύμφωνα με το ποσοστό συμμετοχής κάθε κλάδου στη συνολική χρηματοδότηση, με εξαίρεση την κατηγορία "λοιποί κλάδοι". Οι ρυθμοί μεταβολής κατά κλάδο περιλαμβάνουν τις διαγραφές απαιτήσεων.

5 Περιλαμβάνει τους κλάδους της μεταποίησης (βιομηχανία, βιοτεχνία) και των ορυχείων-μεταλλείων-λατομείων.

6 Περιλαμβάνονται τα προσωπικά δάνεια και τα δάνεια έναντι δικαιολογητικών.

Από την ανάλυση της πιστωτικής επέκτασης κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (βλ. Πίνακα VI.4) προκύπτει ότι στη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου-Αυγούστου 2009 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου της χρηματοδότησης παρουσίασε έντονη μείωση σε όλους σχεδόν τους κλάδους. Ειδικότερα, κατά την εξέταση των πιο σημαντικών κλάδων (με βάση τη συμμετοχή τους στη συνολική χρηματοδότηση) παρατηρείται ότι τη μεγαλύτερη επιβράδυνση παρουσίασε ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις (Αύγουστος 2009: 5,1%, δ΄ τρίμηνο 2008: 37,3%), καθώς και προς τις βιομηχανικές επιχειρήσεις, που διαμορφώθηκε σε ιδιαίτερα χαμηλό επίπεδο (Αύγουστος 2009: 0,2%, δ΄ τρίμηνο 2008: 17,3%).[23] Σε ό,τι αφορά τον κλάδο των κατασκευών, οι σχετικοί δείκτες (όγκου νέων οικοδομών βάσει αδειών, της ΕΣΥΕ, και επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές, του ΙΟΒΕ[24]) μεταβάλλονται με έντονα αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς λόγω της μειωμένης δραστηριότητας και των συνθηκών αβεβαιότητας στον κλάδο αυτό. Η μείωση του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τις βιομηχανικές επιχειρήσεις συνδέεται με την υποχώρηση του δείκτη της βιομηχανικής και ιδίως της μεταποιητικής παραγωγής,[25] καθώς και με την προαναφερθείσα μεγάλη πτώση της επενδυτικής δραστηριότητας.[26] Σημαντική επιβράδυνση παρουσίασε και ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τις εμπορικές επιχειρήσεις (Αύγουστος 2009: 7,8%, δ΄ τρίμηνο 2008: 22,2%). Η καθαρή ροή τραπεζικού δανεισμού προς το εμπόριο τους πρώτους οκτώ μήνες του 2009 ήταν ιδιαίτερα υψηλή σε σύγκριση με τους περισσότερους κλάδους, αν και παρέμεινε σε σημαντικά χαμηλότερο επίπεδο από ό,τι το αντίστοιχο διάστημα του 2008. Η εν λόγω ροή επηρεάστηκε καθοριστικά από την εφαρμογή του προγράμματος ενίσχυσης της ρευστότητας των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων κατά το ίδιο διάστημα.

Ο ετήσιος ρυθμός **πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά** συνέχισε να ακολουθεί καθοδική πορεία τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους και διαμορφώθηκε σε 4,7% τον Αύγουστο του 2009 (δ΄ τρίμηνο 2008: 14,8%, βλ. Διάγραμμα VI.3). Ο ρυθμός αυτός παραμένει σημαντικά υψηλότερος σε σύγκριση με τον αρνητικό ρυθμό μεταβολής της χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ (Αύγουστος 2009: -0,2%).[27] Το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2009 η καθαρή ροή χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά στην Ελλάδα περιορίστηκε περίπου στο 1/5 της αντίστοιχης ροής κατά το ίδιο οκτάμηνο του 2008.

Το υπόλοιπο της συνολικής χρηματοδότησης των νοικοκυριών από τα ΝΧΙ (δάνεια και τιτλοποιημένα δάνεια) διαμορφώθηκε σε 49,4% του ΑΕΠ τον Αύγουστο του 2009 (Αύγουστος 2008: 47,5%, βλ. Διάγραμμα VI.5). Αν δεν συμπεριληφθούν οι τιτλοποιήσεις, το υπόλοιπο των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά τον Αύγουστο του 2009 ανέρχεται σε 40,2% του ΑΕΠ, έναντι 54,3% στη ζώνη του ευρώ.

Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των **στεγαστικών δανείων** υποχώρησε περαιτέρω κατά την εξεταζόμενη περίοδο και διαμορφώθηκε σε 4,8% τον Αύγουστο του 2009 (δ΄ τρίμηνο 2008: 13,4%). Σημειώνεται ότι η επιβράδυνση του ρυθμού αυτού είχε αρχίσει ήδη από τον Απρίλιο του 2007 και οφείλεται εν μέρει στην ήπια διόρθωση των τιμών στην αγορά των ακινήτων, η οποία αντανακλάται στην επιβράδυνση του ρυθμού μεταβολής τους μετά το 2007 (βλ. Πλαίσιο IV.1). Επιπλέον, η

23 Σημειώνεται ότι η καθαρή ροή τραπεζικού δανεισμού προς τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις ανήλθε σε μόλις 67 εκατ. ευρώ κατά το πρώτο οκτάμηνο του 2009, έναντι 2,5 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο οκτάμηνο του 2008, ενώ η καθαρή ροή της χρηματοδότησης προς τις βιομηχανικές επιχειρήσεις ήταν αρνητική 462 εκατ. ευρώ την ίδια περίοδο του 2009 έναντι θετικής ροής 2,9 δισεκ ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2008. Σύμφωνα με την Έρευνα Οικονομικής Συγκυρίας του ΙΟΒΕ (Ιούλιος 2009), οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν δυσκολίες στη λειτουργία τους δηλώνουν ως σημαντικότερους παράγοντες κυρίως τη χαμηλή ζήτηση και σε μικρότερο βαθμό τη συγκράτηση της τραπεζικής χρηματοδότησης.

24 Βλ. Κεφάλαιο IV.1 για την εξέλιξη των σχετικών δεικτών.

25 Βλ. Κεφάλαιο IV.1.

26 Σύμφωνα με τους τριμηνιαίους εθνικούς λογαριασμούς της ΕΣΥΕ, οι πραγματικές ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου μειώθηκαν κατά 16,5% το β΄ τρίμηνο του 2009 έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του 2008 (α΄ τρίμηνο 2009: -6,3%).

27 Επισημαίνεται ότι χρειάζεται προσοχή στην ερμηνεία, καθώς οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των δανείων προς τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ δεν είναι άμεσα συγκρίσιμοι καθότι ο ρυθμός μεταβολής των δανείων προς τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ δεν προσαρμόζεται για τις τιτλοποιήσεις των δανείων.

Διάγραμμα VI.5 Τραπεζικά δάνεια[1] προς τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ (2000-Αύγουστος 2009)

(ως ποσοστό % του ΑΕΠ)[2]

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ για τα υπόλοιπα των δανείων, Eurostat και ΕΣΥΕ για το ΑΕΠ.
1 Δεν περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των τιτλοποιημένων δανείων.
2 Εκτιμήσεις για το ΑΕΠ του 2009 (Τράπεζα της Ελλάδος και Eurostat.

συνεχιζόμενη επιβράδυνση, κατά τους πρώτους οκτώ μήνες του 2009, αντανακλά τα αυστηρά κριτήρια και όρους χρηματοδότησης από τις τράπεζες αλλά και την επιφυλακτικότητα των νοικοκυριών να αναλάβουν νέες δανειακές υποχρεώσεις.[28] Ωστόσο, σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων η αποκλιμάκωση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων[29] ενίσχυσε τη ζήτηση τραπεζικού δανεισμού κατά το β′ τρίμηνο του έτους.[30] Η εξέταση των μηνιαίων ροών των στεγαστικών δανείων καταδεικνύει πάντως ότι παραμένουν κατά μέσο όρο για το διάστημα Ιανουαρίου-Αυγούστου 2009 σημαντικά χαμηλότερες από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2008.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των **καταναλωτικών δανείων** παρουσίασε σημαντική επιβράδυνση και διαμορφώθηκε σε 4,8% τον Αύγουστο του 2009, από 18,4% το δ′ τρίμηνο του 2008. Η εν λόγω επιβράδυνση αντανακλά τη μεγάλη κάμψη της καθαρής ροής των καταναλωτικών δανείων το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2009 (σε 463 εκατ. ευρώ έναντι 3,9 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο οκτάμηνο του 2008), η οποία προήλθε από τη συγκράτηση της προσφοράς εκ μέρους των τραπεζών αλλά και τη μείωση της ζήτησης.[31] Η ζήτηση καταναλωτικών δανείων από τα νοικοκυριά, αφού μειώθηκε κατά το α′ τρίμηνο του 2009 έναντι του προηγούμενου τριμήνου (Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων), αυξήθηκε μόνο ελαφρά το β′ τρίμηνο λόγω των ευκαιριών που δημιουργήθηκαν στην αγορά αυτοκινήτων[32] και ενδεχομένως και της ανάγκης κάλυψης των ανελαστικών ως προς το εισόδημα δαπανών των καταναλωτών.[33,34]

28 Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων του Ιουλίου του 2009, τα κριτήρια και οι όροι χρηματοδότησης των τραπεζών παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα το β′ τρίμηνο του 2009 σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, παραμένουν ωστόσο ιδιαίτερα αυστηρά. Σημειώνεται ότι είναι η πρώτη φορά κατά τη διάρκεια της χρηματοοικονομικής κρίσης που παρατηρείται σταθεροποίηση των όρων και κριτηρίων των τραπεζών.

29 Από τις αρχές του έτους παρατηρείται στροφή των νοικοκυριών προς στεγαστικά δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο.

30 Θετική επίδραση στη ζήτηση αναμένεται να έχει η εφαρμογή του μέτρου που προβλέπει τη μερική εγγύηση του Δημοσίου στα στεγαστικά δάνεια, βλ υποσημείωση 19.

31 Τα αποτελέσματα της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων (Ιούλιος 2009) δείχνουν ότι, σε αντίθεση με τα στεγαστικά δάνεια για τα οποία καταγράφηκε σταθεροποίηση των όρων και κριτηρίων των τραπεζών, για τα καταναλωτικά δάνεια τα κριτήρια και οι όροι των τραπεζών ήταν αρκετά αυστηρότερα το β′ τρίμηνο του 2009 έναντι του α′ τριμήνου του 2009 (ενώ το α′ τρίμηνο του 2009 ήταν μόνο ελαφρώς αυστηρότερα σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο).

32 Στην αγορά αυτοκινήτων, οι ευκαιρίες αυτές, εκτός από τις προσφορές στις τιμές των αυτοκινήτων (οι οποίες διήρκεσαν 4 μήνες), περιλάμβαναν και τη μείωση στο ήμισυ του τέλους ταξινόμησης, η οποία ίσχυσε μέχρι τις 7 Αυγούστου 2009. Στην τρέχουσα συγκυρία, έχει μεγαλύτερη σημασία ότι τα δάνεια αυτής της κατηγορίας έχουν και το πλεονέκτημα της εξασφάλισης, με αποτέλεσμα να είναι ευνοϊκότεροι οι όροι δανεισμού έναντι άλλων καταναλωτικών δανείων. Σε ειδικό ερώτημα στην Έρευνα Οικονομικής Συγκυρίας του ΙΟΒΕ (Ιούλιος 2009) καταγράφεται εξασθένηση της πρόθεσης των καταναλωτών για αγορά αυτοκινήτου τους επόμενους δώδεκα μήνες.

33 Τα επίπεδα του δείκτη του ΙΟΒΕ για την εμπιστοσύνη των καταναλωτών παραμένουν πολύ χαμηλά (*και* σε σύγκριση με την Ευρωπαϊκή Ένωση) ενώ οι προσδοκίες για το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών το 2009 είναι δυσμενείς (βλ., π.χ., ΙΟΒΕ, Έρευνες Οικονομικής Συγκυρίας, Ιούλιος 2009). Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών αναμένεται να επιβραδυνθεί σημαντικά το 2009.

34 Σημειώνεται ότι το 2010 αναμένεται να εφαρμοστούν και στην Ελλάδα οι ρυθμίσεις της Κοινοτικής Οδηγίας για την καταναλωτική πίστη, η οποία στοχεύει προς τη μελλοντική ενοποίηση των εθνικών αγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και αναφέρεται κυρίως σε θέματα βελτίωσης της πληροφόρησης σχετικά με τους όρους των τραπεζών και διασφάλισης των δικαιωμάτων των καταναλωτών στην ΕΕ. Με την εφαρμογή της Οδηγίας, όλοι οι καταναλωτές στην ΕΕ θα λαμβάνουν, μέσω του εντύπου των "τυποποιημένων ευρωπαϊκών πληροφοριών καταναλωτικής πίστης", τις ίδιες πληροφορίες, έτσι ώστε εύκολα να μπορούν να συγκρίνουν και να επιλέγουν την πλέον συμφέρουσα τραπεζική υπηρεσία ή προϊόν στη χώρα τους ή σε άλλο κράτος-μέλος. Στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας θα εμπίπτουν τα καταναλωτικά δάνεια ποσού από 200 έως 75.000 ευρώ και οι πιστωτικές κάρτες. Οι Έλληνες (και οι λοιποί Ευρωπαίοι) καταναλωτές θα έχουν πρόσβαση σε προϊόντα καταναλωτικής πίστης από όλες τις χώρες της Ευρώπης και θα έχουν μεγαλύτερες δυνατότητες επιλογής.

Μετά την υιοθέτηση αυστηρότερων κριτηρίων από τις τράπεζες, ήδη από το 2008, και τις προγενέστερες προβλέψεις για επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας το 2009, η οποία επιδρά αρνητικά στη ζήτηση δανείων, η σταθερή υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού ανόδου της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα που παρατηρείται από τις αρχές του έτους ήταν αναμενόμενη, όπως έχει επισημανθεί και σε πρόσφατες εκθέσεις. Παρομοίως, πτωτική τάση παρουσιάζει και ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, ο οποίος είναι πλέον ιδιαίτερα χαμηλός[35] (Αύγουστος 2009: Ελλάδα 6,0%, ζώνη ευρώ 1,1%[36]). Η καθαρή ροή[37] χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα (χωρίς τις τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα) στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ ήταν χαμηλότερη τους πρώτους οκτώ μήνες του 2009 έναντι του ίδιου διαστήματος του 2008 κατά 79% και 86% αντίστοιχα.

Σημαντικό ρόλο στην ενίσχυση των ρυθμών της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα το 2009 **έχει η βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης των εγχώριων ΝΧΙ**. Σε ό,τι αφορά τη σύνθεση της χρηματοδότησης των ΝΧΙ, το μεγαλύτερο μέρος της συνεχίζουν να αποτελούν οι καταθέσεις. Όπως παρατηρείται, ο δείκτης δανείων προς καταθέσεις είναι χαμηλότερος στην Ελλάδα από ό,τι στην ΕΕ.[38] Οι ελληνικές τράπεζες αύξησαν σημαντικά την άντληση κεφαλαίων από το Ευρωσύστημα, αντισταθμίζοντας έτσι τις αρχικές δυσκολίες που είχαν στην άντληση κεφαλαίων από τις διεθνείς διατραπεζικές αγορές. Οι μηνιαίες ροές της χρηματοδότησης των εγχώριων ΝΧΙ ενισχύθηκαν τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους κυρίως από την προσφυγή στις διευκολύνσεις του Ευρωσυστήματος,[39] αλλά και στη διατραπεζική αγορά και σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Επιπλέον, τους τελευταίους μήνες οι ελληνικές τράπεζες αξιοποίησαν τις δυνατότητες που τους παρέχει το κρατικό σχέδιο ενίσχυσης ρευστότητας (Ν. 3723/2008), ενώ παράλληλα βελτιώνεται η πρόσβασή τους στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων.

Η επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί τους επόμενους μήνες, καθώς η ζήτηση δανείων θα επηρεαστεί αρνητικά λόγω της εξασθένησης της οικονομικής δραστηριότητας, ενώ οι όροι και τα κριτήρια χρηματοδότησης από τα ΝΧΙ αναμένεται να παραμείνουν αυστηρά. Ενισχυτικό ρόλο για την προσφορά δανείων εκ μέρους των τραπεζών θα συνεχίσουν να έχουν τα μέτρα της ΕΚΤ για τη στήριξη της χρηματοδότησης της οικονομίας,[40] ενώ θετική επίδραση στη ζήτηση δανείων θα έχουν τα παρατηρούμενα **σχετικώς χαμηλά επίπεδα των επιτοκίων δανεισμού** από τα ΝΧΙ προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

3 ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ, ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΑ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΜΕΤΑΞΥ ΕΛΛΑΔΟΣ ΚΑΙ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Τα επιτόκια των νέων τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα σημείωσαν έντονη μείωση κατά τη διάρκεια του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2009 σε σχεδόν όλες τις κατη-

35 Η επιβράδυνση του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα στο σύνολο της ζώνης του ευρώ είχε ήδη ξεκινήσει από τις αρχές του 2008.

36 Επισημαίνεται ότι χρειάζεται προσοχή στην ερμηνεία, καθώς οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής της χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ δεν είναι άμεσα συγκρίσιμοι. Όμως, οι ρυθμοί αυτοί δεν αλλάζουν σημαντικά αν προσαρμοστούν σε κοινή βάση σύγκρισης (δηλαδή εάν δεν συμπεριληφθούν τα ομολογιακά δάνεια και εάν συνυπολογιστούν οι τιτλοποιήσεις των δανείων πλην των ομολογιακών).

37 Σημειώνεται ότι για τον υπολογισμό των καθαρών ροών, για λόγους συγκρισιμότητας, υιοθετείται κοινός ορισμός για τη χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα και στο σύνολο της ζώνης του ευρώ. Το υπόλοιπο της χρηματοδότησης βάσει του οποίου υπολογίζονται οι μεταβολές τις οποίες ενσωματώνει η καθαρή ροή (βλ. υποσημείωση 14) περιλαμβάνει το άθροισμα των δανείων, των εταιρικών ομολόγων και των τιτλοποιήσεων των δανείων. Δεν περιλαμβάνει τις τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε μετοχές (για τη ζώνη του ευρώ) και τις τιτλοποιήσεις των εταιρικών ομολόγων.

38 Βλ. και Τμήμα 6 του παρόντος κεφαλαίου.

39 Ως προς τη χρηματοδότηση των τραπεζών από το Ευρωσύστημα, εξακολουθεί να προσφέρεται σε τακτική βάση ρευστότητα προς τις τράπεζες της ζώνης του ευρώ για μια εβδομάδα καθώς και μεγαλύτερες διάρκειες, ενώ το Ευρωσύστημα δέχεται από τον Οκτώβριο του 2008 ευρύτερο φάσμα στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών ως εγγύηση (π.χ. στις πράξεις επαναγοράς). Τέλος, από τον Ιούνιο του 2009 δόθηκε στις τράπεζες της ζώνης του ευρώ η δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων (έναντι εξασφαλίσεων) από το Ευρωσύστημα, ανά τρίμηνο, για ετήσια διάρκεια με απεριόριστο ποσό και με επιτόκιο το οποίο τέθηκε στο 1% (βλ. Κεφάλαιο ΙΙΙ.2). Οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ συνολικά άντλησαν 517 δισεκ. ευρώ και οι ελληνικές τράπεζες 35 δισεκ. ευρώ στις δημοπρασίες του Ιουνίου και του Οκτωβρίου.

40 Βλ. την προηγούμενη υποσημείωση και ΕΚΤ, *Monthly Bulletin*, Ιούνιος 2009, σελ. 9 ("Governing Council Decisions on non-standard measures").

Πίνακας VI.5Α Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως)

	Αύγουστος 2008	Δεκέμβριος 2008	Αύγουστος 2009	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2008 και Αυγ. 2009 (σε εκατ. μονάδες)
Α. Δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή επιτόκιο σταθερό έως 1 έτος				
Α.1. Δάνεια μέχρι 1 εκατ. ευρώ προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα				
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	6,27	5,38	3,42	-1,96
Μέγιστο επιτόκιο	7,93	7,30	6,36	-0,94
Ελάχιστο επιτόκιο	5,62	4,54	2,42	-2,12
Επιτόκιο στην Ελλάδα	7,11	6,18	4,41	-1,77
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,84	0,80	0,99	0,19
Α.2. Δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα				
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	5,44	4,28	2,32	-1,96
Μέγιστο επιτόκιο	7,13	5,93	5,22	-0,71
Ελάχιστο επιτόκιο	5,07	3,97	1,51	-2,46
Επιτόκιο στην Ελλάδα	5,82	5,07	3,22	-1,85
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,38	0,79	0,90	0,11
Α.3. Στεγαστικά δάνεια				
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	5,77	5,09	3,00	-2,09
Μέγιστο επιτόκιο	6,91	6,59	5,88	-0,71
Ελάχιστο επιτόκιο	5,21	3,81	2,01	-1,80
Επιτόκιο στην Ελλάδα	5,34	4,92	3,27	-1,65
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	-0,43	-0,17	0,27	0,44
Α.4. Καταναλωτικά δάνεια				
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	8,85	8,22	7,96	-0,26
Μέγιστο επιτόκιο	12,13	13,02	11,58	-1,44
Ελάχιστο επιτόκιο	6,17	4,76	3,37	-1,39
Επιτόκιο στην Ελλάδα	8,73	8,76	8,54	-0,22
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	-0,12	0,54	0,58	0,04
Β. Δάνεια με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως 5 έτη[1]				
Β.1. Στεγαστικά δάνεια				
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	5,36	5,06	4,06	-1,00
Μέγιστο επιτόκιο	6,82	7,30	5,95	-1,35
Ελάχιστο επιτόκιο	4,46	3,96	2,79	-1,17
Επιτόκιο στην Ελλάδα	4,72	5,53	4,65	-0,88
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	-0,64	0,47	0,59	0,12
Β.1. Καταναλωτικά δάνεια				
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	7,22	7,03	6,51	-0,52
Μέγιστο επιτόκιο	12,55	12,62	15,35	2,73
Ελάχιστο επιτόκιο	5,80	5,47	5,07	-0,40
Επιτόκιο στην Ελλάδα	9,00	9,49	8,51	-0,98
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	1,78	2,46	2,00	-0,46

Πηγές: ΕΚΤ και εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ.
1 Μέσο επιτόκιο μηνός.

