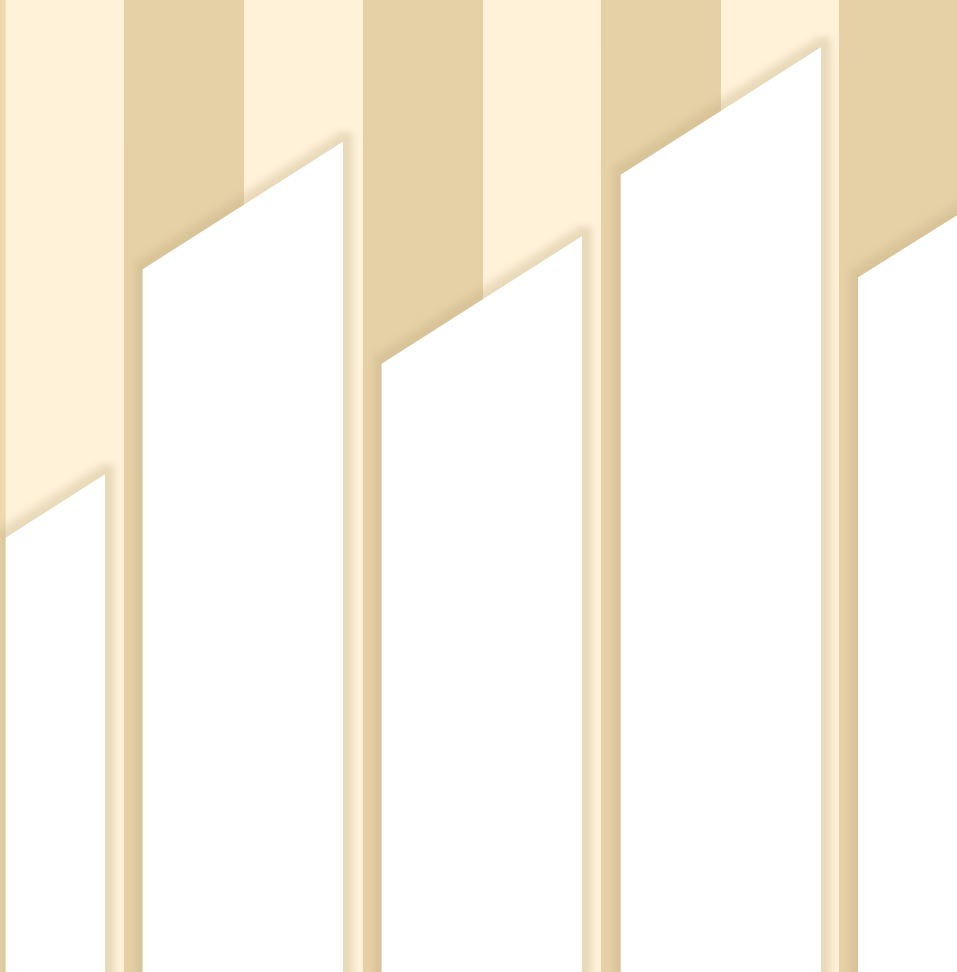




ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

2007 - 2008



ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2008

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



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΕΚΘΕΣΗ ΓΙΑ ΤΗ
ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ
ΠΟΛΙΤΙΚΗ

2007-2008

ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2008

Προς τη Βουλή των Ελλήνων και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται στη Βουλή και το Υπουργικό Συμβούλιο, σύμφωνα με όσα προβλέπει το Καταστατικό της Τράπεζας της Ελλάδος. Η Έκθεση συνοψίζεται στο πρώτο κεφάλαιο.

Στο δεύτερο κεφάλαιο εξετάζονται η ενιαία νομισματική πολιτική, το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και οι οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη ζώνη του ευρώ, καθώς και οι επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αναταραχής. Όσον αφορά την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα, η αύξηση της τιμής του πετρελαίου και η διεθνής χρηματοπιστωτική αναταραχή επηρεάζουν δυσμενώς τις προοπτικές για το 2008 και, σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβλέψεις (που περιβάλλονται από ιδιαίτερη αβεβαιότητα), ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ) θα επιβραδυνθεί εφέτος, θα υπερβεί όμως το 4%. Στη ζώνη του ευρώ, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε γύρω στο 2,6% το 2007, ενώ εφέτος προβλέπεται να υποχωρήσει, παραμένοντας όμως πλησίον του δυναμικού ρυθμού ανάπτυξης. Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, σε μέσα ετήσια επίπεδα, υπερέβη κατά τι το 2% το 2007, αλλά τους τελευταίους τρεις μήνες υπερέβη το 3%. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομώνων του Ευρωσυστήματος και τις πιο πρόσφατες ενδείξεις, το 2008 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός θα υπερβεί σημαντικά το 2%.

Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται η πορεία των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών και οι εξελίξεις στην αγορά κεφαλαίων στην Ελλάδα και αξιολογείται η σταθερότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Διαπιστώνεται ότι η επίδραση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής

αναταραχής στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα μέχρι σήμερα ήταν πολύ περιορισμένη. Η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών διατηρήθηκαν σε ικανοποιητικό επίπεδο το 2007, συμβάλλοντας στη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος. Επίσης, βελτίωση εμφάνισε η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών. Όμως, οι έντονες αναταράξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές διεθνώς, η ταχεία πιστωτική επέκταση και η διείσδυση των ελληνικών τραπεζών σε νέες αγορές καθιστούν επιβεβλημένες την αυστηρότερη εποπτεία των τραπεζών και την περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας του δανειακού τους χαρτοφυλακίου.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται οι οικονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα το 2007 και οι προοπτικές για το τρέχον έτος. Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει ελαφρά εφέτος, από 4% περίπου το 2007, ενώ θα συνεχιστούν η αύξηση της απασχόλησης και η μείωση της ανεργίας. Ο πληθωρισμός, ο οποίος έφθασε το 3,9% το Δεκέμβριο του 2007, αναμένεται να υποχωρήσει σταδιακά μετά τους αμέσως επόμενους μήνες και να διαμορφωθεί στο 3% το τελευταίο τρίμηνο του 2008, σε μέσα ετήσια επίπεδα όμως προβλέπεται ότι θα διαμορφωθεί εφέτος στο 3,4%, έναντι 3,0% το 2007. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε σε εξαιρετικά υψηλό επίπεδο το 2007 και ενδέχεται να διευρυνθεί περαιτέρω το 2008.

Το πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο της Έκθεσης αναφέρεται στις οικονομικές προοπτικές και τις προκλήσεις για την οικονομική πολιτική και τους κοινωνικούς εταίρους. Τα υψηλά επίπεδα του

ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, της ανεργίας και του δημόσιου χρέους, καθώς και η εμμονή του πληθωρισμού –για όγδοο κατά σειράν έτος από την υιοθέτηση του ευρώ– σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, αντικατοπτρίζουν τις μακροοικονομικές ανισορροπίες και τις διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας. Επισημαίνεται ότι το εξαιρετικά υψηλό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών πρέπει να βρεθεί στο επίκεντρο της προσοχής της οικονομικής πολιτικής, λόγω των σοβαρών επιπτώσεων που μπορεί να έχει στις αναπτυξιακές προοπτικές της οικονομίας.

Αθήνα, Φεβρουάριος 2008

Από τη σχετική ανάλυση προκύπτει το συμπέρασμα ότι η οικονομική πολιτική πρέπει να ενθαρρύνει την ιδιωτική αποταμίευση, ενώ παράλληλα πρέπει να συνεχιστεί η δημοσιονομική εξυγίανση, ώστε να αυξηθεί το επίπεδο της εθνικής αποταμίευσης. Για να διαφυλαχθούν η μακροοικονομική σταθερότητα και οι αναπτυξιακές προοπτικές της χώρας, απαιτούνται επίσης η συμβολή των κοινωνικών εταίρων για την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών και τη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας, καθώς και αποφασιστικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις σε ευρύ φάσμα τομέων της οικονομίας.

Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας
Διοικητής

Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής

Πρόεδρος

Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας

Μέλη

Παναγιώτης Α. Θωμόπουλος

Νικόλαος Δ. Παλαιοκρασσάς

Γεώργιος Δ. Δημόπουλος

Γεώργιος Ε. Οικονόμου

Ιωάννης Μ. Παπαδάκης

Περιεχόμενα

I. Σύνοψη	13
II. Η ενιαία νομισματική πολιτική, το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και οι νομισματικές και μακροοικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ	
1. Η ενιαία νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ	27
2. Το εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον της ζώνης του ευρώ	33
2.1 Γενική επισκόπηση	33
2.2 Εξελίξεις στις κυριότερες οικονομίες και οικονομικές περιοχές	38
2.3 Παγκόσμιο εμπόριο και διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων	41
3. Μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη ζώνη του ευρώ	44
3.1 Η εξέλιξη των τιμών	44
3.2 Οικονομική δραστηριότητα	45
3.3 Απασχόληση και ανεργία	47
3.4 Δημοσιονομικές εξελίξεις	48
3.5 Εξελίξεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ – Ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II	49
4. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ	51
4.1 Η εξέλιξη της ποσότητας χρήματος M3 και των παραγόντων που συμβάλλουν στη μεταβολή της	51
4.2 Επιτόκια της αγοράς χρήματος, τραπεζικά επιτόκια και αποδόσεις μακροπρόθεσμων τίτλων	55
4.3 Χρηματιστηριακές αγορές	59
5. Η διεθνής χρηματοπιστωτική αναταραχή και η ζώνη του ευρώ	60
5.1 Η αφετηρία της χρηματοπιστωτικής αναταραχής, οι γενικότερες συνέπειές της και η επίδρασή της στις αγορές κεφαλαίων της ζώνης του ευρώ	60
5.2 Η επίδραση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής στην αγορά χρήματος και η αντιμετώπισή της από το Ευρωσύστημα	65
5.3 Η επίδραση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής στα νομισματικά και τα πιστωτικά μεγέθη στη ζώνη του ευρώ	69
III. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις, αγορές κεφαλαίων και σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος στην Ελλάδα	
1. Εξελίξεις νομισματικών μεγεθών στην Ελλάδα	73
1.1 Νομισματικές εξελίξεις	73
1.2 Επιτόκια καταθέσεων	75
2. Η χρηματοδότηση της οικονομίας	78
2.1 Τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών	80
2.2 Επιτόκια τραπεζικών δανείων	85
3. Οι αγορές κεφαλαίων	92
3.1 Η αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	92
3.2 Χρηματιστηριακές εξελίξεις	97