Πίνακας VI.5B Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ[1]

(ποσοστά % ετησίως)

	Νέα δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως 1 έτος[2]								Νέα δάνεια με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως 5 έτη[2]	
	Προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις				Στεγαστικά		Καταναλωτικά		Καταναλωτικά	
	Για δάνεια μέχρι 1 εκατ. ευρώ		Για δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ							
	Δεκ. 2008	Αύγ. 2009	Δεκ. 2008	Αύγ. 2009	Δεκ. 2008	Αύγ. 2009	Δεκ. 2008	Αύγ. 2009	Δεκ. 2008	Αύγ. 2009
Αυστρία	4,89	2,42	4,49	1,86	5,61	3,21	6,44	4,78	6,03	5,07
Βέλγιο	4,77	2,72	3,97	1,75	4,87	3,04	6,60	4,65	8,03	7,11
Γαλλία	5,08	2,82	4,30	1,66	5,52	3,65	8,43	7,58	7,23	6,57
Γερμανία	5,25	3,26	4,35	2,80	5,38	3,48	4,76	5,55	5,47	5,28
Ελλάδα	**6,18**	**4,41**	**5,07**	**3,22**	**4,92**	**3,27**	**8,76**	**8,54**	**9,49**	**8,51**
Ιρλανδία	5,95	3,58	4,99	3,01	4,33	2,62	5,66	4,22	...[3]	...[3]
Ισπανία	5,51	3,87	4,30	2,11	5,63	2,80	10,94	11,58	9,51	9,04
Ιταλία	5,31	3,09	4,17	2,14	4,91	2,54	11,72	11,08	8,70	8,80
Κύπρος	...[3]	6,36	...[3]	3,99	...[3]	5,88	...[3]	7,23	...[3]	...[3]
Λουξεμβούργο	4,54	2,54	3,97	2,29	4,22	2,01	...[3]	...[3]	6,20	5,08
Μάλτα	5,81	5,67	4,71	4,96	...[3]	3,40	...[3]	5,62	...[3]	...[3]
Ολλανδία	4,82	3,52	4,01	1,51	5,32	3,98	10,95	10,37	...[3]	...[3]
Πορτογαλία	7,26	5,43	5,77	3,14	4,96	2,35	8,10	6,01	12,62	12,82
Σλοβακία	...[3]	5,23	...[3]	2,76	...[3]	5,46	...[3]	7,80	...[3]	15,35
Σλοβενία	6,39	5,88	5,93	5,22	6,28	3,57	6,89	5,22	7,96	7,39
Φινλανδία	4,61	2,58	3,97	1,90	4,07	2,20	4,91	3,46	5,93	5,16

Πηγές: ΕΚΤ και εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ.
1 Παρά την προσπάθεια εναρμόνισης της μεθοδολογίας συλλογής των στατιστικών στοιχείων στη ζώνη του ευρώ, υπάρχει σημαντική ανομοιογένεια ως προς τα χαρακτηριστικά και τη σχετική βαρύτητα των προϊόντων σε κάθε κατηγορία επιτοκίων, η οποία εν μέρει αντανακλά διαφορές ως προς τις ακολουθούμενες εθνικές πρακτικές, καθώς και ως προς τις κανονιστικές και δημοσιονομικές ρυθμίσεις.
2 Μέσο επιτόκιο μηνός.
3 Στις χώρες αυτές δεν δημοσιεύονται στοιχεία για τα εν λόγω επιτόκια.

γορίες δανείων (βλ Πίνακα VI.5A και Διάγραμμα VI.6), αναστρέφοντας την ανοδική τάση που σημείωναν το προηγούμενο έτος. Στην αποκλιμάκωση αυτή συνέβαλαν οι μειώσεις των επιτοκίων της ΕΚΤ καθώς και η βελτίωση των συνθηκών άντλησης ρευστότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ (κυρίως μέσω του Ευρωσυστήματος). Τις μεγαλύτερες μειώσεις κατέγραψαν τα επιτόκια των νέων δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και των νέων στεγαστικών δανείων, ενώ μικρότερη ήταν η μείωση των επιτοκίων των νέων καταναλωτικών δανείων. Οι μειώσεις των επιτοκίων χορηγήσεων στην Ελλάδα ήταν, σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις, μικρότερες από τη συνολική μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ (κατά 150 μονάδες βάσης εντός του 2009) και των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς,[41] δεδομένου ότι επηρεάστηκαν από την αύξηση του ασφαλίστρου κινδύνου το οποίο ενσωματώθηκε στα ελληνικά επιτόκια

Διάγραμμα VI.6 Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα (Ιανουάριος 2003-Αύγουστος 2009)

(ποσοστά % ετησίως)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
1 Μέσο επιτόκιο μηνός.
2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Διάγραμμα VI.7 Διαφορές επιτοκίων νέων τραπεζικών δανείων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (Ιανουάριος 2003-Αύγουστος 2009)

(εκατοστιαίες μονάδες)

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

λόγω των μεγαλύτερων επισφαλειών που αντιμετωπίζουν οι ελληνικές τράπεζες.[42]

Καθώς τα επιτόκια των δανείων στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο μειώθηκαν περισσότερο από ό,τι τα επιτόκια στην Ελλάδα, στις περισσότερες κατηγορίες δανείων η θετική διαφορά μεταξύ των ελληνικών επιτοκίων και των αντίστοιχων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ διευρύνθηκε περαιτέρω (βλ. Πίνακες VI.5A και VI.5B). Εξαίρεση παρατηρήθηκε στην κατηγορία των καταναλωτικών δανείων με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως πέντε έτη (βλ. Πίνακα VI.5A και Διάγραμμα VI.7).

Ειδικότερα, το μέσο επιτόκιο των στεγαστικών δανείων στην Ελλάδα μειώθηκε κατά 149

41 Το επιτόκιο Euribor τριών μηνών υποχώρησε συνολικά κατά 207 μονάδες βάσης την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2009.
42 Σημειώνεται ότι οι όροι δανεισμού των ελληνικών τραπεζών επηρεάστηκαν δυσμενώς και από αύξηση της μέσης διαφοράς αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου έναντι των αντίστοιχων γερμανικών τίτλων το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2009 σε σχέση με την ίδια περίοδο ένα έτος νωρίτερα.

μονάδες βάσης την εξεταζόμενη περίοδο (Αύγουστος 2009: 3,72%, Δεκέμβριος 2008: 5,21%). Στην κατηγορία των στεγαστικών δανείων με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος, για την οποία εκδηλώθηκε αυξανόμενη προτίμηση από πλευράς δανειοληπτών μέσα στο έτος, παρατηρήθηκε υποχώρηση κατά 165 μονάδες βάσης.[43] Η υποχώρηση αυτή ήταν μικρότερη από την αντίστοιχη (209 μονάδες βάσης) στη ζώνη του ευρώ, με αποτέλεσμα το ελληνικό επιτόκιο να διαμορφωθεί σε επίπεδο υψηλότερο (κατά 27 μονάδες βάσης) σε σύγκριση με το αντίστοιχο ευρωπαϊκό. Αυξημένη ήταν επίσης τον Αύγουστο η διαφορά (59 μονάδες βάσης) και για τη δεύτερη σε σπουδαιότητα κατηγορία στεγαστικών δανείων, τα δάνεια με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως πέντε έτη, καθώς το ελληνικό επιτόκιο μειώθηκε κατά 88 μονάδες βάσης, δηλαδή λιγότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (100 μονάδες βάσης). Σημειώνεται ότι, για πρώτη φορά από τις αρχές του 2006, τα επιτόκια όλων των κατηγοριών στεγαστικών δανείων διαμορφώθηκαν σε επίπεδο ελαφρά υψηλότερο από τα αντίστοιχα επιτόκια της ζώνης του ευρώ.

Το μέσο επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια διαμορφώθηκε σε 8,99% τον Αύγουστο του 2009, δηλαδή σε επίπεδο κατά 47 μονάδες βάσης χαμηλότερο έναντι του Δεκεμβρίου του 2008, εξέλιξη που αντανακλά τη μείωση (κατά 98 μονάδες βάσης) στο επιτόκιο των δανείων με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως πέντε έτη. Το επιτόκιο αυτής της κατηγορίας δανείων στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε λιγότερο (κατά 52 μονάδες βάσης), με αποτέλεσμα η διαφορά του από το αντίστοιχο ελληνικό (Αύγουστος 2009: 200 μονάδες βάσης) να περιοριστεί σε σύγκριση με το τέλος του 2008. Πτωτική ήταν επίσης την εξεταζόμενη περίοδο η πορεία του επιτοκίου των καταναλωτικών δανείων με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος. Καθώς το επιτόκιο αυτό μειώθηκε κατά 22 μονάδες βάσης, ενώ το αντίστοιχο επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ κατά 26 μονάδες βάσης, η μεταξύ τους διαφορά αυξήθηκε τον Αύγουστο σε 58 μονάδες βάσης.

Το επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια, στα οποία περιλαμβάνονται τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών, μειώθηκε κατά 50 μονάδες βάσης, ενώ στη ζώνη του ευρώ η μείωση ήταν μεγαλύτερη, με αποτέλεσμα η διαφορά των δύο επιτοκίων να διευρυνθεί περαιτέρω τον Αύγουστο σε 507 μονάδες βάσης. Σημειώνεται ότι, αν και η εν λόγω διαφορά είναι η μεγαλύτερη που παρατηρείται τα τελευταία πέντε έτη, το επιτόκιο αυτής της κατηγορίας δεν είναι από τα υψηλότερα επιτόκια μεταξύ των επιμέρους χωρών στη ζώνη του ευρώ. Επίσης, όπως έχει επανειλημμένα επισημανθεί, η συγκεκριμένη διαφορά οφείλεται κυρίως στην ευρεία συμμετοχή των δανείων μέσω πιστωτικών καρτών στην εν λόγω κατηγορία. Τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών έχουν μεγαλύτερο διαχειριστικό κόστος και υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο, καθώς ο βαθμός εξασφάλισής τους είναι συγκριτικά μικρότερος, γεγονός που αντανακλάται στη διαμόρφωση του επιτοκίου σε υψηλότερο επίπεδο στην Ελλάδα. Αντίθετα, στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ, οι πιστωτικές κάρτες χρησιμοποιούνται κατά κανόνα ως μέσο διευκόλυνσης των συναλλαγών και οι σχετικές οφειλές ως επί το πλείστον εξοφλούνται ολικώς.[44]

Το μέσο επιτόκιο των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα μειώθηκε την εξεταζόμενη περίοδο κατά 176 μονάδες βάσης (Αύγουστος 2009: 4,38%, Δεκέμβριος 2008: 6,14%), αντανακλώντας σημαντική μείωση στα επιτόκια όλων των επιμέρους κατηγοριών δανείων. Καθώς τα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν ταχύτερα, η απόκλιση μεταξύ των υψηλότερων ελληνικών επιτοκίων και των αντίστοιχων στη ζώνη του ευρώ διευρύνθηκε περαιτέρω σχεδόν σε όλες τις κατηγορίες

43 Η σημαντική μείωση του επιτοκίου αυτής της κατηγορίας στεγαστικών δανείων (με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος) είχε αποτέλεσμα τη μετατόπιση των προτιμήσεων των νοικοκυριών προς αυτήν την κατηγορία δανείων. Έτσι, η συμμετοχή της σύνολο των νέων στεγαστικών έφθασε στο 64,3% το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2009 από 29,1% την ίδια περίοδο ένα έτος νωρίτερα.

44 Επιπροσθέτως, σε ορισμένες χώρες τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών χορηγούνται και από ιδρύματα που δεν είναι ΝΧΙ και, στο βαθμό που αυτό συμβαίνει, τα επιτόκιά τους δεν καταγράφονται στα τραπεζικά επιτόκια.

Πίνακας VI.6 Περιθώριο επιτοκίου (spread) στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ

(εκατοστιαίες μονάδες)

	Μέσο επιτόκιο νέων δανείων στην Ελλάδα[1] (ποσοστά % ετησίως)	Μέσο επιτόκιο νέων καταθέσεων στην Ελλάδα[1] (ποσοστά % ετησίως)	Περιθώριο επιτοκίου στην Ελλάδα	Περιθώριο επιτοκίου στην Ελλάδα με στάθμιση ζώνης του ευρώ	Περιθώριο επιτοκίου στη ζώνη του ευρώ
Δεκ. 1998	16,21	8,12	8,09	...	...
Δεκ. 1999	14,02	6,98	7,04	...	...
Δεκ. 2000	9,68	4,00	5,68	...	...
Δεκ. 2001	7,26	1,96	5,30	...	...
Δεκ. 2002	6,29	1,67	4,62	...	...
Δεκ. 2003	5,92	1,2	4,72	4,45	2,77
Δεκ. 2004	5,94	1,22	4,72	4,18	2,53
Δεκ. 2005	5,79	1,27	4,52	3,59	2,56
Δεκ. 2006	6,38	1,87	4,51	3,63	2,89
Δεκ. 2007	6,67	2,53	4,14	3,48	3,09
Δεκ. 2008	6,72	3,27	3,45	3,27	2,63
Ιούλ. 2009	5,34	1,47	3,87	3,54	2,35
Αύγ. 2009	5,25	1,40	3,85	3,54	2,39

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.
1 Το μέσο επιτόκιο εξαρτάται τόσο από το ύψος των επιτοκίων των επιμέρους κατηγοριών καταθέσεων-δανείων όσο και από τα μερίδια συμμετοχής κάθε μορφής κατάθεσης-δανείου στο αντίστοιχο σύνολο. Επομένως, το μέσο επιτόκιο μπορεί να μεταβληθεί, είτε λόγω μεταβολής των επιτοκίων είτε λόγω μεταβολής των μεριδίων των διαφόρων κατηγοριών καταθέσεων-δανείων. Για να μετριαστεί η επίδραση των απότομων μεταβολών των μεριδίων συμμετοχής, ο υπολογισμός του μέσου επιτοκίου γίνεται με βάση το μέσο όρο των μεριδίων συμμετοχής κατά τους τελευταίους 12 μήνες.

δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Οι μεγαλύτερες διαφορές παρατηρήθηκαν στο επιτόκιο των δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια[45] (Αύγουστος 2009: 158 μονάδες βάσης, Δεκέμβριος 2008: 87 μονάδες βάσης) και στο επιτόκιο των δανείων μέχρι 1 εκατ. ευρώ με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος (από 80 μονάδες βάσης σε 99 μονάδες βάσης).

Το περιθώριο επιτοκίου, δηλ. η διαφορά μεταξύ του μέσου σταθμικού επιτοκίου των νέων τραπεζικών δανείων και του αντίστοιχου επιτοκίου των νέων καταθέσεων, αυξήθηκε (κατά 40 μονάδες βάσης) το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2009 και διαμορφώθηκε τον Αύγουστο σε 3,85%. Η αύξηση του ελληνικού περιθωρίου παρατηρείται από τις αρχές του έτους, για πρώτη φορά μετά από σχεδόν συνεχή υποχώρηση την τελευταία δεκαετία, και αντανακλά το γεγονός ότι στη διάρκεια του οκταμήνου τα επιτόκια χορηγήσεων (εν μέρει λόγω του υψηλότερου ασφαλίστρου κινδύνου που ενσωματώνεται σ' αυτά εξαιτίας του αυξημένου πιστωτικού κινδύνου που αντιμετωπίζουν οι ελληνικές τράπεζες) μειώθηκαν λιγότερο από ό,τι τα επιτόκια καταθέσεων. Το περιθώριο αυτό παραμένει σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (Αύγουστος 2009: 2,39%, βλ. Πίνακα VI.6 και Διάγραμμα VI.8) και μάλιστα η διαφορά μεταξύ των δύο περιθωρίων (Αύγουστος 2009: 146 μονάδες βάσης) έχει σχεδόν διπλασιαστεί σε σύγκριση με το τέλος του 2008 (82 μονάδες βάσης).[46] Οι

45 Σημειώνεται ότι τα δάνεια αυτής της κατηγορίας (όπου το επιτόκιο ήταν τον Αύγουστο 5,83%) χορηγούνται κυρίως μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και αποτελούν το 1/3 περίπου των δανείων προς τις επιχειρήσεις.
46 Το Δεκέμβριο του 2008 η διαφορά του ελληνικού περιθωρίου επιτοκίου από το αντίστοιχο της ζώνης του ευρώ ήταν η χαμηλότερη των τελευταίων 6 ετών.

Διάγραμμα VI.8 Διαφορά μέσου επιτοκίου μεταξύ νέων δανείων και νέων καταθέσεων (περιθώριο επιτοκίου) στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2003-Αύγουστος 2009)

(εκατοστιαίες μονάδες)

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

λόγοι για τους οποίους το περιθώριο επιτοκίου παραμένει στην Ελλάδα υψηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (οι οποίοι έχουν αναφερθεί και σε προηγούμενες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος) αφορούν εγγενή χαρακτηριστικά του εγχώριου τραπεζικού συστήματος.[47] Επιπλέον, η απόκλιση αυτή εξηγείται και επειδή τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα σχηματίζουν υψηλότερες προβλέψεις ως ποσοστό του ενεργητικού τους από ό,τι κατά μέσο όρο οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ. Τέλος, το υψηλότερο περιθώριο στην Ελλάδα συνδέεται με τη διαφορετική σύνθεση —σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο— τόσο των καταθέσεων όσο και των δανείων. Ειδικότερα, στην Ελλάδα μεγάλη βαρύτητα —σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ— στο σύνολο των καταναλωτικών δανείων έχει η κατηγορία των δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια, στην οποία περιλαμβάνονται τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών που έχουν τα υψηλότερα επιτόκια. Αν η σύνθεση των δανείων και των καταθέσεων ήταν η ίδια με εκείνη της ζώνης του ευρώ, το περιθώριο του επιτοκίου στην Ελλάδα θα περιοριζόταν τον Αύγουστο σε 3,54% (δηλ. θα ήταν μικρότερο κατά 31 μονάδες βάσης) και θα μειωνόταν η διαφορά του από το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ (στις 115 μονάδες βάσης).

4 Η ΑΓΟΡΑ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Οι επιπτώσεις της διεθνούς κρίσης που εκδηλώθηκαν έντονα στην ελληνική αγορά ομολόγων τους τελευταίους μήνες του 2008 και τις αρχές του τρέχοντος έτους,[48] περιορίστηκαν στη διάρκεια της περιόδου Μαρτίου-Σεπτεμβρίου του 2009. Την περίοδο αυτή υποχώρησαν σε μεγάλο βαθμό οι ανησυχίες των επενδυτών για τις συνέπειες της κρίσης στην ελληνική οικονομία, με αποτέλεσμα οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών τίτλων στη δευτερογενή αγορά να παρουσιάσουν αισθητή υποχώρηση και η διαφορά τους με τις αποδόσεις των αντίστοιχων γερμανικών τίτλων να περιοριστεί σημαντικά σε σχέση με τα επίπεδα του Μαρτίου του 2009 που ήταν τα υψηλότερα από την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ.

Αναλυτικότερα, οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στη δευτερογενή αγορά σημείωσαν άνοδο από τις αρχές Οκτωβρίου του 2008 μέχρι τις αρχές Μαρτίου του 2009, καθώς οι εντεινόμενες επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην πραγματική οικονομία, η υψηλή αβεβαιότητα και η συνακόλουθη αποφυγή ανάληψης κινδύνου από τους επενδυτές ευνόησαν τα γερμανικά ομόλογα, που έχουν τη σχετικά υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση και τη μεγαλύτερη ρευστότητα μεταξύ των ομολόγων των χωρών της ζώνης του ευρώ. Εξαίρεση αποτέλεσαν οι αποδόσεις των πιο βραχυπρόθεσμων τίτλων

47 Σε αυτά συγκαταλέγονται, μεταξύ άλλων, ο σχετικά μεγάλος αριθμός μικρών καταθετών και δανειοληπτών, το υψηλότερο κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών στη διατραπεζική αγορά, το μεγαλύτερο σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ ποσοστό των καθυστερήσεων επί του συνολικού ποσού των δανείων, καθώς και το μεγαλύτερο χρονικό διάστημα που απαιτείται στην Ελλάδα μέχρι την εκποίηση των εμπράγματων ασφαλειών.

48 Την περίοδο αυτή αυξήθηκε το ασφάλιστρο κινδύνου των ομολόγων όλων των χωρών της ζώνης του ευρώ έναντι των αντίστοιχων γερμανικών και ιδίως εκείνων των χωρών της ζώνης του ευρώ με σημαντικές δημοσιονομικές και λοιπές ανισορροπίες (όπως υψηλό αναμενόμενο δημοσιονομικό έλλειμμα, υψηλό δημόσιο χρέος και υψηλό έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών) καθώς και χαμηλότερη ρευστότητα της αγοράς ομολόγων.