4. Η σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος	103
4.1 Εισαγωγή	103
4.2 Τραπεζικοί κίνδυνοι	108
4.2.1 Πιστωτικός κίνδυνος	108
4.2.2 Κίνδυνοι αγοράς και ρευστότητας	111
4.3 Αποδοτικότητα και κεφαλαιακή επάρκεια	113
4.3.1 Αποδοτικότητα	113
4.3.2 Κεφαλαιακή επάρκεια	116
IV. Οι μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στην Ελλάδα	
1. Εξέλιξη και προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού το 2007	119
1.1 Σύνοψη εξελίξεων	119
1.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού το 2007	124
2. Προοπτικές του πληθωρισμού το 2008	130
3. Εξελίξεις της οικονομικής δραστηριότητας το 2007 και προοπτικές για το 2008	134
4. Απασχόληση και ανεργία	151
5. Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών: εξελίξεις και προοπτικές	156
5.1 Προσδιοριστικοί παράγοντες του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών	156
5.2 Σύνοψη εξελίξεων του 2007 και προοπτικές για το 2008	158
5.3 Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007	159
5.3.1 Εμπορικό ισοζύγιο	159
5.3.2 Ισοζύγιο υπηρεσιών	161
5.3.3 Ισοζύγιο εισοδημάτων	163
5.3.4 Ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων	163
5.4 Το ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007	163
5.5 Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007	165
6. Δημοσιονομικές εξελίξεις	166
6.1 Τα δημοσιονομικά μεγέθη σε εθνολογιστική βάση	166
6.2 Οι δημοσιονομικές εξελίξεις του ενδεκαμήνου Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 με βάση τα δημοσιονομικά στοιχεία	166
6.3 Οι δημοσιονομικές εξελίξεις του 2007 σύμφωνα με στοιχεία σε ταμειακή βάση	171
6.4 Ο Προϋπολογισμός του 2008	172
V. Οικονομικές προοπτικές και προκλήσεις για την οικονομική πολιτική και τους κοινωνικούς εταίρους	175
1. Οικονομικές προοπτικές	175
2. Προκλήσεις και κατευθύνσεις της οικονομικής πολιτικής	178
Μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος	187
Γλωσσάριο	189
Στατιστικό παράρτημα	193

Διαγράμματα

II.1	Επιτόκια της ΕΚΤ και επιτόκιο της αγοράς χρήματος διάρκειας μίας ημέρας (ΕΟΝΙΑ)	28	III.1	Εξέλιξη των καταθέσεων, των συμφωνιών επαναγοράς και των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων στην Ελλάδα	75
II.2	Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών	37	III.2	Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ	77
II.3	Κυκλικά διορθωμένο δημοσιονομικό αποτέλεσμα	38	III.3	Συνολική χρηματοδότηση της οικονομίας από τα ΝΧΙ στην Ελλάδα και συμβολή των επιμέρους τομέων	78
II.4	Ζώνη του ευρώ: πραγματικό ΑΕΠ και ΕνΔΤΚ	45	III.4	Ομολογιακά δάνεια επιχειρήσεων στα χαρτοφυλάκια των ΝΧΙ στην Ελλάδα	81
II.5	Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και του γιεν Ιαπωνίας	50	III.5	Τραπεζικά δάνεια προς τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ	85
II.6	Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι της λίρας Αγγλίας και του φράγκου Ελβετίας	51	III.6	Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα	88
II.7	Ποσότητα χρήματος Μ3 και δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ	52	III.7	Διαφορές επιτοκίων νέων τραπεζικών δανείων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	89
II.8	Επιτόκια διατραπεζικής αγοράς στη ζώνη του ευρώ	56	III.8	Διαφορά μέσου επιτοκίου μεταξύ νέων δανείων και νέων καταθέσεων στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ	91
II.9	Αποδόσεις 10ετών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ (Ιανουάριος 1999 – Ιανουάριος 2008)	58	III.9	Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου	93
II.10	Δείκτες χρηματιστηριακών αγορών (Ιανουάριος 1999 – Ιανουάριος 2008)	60	III.10	Διαχρονική μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου	94
II.11	Αποδόσεις 10ετών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ (Ιανουάριος 2007 – Ιανουάριος 2008)	62	III.11	Μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ	95
II.12	Δείκτες χρηματιστηριακών αγορών (Ιανουάριος 1999 – Ιανουάριος 2008)	63	III.12	Γενικός Δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) και αξία συναλλαγών	97
II.13	Χρηματιστηριακός δείκτης Dow Jones Euro Stoxx: γενικός και τραπεζών	64	III.13	Μεταβολές επιλεγμένων δεικτών τιμών μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) και τη ζώνη του ευρώ	99
II.14	Διαφορά μεταξύ EURIBOR και EUREPO τριών μηνών	66	III.14	Η εξέλιξη των τιμών των μετοχών κατά τη διάρκεια των περιόδων αναταραχής στις χρηματιστηριακές αγορές	99
II.15	Επιτόκια διατραπεζικής αγοράς στη ζώνη του ευρώ	67			
II.16	Παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα στα πιστωτικά ιδρύματα μέσω τακτικών και έκτακτων πράξεων ανοικτής αγοράς	68			

III.15	Συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των τιμών μετοχών του ΧΑ και των τιμών των μετοχών των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών	100	IV.7	Συμβολή της μεταβολής των τιμών των καυσίμων στον πληθωρισμό	125
III.16	Μεταβλητότητα Γενικού Δείκτη τιμών μετοχών ΧΑ (ΓΔΧΑ) και δείκτη Dow Jones Euro Stoxx	100	IV.8	Δείκτης τιμών εισαγωγών στη βιομηχανία και αντίστροφο συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος	126
III.17	Εξέλιξη του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων, κατά κατηγορία δανείων των ελληνικών εμπορικών τραπεζών	109	IV.9	Αναθεωρημένος δείκτης ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος	127
III.18	Κάλυψη καθυστερήσεων από προβλέψεις και λόγος καθαρών καθυστερήσεων προς εποπτικά ίδια κεφάλαια	109	IV.10	A. Το παραγωγικό κενό της ελληνικής οικονομίας B. Το παραγωγικό κενό της ελληνικής οικονομίας: μεταβολές	129
III.19	Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ROE) μετά από φόρους, ενεργητικό των ελληνικών εμπορικών τραπεζών και των ομίλων τους	115	IV.11	Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία (μεταποίηση)	130
III.20	Ανάλυση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων σε ατομική βάση και εξέλιξη κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών εμπορικών τραπεζών	116	IV.12	Πληθωριστικές προσδοκίες καταναλωτών και επιχειρήσεων	131
IV.1	Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδος, ζώνης ευρώ και Ευρωπαϊκής Ένωσης	120	IV.13	Δείκτες οικονομικής δραστηριότητας A. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος B. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος και ο δείκτης οικονομικού κλίματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την Ελλάδα	135
IV.2	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	120	IV.14	Καταναλωτική ζήτηση A. Όγκος λιανικού εμπορίου και επιχειρηματικές προσδοκίες B. Νέες κυκλοφορίες ΙΧ. αυτοκινήτων	137
IV.3	Δείκτης τιμών καταναλωτή και πυρήνας πληθωρισμού στην Ελλάδα	121	IV.15	Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών με βάση τις άδειες	142
IV.4	Πυρήνας πληθωρισμού, τιμές οπωροκηπευτικών και καυσίμων	122	IV.16	Βιομηχανική παραγωγή	144
IV.5	Διαφορές ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	122	IV.17	Παραγωγή και επιχειρηματικές προσδοκίες στη μεταποίηση A. Δείκτες B. Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους	145
IV.6	Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ	125	IV.18	Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για τη Μεταποίηση	146
			IV.19	Απασχόληση	152

IV.20 Ποσοστό συνολικής ανεργίας	154	III.6 Περιθώριο επιτοκίου (spread) στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ	91
IV.21 Προσδοκίες των επιχειρήσεων για την απασχόληση	155	III.7 Εκδόσεις τίτλων Ελληνικού Δημοσίου	96
IV.22 Εμπορικό ισοζύγιο και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	156	III.8 Αντληθέντα κεφάλαια μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών	96
IV.23 Εξέλιξη δεικτών ναύλων πλοίων ξηρού φορτίου (BDI) και πετρελαιοφόρων (BDTI)	162	III.9 Εγκρίσεις πιστωτικών καρτών και καταναλωτικών δανείων χωρίς εγγύηση ως ποσοστά % του συνόλου των αιτήσεων	110
Πίνακες		III.10 Κατανομή των ελληνικών εμπορικών τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ σύμφωνα με την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE)	116
II.1 Προσαρμογές βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ	28	IV.1 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: Ελλάδα και ΕΕ	123
II.2 ΑΕΠ σε σταθερές τιμές: τελευταίες διαθέσιμες εκτιμήσεις και προβλέψεις ΔΝΤ, Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ΟΟΣΑ, Consensus Economics και εμπειρογνομώνων του Ευρωσυστήματος	34	IV.2 Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	124
II.3 Κύριες συνιστώσες της ποσότητας χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ	53	IV.3 Αποδοχές, παραγωγικότητα και κόστος εργασίας	127
II.4 Κύριοι παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή της ποσότητας χρήματος M3	54	IV.4 Μέσες αποδοχές και κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας: Ελλάδα και ζώνη του ευρώ	128
II.5 Επιτόκια νέων δανείων των NXI	57	IV.5 Ζήτηση και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν	136
III.1 Ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	74	IV.6 Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης	138
III.2A Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα	76	IV.7 Δείκτης κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο – τρέχουσες τιμές	138
III.2B Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από νοικοκυριά στις χώρες της ζώνης του ευρώ	76	IV.8 Δείκτης τιμών κατοικιών	140
III.3 Χρηματοδότηση της οικονομίας από τα NXI στην Ελλάδα	79	IV.9 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης	141
III.4 Τραπεζικά δάνεια προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά στην Ελλάδα	82	IV.10 Αριθμός απασχολούμενων, μέσες εβδομαδιαίες ώρες εργασίας και ποσοστό απασχολούμενων με λιγότερες από 30 ώρες εργασίας την εβδομάδα, 2006 και 2007	153
III.5A Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα	86	IV.11 Προσδοκίες των επιχειρήσεων για την απασχόληση	155
III.5B Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ	87	IV.12 Ελλάδα: αναθεωρημένοι δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)	157

IV.13	Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά κατηγορία προϊόντων (εκτός καυσίμων και πλοίων)	160	III.1	Οι εποπτικές αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος στο νέο χρηματοοικονομικό περιβάλλον	103
IV.14	Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά γεωγραφική περιοχή	161	IV.1	Η αναθεώρηση των στοιχείων των εθνικών λογαριασμών: κύρια χαρακτηριστικά – αποτελέσματα – συγκρίσεις	147
IV.15	Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού	167		Πίνακας Α: Άκαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές για τα έτη 2000 και 2005: υπολογισμοί πριν από την αναθεώρηση και μετά την αναθεώρηση	148
IV.16	Καθαρές δανειακές ανάγκες κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση	171		Πίνακας Β: Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν ετών 2000 και 2006: πριν από την αναθεώρηση και μετά την αναθεώρηση	149
Πλαίσια				Πίνακας Γ: Πληθυσμός, εργατικό δυναμικό, απασχόληση και ανεργία για τα έτη 2000 και 2006: πριν από την αναθεώρηση και μετά την αναθεώρηση	150
II.1	Η ένταξη της Κύπρου και της Μάλτας στη ζώνη του ευρώ	32			
II.2	Πρόσφατες εξελίξεις στις διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων του αγροτικού τομέα και των τροφίμων	42			
	Διάγραμμα: Εξέλιξη τιμών βασικών εμπορευμάτων	43			

I. Σύνοψη

Η νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ εξακολούθησε να καθίσταται λιγότερο διευκολυντική το πρώτο εξάμηνο του 2007, καθώς το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προχώρησε σε δύο ακόμη αυξήσεις των βασικών επιτοκίων,¹ κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας κάθε φορά. Είχαν προηγηθεί 6 αυξήσεις, κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα συνολικά, μεταξύ Δεκεμβρίου του 2005 και Δεκεμβρίου του 2006. Μετά τον Ιούνιο του 2007 τα επιτόκια δεν μεταβλήθηκαν και έτσι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης παραμένει στο 4%.

Η αναταραχή που ξεκίνησε από την αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ άρχισε να επηρεάζει την αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ (όπως και σε άλλες οικονομικές περιοχές) το πρώτο δεκαήμερο του Αυγούστου, με αποτέλεσμα να σημειωθεί έλλειψη ρευστότητας και να ασκηθούν ανοδικές πιέσεις στα διατραπεζικά επιτόκια. Προκειμένου να αντιμετωπίσει τις εντάσεις από τις εξελίξεις αυτές και να εξομαλύνει τις συνθήκες στη διατραπεζική αγορά, το Ευρωσύστημα διαφοροποίησε και διέυρυνε τις μεθόδους παροχής ρευστότητας προς τα πιστωτικά ιδρύματα, επιτυγχάνοντας έτσι να περιορίσει τις διακυμάνσεις των πολύ βραχυπρόθεσμων επιτοκίων γύρω από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης. Ωστόσο τα επιτόκια της αγοράς χρήματος στις σχετικά μεγαλύτερες διάρκειες παρέμειναν σε πολύ υψηλά επίπεδα μέχρι το τέλος του έτους.

Στην τελευταία του συνεδρίαση στις 7 Φεβρουαρίου 2008, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι τα θεμελιώδη δεδομένα της

¹ Οι σχετικές αποφάσεις λήφθηκαν στις 8 Μαρτίου και στις 6 Ιουνίου 2007 αντίστοιχα.

οικονομίας της ζώνης του ευρώ είναι υγιή, αλλά οι προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας είναι δυνατόν να επηρεαστούν δυσμενώς, καθώς ο αντίκτυπος της διαδικασίας επανεκτίμησης των επενδυτικών κινδύνων, η οποία βρίσκεται σε εξέλιξη, περιβάλλεται από ασυνήθιστα μεγάλη αβεβαιότητα, ενώ οι επιπτώσεις στις συνθήκες χρηματοδότησης και στο οικονομικό κλίμα από τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές ενδέχεται να είναι μεγαλύτερες από ό,τι αναμένεται. Για το λόγο αυτό, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ συνεχίζει να παρακολουθεί με μεγάλη προσοχή όλες τις εξελίξεις.

Σε κάθε περίπτωση, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ παραμένει δεσμευμένο να αποτρέψει δευτερογενείς επιδράσεις στις τιμές καταναλωτή από την άνοδο των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων, καθώς και την πραγματοποίηση των άλλων κινδύνων ανόδου του πληθωρισμού. Γενικότερα, οι κίνδυνοι αυτοί συνδέονται με το ενδεχόμενο οι αυξήσεις των μισθών και των περιθωρίων κέρδους να είναι μεγαλύτερες από ό,τι αναμένεται, εξαιτίας της σημαντικής ανόδου της απασχόλησης και του βαθμού χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού στη ζώνη του ευρώ. Επίσης, δεν μπορεί να αποκλειστεί ότι θα συνεχιστεί η πρόσφατη έντονα ανοδική πορεία των τιμών του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων διεθνώς ή ότι θα σημειωθούν περαιτέρω αυξήσεις των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των έμμεσων φόρων.

Ύψιστη προτεραιότητα για το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει η σταθεροποίηση των μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών, η οποία αποτελεί προϋπόθεση προκειμένου η νομισματική πολιτική να συμβάλλει σε μονιμότερη βάση στην

ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης και τη δημιουργία θέσεων εργασίας στη ζώνη του ευρώ. Η σταθεροποίηση αυτή των πληθωριστικών προσδοκιών (σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών) έχει ιδιαίτερη σημασία σε περιόδους, όπως η παρούσα, οι οποίες χαρακτηρίζονται από υψηλή μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές και αύξηση της αβεβαιότητας.

Η χρηματοπιστωτική αναταραχή ανέκοψε την έντονα ανοδική πορεία που ακολουθούσαν από το Μάρτιο του 2007 οι τιμές των μετοχών και οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών τίτλων στη ζώνη του ευρώ, αν και αυτές αυξήθηκαν συνολικά το 2007. Τα επιτόκια των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (ΝΧΙ) αυξήθηκαν (πλην εξαιρέσεων) σταδιακά στη διάρκεια του έτους, χωρίς όμως τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια τραπεζικών δανείων και καταθέσεων γενικά να ακολουθήσουν πλήρως την αύξηση των επιτοκίων στις μεγαλύτερες διάρκειες στην αγορά χρήματος (η οποία συνδεόταν με τη χρηματοπιστωτική αναταραχή) και χωρίς τα μακροπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια να παρουσιάσουν μειώσεις όπως οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων παραπλήσιας διάρκειας την περίοδο από τον Ιούλιο του 2007. Πάντως, η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα επιταχύνθηκε (Δεκέμβριος 2006: 11,6%, Δεκέμβριος 2007: 12,7%) λόγω της εξέλιξης των δανείων προς τις επιχειρήσεις, ενώ αντίθετα ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά σταδιακά επιβραδύνθηκε.

Στην Ελλάδα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του νομισματικού μεγέθους $M3$,² το οποίο αποτελεί την ελληνική συμβολή στο αντίστοιχο μέγε-

² Χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία.

θος της ζώνης του ευρώ, επιταχύνθηκε περαιτέρω το 2007 (δ' τρίμηνο 2007: 14,7%, δ' τρίμηνο 2006: 10,6%). Η άνοδος των επιτοκίων στην αγορά χρήματος (η οποία συνδέεται με την αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ το πρώτο εξάμηνο του 2007, αλλά και με την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές το δεύτερο εξάμηνο του έτους) επηρέασε αυξητικά τα τραπεζικά επιτόκια. Η σημαντική αύξηση που παρατηρήθηκε στο επιτόκιο ορισμένων κατηγοριών καταθέσεων, σε συνδυασμό με το μεγαλύτερο βαθμό ρευστότητας και ασφάλειας που αυτές προσφέρουν, συνέβαλε στη μετατόπιση κεφαλαίων από τοποθετήσεις εκτός του Μ3 (κυρίως μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύουν σε μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων – "funds of funds" – και μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων) προς τοποθετήσεις που περιλαμβάνονται στο Μ3 (κυρίως σε καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο έτη και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων).

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα εγχώρια ΝΧΙ,³ αφού επιβραδύνθηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2006 και τους πρώτους μήνες του 2007, σταθεροποιήθηκε στη συνέχεια σε σχετικά υψηλό επίπεδο (δ' τρίμηνο 2007: 13,1%, δ' τρίμηνο 2006: 15,3%). Η διατήρηση υψηλού ρυθμού αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας αντανάκλα τη συμβολή της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα (των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών), η οποία μάλιστα από το δεύτερο τρίμηνο του έτους διευρύνθηκε, καθώς επιταχύνθηκε ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα διαμορφώθηκε στο 21,2% το δ' τρίμηνο του 2007 (δ' τρίμηνο 2006: 21,3%). Συνεπώς, δεν προκύπτουν μέχρι στιγμής ενδείξεις ότι οι εντάσεις στις διεθνείς χρηματοπιστω-

τικές αγορές που εμφανίστηκαν το τρίτο τρίμηνο του 2007 έχουν επηρεάσει την προσφορά τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα. Η χρηματοδότηση της γενικής κυβέρνησης, αν και παρουσίασε διακυμάνσεις το 2007, εμφάνισε αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής καθ' όλη τη διάρκεια του έτους (δ' τρίμηνο 2007: -16,1%, δ' τρίμηνο 2006: -1,8%), συμβάλλοντας στην επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας τους πρώτους μήνες του 2007. Οι αρνητικοί ρυθμοί μεταβολής της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης αντανάκλα την σημαντική μείωση των τοποθετήσεων των ΝΧΙ σε τίτλους του Δημοσίου.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από τα εγχώρια ΝΧΙ εμφάνισε αξιόλογη επιτάχυνση (δ' τρίμηνο 2007: 19,3%, δ' τρίμηνο 2006: 16,8%). Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα τις αυξημένες ανάγκες χρηματοδότησης των επιχειρήσεων τόσο για κεφάλαιο κίνησης όσο και για την υλοποίηση επενδυτικών προγραμμάτων. Περίπου το 1/4 του συνόλου της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις το 2007 είχε τη μορφή ομολογιακών δανείων (που σχεδόν στο σύνολό τους διακρατούνται από τις τράπεζες), καθώς αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης προσφέρει φορολογικά πλεονεκτήματα. Στην επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των δανείων των ΝΧΙ προς τις επιχειρήσεις συνέβαλαν κυρίως οι "λοιποί" κλάδοι (στους οποίους μεταξύ άλλων ανήκουν οι κατασκευές καθώς και οι επικοινωνίες και μεταφορές πλην της ναυτιλίας), το εμπόριο και, σε μικρότερο βαθμό, η ναυτιλία και ο τουρισμός.