Διάγραμμα VI.9 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου (Ιανουάριος 2008-Σεπτέμβριος 2009)

(ημερήσια στοιχεία, ετήσιες εκατοστιαίες αποδόσεις, διαφορά σε εκατοστιαίες μονάδες)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

του Ελληνικού Δημοσίου (με διάρκεια έως τρία έτη), οι οποίες υποχώρησαν παρασυρόμενες από τις μειώσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Από τα μέσα Μαρτίου του 2009 όμως η σταδιακή βελτίωση του επενδυτικού κλίματος[49,50] στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων έστρεψε τους επενδυτές σε τοποθετήσεις υψηλότερου κινδύνου όπως για παράδειγμα σε τίτλους των αναδυόμενων αγορών, σε μετοχές και σε κρατικά και εταιρικά ομόλογα χαμηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης. Η εξέλιξη αυτή ευνόησε τους ελληνικούς κρατικούς τίτλους, οι αποδόσεις των οποίων παρουσίασαν σημαντική πτώση, ιδίως των τίτλων βραχείας και μέσης διάρκειας.

Η διαφορά αποδόσεων μεταξύ του ελληνικού δεκαετούς και του αντίστοιχου γερμανικού ομολόγου διευρύνθηκε σημαντικά από τον Οκτώβριο του 2008, φθάνοντας στις αρχές Μαρτίου του 2009 στα υψηλότερα επίπεδα από την ένταξη της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (6 Μαρτίου 2009: 314 μονάδες βάσης,[51] 31 Δεκεμβρίου 2008: 228 μονάδες βάσης – βλ. Διάγραμμα VI.9).[52,53] Στη συνέχεια όμως, η διαφορά αυτή υποχώρησε σημαντικά και στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2009 διαμορφώθηκε σε 127 μονάδες βάσης.[54] Σύμφωνα με σχετική μελέτη,[55] εκτιμάται ότι παράγοντες όπως η εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους καθώς και η μελλοντική επιβάρυνση των δημόσιων δαπανών από την αναμενόμενη αύξηση των δαπανών για συντάξεις ερμηνεύουν, σε μεγάλο βαθμό, τη διαφορά

49 Στη βελτίωση αυτή συνέβαλαν οι συντονισμένες παρεμβάσεις των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών για την αντιμετώπιση της κρίσης, αλλά και ορισμένες ενδείξεις ότι η υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ και την Ευρώπη είναι ηπιότερη από ό,τι αναμενόταν. Οι εξελίξεις αυτές δημιούργησαν μια αίσθηση αισιοδοξίας ότι η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας είναι ενδεχόμενο να ξεκινήσει νωρίτερα.

50 Η μεταβλητότητα των αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου (τυπική απόκλιση της ημερήσιας απόδοσης του δεκαετούς ομολόγου αναφοράς) που αποτελεί ένδειξη του βαθμού αβεβαιότητας των επενδυτών, μολονότι υποχώρησε ελαφρά στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, διαμορφώθηκε σε επίπεδο υπερδιπλάσιο του μέσου όρου των τελευταίων πέντε ετών.

51 Το επίπεδο αυτό ήταν ωστόσο σημαντικά χαμηλότερο από εκείνο της περιόδου πριν από την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ.

52 Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν η δημοσίευση από ορισμένους διεθνείς οίκους αξιολόγησης δυσμενών εκθέσεων για την ελληνική οικονομία καθώς και η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδος στις 14 Ιανουαρίου 2009 από τον οίκο Standard and Poor's από Α σε Α-.

53 Αισθητή διεύρυνση της εν λόγω διαφοράς σημειώθηκε την περίοδο αυτή και στα ομόλογα άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ, όπως της Ιρλανδίας και σε μικρότερο βαθμό της Ιταλίας και της Πορτογαλίας, αντανακλώντας την αυξημένη διαφοροποίηση της συμπεριφοράς των επενδυτών με βάση τη δημοσιονομική κατάσταση (πιστωτικό κίνδυνο) της χώρας που εκδίδει τα ομόλογα και τον κίνδυνο ρευστότητας της αγοράς των ομολόγων της. Σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ (όπως η Γαλλία) υπάρχουν ενδείξεις ότι η αύξηση της διαφοράς αποδόσεων αντανακλά περισσότερο την επίδραση της ρευστότητας, ενώ σε άλλες χώρες αντανακλά κυρίως τον πιστωτικό κίνδυνο. Αναλυτικότερα, βλ. "New evidence on credit and liquidity premia in selected euro area sovereign yields", ΕΚΤ, *Monthly Bulletin*, Σεπτέμβριος 2009, και Κεφ. ΙΙ.2 της παρούσας έκθεσης.

54 Σημειώνεται ότι από το Μάιο του 2009 η διαφορά απόδοσης του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου έναντι του αντίστοιχου γερμανικού δεν είναι πλέον η υψηλότερη στη ζώνη του ευρώ, αλλά κατέχει τη δεύτερη θέση μετά την αντίστοιχη διαφορά της Ιρλανδίας.

55 Σύμφωνα με μελέτη του ΟΟΣΑ, η διαφορά απόδοσης των ελληνικών ομολόγων έναντι των γερμανικών το δεύτερο τρίμηνο του 2009 ερμηνεύεται (περίπου): κατά 40% από το σχετικά υψηλό κόστος εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους, κατά 15% από την αναμενόμενη αύξηση των δαπανών για συντάξεις, κατά 15% από τη γενικότερη αποστροφή των επενδυτών προς τον κίνδυνο, κατά μόλις 10% από την αναμενόμενη αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και τη ρευστότητα της εγχώριας αγοράς ομολόγων και κατά 5% περίπου από την έκθεση των ελληνικών τραπεζών στις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, ενώ το υπόλοιπο 15% παραμένει ανερμήνευτο. Σημειώνεται ότι η επίδραση της εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους ήταν στην Ελλάδα, όπως και στην Ιταλία, υψηλότερη σε σύγκριση με τις άλλες εξεταζόμενες χώρες (Αυστρία, Βέλγιο, Ισπανία, Φινλανδία, Γαλλία, Ιρλανδία, Ολλανδία και Πορτογαλία), η επίδραση της αναμενόμενης αύξησης των δαπανών για συντάξεις ήταν εντονότερη στη χώρα μας και μικρότερη στην Ιρλανδία, την Πορτογαλία, το Βέλγιο και την Ισπανία, ενώ η επίδραση της αποστροφής προς τον κίνδυνο, της αναμενόμενης αύξησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και της ρευστότητας ήταν στην Ελλάδα σχετικά χαμηλή και κοντά στο μέσο όρο των λοιπών υπό εξέταση χωρών. Αναλυτικότερα βλ. ΟΟΣΑ, "What drives sovereign risk premiums? An analysis of recent evidence from the euro area", Economics Department Working Paper no.718, 2009.

αποδόσεων μεταξύ των ελληνικών και των γερμανικών ομολόγων κατά το πρώτο εξάμηνο του 2009.

Λόγω της σταδιακής υποχώρησης των εντάσεων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων διεθνώς, η καμπύλη αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου μετατοπίστηκε μέχρι το τέλος Σεπτεμβρίου του 2009 σημαντικά προς τα κάτω. Η κλίση της όμως αυξήθηκε αισθητά (βλ. Διάγραμμα VI.10), καθώς η διαφορά αποδόσεων μεταξύ του 10ετούς και του 3ετούς ομολόγου διευρύνθηκε κατά 145 μονάδες βάσης σε σύγκριση με το τέλος Δεκεμβρίου του 2008 και διαμορφώθηκε στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2009 σε 231 μονάδες βάσης. Η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου υποχώρησε στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2009 σε 4,51%, δηλαδή κατά 72 μονάδες βάσης σε σύγκριση με το τέλος Δεκεμβρίου του 2008 (βλ. Διάγραμμα VI.9).

Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) διαμορφώθηκε το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του τρέχοντος έτους σε 1,1 δισεκ. ευρώ,[56] δηλαδή μειώθηκε κατά 31% σε

Διάγραμμα VI.10 Διαχρονική μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου

(ετήσιες εκατοστιαίες αποδόσεις)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα VI.11 Μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ (Ιανουάριος 2008-Σεπτέμβριος 2009)

(εκατ. ευρώ)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008 (βλ. Διάγραμμα VI.11). Η μέση διαφορά μεταξύ προσφερόμενων και ζητούμενων τιμών των ομολογιακών τίτλων μειώθηκε σε 38 μονάδες βάσης τον Αύγουστο του 2009 από 56 μονάδες βάσης[57] το Δεκέμβριο του 2008, αντανακλώντας τη σταδιακή βελτίωση των συνθηκών στη δευτερογενή αγορά.

Βασικό χαρακτηριστικό της δραστηριότητας στην πρωτογενή αγορά τίτλων του Δημοσίου κατά την εξεταζόμενη περίοδο ήταν η σημαντική αύξηση των αντληθέντων κεφαλαίων, λόγω της σημαντικής διεύρυνσης του δημοσιονομικού ελλείμματος, των αυξημένων πληρωμών για χρεολύσια το πρώτο εξάμηνο του έτους,[58] αλλά και της επίσπευσης της υλο-

56 Επίσης, αισθητά μειωμένη ήταν και η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων της Τράπεζας της Ελλάδος (που, εκτός από τις συναλλαγές στην ΗΔΑΤ, περιλαμβάνει και τις αγοραπωλησίες μεταξύ τραπεζών και πελατών τους στην εξωχρηματιστηριακή αγορά), η οποία υποχώρησε σε 11,1 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2009 έναντι 21,4 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2008.

57 Υπενθυμίζεται ότι το 2008, λόγω των δυσμενών συνθηκών που επικράτησαν στη δευτερογενή αγορά, αυξήθηκαν σημαντικά οι επιτρεπόμενες από τον κανονισμό λειτουργίας της ΗΔΑΤ διαφορές προσφερόμενων και ζητούμενων τιμών ανάλογα με τη διάρκεια των τίτλων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης.

58 Την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2009 οι εξοφλήσεις έντοκων γραμματίων και ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και οι δαπάνες για τόκους διαμορφώθηκαν σε 31,0 δισεκ. ευρώ και 8,0 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα, έναντι 20,8 δισεκ. ευρώ και 7,5 δισεκ. ευρώ την ίδια περίοδο του 2008.

Πίνακας VI.7 Εκδόσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου

	Ιανουάριος-Σεπτέμβριος					
	2008			2009		
Τίτλοι	Εκατ. ευρώ	Ποσοστό (%) του συνόλου		Εκατ. ευρώ	Ποσοστό (%) του συνόλου	
Έντοκα γραμμάτια	*1.393*	*3,9*		*11.916*	*17,9*	
Ομόλογα[1]	*34.050*	*96,1*	*100,0*	*54.544*	*82,1*	*100,0*
3ετή	7.052		20,7	14.612		26,8
4ετή*	-		-	5.808		10,6
5ετή*	5.822		17,1	17.889		32,8
8ετή*	3.550		10,4	-		-
10ετή	5.862		17,2	16.235		29,8
15ετή	3.457		10,2	-		-
23ετή	3.966		11,6	-		-
30ετή	3.741		11,0	-		-
50ετή*	600		1,8	-		-
Σύνολο	**35.443**	**100,0**		**66.460**	**100,0**	

Πηγή: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών.
1 Στην περίπτωση των επανεκδόσεων, η ταξινόμηση των αντληθέντων κεφαλαίων έγινε με βάση την αρχική και όχι την εναπομένουσα διάρκεια των τίτλων.
* Οι εκδόσεις αυτές πραγματοποιήθηκαν μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης.

ποίησης του δανειακού προγράμματος του Δημοσίου. Η ονομαστική αξία των τίτλων που εκδόθηκαν σχεδόν διπλασιάστηκε σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008 και ανήλθε σε 66,5 δισεκ. ευρώ[59] (βλ. Πίνακα VI.7). Ωστόσο, η αξία των εκδοθέντων τίτλων περιορίζεται σε 59,6 δισεκ. ευρώ περίπου εάν εξαιρεθούν τα τρίμηνα και τα εξάμηνα έντοκα γραμμάτια που λήγουν εντός του 2009.

Το 2009 παρατηρήθηκε σημαντική ανακατανομή των εκδοθέντων τίτλων κατά τάξη χρονικής διάρκειας, καθώς αυξήθηκαν αισθητά οι εκδόσεις έντοκων γραμματίων (Ιαν.-Σεπτ. 2009: 18%, Ιαν.-Σεπτ. 2008: 4%), ενώ οι ομολογιακές εκδόσεις αφορούσαν αποκλειστικά τίτλους με διάρκεια 10 ετών και κάτω. Το Δημόσιο επέλεξε την τακτική αυτή προκειμένου να επωφεληθεί από την έντονη ζήτηση ομολόγων βραχύτερης διάρκειας και να μην επιβαρύνει μακροπρόθεσμα το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους από τα υψηλά επιτόκια των ομολόγων μακρότερης διάρκειας. Λόγω των εξελίξεων αυτών η μέση σταθμική διάρκεια των νέων τίτλων που εκδόθηκαν την εξεταζόμενη περίοδο μειώθηκε σημαντικά.[60]

Τα επιτόκια των ομολογιακών εκδόσεων διαμορφώθηκαν τους πρώτους μήνες του 2009 σε υψηλά επίπεδα,[61] εξαιτίας της αύξησης των αποδόσεων στη δευτερογενή αγορά, ενώ αντίθετα τα επιτόκια των έντοκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου υποχώρησαν στη διάρκεια του έτους σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα.[62] Συνολικά, το μέσο κόστος δανεισμού του Δημοσίου κατά την περίοδο Ιανουαρίου-

59 Επίσης, το Ελληνικό Δημόσιο έκανε χρήση του υφιστάμενου ευέλικτου προγράμματος βραχυπρόθεσμων τίτλων στην Ευρωαγορά (Euro Commercial Paper). Το πρόγραμμα αυτό παρέχει στον εκδότη τη δυνατότητα για άμεση έκδοση τίτλων, σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου, σε ευρώ ή άλλο νόμισμα, διάρκειας από 1 μέχρι 365 ημέρες και με όρους της χρηματαγοράς.
60 Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία για το δημόσιο χρέος, η μέση σταθμική διάρκεια των τίτλων που εκδόθηκαν την περίοδο Ιανουαρίου-Μαρτίου 2009 μειώθηκε σε 5,12 έτη, έναντι 10,96 για ολόκληρο το 2008.
61 Η άνοδος αυτή επιβαρύνει το κόστος εξυπηρέτησης των νέων εκδόσεων του Δημοσίου.
62 Το επιτόκιο των ετήσιων, εξάμηνων και τρίμηνων έντοκων γραμματίων που εκδόθηκαν τον Ιούλιο του 2009 διαμορφώθηκε στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο του 1,12%, 0,91% και 0,58% αντίστοιχα.

Σεπτεμβρίου υποχώρησε σε σχέση με το 2008 και διαμορφώθηκε σε 4,3% περίπου, λόγω της ιδιαίτερα αυξημένης συμμετοχής των έντοκων γραμματίων στο σύνολο του νέου δανεισμού.

Ειδικότερα, το Δημόσιο προέβη στην έκδοση και την επανέκδοση τριών νέων ομολόγων αναφοράς (3ετούς, 5ετούς και 10ετούς διάρκειας) μέσω κοινοπραξίας. Επίσης, εκδόθηκαν με ιδιωτική τοποθέτηση ομόλογα 4ετούς και 5ετούς διάρκειας κυμαινόμενου επιτοκίου, ενώ οι εκδόσεις των έντοκων γραμματίων πραγματοποιήθηκαν μέσω δημοπρασίας.

Παρά τις πιέσεις που δέχθηκαν τα ελληνικά ομόλογα στη διάρκεια της τρέχουσας κρίσης, το ενδιαφέρον των επενδυτών για τους τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου στην πρωτογενή αγορά ήταν εντονότερο σε σύγκριση με το 2008.[63] Οι δημοπρασίες έντοκων γραμματίων υπερκαλύφθηκαν κατά έξι φορές περίπου, ενώ ισχυρή ζήτηση εκδηλώθηκε και για τις κοινοπρακτικές εκδόσεις.

Διάγραμμα VI.12 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (Ιανουάριος 2003-Σεπτέμβριος 2009)

(ημερήσια στοιχεία)

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών.

5 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Η πτωτική πορεία που ακολούθησε ο γενικός δείκτης **τιμών των μετοχών** του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) το 2008 συνεχίστηκε μέχρι τις αρχές Μαρτίου του τρέχοντος έτους,[64] ενώ ακολούθως, μέχρι το τέλος Σεπτεμβρίου του 2009, ο ΓΔΧΑ παρουσίασε σημαντική άνοδο (βλ. Διάγραμμα VI.12). Εντυπωσιακή αύξηση εμφάνισε την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2009 και η άντληση κεφαλαίων (βλ. Πίνακα VI.8), η οποία εντούτοις οφείλεται αποκλειστικά στο χρηματοπιστωτικό τομέα.

Από τις αρχές του 2009 και μέχρι το πρώτο δεκαήμερο του Μαρτίου, η πτωτική πορεία των τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) που παρατηρήθηκε και στις χρηματιστηριακές αγορές διεθνώς, συνδέεται με την απροθυμία των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους λόγω της έντονης αβεβαιότητας για τις επιπτώσεις της κρίσης στην οικονομία και στην κερδοφορία των επιχειρήσεων.[65] Πρόσθετες πιέσεις στις τιμές των μετοχών του ΧΑ άσκησαν οι ρευστοποιήσεις στις οποίες προέβησαν οι επενδυτές του εξωτερικού, εν μέρει για να καλύψουν υποχρεώσεις στις χώρες προέλευσής τους.

Από τα μέσα Μαρτίου όμως, η έντονα ανοδική πορεία τόσο του ΓΔΧΑ όσο και των δεικτών τιμών μετοχών στις περισσότερες χρηματιστηριακές αγορές διεθνώς οφείλεται στην ενίσχυση της διάθεσης των επενδυτών για ανάληψη κινδύνου καθώς βελτιώθηκε το επενδυτικό κλίμα,[66] ενώ για την εγχώρια χρηματι-

63 Σύμφωνα με τα στοιχεία της στατιστικής του ισοζυγίου πληρωμών, η καθαρή εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό για αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου (ομολόγων και έντοκων γραμματίων) την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2009 ανήλθε σε 26 δισεκ. ευρώ περίπου, έναντι 17 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2008. Αυξημένες τοποθετήσεις σε ελληνικά κρατικά ομόλογα πραγματοποίησαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο οι ελληνικές τράπεζες, λόγω της καλύτερης σχέσης απόδοσης και κινδύνου που αυτά προσέφεραν σε σχέση με αντίστοιχους τίτλους άλλων χωρών αλλά και της δυνατότητας χρησιμοποίησής τους στην ΕΚΤ για την άντληση ρευστότητας.

64 Στις 9 Μαρτίου του 2009 ο ΓΔΧΑ έφθασε περίπου το χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων έξι ετών.

65 Τα καθαρά κέρδη των εταιριών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας) υποχώρησαν το πρώτο εξάμηνο του 2009 κατά περίπου 39% σε σύγκριση με το πρώτο εξάμηνο του 2008.

66 Για τους λόγους που συνέβαλαν στην εξέλιξη αυτή βλ. υποσημείωση 49.

στηριακή αγορά επιπρόσθετα συνετέλεσαν η ανθεκτικότητα των ελληνικών τραπεζών στην διάρκεια της κρίσης, λόγω του ότι τα θεμελιώδη μεγέθη τους παραμένουν κατά βάση υγιή, αλλά και η ηπιότερη εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ. Θετικά επίσης συνετέλεσε η αυξημένη δραστηριότητα στο ΧΑ των επενδυτών εξωτερικού, οι οποίοι τον Απρίλιο του 2009 εμφάνισαν για πρώτη φορά μετά τον Ιούλιο του 2008 καθαρή εισροή κεφαλαίων,[67] αλλά και των εγχώριων επενδυτών.[68] Ως αποτέλεσμα των εξελίξεων αυτών, ο ΓΔΧΑ διαμορφώθηκε στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2009 σε επίπεδο κατά 49% υψηλότερο σε σύγκριση με το τέλος του 2008 (όμως, η μέση τιμή του ΓΔΧΑ κατά την περίοδο Ιανουαρίου Σεπτεμβρίου 2009 ήταν κατά 46% χαμηλότερη εκείνης της αντίστοιχης περιόδου του 2008).[69] Η επίδοση αυτή ήταν σημαντικά καλύτερη εκείνης του ευρωπαϊκού δείκτη τιμών μετοχών Dow Jones Euro Stoxx (20,9%)[70] και η τρίτη καλύτερη μεταξύ των χρηματιστηριακών αγορών της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα VI.13). Η αποτίμηση των μετοχών του ΧΑ, όπως μετρείται με το λόγο της τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) διαμορφώθηκε στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2009 σε 14,4, επίπεδο σχεδόν διπλάσιο σε σχέση με το προηγούμενο έτος, ενώ ανάλογη εξέλιξη σημείωσε και ο αντίστοιχος λόγος των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών (14,3).

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2009 η **μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών** υποχώρησε κατά 47% περίπου σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008 και διαμορφώθηκε σε 185,7 εκατ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά ωστόσο την προαναφερθείσα υποχώρηση της **μέσης τιμής** του ΓΔΧΑ στο εννεάμηνο.

Εντυπωσιακή αύξηση εμφάνισαν τα **συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν** μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2009. Τα κεφάλαια αυτά ανήλθαν σε 3,3 δισεκ. ευρώ, έναντι μόλις 0,4 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2008 (βλ. Πίνακα VI.8). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται σχεδόν αποκλειστικά στα κεφάλαια που άντλησαν οι επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα καθώς εκείνα που άντλησαν οι επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα όχι μόνο αποτελούσαν μικρό μέρος του συνόλου (13%) αλλά και εμφάνισαν μείωση σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008. Επίσης, το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων το 2009 αφορούσε εταιρίες των οποίων οι μετοχές ήταν ήδη εισηγμένες στο ΧΑ.