³ Περιλαμβάνονται τα δάνεια που έχουν χορηγήσει οι τράπεζες (συμπεριλαμβανομένων των τιτλοποιημένων δανείων καθώς και των ποσών που έχουν διαγραφεί κατά την περίοδο αναφοράς, βλ. Κεφάλαιο III), καθώς και τα χρεόγραφα του Δημοσίου και τα ομόλογα επιχειρήσεων που διακρατούν στα χαρτοφυλάκιά τους τα ΝΧΙ.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης των νοικοκυριών από τα ΝΧΙ, παρότι επιβραδύνθηκε σημαντικά κατά τη διάρκεια του 2007 συνεχίζοντας την πτωτική του τάση, εξακολούθησε να βρίσκεται σε υψηλό επίπεδο (δ' τρίμηνο 2007: 23,2%, δ' τρίμηνο 2006: 26,7%). Η εξέλιξη αυτή αντανακλά κυρίως την υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των στεγαστικών δανείων (δ' τρίμηνο 2007: 22,8%, δ' τρίμηνο 2006: 28,0%). Ωστόσο, μικρή επιβράδυνση παρατηρήθηκε και στο ρυθμό αύξησης των καταναλωτικών δανείων το 2007 (δ' τρίμηνο 2007: 22,6%, δ' τρίμηνο 2006: 23,7%). Στις εξελίξεις αυτές συνέβαλαν τόσο η επιβράδυνση της αύξησης των επενδυτικών και καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών το 2007 όσο και η άνοδος των τραπεζικών επιτοκίων από τα ιστορικά χαμηλά επίπεδά τους. Παράλληλα όμως, συνέβαλε και η σταδιακή ωρίμανση της αγοράς πιστώσεων προς τα νοικοκυριά, καθώς η δανειακή επιβάρυνσή τους ανήλθε σε 40,9% του ΑΕΠ το Δεκέμβριο του 2007 και η διαφορά της από το αντίστοιχο μέγεθος της ζώνης του ευρώ περιορίστηκε σε 13,4 εκατοστιαίες μονάδες, έναντι 16,5 εκατοστιαίων μονάδων στο τέλος του 2006. Αν μάλιστα συμπεριληφθούν τα ποσά των δανείων που έχουν τιτλοποιηθεί, η δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών ανέρχεται σε 45,3% του ΑΕΠ το Δεκέμβριο του 2007.

Η περαιτέρω αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ (κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007) αλλά και η άνοδος των επιτοκίων της αγοράς χρήματος (εξαιτίας και της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές το δεύτερο εξάμηνο) επηρέασαν αυξητικά τα επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα. Η μεγαλύτερη αύξηση παρατηρήθηκε στο επιτόκιο των καταθέσεων προθεσμίας (οι οποίες αποτελούν πλέον την σπουδαιότερη κατηγορία καταθέσεων των νοικοκυριών): η αύξηση αυτή υπερέβη την αύξηση όχι μόνο των

βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, αλλά και των επιτοκίων των επιμέρους κατηγοριών δανείων. Αντίθετα, πολύ μικρότερη ήταν η αύξηση του επιτοκίου των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας. Επειδή τα επιτόκια καταθέσεων στη ζώνη του ευρώ (τα οποία γενικώς ήταν σε χαμηλότερο επίπεδο) αυξήθηκαν περισσότερο από τα αντίστοιχα ελληνικά, περιορίστηκε η μεταξύ τους διαφορά στις κυριότερες κατηγορίες καταθέσεων. Ωστόσο, τα ελληνικά επιτόκια παρέμειναν το Νοέμβριο του 2007 υψηλότερα (κατά 17 μονάδες βάσης) στις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος και (κατά 7 μονάδες βάσης) στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας από ό,τι τα αντίστοιχα στη ζώνη του ευρώ.

Τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα αυξήθηκαν περαιτέρω το 2007 στις περισσότερες κατηγορίες δανείων, ακολουθώντας την πορεία των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ και των επιτοκίων της αγοράς χρήματος. Η αύξηση όμως των ελληνικών επιτοκίων στα δάνεια ήταν γενικά μικρότερη από ό,τι των αντίστοιχων στη ζώνη του ευρώ, με αποτέλεσμα να συνεχιστεί η σύγκλισή τους προς αυτά. Στην εν λόγω εξέλιξη συνέβαλε ο εντεινόμενος ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών στην Ελλάδα (ιδίως στον τομέα των στεγαστικών δανείων). Συνέβαλε επίσης το γεγονός ότι τα εγχώρια ΝΧΙ προσφεύγουν στη διατραπεζική αγορά (τα επιτόκια της οποίας αυξήθηκαν σημαντικά εξαιτίας της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές) σε μικρότερο βαθμό από ό,τι τα ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ. Στα στεγαστικά δάνεια οι τάσεις δεν ήταν ομοιόμορφες και το μέσο επιτόκιο αυξήθηκε οριακά το 2007 (αλλά το επιτόκιο στη σημαντικότερη κατηγορία στεγαστικών δανείων, αυτών με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του ενός και έως πέντε έτη, μειώθηκε). Το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 τα επιτόκια στις δύο σπουδαιότερες κατηγορίες στεγαστικών δανείων στην Ελλάδα παρέ-

μειναν χαμηλότερα από τα αντίστοιχα στη ζώνη του ευρώ (κατά 68 μονάδες βάσης στα δάνεια με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του ενός και έως πέντε έτη και κατά 60 μονάδες βάσης στα δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο ή επιτόκιο σταθερό έως ένα έτος), ενώ μειώθηκε η θετική διαφορά μεταξύ των επιτοκίων στην Ελλάδα και των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ στα επιχειρηματικά δάνεια και στις περισσότερες κατηγορίες καταναλωτικών δανείων. Ωστόσο, μεγάλη παραμένει η διαφορά στην κατηγορία των καταναλωτικών δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια, η οποία διευρύνθηκε περαιτέρω το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 (σε 399 μονάδες βάσης). Στην κατηγορία αυτή έχουν μεγάλη συμμετοχή τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών, τα οποία εμφανίζουν υψηλό επιτόκιο, κυρίως λόγω του μεγάλου διαχειριστικού κόστους και του υψηλού πιστωτικού τους κινδύνου.

Το περιθώριο επιτοκίου, δηλ. η διαφορά μεταξύ του μέσου σταθμικού επιτοκίου των νέων τραπεζικών δανείων και του αντίστοιχου των νέων καταθέσεων, μειώθηκε το 2007 περαιτέρω στην Ελλάδα (κατά 39 μονάδες βάσης) και διαμορφώθηκε σε 4,17% το Νοέμβριο και 4,06% το Δεκέμβριο. Ωστόσο παραμένει σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (Νοέμβριος 2007: 3,04%), αν και τα τελευταία χρόνια έχει σημειωθεί σημαντική σύγκλιση (διαφορά περιθωρίων επιτοκίου: Νοέμβριος 2007: 1,13%, Δεκέμβριος 2006: 1,56%, Δεκέμβριος 2003: 2,01%). Οι λόγοι για τους οποίους το περιθώριο επιτοκίου είναι υψηλότερο στην Ελλάδα αφορούν εγγενή χαρακτηριστικά του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, όπως είναι π.χ. το υψηλότερο λειτουργικό κόστος των ελληνικών τραπεζών, ο σχετικά μεγάλος αριθμός μικρών καταθετών και δανειοληπτών (στοιχείο που συμβάλλει στο υψηλό λειτουργικό κόστος), το υψηλότερο κόστος δανεισμού των ελληνικών

τραπεζών στη διατραπεζική αγορά, το μεγαλύτερο σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ ποσοστό των καθυστερήσεων επί του συνόλου των δανείων (και επομένως το αντίστοιχα υψηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου που ενσωματώνεται στα συναφή επιτόκια), το μεγαλύτερο χρονικό διάστημα που απαιτείται στην Ελλάδα για την εκποίηση των ασφαλειών, καθώς και οι διαφορές ως προς τις ακολουθούμενες εθνικές πρακτικές, τη νομοθεσία, το θεσμικό πλαίσιο και τη γλώσσα, που προσδίδουν στις ελληνικές τράπεζες ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, ιδίως στον τομέα της λιανικής πώλησης. Στη διαμόρφωση υψηλότερου περιθωρίου στην Ελλάδα συμβάλλει και η διαφορετική σύνθεση των καταθέσεων και, ακόμη περισσότερο, των δανείων. Αν η σύνθεση των δανείων και των καταθέσεων ήταν ίδια με εκείνη της ζώνης του ευρώ, το περιθώριο του επιτοκίου στην Ελλάδα θα περιοριζόταν το Νοέμβριο σε 3,48% (δηλ. θα ήταν μικρότερο κατά 69 μονάδες βάσης) και η διαφορά του από εκείνο στη ζώνη του ευρώ θα μειωνόταν στις 44 μονάδες βάσης (δηλαδή κατά τα 3/5). Πάντως, το περιθώριο επιτοκίου στην Ελλάδα μεταξύ του Δεκεμβρίου του 1998 και του Δεκεμβρίου του 2007 μειώθηκε συνολικά κατά 403 μονάδες βάσης. Στη μείωση αυτή συνέβαλε και η αύξηση της παραγωγικότητας των ελληνικών τραπεζών, σε συνδυασμό με τον ανταγωνισμό μεταξύ τους, ο οποίος εντάθηκε τα τελευταία έτη, καθώς το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ενσωματώνεται σταδιακά στο ευρύτερο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ.

Οι αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) εξελίχθηκαν περίπου όπως εκείνες των αντίστοιχων τίτλων στη ζώνη του ευρώ. Συγκεκριμένα, παρουσίασαν έντονη άνοδο από τον Ιανουάριο μέχρι τις αρχές Ιουλίου του 2007, οπότε και διαμορφώθηκαν στα υψηλότερα επίπεδα

των τελευταίων ετών, ενώ στη συνέχεια και έως το τέλος του έτους μειώθηκαν, αλλά λιγότερο έντονα, με αποτέλεσμα να διαμορφωθούν στο τέλος Δεκεμβρίου του 2007 σε επίπεδο αισθητά υψηλότερο από ό,τι στο τέλος του 2006. Στις εξελίξεις αυτές συνέβαλαν αρχικά οι αισιόδοξες εκτιμήσεις για την πορεία της οικονομίας στη ζώνη του ευρώ, ενώ ακολούθως η κρίση στην αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας των ΗΠΑ αύξησε την αβεβαιότητα και τις εκτιμήσεις για τον κίνδυνο στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων διεθνώς, στρέφοντας το ενδιαφέρον των επενδυτών σε πιο ασφαλείς τοποθετήσεις, όπως τα κρατικά ομόλογα. Οι συναλλαγές στη δευτερογενή αγορά τίτλων παρουσίασαν κάμψη, ιδίως κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους λόγω της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η δραστηριότητα στην πρωτογενή αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου χαρακτηρίστηκε από αυξημένη άντληση κεφαλαίων, άνοδο των επιτοκίων και μετατόπιση των εκδόσεων από τίτλους πενταετούς διάρκειας και κάτω προς τίτλους δεκαετούς διάρκειας και άνω.

Οι επιδόσεις της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς το 2007 παρέμειναν θετικές, παρά την κατά καιρούς έντονη κάμψη των τιμών των μετοχών στη διάρκεια του έτους, η οποία όμως παρατηρήθηκε και στις χρηματιστηριακές αγορές διεθνώς, λόγω της αναταραχής που προαναφέρθηκε. Ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ) αυξήθηκε κατά 18% και η αξία των συναλλαγών κατά 40%, ενώ τα αντληθέντα κεφάλαια, κυρίως από εταιρίες του τραπεζικού κλάδου, σχεδόν τριπλασιάστηκαν. Στις εξελίξεις αυτές συνέβαλαν η αυξημένη κερδοφορία των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ, οι θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, οι επιχειρηματικές πρωτοβουλίες σε διάφορους κλάδους, η επιτυ-

χημένη διείσδυση ελληνικών επιχειρήσεων σε αγορές του εξωτερικού καθώς και οι προσδοκώμενες διαρθρωτικές αλλαγές σε εταιρίες στις οποίες συμμετέχει το Δημόσιο. Θετική επίσης επίδραση είχε και το γεγονός ότι οι ελληνικές εταιρίες και κυρίως οι τράπεζες είχαν περιορισμένη έκθεση σε σύνθετα επενδυτικά προϊόντα που σχετίζονται με τα προαναφερθέντα στεγαστικά δάνεια της αμερικανικής αγοράς.

Το ελληνικό πιστωτικό σύστημα συνεχίζει να εμφανίζει υψηλό βαθμό σταθερότητας. Από τη σχετική ανάλυση (στο Κεφάλαιο III.4) προκύπτει ότι η επίδραση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αναταραχής στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήταν μέχρι σήμερα πολύ περιορισμένη και κυρίως έμμεση.

Η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή επάρκεια διατηρήθηκαν σε ικανοποιητικό επίπεδο το 2007, συμβάλλοντας στη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος. Όσον αφορά τους τραπεζικούς κινδύνους, βελτίωση εμφάνισε η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών, καθώς μειώθηκε ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων (στο 5,1% το Σεπτέμβριο του 2007, από 5,4% το Δεκέμβριο του 2006), αν και μειώθηκε το ποσοστό κάλυψης των καθυστερήσεων με προβλέψεις (στο 57,2% το Σεπτέμβριο του 2007, από 61,8% το Δεκέμβριο του 2006). Οι δείκτες αυτοί παραμένουν σε δυσμενέστερο επίπεδο σε σύγκριση με το μέσο όρο των τραπεζών της ΕΕ. Γι' αυτό είναι επιβεβλημένη η περαιτέρω μείωση του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων, σύμφωνα και με τους στόχους που έχει θέσει η Τράπεζα της Ελλάδος. Εξάλλου, σε ικανοποιητικό επίπεδο διατηρήθηκαν το 2007 οι κίνδυνοι αγοράς και ρευστότητας, αν και ο τελευταίος σημείωσε μικρή αύξηση. Επίσης, σε ικανοποιητικό επίπεδο διατηρήθηκε η αποδο-

τικότητα των ελληνικών τραπεζών και των ομίλων τους την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007, αντανακλώντας και τη συμβολή των δραστηριοτήτων τους στο εξωτερικό. Τέλος, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών, ο οποίος είχε υποχωρήσει κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007, βελτιώθηκε το τρίτο τρίμηνο (ύστερα και από την ολοκλήρωση των διαδικασιών αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου ορισμένων τραπεζών που κατέχουν σημαντικό μερίδιο αγοράς) και παραμένει σε επίπεδο σημαντικά υψηλότερο του ελάχιστου αποδεκτού ορίου.

Οι έντονες αναταράξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές διεθνώς, η ταχεία πιστωτική επέκταση και η διείσδυση των ελληνικών τραπεζών σε νέες αγορές επιβεβαιώνουν την ανάγκη διαρκούς προσαρμογής των μηχανισμών μέτρησης και διαχείρισης κινδύνων, ιδίως του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου ρευστότητας. Στην κατεύθυνση αυτή, η Τράπεζα της Ελλάδος συνεχίζει να λαμβάνει κατάλληλα μέτρα πολιτικής, ενώ έχει ζητήσει από τις τράπεζες να βελτιώσουν περαιτέρω την ποιότητα του δανειακού τους χαρτοφυλακίου και συνιστά στα νοικοκυριά να εκτιμούν ακόμη πιο προσεκτικά τις δυνατότητές τους για δανεισμό και για εξυπηρέτηση των δανειακών τους υποχρεώσεων.

* * *

Η εξέλιξη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας παρέμεινε ικανοποιητική το 2007, παρά την αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Η αναταραχή αυτή όμως και η άνοδος της τιμής του πετρελαίου επηρεάζουν δυσμενώς τις προοπτικές για το 2008. Πράγματι, όπως εκτίμησε στα τέλη Ιανουαρίου του τρέχοντος έτους το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), ο ρυθμός της παγκόσμιας ανάπτυξης

ήδη επιβραδύνθηκε αισθητά το τέταρτο τρίμηνο του 2007. Για το τρέχον έτος, το ΔΝΤ προβλέπει ότι η μεγάλη άνοδος των αναδυόμενων οικονομιών, κυρίως εκείνων της Ασίας και της Ρωσίας, θα συνεχιστεί (αν και με χαμηλότερο ρυθμό από ό,τι το 2007), αλλά δεν θα αντισταθμίσει πλήρως την αισθητή επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης των προηγμένων οικονομιών. Έτσι, ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει το 2008, παραμένοντας όμως πάνω από το 4%. Ταυτόχρονα, οι προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας περιβάλλονται από αβεβαιότητα μεγαλύτερη του συνήθους, επειδή δεν είναι ακόμη γνωστές σε όλη τους την έκταση οι επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής αναταραχής (ούτε και πόσο αυτή θα διαρκέσει). Για το λόγο αυτό είναι αυξημένοι οι κίνδυνοι να είναι ακόμη μεγαλύτερη η επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης από ό,τι εκτιμάται σήμερα. Προβλέπεται επίσης σταδιακή υποχώρηση του πληθωρισμού, περισσότερο στις προηγμένες οικονομίες, από τα υψηλά επίπεδα του τέλους του 2007, εξέλιξη που βεβαίως θα εξαρτηθεί ευθέως από την πορεία των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, αλλά και από την εξέλιξη της εγχώριας ζήτησης και της απασχόλησης σε πολλές οικονομίες, οι οποίες ήδη από το 2007 κινήθηκαν με ρυθμούς πλησίον των παραγωγικών τους δυνατοτήτων.

Η αβεβαιότητα που περιβάλλει τις προβλέψεις αυτές και ο κίνδυνος να είναι η οικονομική επιβράδυνση μεγαλύτερη της προβλεπόμενης συνδέονται με τα ακόλουθα ενδεχόμενα: (α) η συνεχιζόμενη επανεκτίμηση του κινδύνου και η στενότητα ρευστότητας να έχουν ισχυρότερες από τις μέχρι στιγμής προβλεπόμενες επιπτώσεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες, στις επιχειρηματικές προσδοκίες και στη διάθεση ανάληψης επενδυτικού κινδύνου, (β) να συνεχιστεί η άνοδος των τιμών των βασικών

εμπορευμάτων, κυρίως των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων, (γ) να αυξηθούν οι πιέσεις για μέτρα προστατευτισμού και (δ) να υπάρξει απότομη και μη ομαλή διόρθωση των παγκόσμιων μακροοικονομικών ανισορροπιών, ιδίως εκείνων που συνδέονται με το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, καθώς και να υπάρξει μείωση της προτίμησης για περιουσιακά στοιχεία αποτιμημένα σε δολάρια ΗΠΑ.

Στη ζώνη του ευρώ, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ το 2007 διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα (εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε στο 2,6%), δεδομένου ότι ήταν σχετικά περιορισμένη στη διάρκεια του έτους η δυσμενής επίδραση της ανόδου των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων, καθώς και της αναταραχής στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται να υποχωρήσει το 2008, αλλά να είναι πλησίον του δυνητικού ρυθμού ανάπτυξης, καθώς οι επιπτώσεις της επιβράδυνσης του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ και του παγκόσμιου εμπορίου, της χρηματοπιστωτικής κρίσης και της ανατίμησης του ευρώ, σε συνδυασμό με την αυξημένη αβεβαιότητα, αναμένεται να γίνουν περισσότερο αισθητές. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2007), ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται να κυμανθεί μεταξύ 1,5% και 2,5% το 2008. Ορισμένες πιο πρόσφατες εκτιμήσεις αναφέρουν ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ πλησιέστερο στο κάτω άκρο του διαστήματος αυτού (στα τέλη Ιανουαρίου το ΔΝΤ προέβλεψε αύξηση κατά 1,6%).