Διάγραμμα VI 13 Δείκτες τιμών μετοχών των χρηματιστηριακών αγορών των χωρών της ζώνης του ευρώ

(εκατοστιαίες μεταβολές)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

67 Παράλληλα, ανεστράφη η συνεχής μείωση της συμμετοχής των επενδυτών εξωτερικού στη χρηματιστηριακή αξία του ΧΑ. Έτσι η συμμετοχή αυτή ανήλθε στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2009 σε 49,8% (Δεκ. 2008: 47,8%).

68 Τον Απρίλιο και το Μάιο του 2009 οι Έλληνες επενδυτές πραγματοποίησαν το 52,4% και 58,3% των συναλλαγών στο ΧΑ, έναντι 35,7% και 30,2% αντίστοιχα το 2008. Σε υψηλότερο επίπεδο σε σύγκριση με το 2008 κυμάνθηκε το αντίστοιχο ποσοστό και τους μήνες που ακολούθησαν, αν και με πτωτική τάση, με αποτέλεσμα στο τέλος Αυγούστου του 2009 το ποσοστό αυτό να διαμορφωθεί σε 38% (Αύγουστος 2008: 33%).

69 Υψηλότερη του ΓΔΧΑ ήταν η άνοδος του δείκτη τιμών μετοχών των εταιριών μεσαίας κεφαλαιοποίησης (54,8%), ενώ αντίθετα σημαντική υστέρηση εμφάνισε η επίδοση του δείκτη τιμών των εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης (13,3%). Ο ρυθμός ανόδου του δείκτη τιμών μετοχών των εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης υπερέβη ελαφρά εκείνον του ΓΔΧΑ.

70 Σημειώνεται ότι και το 2008 η μεταβολή (υποχώρηση) των τιμών των μετοχών του ΓΔΧΑ ήταν εντονότερη από εκείνη του δείκτη Dow Jones Euro Stoxx και ότι την τελευταία πενταετία ο ΓΔΧΑ εμφανίζει σταθερά υψηλότερη μέση μεταβλητότητα από τον ευρωπαϊκό δείκτη.

Πίνακας VI.8 Αντληθέντα κεφάλαια μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών

(εκατ. ευρώ)

Κατηγορίες εταιριών και κλάδοι	Αριθμός επιχειρήσεων		Αντληθέντα κεφάλαια (εκατ. ευρώ)[1]	
	Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		Ιανουάριος-Σεπτέμβριος	
	2008	2009*	2008	2009*
Εταιρίες με ήδη εισηγμένες μετοχές	15	17	438,9	3.251,2
Νέες εταιρίες	2	-	3,8	0,0
Σύνολο	**17**	**17**	**442,7**	**3.251,2**
Χρηματοπιστωτικός τομέας	1	5	8,6	2.837,3
Μη χρηματοπιστωτικός τομέας	16	12	434,1	413,9

Πηγές: Χρηματιστήριο Αθηνών και Τράπεζα της Ελλάδος.
* Προσωρινά στοιχεία.
1 Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή και ιδιωτική τοποθέτηση. Κριτήριο για τη χρονική καταχώρηση των αντληθέντων κεφαλαίων αποτελεί η τελευταία ημέρα της προθεσμίας εγγραφής για συμμετοχή στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Παρά την υποχώρηση της κερδοφορίας των τραπεζών το πρώτο εξάμηνο του 2009,[71] ο ρυθμός ανόδου του δείκτη τιμών των μετοχών των **τραπεζών** κατά την επισκοπούμενη περίοδο (86,2%) ήταν υψηλότερος από εκείνον του ΓΔΧΑ, ενώ η υποχώρηση της μέσης ημερήσιας αξίας των συναλλαγών σε τραπεζικές μετοχές ήταν περίπου ίδια με εκείνη των συνολικών συναλλαγών στο ΧΑ. Στην άνοδο των τιμών των μετοχών των τραπεζών συνέβαλε η σταδιακά αυξανόμενη διάθεση των επενδυτών για τοποθετήσεις σε τραπεζικές μετοχές, η οποία παρατηρήθηκε και διεθνώς μετά την έντονη υποχώρηση των τιμών των μετοχών των τραπεζών το 2008. Επίσης, η άνοδος του δείκτη τιμών των μετοχών των τραπεζών στο ΧΑ ήταν σημαντικά υψηλότερη εκείνης του αντίστοιχου δείκτη στη ζώνη του ευρώ (57,9%). Θετικά εκτιμήθηκε από τους επενδυτές η ανθεκτικότητα που επέδειξαν οι ελληνικές τράπεζες στη χρηματοπιστωτική αναταραχή, ενώ ευνοϊκά συνέβαλαν και τα νέα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής που έχουν δρομολογηθεί στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης με την υποστήριξη της διεθνούς κοινότητας, με αποτέλεσμα τη μείωση του κινδύνου από τις χώρες της περιοχής αυτής, όπου οι ελληνικές τράπεζες έχουν αναπτύξει έντονη δραστηριότητα.

Τέλος, όσον αφορά τις θεσμικές εξελίξεις, ανεστάλη από τις αρχές Ιουνίου του 2009 η απαγόρευση των "ανοικτών πωλήσεων",[72] ενώ από τα τέλη Ιουνίου ξεκίνησε και η διαπραγμάτευση των μεριδίων ενός νέου Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου το οποίο αναπαράγει τη σύνθεση του ΓΔΧΑ.

6 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟΥ Α΄ ΕΞΑΜΗΝΟΥ 2009 ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

Το α΄ εξάμηνο του 2009 το ελληνικό τραπεζικό σύστημα αντιμετώπισε σημαντικές προκλήσεις, αλλά η σταθερότητά του διαφυλάχθηκε. Μάλιστα η σταδιακή ομαλοποίηση των συνθηκών στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου από το Μάρτιο του 2009 και η αξιοποίηση των μέτρων του Ν. 3723/2008 συνέβαλαν στην ενίσχυση της ανθεκτικότητας του τραπεζικού συστήματος. Η συνεχιζόμενη ωστόσο μείωση της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα και τις χώρες της ΝΑ Ευρώπης όπου δραστηριοποιούνται οι ελληνικές τράπεζες επιβάλλει διαρκή επαγρύ-

71 Σύμφωνα με τα στοιχεία του πρώτου εξαμήνου του 2009, τα καθαρά κέρδη των τραπεζικών ομίλων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ μειώθηκαν κατά 52% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2008. Σημειώνεται ότι το δεύτερο τρίμηνο του 2009 η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους. Αναλυτικότερα για τις εξελίξεις στον τραπεζικό κλάδο βλ. Τμήμα 6 του παρόντος κεφαλαίου.

72 Η δυνατότητα αυτή των επενδυτών αναφέρεται στην περίπτωση όπου ο πωλητής των μετοχών δεν έχει στην κυριότητά του τις μετοχές αυτές, αλλά έχει προηγουμένως δανειστεί ισάριθμες και ομοειδείς μετοχές συνάπτοντας σύμβαση δανεισμού στο Χρηματιστήριο Παραγώγων.

Πίνακας VI.9 Βασικοί δείκτες κινδύνου και ανθεκτικότητας ελληνικών εμπορικών τραπεζών και των ομίλων τους

(ποσοστά %)

	Τράπεζες		Τραπεζικοί όμιλοι	
	Δεκέμβριος 2008	Ιούνιος 2009	Δεκέμβριος 2008	Ιούνιος 2009
Ποιότητα χαρτοφυλακίου				
Δάνεια σε καθυστέρηση – σύνολο	5,0	6,8		
– Στεγαστικά δάνεια	5,3	6,8		
– Καταναλωτικά δάνεια	8,2	10,7		
– Επιχειρηματικά δάνεια	4,3	5,9		
Κάλυψη δανείων σε καθυστέρηση από συσσωρευμένες προβλέψεις	48,9	41,1		
Ρευστότητα				
Λόγος δανείων προς καταθέσεις	108,4	104,1	115,1	111,7
Δείκτης ρευστών διαθεσίμων	19,0	20,3		
Δείκτης ασυμφωνίας ληκτότητας απαιτήσεων - υποχρεώσεων	-7,1	-6,9		
Κεφαλαιακή επάρκεια				
Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας	10,7	12,4	9,4	10,9
Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων	8,7	10,6	7,9	9,6
	α′ εξάμηνο 2008	α′ εξάμηνο 2009	α′ εξάμηνο 2008	α′ εξάμηνο 2009
Αποδοτικότητα				
Καθαρό επιτοκιακό περιθώριο	2,3	1,7	3,0	2,6
Λειτουργικά έσοδα/λειτουργικά έξοδα	53,9	52,8	53,0	51,9
Αποδοτικότητα ενεργητικού (μετά από φόρους)	0,7	0,2	1,1	0,5
Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (μετά από φόρους)	11,7	5,0	15,7	7,7

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και οικονομικές καταστάσεις τραπεζών και τραπεζικών ομίλων.
1 Τα στοιχεία για την αποδοτικότητα αφορούν μόνο τις ελληνικές εμπορικές τράπεζες με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και τους ομίλους τους.

πνηση, καθώς επηρεάζει την ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου και την κερδοφορία των τραπεζών.[73] Η μείωση της οικονομικής δραστηριότητας και η επίδρασή της στον πιστωτικό κίνδυνο αποτελεί, σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις, την κύρια πηγή κινδύνου και για τις τράπεζες της ΕΕ. Επιπρόσθετα, οι ευρωπαϊκές τράπεζες συνεχίζουν να επηρεάζονται αρνητικά και από την έκθεσή τους σε πολύπλοκα χρηματοοικονομικά προϊόντα, σε αντίθεση με τις ελληνικές οι οποίες έχουν μηδαμινή σχεδόν έκθεση σε αυτά.

Αναλυτικότερα, όσον αφορά τους τραπεζικούς κινδύνους, η περαιτέρω επιδείνωση που εμφάνισε ο πραγματικός τομέας της οικονομίας στην Ελλάδα, αλλά και στις λοιπές χώρες στις οποίες δραστηριοποιούνται οι ελληνικές τράπεζες, επηρέασε αρνητικά τη χρηματοοικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων[74] και των νοικοκυριών. Η εξέλιξη αυτή είχε αποτέλεσμα την αύξηση του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο δανείων στην Ελλάδα σε 6,8% στο τέλος του α′ εξαμήνου 2009 από 5% στο τέλος του 2008. Αύξηση του εν λόγω δείκτη παρατηρήθηκε σε όλες τις κατηγορίες δανείων (βλ. Πίνακα VI.9).[75] Αρνητική εξέλιξη αποτελεί και η μείωση του

73 Η μείωση της οικονομικής δραστηριότητας επηρεάζει την κερδοφορία των τραπεζών με δύο τρόπους. Αφενός, μειώνεται η ζήτηση δανείων, με αποτέλεσμα να περιορίζονται τα έσοδα από τόκους, και αφετέρου επιδεινώνεται η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου, με συνέπεια να απαιτείται ο σχηματισμός αυξημένων προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο.

74 Χρήσιμες ενδείξεις για τη ρευστότητα και τον πιστωτικό κίνδυνο των *επιχειρήσεων* παρέχουν τα στοιχεία για τις ακάλυπτες επιταγές (βλ. Πλαίσιο VI.1).

75 Παράλληλα, σημαντική αύξηση παρατηρήθηκε και στο ποσοστό των καθυστερήσεων δανείων που έχουν χορηγήσει οι θυγατρικές τράπεζες και τα καταστήματα των ελληνικών εμπορικών τραπεζικών ομίλων στο εξωτερικό.

ποσοστού κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από συσσωρευμένες προβλέψεις (Ιούνιος 2009: 41,1%, Δεκέμβριος 2008: 48,9%). Παρότι οι ελληνικές τράπεζες κατέχουν σημαντικές εγγυήσεις και εμπράγματες εξασφαλίσεις, οι οποίες δεν λαμβάνονται υπόψη στον υπολογισμό του ανωτέρω δείκτη, η συνεχής μείωσή του πρέπει να συνεκτιμάται στη διαμόρφωση της πολιτικής προβλέψεων των τραπεζών. Αύξηση εμφάνισε και η έκθεση σε κίνδυνο αγοράς, λόγω των αυξημένων τοποθετήσεων των ελληνικών τραπεζών σε ομολογιακούς τίτλους. Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις για τον κίνδυνο αγοράς εξακολουθούν ωστόσο να αποτελούν μικρό μόνο μέρος των συνολικών κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Σε αντίθεση με τους προαναφερθέντες κινδύνους, μείωση εμφάνισε ο κίνδυνος ρευστότητας. Τον Ιούνιο του 2009, ο λόγος χορηγήσεων προς καταθέσεις των ελληνικών τραπεζών και των ομίλων τους (τράπεζες: 104,1%, τραπεζικοί όμιλοι: 111,7% – βλ. Πίνακα VI.9) ήταν βελτιωμένος σε σύγκριση με το τέλος του 2008 και παρέμεινε σε επίπεδο σημαντικά χαμηλότερο από το μέσο όρο των τραπεζών της ΕΕ-27 (2008: 121,5%). Το επίπεδο των εποπτικών δεικτών ρευστότητας των τραπεζών, δηλαδή του δείκτη ρευστών διαθεσίμων και του δείκτη ασυμφωνίας ληκτότητας απαιτήσεων-υποχρεώσεων,[76] διατηρήθηκε άνω των ελάχιστων εποπτικών ορίων και εμφάνισε οριακή βελτίωση (βλ. Πίνακα VI.9). Στη μείωση του κινδύνου ρευστότητας συνέβαλαν: (α) η αξιοποίηση των μέτρων ενίσχυσης της ρευστότητας στο πλαίσιο του Ν. 3723/2008, (β) η αύξηση των καταθέσεων, (γ) η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης, (δ) η ομαλοποίηση των συνθηκών στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων το β΄ τρίμηνο του 2009 και (ε) η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς τις ελληνικές τράπεζες.[77]

Η κερδοφορία των ελληνικών εμπορικών τραπεζών και των ομίλων τους υποχώρησε σημαντικά το α΄ εξάμηνο του 2009 σε σύγκριση με το α΄ εξάμηνο του 2008 (βλ. Πίνακα VI.10). Η εξέλιξη αυτή οφειλόταν κυρίως στον υπερδιπλασιασμό των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο και δευτερευόντως στη μείωση των καθαρών εσόδων από τόκους και προμήθειες. Θετική ήταν η συμβολή των κερδών από χρηματοοικονομικές πράξεις και από το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο, η εξέλιξη των οποίων αντανακλούσε την ανοδική πορεία των τιμών των ομολόγων μέσης και μακράς διάρκειας του Ελληνικού Δημοσίου και των τιμών των μετοχών του ΧΑ κατά το β΄ τρίμηνο του 2009. Όσον αφορά τα λειτουργικά έξοδα, ο ρυθμός αύξησής τους ήταν χαμηλότερος εκείνου των εσόδων, με αποτέλεσμα ο δείκτης αποτελεσματικότητας (λόγος λειτουργικών εξόδων προς λειτουργικά έσοδα) να βελτιωθεί κατά μία περίπου εκατοστιαία μονάδα (βλ. Πίνακα VI.9).

Υποχώρηση εμφάνισαν οι βασικοί δείκτες αποδοτικότητας. Το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο μειώθηκε, καθώς η υποχώρηση των εσόδων από τόκους δεν αντισταθμίστηκε πλήρως από τον περιορισμό των εξόδων για τόκους, ενώ σημαντική μείωση παρατηρήθηκε στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων και του ενεργητικού σε σύγκριση με το α΄ εξάμηνο του 2008 (βλ. Πίνακα VI.9).

Σε αντίθεση με την κερδοφορία, αξιόλογη βελτίωση παρατηρήθηκε στους Δείκτες Κεφαλαιακής Επάρκειας και Βασικών Κεφαλαίων.[78] Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη σημαντική αύξηση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών λόγω της έκδοσης προνομιούχων μετοχών (αξίας 3,8 δισεκ. ευρώ) που διατέθηκαν στο Ελληνικό Δημόσιο βάσει του Ν. 3723/2008, καθώς και της επιτυχούς ολοκλή-

76 Οι εν λόγω δείκτες θεσμοθετήθηκαν με την ΠΔ/ΤΕ 2560/1.4.2005. Ο "δείκτης ρευστών διαθεσίμων" υπολογίζεται ως ο λόγος των ρευστών και άμεσα ρευστοποιήσιμων διαθέσιμων στοιχείων του ενεργητικού με ληκτότητα μέχρι 30 ημέρες προς το σύνολο των δανειακών κεφαλαίων με ληκτότητα μέχρι ένα έτος και το ελάχιστο όριό του ανέρχεται σε 20%. Ο "δείκτης ασυμφωνίας ληκτότητας απαιτήσεων-υποχρεώσεων" υπολογίζεται ως ο λόγος της διαφοράς μεταξύ των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων με ληκτότητα μέχρι 30 ημέρες προς το σύνολο των δανειακών κεφαλαίων με ληκτότητα μέχρι ένα έτος και το ελάχιστο όριό του είναι -20%.

77 Ισχυρή ένδειξη γι' αυτό αποτελεί και το γεγονός ότι οι ελληνικές τράπεζες άντλησαν ρευστότητα μέσω της έκδοσης ομολόγων χωρίς την εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου.

78 Η ισχυρή κεφαλαιακή επάρκεια αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για τη σταθερότητα ενός τραπεζικού συστήματος. Για το λόγο αυτό έντονες είναι οι συντονισμένες διεργασίες, σε παγκόσμιο επίπεδο, για την αναμόρφωση και ενίσχυση του εποπτικού πλαισίου κεφαλαιακής επάρκειας (βλ. Κεφάλαιο ΙΙ και Πλαίσιο ΙΙ.2 στην παρούσα έκθεση).

Πίνακας VI.10 Αποτελέσματα χρήσεως ελληνικών εμπορικών τραπεζών και ομίλων (α' εξάμηνο 2008–α' εξάμηνο 2009)

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Τράπεζες			Τραπεζικοί όμιλοι		
	α' εξάμηνο 2008	α' εξάμηνο 2009	Μεταβολή (%)	α' εξάμηνο 2008	α' εξάμηνο 2009	Μεταβολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	**4.877**	**5.170**	**6,0**	**7.347**	**7.686**	**4,6**
Καθαρά έσοδα από τόκους	3.901	3.628	-7,0	5.454	5.394	-1,1
–Έσοδα από τόκους	11.152	10.030	-10,1	13.321	12.509	-6,1
–Έξοδα τόκων	7.251	6402	-11,7	7.867	7.114	-9,6
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	976	1.542	58,0	1.893	2.292	21,1
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	631	579	-8,1	1.293	1.032	-20,2
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	-68	720	-	113	951	743,2
– Λοιπά έσοδα	414	242	-41,4	488	309	-36,6
Λειτουργικά έξοδα	**2.627**	**2.728**	**3,8**	**3.893**	**3.989**	**2,5**
Δαπάνες προσωπικού	1.573	1.625	3,3	2.224	2.263	1,8
Διοικητικά έξοδα	869	902	3,8	1.355	1.372	1,3
Αποσβέσεις	172	184	7,1	290	324	11,9
Λοιπά έξοδα	13	17	31,2	25	29	18,2
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – έξοδα)	**2.250**	**2.442**	**8,5**	**3.457**	**3.704**	**7,2**
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	749	1.695	126,3	910	2.298	152,4
Κέρδη προ φόρων	**1.501**	**747**	**-50,3**	**2.546**	**1.406**	**-44,8**
Φόροι	281	243	-13,3	476	413	-13,2
Κέρδη μετά από φόρους	**1.221**	**503**	**-58,8**	**2.071**	**994**	**-52,0**

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις ελληνικών εμπορικών τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

ρωσης των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου ορισμένων τραπεζών.[79] Το σταθμισμένο ως προς τον κίνδυνο ενεργητικό παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο, καθώς η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης συνέβαλε στη συγκράτηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων για τον πιστωτικό κίνδυνο.

Όσον αφορά την πορεία υλοποίησης του Ν. 3723/2008, μέχρι το τέλος Σεπτεμβρίου του 2009 έχουν αξιοποιηθεί σε μεγάλο βαθμό τα μέτρα της κεφαλαιακής ενίσχυσης (3,8 δισεκ. ευρώ από τα προβλεπόμενα 5 δισεκ. ευρώ) και της παροχής ρευστότητας μέσω της έκδοσης Ειδικών Ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (4,5 δισεκ. ευρώ από τα προβλεπόμενα 8 δισεκ. ευρώ). Αντίθετα, έχει χρησιμοποιηθεί μικρό μόνο μέρος του ποσού που προβλεπόταν για εγγυήσεις δανείων των τραπεζών (3 δισεκ. ευρώ από τα 15 δισεκ. ευρώ), αφενός λόγω του σχετικά αυξημένου κόστους του μέτρου αυτού για τις τράπεζες και αφετέρου λόγω της σταδιακής αποκατάστασης της λειτουργίας των αγορών χρήματος και κεφαλαίων στη ζώνη του ευρώ. Επομένως, από το συνολικό ποσό των 28 δισεκ. ευρώ που προβλέπει ο νόμος έχουν αξιοποιηθεί 11,3 δισεκ. ευρώ. Ο βαθμός αξιοποίησης (40%) του ελληνικού σχεδίου είναι ίσος με τον αντίστοιχο μέσο βαθμό στην ΕΕ. Υπενθυμίζεται ότι το ποσό των 28 δισεκ. ευρώ αντιστοιχούσε στο 11,7% του ΑΕΠ του 2008, δηλαδή σε ποσοστό χαμηλότερο του αντίστοιχου μέσου όρου για τη ζώνη του ευρώ (26,5%) και την ΕΕ-27 (23%) το ίδιο έτος.

79 Για τις αυξήσεις κεφαλαίου των εταιριών του χρηματοπιστωτικού τομέα, βλ. Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου.

Πλαίσιο VI.1

ΑΚΑΛΥΠΤΕΣ ΕΠΙΤΑΓΕΣ: ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΜΕΤΡΑ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Ο αριθμός και η συνολική αξία των ακάλυπτων επιταγών στην ελληνική οικονομία παρέχουν αποχρώσες ενδείξεις για τη ρευστότητα και τον πιστωτικό κίνδυνο των επιχειρήσεων. Στην Ελλάδα, αναλυτικά στοιχεία με μηνιαία συχνότητα για την εξέλιξη των ακάλυπτων επιταγών συγκεντρώνονται και διατίθενται από την "Τειρεσίας ΑΕ" από τον Ιανουάριο του 2001.[1] Η "Τειρεσίας ΑΕ" εξειδικεύεται στη συγκέντρωση και διάθεση πληροφοριών οικονομικής συμπεριφοράς για επιχειρήσεις και ιδιώτες. Ειδικότερα, μέσω αξιόπιστων πληροφορικών συστημάτων, παρέχει δεδομένα για τη συγκέντρωση των χορηγήσεων προς ιδιώτες και μικρές επιχειρήσεις, τις υποθήκες και προσημειώσεις, καθώς και στοιχεία που συμβάλλουν στην αποτροπή απάτης στις τραπεζικές συναλλαγές. Τα στοιχεία αυτά είναι εξαιρετικά χρήσιμα για τις τράπεζες, διότι τους επιτρέπει να περιορίσουν τις επισφάλειες, ιδίως τις οφειλόμενες στους κατ' επάγγελμα κακοπληρωτές, απελευθερώνοντας έτσι περισσότερα κεφάλαια για χρηματοδότηση παραγωγικών δραστηριοτήτων με ευνοϊκότερους όρους.

Αριθμός τεμαχίων και αξία ακάλυπτων επιταγών (Ιανουάριος 2001-Αύγουστος 2009)

(μηνιαία στοιχεία)

Πηγή: Τειρεσίας ΑΕ.

Όσον αφορά τον αριθμό τεμαχίων και τη συνολική αξία των ακάλυπτων επιταγών, διακρίνονται τρεις κύκλοι (βλ. το διάγραμμα του παρόντος πλαισίου): ο ανοδικός της περιόδου Ιανουαρίου 2001-Ιουλίου 2005, ο καθοδικός της περιόδου Αυγούστου 2005-Δεκεμβρίου 2007 και ο έντονα ανοδικός που ξεκίνησε στις αρχές του 2008 και αντανακλά τις επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής κρίσης η οποία βρίσκεται σε εξέλιξη.

Αναλυτικότερα, μεταξύ Ιανουαρίου 2001 και Αυγούστου 2009, ο αριθμός των ακάλυπτων επιταγών τριπλασιάστηκε και η συνολική αξία τους τετραπλασιάστηκε. Στο τέλος Αυγούστου 2009 ο αριθμός των ακάλυπτων επιταγών ανήλθε σε 22,9 χιλ. τεμάχια, συνολικής αξίας 209,9 εκατ. ευρώ. Αν και τα μεγέθη αυτά εμφανίζουν τον Ιούλιο και τον Αύγουστο του 2009 ενδείξεις αντιστροφής της έντονα ανοδικής τάσης που παρατηρήθηκε την περίοδο Ιανουαρίου 2008-Ιουνίου 2009 (βλ. το διάγραμμα του παρόντος πλαισίου), δεν παύουν να διατηρούνται σε επίπεδο περίπου τριπλάσιο του μέσου όρου της περιόδου που προηγήθηκε της κρίσης. Μικρή ωστόσο είναι η αύξηση του λόγου της αξίας των ακάλυπτων επιταγών προς το σύνολο των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα (Ιαν. 2001: 0,08%, Αύγ. 2009: 0,10%).

Οι εξελίξεις αυτές επιβάλλουν συνεχή επαγρύπνηση και, εφόσον χρειαστεί, τη λήψη νομικών μέτρων για την αντιμετώπιση του προβλήματος. Η μέχρι σήμερα εμπειρία έχει αναδείξει ως

1 Σε ετήσια βάση τα στοιχεία αυτά είναι διαθέσιμα από το 1993.

κυριότερη αιτία διόγκωσης του προβλήματος των ακάλυπτων επιταγών τις ανεξέλεγκτες ανταλλαγές *μεταχρονολογημένων επιταγών* μεταξύ επιχειρηματιών, δηλαδή τις λεγόμενες επιταγές ευκολίας, οι οποίες εκδίδονται χωρίς κάλυμμα. Για την άμβλυνση του προβλήματος έχουν υιοθετηθεί διεθνώς διάφοροι τρόποι. Ένας από αυτούς είναι η υιοθέτηση από τα πιστωτικά ιδρύματα διαφορετικής διαδικασίας χορήγησης βιβλιαρίων επιταγών ανάλογα με το βαθμό κινδύνου των πελατών τους. Στο πλαίσιο αυτό, ένα πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να χορηγεί σε πελάτες με σχετικά χαμηλότερο βαθμό φερεγγυότητας ένα βιβλιάριο επιταγών στις οποίες είναι προτυπωμένο ένα συγκεκριμένο ανώτατο επιτρεπτό ποσό. Ένας δεύτερος τρόπος είναι η θέσπιση εγγυητικής ευθύνης του πιστωτικού ιδρύματος, δηλαδή της υποχρέωσής του να πληρώνει το ίδιο τυχόν ακάλυπτες επιταγές μέχρις ενός συγκεκριμένου ποσού ή ποσοστού. Τέλος, ένας τρίτος τρόπος είναι η υποχρεωτική χρήση της δίγραμμης επιταγής στις επιχειρηματικές συναλλαγές πάνω από ένα ορισμένο ποσό, η οποία, σημειωτέον, θα συμβάλει όχι μόνο στον περιορισμό των ακάλυπτων επιταγών, αλλά και στον περιορισμό της παραοικονομίας και στην καταπολέμηση του ξεπλύματος παράνομου χρήματος.

ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

15 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2009

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 21 Ιανουαρίου 2009:

- Το επιτόκιο για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 2%.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα οριστεί στο 3%.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα οριστεί στο 1%.

Οι αποφάσεις αυτές συνάδουν με την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της 18ης Δεκεμβρίου 2008 να επαναφέρει στις 200 μονάδες βάσης το εύρος του "διαδρόμου" που ορίζουν τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων γύρω από το επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης.

5 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2009

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 2%, 3% και 1% αντίστοιχα.

5 ΜΑΡΤΙΟΥ 2009

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 11 Μαρτίου 2009:

- Το επιτόκιο για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 1,5%.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα οριστεί στο 2,5%.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα οριστεί στο 0,5%.

2 ΑΠΡΙΛΙΟΥ 2009

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 8 Απριλίου 2009:

- Το επιτόκιο για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα μειωθεί κατά 25 μονάδες βάσης στο 1,25%.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα οριστεί στο 2,25%.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα οριστεί στο 0,25%.

7 ΜΑΪΟΥ 2009

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 13 Μαΐου 2009:

- Το επιτόκιο για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα μειωθεί κατά 25 μονάδες βάσης στο 1%.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα οριστεί στο 1,75%.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων δεν θα μεταβληθεί αλλά θα οριστεί και πάλι στο 0,25%.

Επίσης προσδιορίζεται ότι:

(α) Θα διεξάγονται ανά τρίμηνο τακτικές πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με διάρκεια ένα έτος. Η πρώτη πράξη δωδεκάμηνης διάρκειας θα πραγματοποιηθεί στις 23 Ιουνίου 2009.

(β) Από τις 8 Ιουλίου 2009 η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων μπορεί να συμμετέχει στις πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος, όπως επίσης και να αντλεί ρευστότητα από την πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και να χρησιμοποιεί την πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, μέσω της κεντρικής τράπεζας του Λουξεμβούργου.

(γ) Το Ευρωσύστημα θα πραγματοποιεί αγορές καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών.

4 ΙΟΥΝΙΟΥ 2009

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης

αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα.

Επίσης ανακοινώνονται τεχνικές λεπτομέρειες σχετικές με τις αγορές των καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών. Ειδικότερα προσδιορίζεται ότι, στο διάστημα από τον Ιούλιο του 2009 μέχρι τα τέλη Ιουνίου 2010, το Ευρωσύστημα θα αποκτήσει από την πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά χρεόγραφα συνολικού ύψους 60 δισεκ. ευρώ.

2 ΙΟΥΛΙΟΥ, 6 ΑΥΓΟΥΣΤΟΥ, 3 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ ΚΑΙ 8 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ 2009

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 1%, 1,75% και 0,25% αντίστοιχα.

ΓΛΩΣΣΑΡΙΟ

Βασικά επιτόκια της ΕΚΤ: τα επιτόκια της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), τα οποία ορίζουν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Αυτά είναι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

Γενική κυβέρνηση: όπως ορίζεται στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών του 1995 (ESA 95), αποτελείται από την κεντρική κυβέρνηση, την περιφερειακή ή τοπική αυτοδιοίκηση και τους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης.

Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων: πάγια διευκόλυνση του Ευρωσυστήματος, την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι αντισυμβαλλόμενοι για να πραγματοποιούν καταθέσεις μίας ημέρας σε μια εθνική κεντρική τράπεζα, εκτοκιζόμενες με προκαθορισμένο επιτόκιο.

Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης: πάγια διευκόλυνση του Ευρωσυστήματος, την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι αντισυμβαλλόμενοι για να λαμβάνουν πίστωση διάρκειας μίας ημέρας από μια εθνική κεντρική τράπεζα με προκαθορισμένο επιτόκιο, έναντι αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων.

Διοικητικό Συμβούλιο: το κύριο όργανο λήψεως αποφάσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Απαρτίζεται από όλα τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

Εκτελεστική Επιτροπή: ένα από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και άλλα τέσσερα μέλη, τα οποία διορίζονται, κατόπιν κοινής συμφωνίας, από τους αρχηγούς κρατών ή κυβερνήσεων των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ): δείκτης τιμών καταναλωτή που καταρτίζεται από την Eurostat και είναι εναρμονισμένος για όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

EONIA (euro overnight index average): δείκτης του επιτοκίου που επικρατεί στη διατραπεζική αγορά της ζώνης του ευρώ για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας, όπως διαμορφώνεται με βάση τις συναλλαγές.

EURIBOR (euro interbank offered rate): το επιτόκιο με το οποίο μια τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας (prime bank) είναι διατεθειμένη να δανείσει κεφάλαια σε ευρώ σε άλλη τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας. Το EURIBOR υπολογίζεται καθημερινά για τις διατραπεζικές καταθέσεις με διάφορες διάρκειες έως 12 μηνών.

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ): η ΕΚΤ είναι το κέντρο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) και του Ευρωσυστήματος και διαθέτει νομική προσωπικότητα σύμφωνα με το κοινοτικό δίκαιο. Μεριμνά ώστε τα καθήκοντα που ανατίθενται στο Ευρωσύστημα και στο ΕΣΚΤ να εκτελούνται είτε μέσω δικών της ενεργειών είτε μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών, σύμφωνα με το Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ. Η ΕΚΤ διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το Γενικό Συμβούλιο.

Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ): απαρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των 27 κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένω-

σης, δηλ. περιλαμβάνει, εκτός από τα μέλη του Ευρωσυστήματος, και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Το ΕΣΚΤ διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το Γενικό Συμβούλιο.

Ευρωσύστημα: αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Στο Ευρωσύστημα συμμετέχουν 16 εθνικές κεντρικές τράπεζες. Το Ευρωσύστημα διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ.

Ζώνη του ευρώ: η περιοχή η οποία αποτελείται από τα κράτη-μέλη που έχουν υιοθετήσει το ευρώ ως κοινό νόμισμά τους σύμφωνα με τη Συνθήκη και στην οποία ασκείται ενιαία νομισματική πολιτική με ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Η ζώνη του ευρώ περιλαμβάνει 16 χώρες: την Αυστρία, το Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ισπανία, την Ιταλία, την Κύπρο, το Λουξεμβούργο, τη Μάλτα, την Ολλανδία, την Πορτογαλία,τη Σλοβακία, τη Σλοβενία και τη Φινλανδία.

Καταθέσεις μίας ημέρας: καταθέσεις που λήγουν την επόμενη εργάσιμη ημέρα. Αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει καταθέσεις πλήρως μεταβιβάσιμες (μέσω επιταγής κ.λπ.). Περιλαμβάνει επίσης μη μεταβιβάσιμες καταθέσεις που είναι μετατρέψιμες σε μετρητά ευθύς ως ζητηθεί ή έως το τέλος της επόμενης εργάσιμης ημέρας. Ειδικότερα στην περίπτωση της Ελλάδος, η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει τις καταθέσεις όψεως, τις καταθέσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς και τις καταθέσεις απλού ταμιευτηρίου.

Καταθέσεις προθεσμίας: καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια, οι οποίες, ανάλογα με την εθνική πρακτική, είτε δεν είναι μετατρέψιμες σε μετρητά πριν από τη λήξη τους είτε μπορούν να μετατραπούν υπό τον όρο καταβολής ποινής. Επίσης περιλαμβάνονται ορισμένα μη διαπραγματεύσιμα μέσα, όπως μη διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (ιδιωτών).

Καταθέσεις υπό προειδοποίηση: η κατηγορία αυτή αποτελείται από καταθέσεις ταμιευτηρίου τις οποίες ο καταθέτης μπορεί να αναλάβει εφόσον ειδοποιήσει πριν από ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα. Σε μερικές περιπτώσεις, υπάρχει δυνατότητα ανάληψης ενός ορισμένου ποσού εντός συγκεκριμένης προθεσμίας ή και νωρίτερα, υπό τον όρο καταβολής ποινής.

Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης (ΚΠΣ): καταρτίζεται από την Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων σε συνεργασία με το κράτος-μέλος και εγκρίνεται από την Επιτροπή. Περιλαμβάνει τη στρατηγική ανάπτυξης της χώρας, τις προτεραιότητες δράσης και τις πηγές χρηματοδότησης (κοινοτική συμμετοχή, εθνική δημόσια δαπάνη, ιδιωτική συμμετοχή).

Νομισματικά μεγέθη: ως νομισματικό μέγεθος ορίζεται το άθροισμα του νομίσματος σε κυκλοφορία συν τα ανεξόφλητα ποσά ορισμένων υποχρεώσεων των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (ΝΧΙ) και των κεντρικών κυβερνήσεων οι οποίες έχουν σε υψηλό βαθμό "χαρακτήρα χρήματος" (ή υψηλό βαθμό ρευστότητας με ευρεία έννοια). Το στενό νομισματικό μέγεθος Μ1, όπως το ορίζει το Ευρωσύστημα, περιλαμβάνει το νόμισμα σε κυκλοφορία συν τις καταθέσεις μίας ημέρας τις οποίες τηρούν σε ιδρύματα της ζώνης του ευρώ που εκδίδουν χρήμα κάτοικοι της ζώνης του ευρώ εκτός των ΝΧΙ, στους οποίους δεν περιλαμβάνεται ο τομέας της κεντρικής κυβέρνησης. Το νομισματικό μέγεθος Μ2 αποτελείται από το Μ1 συν καταθέσεις προθεσμίας έως δύο ετών και καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών. Το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος Μ3 περιλαμβάνει το Μ2 και επιπλέον συμφωνίες επαναγοράς (repos), μερί-

δια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και τίτλους της αγοράς χρήματος, καθώς και χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών.

Νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (ΝΧΙ): τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία αποτελούν τον τομέα που εκδίδει χρήμα στη ζώνη του ευρώ. Περιλαμβάνουν την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των χωρών της ζώνης του ευρώ, καθώς και τα πιστωτικά ιδρύματα και τα αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος που είναι εγκατεστημένα στη ζώνη του ευρώ.

Πάγια διευκόλυνση: διευκόλυνση που παρέχει μια εθνική κεντρική τράπεζα στους αντισυμβαλλομένους και την οποία χρησιμοποιούν με δική τους πρωτοβουλία. Το Ευρωσύστημα προσφέρει δύο πάγιες διευκολύνσεις διάρκειας μίας ημέρας: τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων.

Πράξη κύριας αναχρηματοδότησης: πράξη ανοικτής αγοράς που διενεργείται από το Ευρωσύστημα κάθε εβδομάδα, με διάρκεια μίας εβδομάδας. Οι πράξεις διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου, χωρίς ποσοτικό περιορισμό, δηλαδή γίνονται αποδεκτές όλες οι προσφορές των αντισυμβαλλομένων του Ευρωσυστήματος (εφόσον διατίθενται επαρκείς εξασφαλίσεις από τους αντισυμβαλλομένους προς το Ευρωσύστημα).

Σταθμισμένες (ονομαστικές/πραγματικές) συναλλαγματικές ισοτιμίες: Οι ονομαστικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες αποτελούν το σταθμικό μέσο όρο των διαφόρων διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Οι πραγματικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι οι ονομαστικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες αποπληθωρισμένες με ένα σταθμικό μέσο όρο των τιμών ή του κόστους της ξένης χώρας σε σχέση με τις τιμές ή το κόστος στην εγχώρια αγορά. Για το λόγο αυτό, μετρούν την ανταγωνιστικότητα μιας χώρας ως προς τις τιμές και το κόστος.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΙΝΑΚΕΣ

1 Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες 179

2 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες 180-81

3 Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εγχώρια αγορά: γενικός και βασικές κατηγορίες 182

4 Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εξωτερική αγορά και δείκτης τιμών εισαγομένων στη βιομηχανία 183

5 Απασχολούμενοι ηλικίας 15 ετών και άνω, κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας 184

6 Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών 185

7 Νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ 186

8 Η ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ 187

9 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά ΝΧΙ, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία 188

10 Επιτόκια της αγοράς χρήματος 189

11 Αποδόσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου 190

12 Χρηματοδότηση προς τις εγχώριες επιχειρήσεις (κατά κλάδο δραστηριότητας) και τα νοικοκυριά από τα εγχώρια ΝΧΙ 191

13 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ κατοίκων της ζώνης του ευρώ 192

14 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ 193

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 (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2005		100,0	3,5	100,0	3,4	100,0	3,7	100,0	3,1	100,0	3,2
2006		103,2	3,2	103,4	3,4	103,0	3,0	102,7	2,7	102,5	2,5
2007		106,2	2,9	105,9	2,5	106,5	3,5	105,7	2,9	105,5	3,0
2008		110,6	4,2	110,5	4,3	110,7	3,9	109,3	3,4	108,6	3,0
2008	I	108,8	4,3	108,9	5,0	108,8	3,3	107,3	2,9	106,5	2,3
	II	111,4	4,8	112,3	5,6	110,1	3,6	109,5	3,6	108,9	3,0
	III	110,7	4,7	110,3	5,1	111,3	4,2	109,2	3,7	108,5	3,2
	IV	111,4	2,9	110,6	1,7	112,6	4,5	111,2	3,5	110,7	3,4
2009	I	110,5	1,5	108,4	-0,5	113,5	4,3	110,7	3,2	110,0	3,3
	II	112,1	0,7	110,7	-1,5	114,1	3,7	112,0	2,3	111,6	2,5
	III	115,5	0,7	109,0	-1,2	114,9	3,3	111,4	2,1	110,9	2,3
2007	Ιαν.	104,5	2,7	103,9	2,3	105,2	3,3	104,5	3,1	104,4	3,1
	Φεβρ.	103,2	2,7	101,7	2,0	105,2	3,4	103,1	3,3	102,6	3,5
	Μάρτ.	105,5	2,6	105,5	2,1	105,5	3,4	105,3	3,1	105,2	3,2
	Απρ.	106,2	2,5	106,2	1,8	106,1	3,5	105,6	3,0	105,6	3,2
	Μάιος	106,5	2,6	106,7	1,9	106,1	3,6	105,7	2,9	105,7	3,1
	Ιούν.	106,3	2,6	106,3	1,9	106,4	3,6	105,9	2,8	105,9	3,0
	Ιούλ.	105,5	2,5	104,8	1,6	106,6	3,7	105,1	2,9	105,0	3,2
	Αύγ.	104,8	2,5	103,3	1,7	106,8	3,6	104,3	2,9	103,9	3,1
	Σεπτ.	106,9	2,9	106,7	2,6	107,0	3,4	106,4	2,7	106,3	2,8
	Οκτ.	107,6	3,1	107,8	3,0	107,3	3,3	107,0	2,7	106,7	2,5
	Νοέμ.	108,4	3,9	109,0	4,5	107,6	3,2	107,4	2,9	106,9	2,5
	Δεκ.	108,8	3,9	109,2	4,3	108,4	3,3	107,9	3,0	107,4	2,5
2008	Ιαν.	108,6	3,9	108,4	4,3	108,8	3,4	107,2	2,6	106,5	2,0
	Φεβρ.	107,7	4,4	107,1	5,3	108,6	3,3	106,1	3,0	105,1	2,4
	Μάρτ.	110,2	4,4	111,2	5,3	108,9	3,2	108,6	3,1	107,9	2,5
	Απρ.	110,9	4,4	111,9	5,4	109,5	3,2	109,0	3,2	108,3	2,6
	Μάιος	111,7	4,9	112,7	5,6	110,3	3,9	109,7	3,8	109,1	3,1
	Ιούν.	111,6	4,9	112,3	5,7	110,5	3,9	109,8	3,6	109,2	3,1
	Ιούλ.	110,7	4,9	110,5	5,4	111,0	4,1	109,0	3,7	108,3	3,2
	Αύγ.	109,7	4,7	108,6	5,2	111,1	4,0	108,1	3,6	107,2	3,2
	Σεπτ.	111,8	4,6	111,9	4,8	111,7	4,4	110,4	3,7	109,9	3,4
	Οκτ.	111,8	3,9	111,6	3,5	112,0	4,4	110,8	3,5	110,3	3,4
	Νοέμ.	111,5	2,9	110,8	1,7	112,4	4,5	111,1	3,5	110,6	3,5
	Δεκ.	111,0	2,0	109,2	0,0	113,4	4,6	111,6	3,4	111,2	3,5
2009	Ιαν.	110,5	1,8	108,1	-0,3	113,7	4,5	110,8	3,3	110,1	3,4
	Φεβρ.	109,4	1,6	106,6	-0,4	113,3	4,3	109,5	3,2	108,5	3,3
	Μάρτ.	111,6	1,3	110,3	-0,8	113,5	4,2	111,9	3,1	111,4	3,2
	Απρ.	112,0	1,0	110,5	-1,3	114,0	4,2	111,9	2,7	111,5	2,9
	Μάιος	112,2	0,5	110,8	-1,6	114,1	3,5	112,0	2,1	111,7	2,4
	Ιούν.	112,2	0,5	110,7	-1,5	114,2	3,3	112,0	2,1	111,7	2,3
	Ιούλ.	111,3	0,6	109,0	-1,3	114,5	3,1	111,2	2,0	110,7	2,2
	Αύγ.	110,5	0,8	107,4	-1,1	114,8	3,3	110,4	2,1	109,7	2,3
	Σεπτ.	112,6	0,7	110,5	-1,2	115,4	3,3	112,7	2,1	112,4	2,3