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ παρουσίασε σημαντικές διακυμάνσεις στη διάρκεια του 2007, αντανακλώντας κυρίως την εξέλιξη των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων, και διαμορφώθηκε στο

2,1% σε μέσα ετήσια επίπεδα, έφθασε όμως στο 3,1% το Νοέμβριο και το Δεκέμβριο (και στο 3,2% τον Ιανουάριο του τρέχοντος έτους, σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις της Eurostat). Με βάση τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2007), ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός το 2008 θα υπερβεί σημαντικά το 2%. Αν ληφθούν υπόψη οι πιο πρόσφατες ενδείξεις, οι πληθωριστικές πιέσεις από τις τιμές των εισαγόμενων πρώτων υλών, κυρίως πετρελαίου και αγροτικών προϊόντων, θα συνεχιστούν τους επόμενους μήνες και ο πληθωρισμός θα διατηρηθεί σχετικά υψηλός, ενώ στη συνέχεια αναμένεται να υποχωρήσει μόνο σταδιακά. Επίσης, είναι αυξημένος ο κίνδυνος ο πληθωρισμός το 2008 να είναι υψηλότερος από τον προβλεπόμενο, εάν δεν επαληθευθούν ορισμένες από τις υποθέσεις στις οποίες στηρίζονται οι ανωτέρω προβολές όσον αφορά τις τιμές του πετρελαίου και άλλων πρώτων υλών, τις μισθολογικές αυξήσεις, τα περιθώρια κέρδους και την εξέλιξη των έμμεσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών.

Στην ελληνική οικονομία, ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει ελαφρά το τρέχον έτος από το υψηλό επίπεδο του 2007, αλλά θα εξακολουθήσει να υπερβαίνει σημαντικά το ρυθμό ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ. Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να συνοδευθεί από περαιτέρω αύξηση της απασχόλησης και μείωση της ανεργίας, η οποία όμως παραμένει υψηλή. Ο πληθωρισμός, ο οποίος έφθασε το 3,9% το Δεκέμβριο του 2007, αναμένεται να υποχωρήσει σταδιακά μετά τους αμέσως επόμενους μήνες, αλλά προβλέπεται ότι το μέσο ετήσιο επίπεδό του το 2008, όπως και αυτό του πυρήνα του πληθωρισμού, θα αυξηθούν σε σύγκριση με το 2007 και θα διαμορφωθούν γύρω στους αντίστοιχους μέσους όρους της επταετίας 2001-2007, κυρίως λόγω των άμεσων και των έμμε-

σων επιδράσεων που η άνοδος της διεθνούς τιμής του πετρελαίου θα ασκήσει στο γενικό επίπεδο των τιμών. Ο υψηλός ρυθμός αύξησης της εγχώριας ζήτησης, η περαιτέρω απώλεια διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές λόγω του σχετικά υψηλού πληθωρισμού, καθώς και η αύξηση της τιμής του αργού πετρελαίου, ενδέχεται να συμβάλουν σε περαιτέρω διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστού του ΑΕΠ το 2008 από το ήδη εξαιρετικά υψηλό επίπεδο του προηγούμενου έτους.

Βεβαίως, στις τρέχουσες συνθήκες της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αναταραχής, είναι αυξημένοι οι κίνδυνοι και τα στοιχεία αβεβαιότητας που συνδέονται κυρίως με το εξωτερικό περιβάλλον της ελληνικής οικονομίας. Για το λόγο αυτό, δεν αποκλείεται ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ της Ελλάδος να είναι το 2008 χαμηλότερος από ό,τι τώρα προβλέπεται. Οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες αφορούν κατά κύριο λόγο το ενδεχόμενο να διαρκέσει περισσότερο η διεθνής χρηματοπιστωτική αναταραχή και να είναι μεγαλύτερη, σε σύγκριση με ό,τι σήμερα αναμένεται, η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της εξωτερικής ζήτησης και μεγαλύτερη η αύξηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των βασικών εμπορευμάτων. Αφορούν επίσης την περίπτωση να είναι χαμηλότερος από το αναμενόμενο ο ρυθμός της εγχώριας πιστωτικής επέκτασης. Αβεβαιότητα εμπεριέχει και η πρόβλεψη για τον πληθωρισμό, εφόσον και αυτή εξαρτάται από την εξέλιξη των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων καθώς και των συναλλαγματικών ισοτιμιών, ενώ ιδιαίτερη σημασία θα έχει η τελική διαμόρφωση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Η Τράπεζα της Ελλάδος προβλέπει ότι το ΑΕΠ θα αυξηθεί με ρυθμό γύρω στο 3,7% το 2008,

έναντι περίπου 4% το 2007 και 4,3% κατά μέσον όρο την επταετία 2001-2007. Η πρόβλεψη αυτή λαμβάνει υπόψη, μεταξύ άλλων, ότι το 2008 οι συνθήκες χρηματοδότησης, παρά την αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ μέχρι σήμερα και την αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, θα εξακολουθήσουν να στηρίζουν την ανάπτυξη, ενώ η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής θα είναι περιοριστική. Η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται να επιβραδυνθεί ελαφρά, αλλά θα εξακολουθήσει να είναι βασικός προωθητικός παράγοντας της εγχώριας ζήτησης. Ο ρυθμός αύξησης των συνολικών ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου θα επιταχυνθεί περαιτέρω το 2008, αντανακλώντας την εξέλιξη των επιχειρηματικών επενδύσεων καθώς θα προχωρεί η υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων που έχουν υπαχθεί στις ευνοϊκές ρυθμίσεις του αναπτυξιακού νόμου ή που αναλαμβάνονται βάσει των διατάξεων του νόμου για τις συμπράξεις δημόσιου και ιδιωτικού τομέα. Επιπλέον, το επιχειρηματικό κλίμα θα επηρεαστεί θετικά από την ικανοποιητική κερδοφορία των περισσότερων επιχειρήσεων καθώς και τη συνέχιση των ιδιωτικοποιήσεων και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Αν και οι πιστωτικές συνθήκες εξακολουθούν να είναι ευνοϊκές, παράγοντα κινδύνου αποτελεί το ενδεχόμενο επιβράδυνσης του ρυθμού της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις, ως έμμεση συνέπεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αναταραχής (όπως προαναφέρθηκε). Τέλος, η συμβολή της μεταβολής του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών στο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα παραμείνει αρνητική το 2008.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο εκτιμάται ότι τελικά έφθασε περίπου το 14% του αναθεωρημένου ΑΕΠ το

2007,⁴ ενδέχεται να αυξηθεί περαιτέρω το 2008. Όπως προβλέπεται, οι δυσμενείς επιδράσεις από την προβλεπόμενη περαιτέρω διεύρυνση του ελλείμματος του εξωτερικού ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών (σε σταθερές τιμές) και την υψηλότερη τιμή του πετρελαίου στις διεθνείς αγορές θα αντισταθμιστούν μόνο εν μέρει από το γεγονός ότι το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το 2007 είχε επιβαρυνθεί εκτάκτως από την αναδρομική εισφορά στον Κοινωνικό Προϋπολογισμό (ισοδύναμη με 0,5% του ΑΕΠ) η οποία οφειλόταν στην αναθεώρηση του ΑΕΠ. Ο ρυθμός ανόδου των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών αναμένεται να εμφανίσει περιορισμένη επιβράδυνση, παραμένοντας σχετικά υψηλός, ενώ η αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών θα επιβραδυνθεί σε κάποιο βαθμό λόγω της προβλεπόμενης υποχώρησης του ρυθμού ανόδου της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και της συνεχιζόμενης μείωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές. Η αύξηση των εισπράξεων από υπηρεσίες (κυρίως από θαλάσσιες μεταφορές) θα εξακολουθήσει να στηρίζει την άνοδο των εξαγωγών.

Ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ εκτιμάται ότι θα παραμείνει κοντά στο 4% τους αμέσως επόμενους μήνες (όπως το Νοέμβριο και το Δεκέμβριο του 2007), αλλά στη συνέχεια θα υποχωρήσει σταδιακά και το τελευταίο τρίμηνο του 2008 θα διαμορφωθεί γύρω στο 3%, δηλαδή σε επίπεδο χαμηλότερο από ό,τι το αντίστοιχο τρίμηνο του 2007 (3,6%). Λόγω της εξέλιξης αυτής στη διάρκεια του έτους, το 2008 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) θα είναι υψηλότερος από ό,τι πέρυσι και εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 3,4%, έναντι 3,0% το 2007. Αυτή η αναμενόμενη εξέλιξη αντανακλά κυρίως την προβλεπόμενη αύξηση της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου. Ο πυρήνας του πληθωρισμού (ο οποίος δεν περιλαμβάνει τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών δια-

τροφής) αναμένεται να επιταχυνθεί και αυτός στο 3,4% κατά μέσον όρο το 2008, από 3,2% το 2007, και έναντι 3,3% κατά μέσον όρο την επταετία 2001-2007. Η προβλεπόμενη αύξηση του πυρήνα του πληθωρισμού ενσωματώνει και τις έμμεσες επιδράσεις που θα ασκήσει με χρονική υστέρηση στο γενικό επίπεδο των τιμών εφέτος η μεγάλη αύξηση της τιμής του αργού πετρελαίου και άλλων εμπορευμάτων στις διεθνείς αγορές κατά τους τελευταίους μήνες. Ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι θα εξακολουθήσει να είναι υψηλότερος από ό,τι στη ζώνη του ευρώ και θα παραμείνει βασικός προσδιοριστικός παράγοντας του πληθωρισμού, ενώ οι πληθωριστικές πιέσεις που συνδέονται με τη συνολική ζήτηση εκτιμάται ότι θα υποχωρήσουν ελαφρά το 2008 λόγω της ασκούμενης δημοσιονομικής πολιτικής, της αναμενόμενης επιβράδυνσης της πιστωτικής επέκτασης και της μείωσης του ρυθμού ανόδου της διεθνούς ζήτησης ελληνικών αγαθών και υπηρεσιών.

* * *

Η εμμονή του πληθωρισμού σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, καθώς και τα υψηλά επίπεδα του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, της ανεργίας και του δημόσιου χρέους αντικατοπτρίζουν τις μακροοικονομικές ανισορροπίες και τις διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας.

Ειδικότερα, η διαφορά του πληθωρισμού αντανακλά κατά κύριο λόγο την ακόμη μεγαλύτερη διαφορά μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ως προς την άνοδο του κόστους εργασίας ανά

⁴ Το συνολικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων (που συμπεριλαμβάνει τις κεφαλαιακές μεταβιβάσεις, δηλαδή κυρίως τις εισροές πόρων από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της ΕΕ) εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε γύρω στο 12% του αναθεωρημένου ΑΕΠ το 2007.

μονάδα προϊόντος την περίοδο 2001-2007, καθώς και το γεγονός ότι στην Ελλάδα πολλές αγορές προϊόντων εξακολουθούν να μη λειτουργούν ανταγωνιστικά, με αποτέλεσμα να παρατηρούνται και κερδοσκοπικές αυξήσεις τιμών. Η διαφορά του πληθωρισμού οδηγεί σε υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές, η οποία – σε συνδυασμό με το χαμηλό επίπεδο της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας – συμβάλλει στη διαμόρφωση ιστορικά υψηλών ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Για μια οικονομία όπως η ελληνική, που βρίσκεται ακόμη στη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης προς τις πιο ανεπτυγμένες οικονομίες της ΕΕ, τα υψηλά ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι αναμενόμενα και δικαιολογημένα στο βαθμό που οφείλονται σε άνοδο των παραγωγικών επενδύσεων. Όμως το υψηλό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδος μόνο εν μέρει μπορεί να αποδοθεί στον παράγοντα αυτό, ενώ σε σημαντικό βαθμό συνδέεται με το σχετικά χαμηλό επίπεδο της αποταμίευσης (ως ποσοστού του ΑΕΠ). Τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, στο βαθμό που οφείλονται σε υψηλά επίπεδα κατανάλωσης (και αντιστοίχως χαμηλά επίπεδα αποταμίευσης), συνεπάγονται αύξηση του εξωτερικού χρέους χωρίς παράλληλη ενίσχυση του παραγωγικού και εξαγωγικού δυναμικού και συνεπώς χωρίς βελτίωση της ικανότητας της οικονομίας να εξυπηρετεί το χρέος της. Στην περίπτωση αυτή, παρότι λόγω της συμμετοχής της χώρας στη ζώνη του ευρώ δεν έχει υπάρξει πρόβλημα χρηματοδότησης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και του εξωτερικού χρέους, ένα αυξανόμενο μερίδιο του εθνικού εισοδήματος απορροφάται από την πληρωμή τόκων επί του εξωτερικού χρέους, με δυσμενείς συνέπειες για τις επενδύσεις, την οικονομική ανάπτυξη και επομένως το βιοτικό επίπεδο μακροπρόθεσμα.

Το εξαιρετικά υψηλό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών πρέπει να βρεθεί στο επίκεντρο της προσοχής της οικονομικής πολιτικής, λόγω των σοβαρών επιπτώσεων που μπορεί να έχει στις αναπτυξιακές προοπτικές της οικονομίας. Το πρότυπο οικονομικής ανάπτυξης την τρέχουσα δεκαετία έχει βασιστεί, σε σημαντικό βαθμό, σε άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης η οποία κατά μεγάλο μέρος στηρίχθηκε στη συνεχή αύξηση του δανεισμού των νοικοκυριών και τη συνεπακόλουθη διαμόρφωση της ιδιωτικής αποταμίευσης σε πολύ χαμηλό επίπεδο. Καθώς όμως οι υψηλοί ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης που στηρίζουν την ιδιωτική κατανάλωση (και τις επενδύσεις σε κατοικίες) θα εξακολουθήσουν να μειώνονται σταδιακά, ο συνολικός δανεισμός των νοικοκυριών ως ποσοστό του ΑΕΠ (ο οποίος παραμένει χαμηλότερος από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ) θα αυξάνεται με πολύ βραδύ ρυθμό ή θα τείνει να σταθεροποιηθεί. Η επιβράδυνση μάλιστα θα μπορούσε να είναι πιο απότομη σε περίπτωση δυσμενών μεταβολών των όρων τραπεζικού δανεισμού ή των συνθηκών στην αγορά ακινήτων. Συνεπώς, η στήριξη, σε σημαντικό βαθμό, της οικονομικής ανάπτυξης στο δανεισμό (που συνεπάγεται χαμηλό επίπεδο αποταμίευσης των νοικοκυριών) δεν διασφαλίζει τις μακροχρόνιες αναπτυξιακές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Γι' αυτό η οικονομική πολιτική πρέπει να ενθαρρύνει την ιδιωτική αποταμίευση με τα κατάλληλα κίνητρα, ενώ η συνέχιση της δημοσιονομικής εξυγίανσης πρέπει να συντελέσει ώστε η αποταμίευση του τομέα της γενικής κυβέρνησης (που ήταν αρνητική έως και το 2007) να καταστεί θετική στο μέλλον. Όσον αφορά την πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά, οι τράπεζες πρέπει να εφαρμόζουν αυστηρά κριτήρια κατά τη χορήγηση των δανείων, ενώ τα νοικοκυριά πρέπει να εκτιμούν με προσοχή τις δυνατότητές τους για την εξυπηρέτηση των δανειακών τους υπο-

χρεώσεων. Γενικότερα, είναι αναγκαίος ο μετασχηματισμός της ελληνικής οικονομίας, προκειμένου η μελλοντική ανάπτυξή της να στηρίζεται κυρίως στις εξαγωγές και τις επιχειρηματικές επενδύσεις. Αυτό θα απαιτήσει, κατά κύριο λόγο, τη συνέχιση της δημοσιονομικής προσαρμογής, τη συμβολή των κοινωνικών εταίρων ώστε οι ονομαστικές αυξήσεις των αποδοχών να λαμβάνουν υπόψη τη βελτίωση της παραγωγικότητας και να είναι ταυτόχρονα συμβατές με το στόχο της σταθερότητας των τιμών, καθώς και τη συνέχιση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε ευρύ φάσμα τομέων της οικονομίας οι οποίες θα συντελέσουν στην αύξηση της παραγωγικότητας της οικονομίας και σε μεγαλύτερη ευκαμψία των αγορών.

Σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό του 2008, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής του 2008 θα είναι περιοριστική. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (σε εθνολογιστική βάση) προβλέπεται να μειωθεί από 2,7% του ΑΕΠ το 2007 σε 1,6% του ΑΕΠ το 2008, ενώ το δημόσιο χρέος αναμένεται ότι θα μειωθεί από 93,4% του ΑΕΠ στο τέλος του 2007 στο 91,0% στο τέλος του 2008. Το δημοσιονομικό έλλειμμα προβλέπεται να μειωθεί περαιτέρω σε 0,8% του ΑΕΠ το 2009 και να μηδενιστεί το 2010, σύμφωνα με το μεσοπρόθεσμο στόχο που έχει υιοθετήσει και η Ελλάδα. Η δημοσιονομική εξυγίανση θα απαιτήσει συνέχιση των προσπαθειών επί σειρά ετών προκειμένου να επιτευχθεί σημαντικό πρωτογενές πλεόνασμα που θα διασφαλίζει τη μείωση του δημόσιου χρέους, το οποίο παραμένει το δεύτερο μεγαλύτερο στην ΕΕ και υπερβαίνει σημαντικά την τιμή αναφοράς της Συνθήκης του Μάαστριχτ (60% του ΑΕΠ). Η δημοσιονομική προσαρμογή που απαιτείται για τη μείωση του χρέους είναι ακόμη μεγαλύτερη από ό,τι υποδηλώνει το σημερινό επίπεδο του χρέους, αν ληφθεί υπόψη η αναμενόμενη, μακροπρόθεσμα, αύξηση των δαπανών για συντάξεις και

υγειονομική περίθαλψη λόγω της γήρανσης του πληθυσμού. Επομένως, η μόνιμη περαιτέρω βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης προϋποθέτει την επίτευξη σημαντικά υψηλότερων πρωτογενών πλεονασμάτων, στην οποία μπορεί να συμβάλει η συγκράτηση των πρωτογενών τρεχουσών δαπανών ώστε αυτές να αυξάνονται με ρυθμό χαμηλότερο από ό,τι το ονομαστικό ΑΕΠ. Η σχεδιαζόμενη ενσωμάτωση των ειδικών λογαριασμών στον κρατικό προϋπολογισμό και γενικότερα η βελτίωση της διαδικασίας κατάρτισης του προϋπολογισμού μπορούν να συμβάλουν στη δημοσιονομική διαφάνεια και τον αποτελεσματικότερο έλεγχο των τρεχουσών δαπανών. Επίσης, οι δαπάνες προσωπικού του Δημοσίου είναι δυνατόν να μειωθούν με τον περιορισμό της αναλογίας των προσλήψεων προς τις αποχωρήσεις λόγω συνταξιοδότησης, σε συνδυασμό με πιο αποτελεσματική αξιοποίηση του υπάρχοντος ανθρώπινου δυναμικού μέσω μετατάξεων και μετακινήσεων υπαλλήλων. Ακόμη, είναι σκόπιμη η αναδιάρθρωση των δαπανών υπέρ των κατηγοριών εκείνων που προάγουν την οικονομική ανάπτυξη, όπως π.χ. οι δαπάνες για αναβάθμιση του ανθρώπινου κεφαλαίου και των υποδομών, καθώς και για έρευνα και τεχνολογία, με ταυτόχρονη διασφάλιση της επάρκειας πόρων για την προστασία των οικονομικά ασθενέστερων ομάδων του πληθυσμού. Παράλληλα, πρέπει να συνεχιστούν οι προσπάθειες για τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης και τον περιορισμό της φοροδιαφυγής και της εισφοροδιαφυγής, ώστε να καταστεί δυνατόν να μειωθούν περαιτέρω οι φορολογικοί συντελεστές και να μειωθούν οι υψηλοί συντελεστές των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης, με θετικές συνέπειες για τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας. Στο πλαίσιο της δημοσιονομικής εξυγίανσης, η έγκαιρη μεταρρύθμιση του συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης και υγείας είναι καθοριστικής σημασίας, προκειμένου οι δημοσιονομικές πιέσεις που θα προέλ-

θουν από τη γήρανση του πληθυσμού να αντιμετωπιστούν με τρόπο που θα είναι αποτελεσματικός και δίκαιος.