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 2 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος		ΕνΔΤΚ (Γενικός)		Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής		Επεξεργασμένα είδη διατροφής		Βιομηχανικά αγαθά πλην ενέργειας	
		Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2005		100,0	3,5	100,0	-1,5	100,0	2,8	100,0	2,8
2006		103,3	3,3	101,9	1,9	105,2	5,2	101,6	1,6
2007		106,4	3,0	104,2	2,2	109,1	3,7	103,8	2,2
2008		110,9	4,2	108,3	4,0	114,6	5,0	105,9	2,0
2008	I	109,0	4,3	108,3	4,1	113,6	5,4	103,2	1,3
	II	111,7	4,8	108,9	4,5	115,2	6,3	107,4	2,2
	III	111,0	4,8	104,7	1,6	114,8	5,7	104,4	2,3
	IV	111,9	3,1	111,4	5,7	115,0	2,9	108,6	2,2
2009	I	110,9	1,8	114,6	5,8	115,8	2,0	105,4	2,1
	II	112,6	0,8	115,3	5,9	117,0	1,6	107,8	0,3
	III	111,9	0,8	109,8	4,9	116,5	1,5	104,7	0,3
2007	Ιαν.	104,8	3,0	104,8	3,5	107,8	5,6	103,0	2,5
	Φεβρ.	103,1	3,0	103,2	-1,2	107,5	5,0	98,0	3,5
	Μάρτ.	105,7	2,8	104,2	0,0	107,9	4,5	104,8	2,7
	Απρ.	106,5	2,6	105,6	0,2	108,3	4,7	104,8	2,1
	Μάιος	106,7	2,6	104,9	1,6	108,3	3,6	105,3	1,9
	Ιούν.	106,6	2,6	102,0	2,6	108,5	2,8	105,4	1,9
	Ιούλ.	105,8	2,7	101,3	3,4	108,4	2,5	102,4	2,6
	Αύγ.	104,8	2,7	102,9	4,6	108,5	2,7	98,3	2,2
	Σεπτ.	107,1	2,9	104,8	4,9	109,2	2,4	105,4	2,0
	Οκτ.	107,9	3,0	105,7	2,6	110,8	2,7	106,1	1,8
	Νοέμ.	108,7	3,9	105,0	2,8	112,2	4,0	106,2	1,8
	Δεκ.	109,2	3,9	105,8	2,2	112,4	4,3	106,4	1,8
2008	Ιαν.	108,9	3,9	108,8	3,8	112,7	4,5	103,3	0,3
	Φεβρ.	107,8	4,5	108,2	4,8	113,6	5,7	99,6	1,6
	Μάρτ.	110,3	4,4	108,0	3,7	114,3	6,0	106,8	1,9
	Απρ.	111,2	4,4	111,0	5,2	114,9	6,1	107,0	2,2
	Μάιος	112,0	4,9	109,7	4,5	115,6	6,7	107,6	2,3
	Ιούν.	111,9	4,9	105,8	3,7	115,0	6,1	107,7	2,2
	Ιούλ.	111,1	4,9	103,8	2,4	115,0	6,1	104,6	2,2
	Αύγ.	109,8	4,8	104,3	1,3	114,8	5,8	100,8	2,5
	Σεπτ.	112,2	4,7	106,0	1,2	114,8	5,1	107,7	2,2
	Οκτ.	112,2	4,0	109,8	3,9	114,9	3,7	108,5	2,2
	Νοέμ.	112,0	3,0	112,8	7,5	115,1	2,6	108,6	2,3
	Δεκ.	111,6	2,2	111,7	5,6	114,9	2,3	108,7	2,2
2009	Ιαν.	111,0	2,0	114,6	5,4	115,2	2,2	105,5	2,1
	Φεβρ.	109,8	1,8	114,1	5,5	115,7	1,8	101,9	2,3
	Μάρτ.	112,0	1,5	114,9	6,4	116,5	1,9	108,9	2,0
	Απρ.	112,5	1,1	116,1	4,6	117,1	1,9	107,7	0,7
	Μάιος	112,8	0,7	116,7	6,4	117,2	1,4	107,8	0,2
	Ιούν.	112,7	0,7	113,0	6,8	116,8	1,5	107,8	0,2
	Ιούλ.	111,8	0,7	110,9	6,9	116,7	1,5	104,9	0,2
	Αύγ.	110,9	1,0	108,3	3,9	116,5	1,5	101,3	0,5
	Σεπτ.	113,0	0,7	110,2	3,9	116,4	1,4	107,9	0,2

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 2 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες *(συνέχεια)*

Περίοδος		Ενέργεια		Υπηρεσίες		ΕνΔΤΚ χωρίς μη επεξεργασμένα είδη διατροφής και ενέργεια	
		Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2005		100,0	13,6	100,0	3,6	100,0	3,2
2006		109,4	9,4	103,1	3,1	102,9	2,9
2007		111,8	2,1	106,9	3,7	106,2	3,2
2008		127,2	13,8	111,0	3,8	109,8	3,4
2008	I	125,4	21,2	108,9	3,1	107,7	2,9
	II	133,8	19,2	110,5	3,6	110,2	3,6
	III	135,8	21,1	111,6	4,1	109,7	3,8
	IV	113,9	-4,6	112,9	4,4	111,8	3,5
2009	I	103,1	-17,8	113,4	4,1	111,1	3,1
	II	109,4	-18,2	114,1	3,3	112,5	2,0
	III	115,3	-15,1	114,7	2,8	111,6	1,7
2007	Ιαν.	101,4	-3,8	105,7	3,7	105,1	3,6
	Φεβρ.	102,6	-2,3	105,4	3,8	103,2	4,0
	Μάρτ.	106,2	-1,2	105,8	3,7	105,8	3,5
	Απρ.	110,3	-1,5	106,7	3,5	106,3	3,2
	Μάιος	113,2	-0,2	106,5	3,8	106,4	3,1
	Ιούν.	113,3	0,1	106,8	3,8	106,6	2,9
	Ιούλ.	112,9	-3,2	107,2	4,0	105,7	3,3
	Αύγ.	111,6	-3,7	107,2	3,9	104,4	3,3
	Σεπτ.	112,0	1,7	107,3	3,7	107,0	2,9
	Οκτ.	114,4	7,7	107,6	3,3	107,6	2,6
	Νοέμ.	121,9	17,6	107,8	3,4	108,0	2,9
	Δεκ.	121,7	16,8	108,8	3,2	108,5	2,9
2008	Ιαν.	123,1	21,4	109,1	3,3	107,7	2,5
	Φεβρ.	124,8	21,6	108,7	3,2	106,4	3,1
	Μάρτ.	128,2	20,7	109,0	3,0	109,1	3,1
	Απρ.	130,1	17,9	109,9	3,0	109,7	3,2
	Μάιος	134,3	18,7	110,7	3,9	110,4	3,8
	Ιούν.	137,0	20,9	111,0	4,0	110,5	3,7
	Ιούλ.	138,0	22,2	111,3	3,9	109,6	3,7
	Αύγ.	135,2	21,1	111,4	3,9	108,4	3,8
	Σεπτ.	134,3	19,9	112,0	4,4	111,0	3,8
	Οκτ.	124,9	9,2	112,3	4,4	111,4	3,6
	Νοέμ.	114,0	-6,5	112,6	4,4	111,6	3,4
	Δεκ.	102,7	-15,6	113,8	4,5	112,2	3,4
2009	Ιαν.	102,6	-16,7	113,9	4,4	111,2	3,3
	Φεβρ.	103,5	-17,0	113,1	4,1	109,7	3,1
	Μάρτ.	103,2	-19,5	113,3	3,9	112,3	3,0
	Απρ.	106,9	-17,8	114,1	3,8	112,4	2,5
	Μάιος	109,0	-18,8	114,2	3,2	112,5	1,9
	Ιούν.	112,3	-18,0	114,2	2,8	112,5	1,8
	Ιούλ.	114,3	-17,2	114,4	2,7	111,5	1,7
	Αύγ.	116,8	-13,6	114,6	2,9	110,4	1,9
	Σεπτ.	114,9	-14,4	115,1	2,7	112,9	1,7

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 3 Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εγχώρια αγορά: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος		ΔΤΠ - εγχώρια αγορά (Γενικός)		Ενέργεια (σύνολο)		Καύσιμα		Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας	
		Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2005		100,0	5,9	100,0	13,2	100,0	43,9	100,0	3,0
2006		107,3	7,3	108,6	8,6	113,9	13,9	106,5	6,5
2007		111,7	4,1	115,4	6,3	117,0	2,7	109,4	2,7
2008		123,0	10,0	135,2	17,1	145,8	24,7	116,4	6,4
2008	I	119,6	11,5	129,2	21,4	140,8	43,5	114,4	6,9
	II	125,8	13,5	143,0	25,4	168,5	45,6	116,5	7,2
	III	128,6	14,2	148,4	27,1	169,0	41,5	117,9	7,2
	IV	117,9	1,3	120,1	-3,5	105,0	-22,0	116,8	4,2
2009	I	113,4	-5,2	109,1	-15,6	87,3	-38,0	115,7	1,1
	II	114,7	-8,8	112,9	-21,0	102,3	-39,3	115,7	-0,7
2007	Ιαν.	106,4	1,2	104,1	-1,9	92,1	-17,2	106,8	2,1
	Φεβρ.	107,0	1,3	106,2	-0,6	97,8	-12,0	106,8	1,7
	Μάρτ.	108,3	1,9	108,8	0,7	104,4	-8,2	107,4	2,0
	Απρ.	110,4	2,5	112,8	2,0	112,4	-9,2	108,7	2,2
	Μάιος	110,9	2,7	114,3	3,5	116,7	-5,1	108,7	1,9
	Ιούν.	111,1	2,8	115,1	4,3	118,3	-3,5	108,7	1,7
	Ιούλ.	111,8	2,5	116,2	3,1	120,2	-6,1	109,1	1,8
	Αύγ.	112,2	2,6	116,1	2,7	116,7	-5,8	109,7	2,0
	Σεπτ.	113,6	5,2	117,9	9,2	121,4	13,6	110,8	3,1
	Οκτ.	114,9	7,2	120,4	13,5	126,4	24,3	111,7	4,1
	Νοέμ.	117,0	9,6	126,0	19,4	140,8	40,6	112,2	5,0
	Δεκ.	117,4	9,8	127,0	20,3	136,7	36,2	112,3	5,0
2008	Ιαν.	118,0	11,0	127,2	22,2	136,0	47,7	113,1	5,9
	Φεβρ.	119,6	11,7	128,8	21,3	140,1	43,3	114,6	7,3
	Μάρτ.	121,1	11,9	131,6	20,9	146,2	40,1	115,5	7,5
	Απρ.	122,8	11,3	135,9	20,4	153,4	36,5	115,8	6,6
	Μάιος	126,2	13,8	144,3	26,3	171,3	46,8	116,4	7,0
	Ιούν.	128,3	15,5	148,9	29,4	180,9	52,9	117,3	7,9
	Ιούλ.	130,5	16,7	154,1	32,6	182,1	51,4	117,8	7,9
	Αύγ.	128,3	14,3	147,4	26,9	166,8	42,9	118,0	7,5
	Σεπτ.	126,9	11,8	143,8	22,0	158,1	30,2	117,8	6,3
	Οκτ.	122,7	6,7	132,2	9,8	129,8	2,7	117,5	5,2
	Νοέμ.	117,5	0,5	119,5	-5,2	103,3	-26,6	116,5	3,8
	Δεκ.	113,6	-3,2	108,7	-14,4	82,0	-40,0	116,2	3,5
2009	Ιαν.	114,0	-3,4	110,1	-13,4	88,4	-35,0	116,1	2,6
	Φεβρ.	113,3	-5,3	108,9	-15,4	87,1	-37,9	115,6	0,8
	Μάρτ.	112,9	-6,8	108,2	-17,8	86,5	-40,9	115,3	-0,1
	Απρ.	113,2	-7,9	108,8	-19,9	93,3	-39,2	115,5	-0,3
	Μάιος	114,3	-9,4	111,9	-22,5	100,4	-41,4	115,7	-0,6
	Ιούν.	116,7	-9,1	118,1	-20,6	113,3	-37,4	115,9	-1,2
	Ιούλ.	116,0	-11,1	115,6	-25,0	107,4	-41,0	116,2	-1,3
	Αύγ.	117,8	-8,1	120,2	-18,5	117,2	-29,7	116,6	-1,2

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 4 Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εξωτερική αγορά και δείκτης τιμών εισαγομένων στη βιομηχανία

Περίοδος		ΔΤΠ - εξωτερική αγορά				Δείκτης τιμών εισαγομένων		Δείκτης τιμών εισαγομένων χωρίς τιμές ενέργειας	
		Γενικός		Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας					
		Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2005		100,0	3,7	100,0	0,3	100,0	8,8	100,0	1,2
2006		104,8	4,8	103,0	3,0	104,2	4,2	102,7	2,7
2007		108,0	3,0	105,6	2,5	106,9	2,6	105,8	3,0
2008		114,9	6,4	108,9	3,2	114,5	7,1	108,4	2,5
2008	I	113,2	8,5	108,0	3,6	111,5	8,1	107,3	2,5
	II	118,2	10,0	108,9	3,3	116,8	10,1	108,2	2,3
	III	119,2	9,8	109,7	3,6	118,6	10,1	109,1	2,8
	IV	108,9	-2,4	109,1	2,3	111,3	0,4	109,0	2,3
2009	I	104,4	-7,8	108,4	0,4	108,8	-2,4	108,7	1,4
	II	107,0	-9,5	108,7	-0,1	111,7	-4,4	108,7	0,5
2007	Ιαν.	103,3	-0,1	103,9	2,2	101,9	-1,3	104,4	3,4
	Φεβρ.	104,4	0,6	104,3	2,0	103,1	-0,8	104,6	3,2
	Μάρτ.	105,4	0,7	104,8	2,3	104,3	-0,1	105,0	3,4
	Απρ.	107,3	1,9	105,5	2,7	105,5	0,5	105,4	3,3
	Μάιος	107,3	2,0	105,2	2,4	106,1	0,9	105,7	3,2
	Ιούν.	107,8	2,3	105,5	2,5	106,6	1,2	106,1	3,1
	Ιούλ.	108,5	2,4	105,6	2,7	107,7	2,3	106,1	3,1
	Αύγ.	108,0	1,0	105,7	2,0	107,2	2,3	106,1	2,8
	Σεπτ.	109,2	4,1	106,2	2,3	108,2	4,3	106,4	3,0
	Οκτ.	110,4	5,8	106,7	2,9	109,8	6,1	106,4	2,7
	Νοέμ.	112,3	7,7	106,6	2,7	111,7	8,2	106,5	2,5
	Δεκ.	112,0	7,8	106,8	3,3	110,9	8,0	106,6	2,6
2008	Ιαν.	112,1	8,6	107,3	3,3	110,6	8,6	106,9	2,4
	Φεβρ.	113,2	8,4	108,2	3,8	111,6	8,3	107,4	2,7
	Μάρτ.	114,4	8,5	108,6	3,6	112,2	7,6	107,6	2,4
	Απρ.	115,4	7,6	108,5	2,9	114,0	8,0	107,8	2,3
	Μάιος	118,4	10,3	108,7	3,3	116,9	10,1	108,1	2,3
	Ιούν.	120,9	12,2	109,3	3,7	119,6	12,2	108,6	2,4
	Ιούλ.	121,1	11,6	109,5	3,6	121,0	12,4	108,8	2,5
	Αύγ.	118,7	10,0	109,5	3,6	118,6	10,6	109,1	2,8
	Σεπτ.	117,8	7,9	110,1	3,6	116,0	7,2	109,5	3,0
	Οκτ.	113,3	2,6	109,7	2,8	114,0	3,8	109,5	2,8
	Νοέμ.	108,9	-3,0	109,2	2,5	111,2	-0,5	108,8	2,2
	Δεκ.	104,3	-6,9	108,4	1,5	108,7	-2,0	108,6	1,9
2009	Ιαν.	105,0	-6,3	108,6	1,2	108,8	-1,7	108,7	1,7
	Φεβρ.	104,5	-7,7	108,6	0,4	108,8	-2,5	108,8	1,3
	Μάρτ.	103,8	-9,2	108,0	-0,5	108,7	-3,1	108,7	1,1
	Απρ.	105,0	-9,0	108,1	-0,4	109,7	-3,7	108,5	0,7
	Μάιος	106,6	-10,0	108,7	0,0	111,6	-4,5	108,7	0,6
	Ιούν.	109,4	-9,5	109,3	0,0	113,9	-4,8	108,9	0,3
	Ιούλ.	108,2	-10,7	109,2	-0,2	113,3	-6,4	108,9	0,1
	Αύγ.	110,7	-6,8	110,0	0,4				

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 5 Απασχολούμενοι ηλικίας 15 ετών και άνω, κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας

(χιλιάδες άτομα)

		β΄ τρίμηνο 2009	
		Σύνολο απασχολουμένων	Μισθωτοί με μισθό ή ημερομίσθιο
Σύνολο		**4.531,9**	**2.922,1**
	Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	516,0	46,8
	Ορυχεία και λατομεία	14,0	12,7
	Μεταποίηση	516,0	380,5
	Παροχή ηλεκτρικού ρεύματος, φυσικού αερίου, ατμού και κλιματισμού	30,5	29,8
	Παροχή νερού, επεξεργασία λυμάτων, διαχείριση αποβλήτων και δραστηριότητες εξυγίανσης	29,9	29,2
	Κατασκευές	366,6	251,4
	Χονδρικό και λιανικό εμπόριο, επισκευή μηχανοκίνητων οχημάτων και μοτοσικλετών	828,2	439,8
	Μεταφορά και αποθήκευση	219,8	152,7
	Δραστηριότητες υπηρεσιών παροχής καταλύματος και εστίασης	314,8	190,2
	Ενημέρωση και επικοινωνία	82,2	72,9
	Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	111,7	102,3
	Διαχείριση ακίνητης περιουσίας	8,7	1,4
	Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	232,2	106,5
	Διοικητικές και υποστηρικτικές δραστηριότητες	78,6	63,4
	Δημόσια διοίκηση και άμυνα, υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση	378,6	378,6
	Εκπαίδευση	331,9	304,8
	Δραστηριότητες ανθρώπινης υγείας και κοινωνικής μέριμνας	225,9	192,2
	Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	55,9	39,7
	Άλλες δραστηριότητες παροχής υπηρεσιών	86,3	45,4
	Δραστηριότητες νοικοκυριών ως εργοδοτών	87,1	80,6
	Δραστηριότητες ετερόδικων οργανισμών και φορέων	1,1	1,1

Πηγή: ΕΣΥΕ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

Πίνακας 6 Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Ιούλιος			Ιούλιος		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)	**-19.063,2**	**-21.558,7**	**-16.614,4**	**-2.305,4**	**-2.412,1**	**-1.874,6**
I.A ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ *(I.A.1– I.A.2)*	***-23.279,3***	***-26.857,4***	***-18.318,2***	***-4.247,9***	***-4.080,0***	***-2.955,2***
Ισοζύγιο καυσίμων	-4.971,2	-7.180,2	-4.311,0	-959,2	-1.223,1	-709,5
Εμπορικό ισοζύγιο χωρίς καύσιμα	-18.308,1	-19.677,2	-14.007,2	-3.288,7	-2.856,9	-2.245,7
Ισοζύγιο πλοίων	-2.900,3	-2.973,9	-2.241,8	-636,5	-426,5	-403,7
Εμπορικό ισοζύγιο χωρίς καύσιμα και πλοία	-15.407,8	-16.703,3	-11.765,4	-2.652,2	-2.430,4	-1.842,0
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	*9.766,9*	*11.394,6*	*8.777,4*	*1.527,2*	*1.876,9*	*1.337,0*
Καύσιμα	1.604,9	2.370,5	1.674,2	282,9	312,0	304,4
Πλοία (εισπράξεις)	1.206,4	1.099,5	524,5	225,8	167,8	51,4
Λοιπά αγαθά	6.955,6	7.924,6	6.578,7	1.018,5	1.397,1	981,2
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	*33.046,2*	*38.251,9*	*27.095,6*	*5.775,2*	*5.956,9*	*4.292,2*
Καύσιμα	6.576,1	9.550,7	5.985,3	1.242,1	1.535,1	1.013,9
Πλοία (πληρωμές)	4.106,7	4.073,4	2.766,3	862,3	594,3	455,1
Λοιπά αγαθά	22.363,4	24.627,8	18.344,1	3.670,8	3.827,5	2.823,2
I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ *(I.B.1– I.B.2)*	***8.450,8***	***9.341,7***	***6.354,8***	***2.692,5***	***3.066,3***	***2.113,3***
I.B.1 Εισπράξεις	*16.554,6*	*19.181,3*	*14.680,7*	*4.088,6*	*4.630,3*	*3.453,0*
Ταξιδιωτικό	5.645,6	5.931,4	5.014,4	2.296,0	2.302,4	1.917,8
Μεταφορές	9.199,8	11.431,3	7.986,0	1.508,8	2.025,1	1.254,2
Λοιπές υπηρεσίες	1.709,2	1.818,6	1.680,3	283,7	302,8	281,0
I.B.2 Πληρωμές	*8.103,8*	*9.839,6*	*8.325,9*	*1.396,1*	*1.564,0*	*1.339,7*
Ταξιδιωτικό	1.333,1	1.495,7	1.445,7	199,1	205,9	225,1
Μεταφορές	4.303,7	5.522,5	4.059,8	727,9	905,8	637,5
Λοιπές υπηρεσίες	2.467,0	2.821,4	2.820,4	469,2	452,3	477,1
I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ *(I.Γ.1– I.Γ.2)*	***-5.584,2***	***-6.477,5***	***-6.199,7***	***-1.140,5***	***-1.449,4***	***-1.128,3***
I.Γ.1 Εισπράξεις	*2.663,9*	*3.296,9*	*2.711,8*	*363,8*	*498,8*	*362,2*
Αμοιβές, μισθοί	210,5	213,4	182,5	35,9	29,8	46,1
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	2.453,5	3.083,5	2.529,3	327,9	469,0	316,1
I.Γ.2 Πληρωμές	*8.248,1*	*9.774,4*	*8.911,5*	*1.504,4*	*1.948,2*	*1.490,5*
Αμοιβές, μισθοί	186,4	200,0	236,9	26,4	34,7	39,2
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	8.061,7	9.574,4	8.674,6	1.477,9	1.913,5	1.451,2
I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ *(I.Δ.1– I.Δ.2)*	***1.349,5***	***2.434,5***	***1.548,7***	***390,7***	***51,1***	***95,5***
I.Δ.1 Εισπράξεις	*3.775,8*	*4.694,3*	*3.962,1*	*676,7*	*325,5*	*318,1*
Γενική κυβέρνηση (κυρίως εισπράξεις από ΕΕ)	2.533,7	3.367,8	2.774,5	490,2	114,1	156,3
Λοιποί τομείς (μεταναστευτικά εμβάσματα κ.λπ.)	1.242,1	1.326,5	1.187,6	186,5	211,4	161,8
I.Δ.2 Πληρωμές	*2.426,3*	*2.259,8*	*2.413,4*	*286,0*	*274,4*	*222,5*
Γενική κυβέρνηση (κυρίως πληρωμές προς ΕΕ)	1.792,0	1.495,2	1.624,8	185,1	160,2	104,4
Λοιποί τομείς	634,3	764,6	788,6	100,9	114,2	118,1
II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (II.1– II.2)	***2.490,4***	***2.585,4***	***1.256,2***	***153,1***	***401,5***	***354,6***
II.1 Εισπράξεις	*2.679,0*	*2.959,9*	*1.436,3*	*192,6*	*432,5*	*385,7*
Γενική κυβέρνηση (κυρίως εισπράξεις από ΕΕ)	2.540,3	2.770,5	1.311,2	167,3	418,0	365,5
Λοιποί τομείς	138,8	189,4	125,1	25,3	14,6	20,2
II.2 Πληρωμές	188,7	374,5	180,1	39,4	31,1	31,1
Γενική κυβέρνηση (κυρίως πληρωμές προς ΕΕ)	16,8	181,1	7,9	2,3	1,6	1,6
Λοιποί τομείς	171,9	193,3	172,2	37,1	29,5	29,5
III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I+II)	**-16.572,9**	**-18.973,3**	**-15.358,2**	**-2.152,2**	**-2.010,6**	**-1.520,0**
IV ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (IV.A+IV.B+IV.Γ+IV.Δ)	**16.453,3**	**18.815,1**	**16.046,5**	**1.842,0**	**1.764,9**	**1.723,5**
IV.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ [1]	***-2.002,5***	***1.511,7***	***1.814,0***	***189,5***	***-37,9***	***614,0***
Κατοίκων στο εξωτερικό	-2.894,9	-1.292,3	-600,3	-155,2	-125,9	-94,7
Μη κατοίκων στην Ελλάδα	892,4	2.804,1	2.414,3	344,7	88,0	708,6
IV.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ [1]	***15.432,9***	***8.388,9***	***23.739,5***	***2.222,1***	***8.072,9***	***4.769,1***
Απαιτήσεις	-9.567,8	-7.716,2	-2.547,1	-1.188,6	386,2	-832,7
Υποχρεώσεις	25.000,7	16.105,1	26.286,6	3.410,7	7.686,8	5.601,7
IV.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ [1]	***3.072,9***	***8.832,5***	***-9.356,0***	***-446,6***	***-6.253,1***	***-3.675,5***
Απαιτήσεις	-9.917,9	-15.551,8	-15.744,0	-1.148,2	-6.664,4	-246,2
Υποχρεώσεις	12.990,8	24.384,3	6.388,0	701,6	411,3	-3.429,3
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	-1.884,4	-399,3	-1.829,2	-117,1	-59,0	-94,2
IV.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ [2]	***-50,0***	***82,0***	***-151,0***	***-123,0***	***-17,0***	***16,0***
V ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	**119,6**	**158,2**	**-688,3**	**310,3**	**245,7**	**-203,6**
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ [3]				***2.219,0***	***2.410,0***	***2.672,0***

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) καθαρή εισροή, (-) καθαρή εκροή.

2 (+) μείωση, (-) αύξηση.

3 Από την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ τον Ιανουάριο του 2001, 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 7 Νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ[1]

(υπόλοιπα σε δισεκ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου		Νόμισμα σε κυκλοφορία (1)	Καταθέσεις μίας ημέρας (2)	M1 (3)=(1)+(2)	Καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 ετών (4)	Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών (5)	M2 (6)=(3)+(4)+(5)	Συμφωνίες επαναγοράς (7)	Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος (8)	Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών (9)	M3[2] (10)=(6)+(7)+(8)+(9)
2004		468,4	2.480,5	2.948,9	1.040,5	1.642,9	5.632,2	229,7	604,9	102,3	6.568,2
2005		532,8	2.946,8	3.479,6	1.123,6	1.549,6	6.152,9	221,9	615,8	126,2	7.116,8
2006		592,2	3.164,3	3.756,5	1.414,8	1.557,1	6.728,4	248,0	614,1	198,6	7.789,1
2007		638,5	3.262,0	3.900,5	1.984,9	1.539,7	7.425,1	283,0	660,4	316,2	8.684,8
2008		722,9	3.320,3	4.043,2	2.503,9	1.565,7	8.112,9	330,1	726,3	268,8	9.438,1
2007	Ιαν.	575,6	3.106,1	3.681,8	1.446,4	1.558,4	6.686,5	262,3	641,5	220,7	7.811,3
	Φεβρ.	578,7	3.095,3	3.674,0	1.469,6	1.547,1	6.690,7	268,8	651,9	231,7	7.843,0
	Μάρτ.	588,5	3.146,9	3.735,4	1.534,1	1.544,8	6.814,3	282,0	666,2	239,8	8.002,3
	Απρ.	594,7	3.160,7	3.755,4	1.567,8	1.537,1	6.860,3	281,6	681,7	241,6	8.065,3
	Μάιος	597,6	3.179,4	3.777,0	1.599,7	1.533,4	6.910,1	285,2	702,3	254,3	8.152,0
	Ιούν.	604,9	3.240,3	3.845,2	1.634,3	1.526,3	7.005,8	282,2	698,9	241,7	8.228,7
	Ιούλ.	612,9	3.218,0	3.830,9	1.694,8	1.516,1	7.041,8	287,1	712,4	239,1	8.280,4
	Αύγ.	610,6	3.137,8	3.748,4	1.765,4	1.508,1	7.022,0	297,6	705,9	259,9	8.285,5
	Σεπτ.	610,4	3.212,2	3.822,6	1.795,6	1.501,6	7.119,9	295,4	682,2	281,5	8.378,9
	Οκτ.	613,5	3.176,1	3.789,6	1.890,9	1.525,1	7.205,7	293,5	684,0	297,9	8.481,2
	Νοέμ.	618,6	3.210,9	3.829,5	1.916,0	1.518,8	7.264,3	301,8	696,7	312,4	8.575,2
	Δεκ.	638,5	3.262,0	3.900,5	1.984,9	1.539,7	7.425,1	283,0	660,4	316,2	8.684,8
2008	Ιαν.	623,1	3.235,3	3.858,5	2.052,0	1.548,0	7.458,5	307,3	737,2	295,3	8.798,3
	Φεβρ.	628,7	3.179,1	3.807,9	2.127,3	1.545,3	7.480,5	314,3	749,6	273,8	8.818,2
	Μάρτ.	632,9	3.226,4	3.859,3	2.144,1	1.551,0	7.554,3	314,0	742,5	279,0	8.889,9
	Απρ.	641,4	3.203,5	3.844,9	2.240,7	1.550,2	7.635,8	328,9	751,3	270,1	8.986,0
	Μάιος	645,7	3.229,1	3.874,9	2.278,6	1.546,6	7.700,1	333,3	755,8	286,3	9.075,6
	Ιούν.	652,1	3.269,4	3.921,5	2.280,4	1.543,2	7.745,1	330,3	733,0	283,1	9.091,4
	Ιούλ.	658,8	3.187,2	3.846,0	2.381,6	1.533,8	7.761,5	333,1	743,2	287,6	9.125,5
	Αύγ.	656,1	3.140,9	3.797,0	2.441,4	1.531,5	7.769,9	343,1	757,9	278,8	9.149,6
	Σεπτ.	657,2	3.226,2	3.883,4	2.443,8	1.521,5	7.848,7	345,6	731,1	288,2	9.213,5
	Οκτ.	698,9	3.252,2	3.951,1	2.513,0	1.517,3	7.981,4	351,0	729,8	278,1	9.340,3
	Νοέμ.	703,7	3.272,4	3.976,2	2.529,9	1.521,8	8.027,8	336,6	739,7	276,4	9.380,6
	Δεκ.	722,9	3.320,3	4.043,2	2.503,9	1.565,7	8.112,9	330,1	726,3	268,8	9.438,1
2009	Ιαν.	712,3	3.387,6	4.099,9	2.393,3	1.611,3	8.104,5	324,0	759,9	219,0	9.407,4
	Φεβρ.	716,0	3.390,2	4.106,2	2.356,2	1.634,5	8.096,8	327,4	779,9	217,3	9.421,5
	Μάρτ.	720,0	3.415,0	4.134,9	2.307,5	1.655,0	8.097,4	338,5	780,8	196,6	9.413,3
	Απρ.	729,2	3.473,6	4.202,8	2.291,9	1.676,1	8.170,8	338,2	781,8	207,3	9.498,1
	Μάιος	732,0	3.493,3	4.225,3	2.246,6	1.692,3	8.164,1	336,2	771,6	200,4	9.472,3
	Ιούν.	735,0	3.581,5	4.316,5	2.173,7	1.704,1	8.194,3	347,2	741,5	183,6	9.466,7
	Ιούλ.	745,5	3.578,3	4.323,8	2.139,7	1.723,2	8.186,7	320,0	758,0	174,4	9.439,1
	Αύγ.*	741,2	3.587,5	4.328,7	2.099,7	1.740,4	8.168,8	310,3	759,3	155,2	9.393,6

Πηγή: ΕΚΤ.
* Προσωρινά στοιχεία.
1 Νομισματικές υποχρεώσεις των ΝΧΙ και της κεντρικής κυβέρνησης (ταχυδρομεία, Υπουργείο Οικονομικών) έναντι κατοίκων της ζώνης του ευρώ που δεν είναι ΝΧΙ εκτός της κεντρικής κυβέρνησης.
2 Στο Μ3 και τις συνιστώσες του δεν περιλαμβάνονται τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και τα χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών που κατέχουν μη κάτοικοι της ζώνης του ευρώ.

Πίνακας 8 Η ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ

(υπόλοιπα σε δισεκ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου		Καταθέσεις μίας ημέρας			Καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 ετών	Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών[1]	Συμφωνίες επαναγοράς (repos)	Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών[2]	Σύνολο[3] (M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία (7)=(1)+(2)+ +(3)+(4)+ +(5)+(6)
			Όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί	Απλού ταμιευτηρίου						
		(1)	(1.1)	(1.2)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	
2004		91,7	20,7	71,0	33,4	1,9	9,5	15,2	0,5	152,3
2005		99,2	24,8	74,4	51,8	4,4	2,7	4,9	0,4	163,4
2006		100,1	26,0	74,1	69,3	2,9	1,6	5,8	0,5	180,2
2007		98,8	28,2	70,6	97,6	2,3	0,7	7,9	–1,6	205,7
2008		90,6	25,7	64,9	137,8	1,9	0,4	2,3	2,1	235,1
2007	Ιαν.	95,5	23,9	71,7	72,9	2,9	1,5	5,9	0,4	179,1
	Φεβρ.	95,0	24,0	71,0	73,7	2,8	1,4	6,2	0,3	179,5
	Μάρτ.	96,7	25,3	71,4	76,0	2,7	1,2	6,5	0,3	183,4
	Απρ.	96,2	24,4	71,8	77,3	2,7	1,1	6,7	0,2	184,2
	Μάιος	94,3	24,4	69,8	79,4	2,7	1,3	7,0	-0,5	184,2
	Ιούν.	99,8	27,5	72,2	80,8	2,7	1,4	7,5	-1,1	191,0
	Ιούλ.	96,7	25,3	71,4	87,8	2,6	1,0	7,6	-1,8	194,0
	Αύγ.	96,5	25,4	71,1	88,4	2,6	0,9	7,8	-1,9	194,3
	Σεπτ.	96,1	25,3	70,8	89,1	2,5	0,8	7,8	-1,7	194,6
	Οκτ.	94,3	25,3	69,0	92,0	2,4	0,9	8,0	-1,8	195,8
	Νοέμ.	94,6	26,5	68,1	94,9	2,3	0,8	8,1	-1,6	199,0
	Δεκ.	98,8	28,2	70,6	97,6	2,3	0,7	7,9	-1,6	205,7
2008	Ιαν.	93,7	25,7	68,0	102,9	2,1	0,7	7,7	-1,1	206,1
	Φεβρ.	91,1	24,7	66,4	106,3	2,2	0,6	7,8	-0,5	207,6
	Μάρτ.	93,3	27,2	66,2	107,1	2,1	0,6	7,8	0,2	211,2
	Απρ.	92,2	25,4	66,8	110,6	2,1	0,5	7,6	0,4	213,4
	Μάιος	90,2	24,4	65,8	114,9	2,0	0,6	7,4	0,6	215,8
	Ιούν.	94,0	27,4	66,5	115,6	2,0	0,6	7,3	1,4	220,9
	Ιούλ.	90,6	24,8	65,8	119,2	1,9	0,5	6,9	1,9	221,0
	Αύγ.	89,5	24,4	65,1	124,2	1,9	0,5	6,8	2,2	225,1
	Σεπτ.	91,5	26,5	65,0	126,4	2,0	0,9	6,3	2,5	229,5
	Οκτ.	89,0	24,8	64,2	133,7	2,0	1,1	3,0	2,2	231,1
	Νοέμ.	86,9	24,5	62,4	138,2	2,0	0,5	2,5	2,2	232,3
	Δεκ.	90,6	25,7	64,9	137,8	1,9	0,4	2,3	2,1	235,1
2009	Ιαν.	87,8	24,9	62,9	142,0	2,1	0,3	2,0	1,8	236,0
	Φεβρ.	87,7	24,8	62,9	142,3	2,1	0,3	1,9	1,6	235,9
	Μάρτ.	88,5	24,6	63,9	142,0	2,1	0,2	1,5	1,5	235,8
	Απρ.	93,2	26,9	66,2	140,8	2,4	0,3	1,5	2,0	240,2
	Μάιος	92,0	25,7	66,3	140,3	2,5	0,3	1,5	1,9	238,5
	Ιούν.	97,0	29,2	67,8	140,7	2,7	0,3	1,6	2,0	244,2
	Ιούλ.	96,4	27,8	68,6	137,8	2,9	0,3	1,7	1,8	240,8
	Αύγ.	97,9	28,6	69,3	137,8	3,0	0,2	1,7	1,2	241,9

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Περιλαμβάνονται και καταθέσεις ταμιευτηρίου σε λοιπά νομίσματα (εκτός ευρώ).

2 Το μέγεθος αυτό υπολογίζεται σε ενοποιημένη βάση με τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Επομένως, από τα χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών που έχουν εκδοθεί από τα εγχώρια ΝΧΙ στην Ελλάδα αφαιρούνται οι τοποθετήσεις τους σε χρεόγραφα έως δύο ετών που έχουν εκδοθεί από τα ΝΧΙ της υπόλοιπης ζώνης του ευρώ.

3 Το νομισματικό μέγεθος M3 της Ελλάδος, αλλά και κάθε άλλης χώρας της ζώνης του ευρώ, δεν μπορεί πλέον να υπολογιστεί με ακρίβεια, καθώς η ποσότητα των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ που έχουν τεθεί σε κυκλοφορία σε κάθε χώρα διακρατείται και από κατοίκους άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ (όπως και από κατοίκους τρίτων χωρών). Εξαιτίας αυτών των τεχνικών προβλημάτων, η κατάρτιση των ελληνικών μεγεθών M0, M1, M2 και M3 διακόπηκε τον Ιανουάριο του 2003.

Πίνακας 9 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων 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	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία		
			Καταθέσεις σε ευρώ	Καταθέσεις σε λοιπά νομίσματα	Όψεως	Ταμιευτηρίου	Προθεσμίας[2]
2004		128.424,6	110.206,7	18.217,9	18.274,2	73.954,2	36.196,1
2005		156.857,7	135.797,3	21.060,4	22.180,2	79.800,8	54.876,1
2006		173.370,4	151.321,5	22.048,9	23.525,0	77.858,2	71.987,2
2007		197.233,6	173.493,8	23.739,8	25.014,1	73.561,9	98.657,6
2008		227.246,6	200.631,7	26.614,8	21.819,5	67.328,3	138.098,8
2007	Ιαν.	171.937,9	149.321,7	22.616,2	20.943,4	75.322,8	75.671,7
	Φεβρ.	172.166,2	150.424,2	21.742,0	21.109,9	74.619,3	76.437,1
	Μάρτ.	176.068,3	154.217,8	21.850,5	22.393,4	74.931,5	78.743,4
	Απρ.	177.261,9	155.599,4	21.662,5	21.878,6	75.236,8	80.146,5
	Μάιος	177.486,2	154.859,0	22.627,2	21.160,9	73.954,4	82.370,9
	Ιούν.	184.148,2	161.027,9	23.120,2	24.695,0	75.647,6	83.805,6
	Ιούλ.	188.181,4	164.079,4	24.102,0	22.986,4	74.519,2	90.675,9
	Αύγ.	188.054,4	163.993,2	24.061,2	22.398,6	74.358,8	91.297,0
	Σεπτ.	188.469,8	164.667,0	23.802,8	22.697,5	73.977,4	91.794,9
	Οκτ.	187.503,6	163.407,0	24.096,6	22.480,6	72.098,4	92.924,6
	Νοέμ.	190.515,3	166.375,1	24.140,1	23.484,5	71.094,6	95.936,3
	Δεκ.	197.233,6	173.493,8	23.739,8	25.014,1	73.562,0	98.657,6
2008	Ιαν.	196.029,3	171.471,0	24.558,4	21.730,7	70.740,5	103.558,2
	Φεβρ.	197.402,8	172.633,7	24.769,0	21.120,5	69.152,9	107.129,4
	Μάρτ.	200.449,4	176.402,8	24.046,5	23.638,8	68.859,6	107.950,9
	Απρ.	202.569,8	177.766,0	24.803,9	22.180,8	69.469,5	110.919,5
	Μάιος	204.884,2	179.218,0	25.666,2	21.494,7	68.386,4	115.003,1
	Ιούν.	209.079,3	183.406,2	25.673,0	23.992,6	69.113,2	115.973,4
	Ιούλ.	209.789,6	182.926,7	26.862,8	21.779,6	68.266,6	119.743,4
	Αύγ.	213.380,5	183.997,1	29.383,4	21.087,0	67.628,4	124.665,1
	Σεπτ.	217.309,1	187.754,2	29.555,0	22.865,0	67.505,7	126.938,4
	Οκτ.	222.016,1	191.243,7	30.772,4	21.220,1	66.784,6	134.011,4
	Νοέμ.	223.573,2	192.418,3	31.154,8	20.110,1	64.962,1	138.501,0
	Δεκ.	227.246,6	200.631,7	26.614,8	21.819,5	67.328,3	138.098,8
2009	Ιαν.	228.575,7	200.330,3	28.245,4	20.677,5	65.526,4	142.371,8
	Φεβρ.	229.135,0	201.123,7	28.011,4	20.830,7	65.570,3	142.734,0
	Μάρτ.	230.077,2	205.500,1	24.577,2	20.745,6	66.556,9	142.774,7
	Απρ.	233.781,5	209.547,7	24.233,7	22.923,0	69.222,0	141.636,5
	Μάιος	232.033,2	208.321,3	23.711,9	21.702,7	69.329,2	141.001,3
	Ιούν.	237.260,8	214.261,2	22.999,6	24.853,6	71.093,8	141.313,4
	Ιούλ.	234.201,8	211.534,4	22.667,3	23.691,2	72.079,6	138.430,9
	Αύγ.	235.898,4	212.425,4	23.473,0	24.540,1	72.881,4	138.476,9

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
1 Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά ΝΧΙ) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων.
2 Περιλαμβάνονται και οι δεσμευμένες καταθέσεις.

Πίνακας 10 Επιτόκια της αγοράς χρήματος

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος		Καταθέσεις μίας ημέρας[1]	Καταθέσεις ενός μηνός[2]	Καταθέσεις 3 μηνών[2]	Καταθέσεις 6 μηνών[2]	Καταθέσεις 9 μηνών[2]	Καταθέσεις 12 μηνών[2]
2004		2,05	2,08	2,11	2,15	2,20	2,27
2005		2,09	2,14	2,18	2,23	2,28	2,33
2006		2,83	2,94	3,08	3,23	3,35	3,44
2007		3,87	4,08	4,28	4,35	4,41	4,45
2008		3,86	4,27	4,63	4,72	4,76	4,81
2007	Ιαν.	3,56	3,62	3,75	3,89	3,99	4,06
	Φεβρ.	3,57	3,65	3,82	3,94	4,03	4,09
	Μάρτ.	3,69	3,84	3,89	4,00	4,06	4,11
	Απρ.	3,82	3,86	3,98	4,10	4,19	4,25
	Μάιος	3,79	3,92	4,07	4,20	4,30	4,37
	Ιούν.	3,96	4,10	4,15	4,28	4,40	4,51
	Ιούλ.	4,06	4,11	4,22	4,36	4,47	4,56
	Αύγ.	4,05	4,31	4,54	4,59	4,63	4,67
	Σεπτ.	4,03	4,43	4,74	4,75	4,73	4,72
	Οκτ.	3,94	4,24	4,69	4,66	4,65	4,65
	Νοέμ.	4,02	4,22	4,64	4,63	4,62	4,61
	Δεκ.	3,88	4,71	4,85	4,82	4,80	4,79
2008	Ιαν.	4,02	4,20	4,48	4,50	4,50	4,50
	Φεβρ.	4,03	4,18	4,36	4,36	4,35	4,35
	Μάρτ.	4,09	4,30	4,60	4,59	4,59	4,59
	Απρ.	3,99	4,37	4,78	4,80	4,81	4,82
	Μάιος	4,01	4,39	4,86	4,90	4,94	4,99
	Ιούν.	4,01	4,47	4,94	5,09	5,23	5,36
	Ιούλ.	4,19	4,47	4,96	5,15	5,25	5,39
	Αύγ.	4,30	4,49	4,97	5,16	5,23	5,32
	Σεπτ.	4,27	4,66	5,02	5,22	5,29	5,38
	Οκτ.	3,82	4,83	5,11	5,18	5,21	5,25
	Νοέμ.	3,15	3,84	4,24	4,29	4,33	4,35
	Δεκ.	2,49	2,99	3,29	3,37	3,42	3,45
2009	Ιαν.	1,81	2,14	2,46	2,54	2,59	2,62
	Φεβρ.	1,26	1,63	1,94	2,03	2,09	2,14
	Μάρτ.	1,06	1,27	1,64	1,77	1,84	1,91
	Απρ.	0,84	1,01	1,42	1,61	1,69	1,77
	Μάιος	0,78	0,88	1,28	1,48	1,57	1,64
	Ιούν.	0,70	0,91	1,23	1,44	1,54	1,61
	Ιούλ.	0,36	0,61	0,97	1,21	1,33	1,41
	Αύγ.	0,35	0,51	0,86	1,12	1,24	1,33
	Σεπτ.	0,36	0,46	0,77	1,04	1,16	1,26

Πηγή: Bloomberg.
1 Μέσος όρος του δείκτη επιτοκίων μίας ημέρας στη ζώνη του ευρώ (EONIA).
2 Διατραπεζικά επιτόκια προσφοράς στη ζώνη του ευρώ (EURIBOR).

Πίνακας 11 Αποδόσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος		Απόδοση ετήσιων έντοκων γραμματίων	Απόδοση ομολόγων						
			3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών[1]	32 ετών
2004		2,27	2,87	3,37	3,81	4,26	4,53	4,77	. . .
2005		2,33	2,65	2,92	3,22	3,59	3,80	3,92	4,14
2006		3,44	3,58	3,72	3,87	4,07	4,16	4,23	4,42
2007		4,45	4,21	4,30	4,34	4,50	4,67	–	4,81
2008		4,82	4,27	4,51	4,54	4,80	5,18	–	5,30
2007	Ιαν.	4,06	4,01	4,08	4,13	4,28	4,33	4,38	4,51
	Φεβρ.	4,09	4,03	4,09	4,14	4,30	4,35	4,40	4,54
	Μάρτ.	4,11	4,00	4,04	4,08	4,20	4,27	4,33	4,49
	Απρ.	4,25	4,17	4,24	4,28	4,40	4,46	4,52	4,70
	Μάιος	4,37	4,31	4,37	4,40	4,51	4,59	–	4,77
	Ιούν.	4,51	4,52	4,65	4,68	4,80	4,97	–	5,05
	Ιούλ.	4,56	4,54	4,64	4,67	4,79	4,96	–	5,02
	Αύγ.	4,67	4,28	4,41	4,47	4,62	4,85	–	4,91
	Σεπτ.	4,72	4,20	4,34	4,39	4,56	4,82	–	4,92
	Οκτ.	4,65	4,19	4,34	4,39	4,58	4,82	–	4,92
	Νοέμ.	4,61	4,08	4,16	4,20	4,43	4,73	–	4,88
	Δεκ.	4,80	4,16	4,28	4,29	4,53	4,83	–	4,97
2008	Ιαν.	4,50	3,88	4,02	4,17	4,40	4,76	–	4,95
	Φεβρ.	4,35	3,68	3,83	4,09	4,36	4,79	–	4,99
	Μάρτ.	4,67	3,92	4,10	4,24	4,42	4,95	–	5,16
	Απρ.	4,81	4,15	4,31	4,32	4,54	5,05	–	5,20
	Μάιος	4,99	4,35	4,46	4,46	4,74	5,08	–	5,21
	Ιούν.	5,36	4,97	5,08	4,96	5,17	5,37	–	5,40
	Ιούλ.	5,39	4,94	5,04	4,98	5,15	5,38	–	5,44
	Αύγ.	5,32	4,53	4,64	4,63	4,87	5,15	–	5,25
	Σεπτ.	5,38	4,42	4,65	4,65	4,88	5,26	–	5,36
	Οκτ.	5,26	3,97	4,48	4,53	4,93	5,22	–	5,26
	Νοέμ.	4,35	4,12	4,65	4,70	5,09	5,49	–	5,52
	Δεκ.	3,45	4,28	4,89	4,76	5,08	5,67	–	5,82
2009	Ιαν.	2,61	3,93	5,22	5,26	5,60	6,21	–	6,46
	Φεβρ.	2,13	3,91	5,19	5,25	5,70	6,13	–	6,26
	Μάρτ.	1,90	4,03	5,07	5,14	5,87	6,10	–	6,27
	Απρ.	1,77	3,63	4,72	4,71	5,50	5,78	–	5,86
	Μάιος	1,64	3,10	4,14	4,53	5,22	5,54	–	5,71
	Ιούν.	1,61	3,05	4,20	4,55	5,33	5,73	–	5,93
	Ιούλ.	1,41	2,57	3,62	3,99	4,89	5,40	–	5,70
	Αύγ.	1,33	2,52	3,41	3,77	4,52	4,93	–	5,26
	Σεπτ.	1,26	2,26	3,36	3,77	4,56	4,91	–	5,31

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
1 Από το Μάιο του 2007 δεν υπάρχει στην αγορά ομόλογο με εναπομένουσα διάρκεια κοντά στα 20 έτη.

Πίνακας 12 Χρηματοδότηση[1] προς τις εγχώριες επιχειρήσεις (κατά κλάδο δραστηριότητας) και τα νοικοκυριά από τα εγχώρια ΝΧΙ

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ)

			Επιχειρήσεις						Νοικοκυριά			
Τέλος περιόδου		Γενικό σύνολο	Σύνολο	Γεωργία	Βιομηχανία[2]	Εμπόριο	Τουρισμός	Λοιποί κλάδοι	Σύνολο	Στεγαστικά	Καταναλωτικά	Λοιπά
2004		123.993,8	71.433,0	3.248,0	15.675,6	18.821,6	4.040,0	29.647,8	52.560,8	34.052,2	17.053,8	1.454,8
2005		149.903,2	81.009,5	2.975,9	17.933,0	21.321,0	4.348,7	34.430,9	68.893,7	45.419,8	21.825,1	1.648,8
2006		179.452,3	93.575,8	3.185,2	19.514,6	23.711,9	4.799,7	42.364,4	85.876,5	57.145,0	26.596,6	2.134,9
2007		215.405,2	111.288,8	3.304,1	21.487,7	27.671,7	5.883,4	52.941,9	104.116,4	69.363,3	31.942,4	2.810,7
2008		249.661,1	132.458,0	3.855,7	24.872,7	32.985,0	7.031,6	63.713,0	117.203,1	77.699,9	36.435,0	3.068,2
2007	Ιαν.	179.422,1	92.476,7	3.068,1	19.276,7	23.260,6	4.877,8	41.993,5	86.945,4	57.943,7	26.871,9	2.129,8
	Φεβρ.	181.890,6	93.752,2	3.085,0	19.327,6	23.688,6	5.019,6	42.631,4	88.138,4	58.862,9	27.102,3	2.173,2
	Μάρτ.	186.317,2	96.295,3	3.103,4	19.636,8	24.466,8	5.107,7	43.980,6	90.021,9	60.254,6	27.544,9	2.222,4
	Απρ.	187.655,4	96.341,2	3.059,6	19.630,1	24.394,5	5.210,1	44.046,9	91.314,2	61.092,5	28.041,1	2.180,6
	Μάιος	190.564,2	97.674,8	3.087,7	20.090,5	24.671,2	5.287,7	44.537,7	92.889,4	62.004,3	28.688,9	2.196,2
	Ιούν.	197.784,1	102.988,6	3.272,4	20.567,5	25.615,5	5.404,2	48.129,0	94.795,5	63.273,7	29.077,6	2.444,2
	Ιούλ.	199.855,6	103.304,8	3.286,4	20.540,3	25.665,1	5.428,6	48.384,4	96.550,8	64.380,3	29.568,6	2.601,9
	Αύγ.	202.346,7	104.528,9	3.349,0	20.726,7	25.789,2	5.423,6	49.240,4	97.817,8	65.153,9	30.031,5	2.632,4
	Σεπτ.	205.778,7	106.262,2	3.359,5	21.077,1	26.488,2	5.493,2	49.844,2	99.516,5	66.115,5	30.440,6	2.960,4
	Οκτ.	207.246,5	106.274,5	3.382,6	21.084,3	26.495,4	5.607,0	49.705,2	100.972,0	67.002,5	31.072,7	2.896,8
	Νοέμ.	210.926,0	108.543,8	3.395,7	21.418,7	26.856,6	5.670,4	51.202,4	102.382,2	68.022,9	31.603,6	2.755,7
	Δεκ.	215.405,2	111.288,8	3.304,1	21.487,7	27.671,7	5.883,4	52.941,9	104.116,4	69.363,3	31.942,4	2.810,7
2008	Ιαν.	217.681,5	112.572,1	3.395,9	21.628,1	27.826,1	5.949,5	53.772,5	105.109,4	70.031,5	32.311,0	2.766,9
	Φεβρ.	221.160,9	114.445,3	3.551,6	22.122,4	28.100,8	6.208,4	54.462,1	106.715,6	70.833,7	33.069,7	2.812,2
	Μάρτ.	225.312,1	117.396,4	3.585,0	22.454,7	28.954,8	6.308,3	56.093,6	107.915,7	71.660,6	33.367,2	2.887,9
	Απρ.	226.983,0	118.260,9	3.708,2	22.484,7	29.279,8	6.498,5	56.289,7	108.722,1	72.270,5	33.677,9	2.773,7
	Μάιος	230.680,4	120.638,9	3.775,9	23.263,1	30.045,2	6.595,4	56.959,3	110.041,5	73.006,6	34.195,7	2.839,2
	Ιούν.	235.808,2	124.189,4	3.842,1	23.777,8	30.938,0	6.770,9	58.860,6	111.618,8	74.064,3	34.606,4	2.948,1
	Ιούλ.	238.348,9	125.439,9	3.858,3	24.133,5	31.227,2	6.817,4	59.403,5	112.909,0	74.829,6	35.132,8	2.946,6
	Αύγ.	240.859,5	127.250,3	3.901,1	24.320,3	31.558,0	6.888,1	60.582,8	113.609,2	75.203,6	35.483,3	2.922,3
	Σεπτ.	244.061,5	128.963,4	3.915,0	24.490,4	32.045,4	7.036,7	61.475,9	115.098,1	76.055,4	36.037,0	3.005,7
	Οκτ.	247.989,9	131.808,1	3.967,3	24.774,4	32.314,2	7.023,5	63.728,7	116.181,8	76.853,9	36.281,9	3.046,0
	Νοέμ.	248.676,0	132.136,3	4.019,4	25.167,9	32.952,8	6.948,0	63.048,2	116.539,7	77.003,3	36.492,2	3.044,2
	Δεκ.	249.661,1	132.458,0	3.855,7	24.872,7	32.985,0	7.031,6	63.713,0	117.203,1	77.699,9	36.435,0	3.068,2
2009	Ιαν.	250.265,9	132.994,0	3.879,2	24.943,5	33.244,5	7.081,3	63.845,5	117.271,9	77.812,6	36.449,3	3.010,0
	Φεβρ.	250.437,8	132.950,9	3.932,8	25.001,1	33.454,1	7.147,8	63.415,1	117.486,9	78.002,9	36.512,8	2.971,2
	Μάρτ.	249.959,8	132.575,4	3.826,7	24.491,4	33.708,3	7.154,2	63.394,8	117.384,4	78.066,3	36.369,2	2.948,9
	Απρ.	250.464,0	133.055,7	3.939,7	24.529,9	34.056,7	7.197,4	63.332,0	117.408,3	78.235,2	36.244,7	2.928,4
	Μάιος	250.865,1	133.181,8	3.973,5	24.639,9	34.176,4	7.312,3	63.079,7	117.683,3	78.395,5	36.317,7	2.970,1
	Ιούν.	249.675,6	131.689,8	3.988,6	24.379,8	33.745,1	7.405,9	62.170,4	117.985,8	78.734,2	36.280,8	2.970,8
	Ιούλ.	250.473,4	132.139,5	4.011,1	24.363,4	33.772,5	7.380,1	62.612,4	118.333,9	79.041,9	36.383,9	2.908,1
	Αύγ.	250.706,5	132.234,2	3.913,2	24.231,8	33.321,5	7.195,7	63.572,0	118.472,3	79.144,6	36.445,0	2.882,7

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια, οι τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε εταιρικά ομόλογα, τα τιτλοποιημένα δάνεια καθώς και τα τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα.
2 Περιλαμβάνει τους κλάδους της μεταποίησης (βιομηχανία, βιοτεχνία) και των μεταλλείων .

Πίνακας 13 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ κατοίκων της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος		Καταθέσεις από νοικοκυριά			Καταθέσεις από επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα		Συμφωνίες επαναγοράς (repos)
		Μίας ημέρας[1,2]	Ταμιευτηρίου[2]	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας[2]	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	
2004		0,91	0,90	2,29	0,55	2,17	1,98
2005		0,91	0,88	2,23	0,60	2,09	2,00
2006		1,02	0,98	2,86	0,79	2,81	2,67
2007		1,22	1,14	3,95	1,03	3,94	3,70
2008		1,25	1,17	4,87	1,09	4,48	3,93
2007	Ιαν.	1,16	1,10	3,50	0,91	3,49	3,32
	Φεβρ.	1,16	1,10	3,51	0,87	3,54	3,35
	Μάρτ.	1,18	1,11	3,64	0,99	3,73	3,53
	Απρ.	1,20	1,13	3,74	0,98	3,81	3,60
	Μάιος	1,20	1,13	3,74	1,05	3,81	3,63
	Ιούν.	1,24	1,15	3,95	1,05	4,01	3,80
	Ιούλ.	1,24	1,16	4,00	1,15	4,03	3,86
	Αύγ.	1,24	1,16	4,09	1,12	4,10	3,87
	Σεπτ.	1,25	1,17	4,24	1,08	4,20	3,93
	Οκτ.	1,25	1,17	4,26	1,01	4,04	3,88
	Νοέμ.	1,25	1,17	4,25	1,07	4,20	3,91
	Δεκ.	1,23	1,16	4,52	1,05	4,33	3,76
2008	Ιαν.	1,24	1,16	4,35	1,09	4,13	3,87
	Φεβρ.	1,25	1,16	4,30	1,12	4,19	3,88
	Μάρτ.	1,25	1,17	4,42	1,06	4,44	4,01
	Απρ.	1,25	1,17	4,68	1,06	4,41	3,98
	Μάιος	1,24	1,16	4,73	1,07	4,39	3,99
	Ιούν.	1,25	1,17	4,85	1,06	4,51	4,44
	Ιούλ.	1,26	1,17	5,09	1,15	4,59	4,20
	Αύγ.	1,26	1,18	4,99	1,13	4,69	4,22
	Σεπτ.	1,28	1,19	5,11	1,09	4,80	4,76
	Οκτ.	1,27	1,20	5,37	1,18	4,71	4,26
	Νοέμ.	1,27	1,19	5,22	1,05	4,51	3,08
	Δεκ.	1,24	1,16	5,36	0,96	4,36	2,52
2009	Ιαν.	1,15	1,05	4,89	0,92	3,53	1,65
	Φεβρ.	0,98	0,88	3,87	0,73	2,36	1,33
	Μάρτ.	0,79	0,74	3,25	0,58	2,03	1,11
	Απρ.	0,69	0,62	2,84	0,51	1,85	0,90
	Μάιος	0,58	0,50	2,58	0,48	1,67	0,97
	Ιούν.	0,53	0,45	2,55	0,44	1,45	0,60
	Ιούλ.	0,52	0,46	2,34	0,46	1,25	0,36
	Αύγ.	0,50	0,45	2,24	0,40	1,12	0,28

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων ταμιευτηρίου.
2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πίνακας 14 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 νοικοκυριά[1]					Δάνεια προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα[1]		
			Καταναλωτικά δάνεια		Στεγαστικά δάνεια			Κυμαινόμενο επιτόκιο ή σταθερό επιτόκιο έως ένα έτος	
		Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια[2,3]	Με κυμαινόμενο επιτόκιο ή σταθερό επιτόκιο έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου καταναλωτικών δανείων	Με κυμαινόμενο επιτόκιο ή σταθερό επιτόκιο έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια[3,4]	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ
2004		13,81	9,55	9,86	4,30	4,51	7,01	4,98	3,67
2005		13,36	8,47	9,06	4,06	4,15	6,90	5,08	3,62
2006		13,45	7,89	8,58	4,24	4,30	7,18	5,76	4,37
2007		14,09	7,70	8,47	4,57	4,46	7,54	6,57	5,32
2008		14,80	8,65	8,96	5,10	4,81	7,61	6,82	5,71
2007	Ιαν.	13,87	7,35	8,30	3,92	4,29	7,32	6,27	5,22
	Φεβρ.	13,86	7,53	8,40	3,80	4,24	7,34	6,36	5,01
	Μάρτ.	13,88	7,60	8,23	4,00	4,28	7,45	6,38	5,08
	Απρ.	13,97	7,72	8,36	4,45	4,37	7,50	6,45	5,12
	Μάιος	13,92	8,18	8,74	4,46	4,41	7,47	6,51	5,06
	Ιούν.	14,09	7,82	8,61	4,90	4,52	7,56	6,48	5,32
	Ιούλ.	14,12	8,00	8,70	5,01	4,53	7,56	6,44	5,12
	Αύγ.	14,15	8,38	8,78	5,00	4,58	7,74	6,76	5,48
	Σεπτ.	14,14	7,50	8,54	4,93	4,64	7,68	6,78	5,68
	Οκτ.	14,13	7,22	8,08	4,96	4,63	7,62	6,75	5,50
	Νοέμ.	14,50	7,54	8,47	4,68	4,53	7,65	6,81	5,50
	Δεκ.	14,47	7,61	8,37	4,76	4,45	7,56	6,83	5,79
2008	Ιαν.	14,48	8,09	8,49	4,61	4,39	7,50	6,66	5,48
	Φεβρ.	14,48	8,28	8,60	4,67	4,40	7,50	6,62	5,32
	Μάρτ.	14,46	8,57	8,59	4,77	4,47	7,55	6,65	5,68
	Απρ.	14,52	8,79	8,72	4,83	4,50	7,62	6,79	5,66
	Μάιος	14,48	8,73	8,88	4,94	4,57	7,62	6,83	5,64
	Ιούν.	14,49	8,41	8,78	5,05	4,68	7,59	6,91	5,82
	Ιούλ.	14,98	9,10	9,01	5,30	4,83	7,79	7,03	6,05
	Αύγ.	15,16	8,73	8,99	5,34	4,98	7,78	7,11	5,82
	Σεπτ.	15,15	8,77	9,08	5,45	5,03	7,94	7,24	6,04
	Οκτ.	15,28	8,64	9,38	5,92	5,35	7,81	7,40	6,31
	Νοέμ.	15,24	8,88	9,50	5,35	5,30	7,49	6,41	5,59
	Δεκ.	14,83	8,76	9,46	4,92	5,21	7,13	6,18	5,07
2009	Ιαν.	14,81	9,15	9,82	4,55	4,97	6,66	5,45	4,24
	Φεβρ.	14,72	8,84	9,81	4,16	4,65	6,63	4,99	4,12
	Μάρτ.	14,46	8,62	9,71	3,83	4,32	6,38	4,71	4,10
	Απρ.	14,44	9,17	9,72	3,64	4,11	6,11	4,36	3,79
	Μάιος	14,31	8,54	9,14	3,52	3,97	6,10	4,56	3,59
	Ιούν.	14,32	7,59	8,93	3,46	3,86	6,06	4,59	3,33
	Ιούλ.	14,44	8,36	9,09	3,27	3,68	5,87	4,33	3,44
	Αύγ.	14,33	8,54	8,99	3,27	3,72	5,83	4,41	3,22

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 προς επιχειρήσεις μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και των υπεραναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.

ISSN: 1108-2305