Η εμμονή του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα τα τελευταία έτη, η συνακόλουθη επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας και οι δυσμενείς συνέπειές τους για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και την οικονομική δραστηριότητα αναδεικνύουν τη σημασία που έχουν η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων καθώς και η τιμολογιακή πολιτική των επιχειρήσεων. Αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι η διεθνής ανταγωνιστικότητα της Ελλάδος ως προς τις τιμές έναντι των κυριότερων εμπορικών εταίρων της επιδεινώθηκε σημαντικά την επταετία 2001-2007, κατά την οποία οι τιμές καταναλωτή στην Ελλάδα σε σχέση με τις τιμές καταναλωτή στους εμπορικούς εταίρους της χώρας, εκφρασμένες σε κοινό νόμισμα, αυξήθηκαν κατά 15%, ενώ το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, επίσης εκφρασμένο σε κοινό νόμισμα, αυξήθηκε κατά 19% στο σύνολο της οικονομίας και κατά 41% στη μεταποίηση. Για το λόγο αυτό, κατά τις συλλογικές διαπραγματεύσεις για τη διαμόρφωση των μισθολογικών αυξήσεων θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη η εξέλιξη της παραγωγικότητας, η ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές, καθώς και το επίπεδο της ανεργίας. Επίσης, κατά τις διαπραγματεύσεις θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι η προβλεπόμενη διαμόρφωση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού εφέτος σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι το 2007 οφείλεται κυρίως στην άνοδο της διεθνούς τιμής του πετρελαίου. Η άνοδος αυτή αντιστοιχεί σε μεταφορά εισοδήματος προς τις χώρες που παράγουν πετρέλαιο και η επίπτωσή της στην αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων δεν είναι δυνατόν να αντισταθμιστεί με ονομαστικές μισθολογικές

αυξήσεις, εφόσον αυτές θα οδηγούσαν σε ακόμη υψηλότερο πληθωρισμό, διάβρωση της αγοραστικής δύναμης των εγχώριων εισοδημάτων και, τελικά, σε μια δυναμική αλληπάλληλων αυξήσεων τιμών-μισθών. Εξάλλου, είναι αναγκαία η ενίσχυση του ανταγωνισμού σε όσες αγορές δεν λειτουργούν αποτελεσματικά, προκειμένου οι επιχειρήσεις να συμβάλλουν, με την τιμολογιακή τους πολιτική, ώστε η εξέλιξη των τιμών να είναι συμβατή με την εξέλιξη του κόστους παραγωγής και με τη διαμόρφωση των περιθωρίων κέρδους σε επίπεδα που δεν υπονομεύουν τη σταθερότητα των τιμών και την ανταγωνιστικότητα.

Τέλος, παρά τη σημαντική πρόοδο που έχει επιτευχθεί από τις αρχές της δεκαετίας του '90 στο πεδίο των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από σοβαρές διαρθρωτικές αδυναμίες. Γι' αυτό η βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της οικονομίας θα απαιτήσει περαιτέρω σημαντική μείωση των δυσκαμψιών στις αγορές εργασίας και προϊόντων, βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, του φορολογικού συστήματος και της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα, καθώς και μείωση της γραφειοκρατίας. Θα απαιτήσει επίσης περαιτέρω αναβάθμιση του ανθρώπινου κεφαλαίου.

Επομένως, προκειμένου να διαφυλαχθούν η μακροοικονομική σταθερότητα και οι αναπτυξιακές προοπτικές της χώρας, απαιτούνται πρωταρχικά περαιτέρω δημοσιονομική εξυγίανση, συμβολή των κοινωνικών εταίρων για την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών και τη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας, καθώς και αποφασιστικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις σε ευρύ φάσμα τομέων της οικονομίας.

II. Η ενιαία νομισματική πολιτική, το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και οι νομισματικές και μακροοικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ

1. Η ενιαία νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ

Η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος κατέστη σταδιακά λιγότερο διευκολυντική από τα τέλη του 2005. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε προοδευτικά μεταξύ Δεκεμβρίου του 2005 και Δεκεμβρίου του 2006 τα βασικά επιτόκια, συνολικά κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα, ενώ το 2007 αποφάσισε να αυξήσει εκ νέου τα βασικά επιτόκια στις 8 Μαρτίου και στις 6 Ιουνίου, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά. Έτσι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διαμορφώθηκε στο 4% από τον Ιούνιο του 2007 έναντι του ιστορικά χαμηλού 2% που ίσχυε πριν από την έναρξη της παρούσας φάσης αύξησης των επιτοκίων, δηλ. την περίοδο από τον Ιούνιο του 2003 έως και το Νοέμβριο του 2005 (βλ. Διάγραμμα II.1 και Πίνακα II.1).

Η αναταραχή που ξεκίνησε από την αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ (subprime mortgage market)¹ άρχισε να επηρεάζει την αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ (όπως και σε άλλες οικονομικές περιοχές) το πρώτο δεκαήμερο του Αυγούστου, με αποτέλεσμα να σημειωθεί έλλειψη ρευστότητας και να ασκηθούν ανοδικές πιέσεις στα διατραπεζικά επιτόκια. Προκειμένου να αντιμετωπίσει τις εντάσεις από τις εξελίξεις αυτές και να εξομαλύνει τις συνθήκες στη διατραπεζική αγορά, το Ευρωσύστημα διαφοροποίησε και διέυρυνε τις μεθόδους παροχής ρευστότητας² στα πιστωτικά ιδρύματα, επιτυγχάνοντας έτσι να περιορίσει τις διακυμάνσεις των πολύ βραχυπρόθεσμων επιτοκίων³ γύρω από το ελάχιστο επιτόκιο προ-

¹ Βλ. Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου.

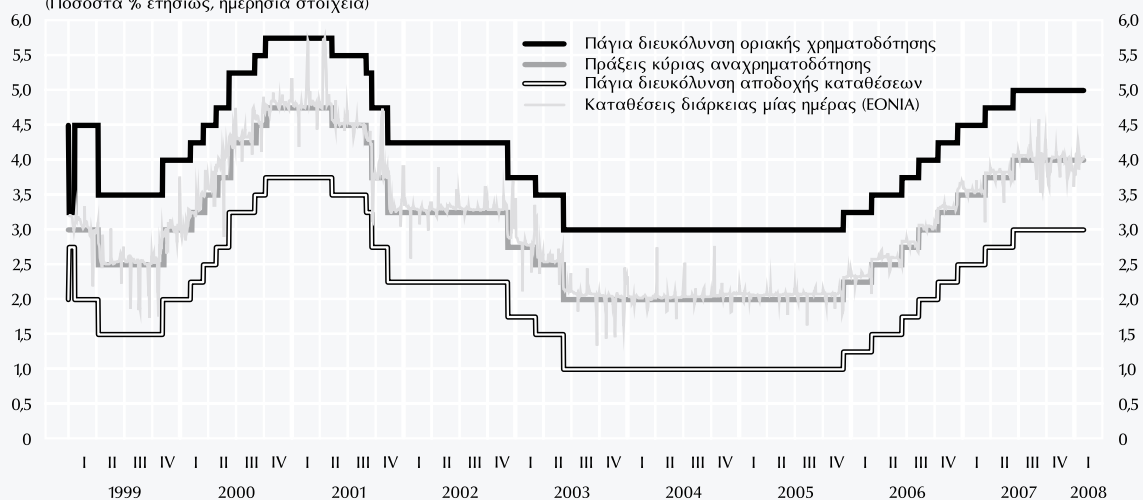
² Βλ. Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου.

³ Π.χ. του ημερήσιου μέσου σταθμικού επιτοκίου για πράξεις διάρκειας μίας ημέρας, δηλ. του επιτοκίου EONIA.

Διάγραμμα II.1

Επιτόκια της ΕΚΤ και επιτόκιο της αγοράς χρήματος διάρκειας μίας ημέρας (EONIA)
(Ιανουάριος 1999 - Ιανουάριος 2008)

(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

Πίνακας II.1

Προσαρμογές βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ

(Ποσοστά % ετησίως)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων ¹	Πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης
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

¹ Από τις 10 Μαρτίου 2004 οι μεταβολές των επιτοκίων των πάγιων διευκολύνσεων αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης, καθώς και των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, ισχύουν από την ημερομηνία που διενεργείται η πρώτη πράξη κύριας αναχρηματοδότησης μετά την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ.

Πηγή: ΕΚΤ.

σφοδρά στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης. Ωστόσο, τα επιτόκια της αγοράς χρήματος στις σχετικά μεγαλύτερες διάρκειες παρέμειναν σε πολύ υψηλά επίπεδα μέχρι το τέλος του έτους.⁴

Επισημαίνεται ότι το Ευρωσύστημα αντιμετωπίζει τις εντάσεις και συμβάλλει κατά το δυνατόν στην ομαλή λειτουργία της αγοράς χρήματος με προσαρμογές στην πολιτική παρεμβάσεων, με δεδομένο όμως το ύψος των βασικών επιτοκίων, το οποίο αποφασίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ με μοναδικό γνώμονα τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών – δηλ. τη διατήρηση του ρυθμού του πληθωρισμού κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα στη ζώνη του ευρώ – η οποία καθορίζεται ως πρωταρχικός σκοπός του Ευρωσυστήματος από τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση και το Καταστατικό της ΕΚΤ. Η συμβολή του Ευρωσυστήματος στην ομαλή λειτουργία της αγοράς χρήματος πρέπει να διαχωρίζεται σαφώς από το θεμελιώδες καθήκον του να εκπληρώνει τον πρωταρχικό του σκοπό. Επίσης, πρέπει να σημειωθεί ότι με την εξομάλυνση των συνθηκών στη διατραπεζική αγορά το Ευρωσύστημα συνέβαλε στην ενίσχυση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Την περίοδο Σεπτεμβρίου 2007-Φεβρουαρίου 2008, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αναγνώρισε επανειλημμένα ότι τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα στη ζώνη του ευρώ είναι υγιή και οι εξελίξεις βασικών οικονομικών μεγεθών (όπως π.χ. της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, της απασχόλησης και του ποσοστού ανεργίας)⁵ παραμένουν ικανοποιητικές. Ωστόσο, ο αντίκτυπος για την οικονομική δραστηριότητα (και άρα, απώτερα, για τις πληθωριστικές πιέσεις) της διαδικασίας επανεκτίμησης των επενδυτικών κινδύνων,⁶ η οποία βρίσκεται σε εξέλιξη, περιβάλλεται από ασυνήθιστα μεγάλη αβεβαι-

ότητα. Εξάλλου, λόγω των επιπτώσεων στις συνθήκες χρηματοδότησης και στο οικονομικό κλίμα από τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ενδέχεται η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ να είναι ασθενέστερη στο μέλλον από ό,τι αναμένεται. Γι' αυτό, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εξακολουθεί να παρακολουθεί με μεγάλη προσοχή όλες τις εξελίξεις.

Παράλληλα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει επισημάνει ότι η επιτάχυνση του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ πάνω από το 2% από το Σεπτέμβριο του 2007 (Αύγουστος: 1,7%, προσωρινή εκτίμηση για τον Ιανουάριο του 2008: 3,2%) καταδεικνύει την επικράτηση ισχυρών βραχυπρόθεσμων πληθωριστικών πιέσεων, κυρίως λόγω των πρόσφατων μεγάλων αυξήσεων των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων (που συμπεριλαμβάνονται στα βασικά εμπορεύματα, π.χ. δημητριακά – βλ. και Πλαίσιο II.2). Εξάλλου, η οικονομική ανάλυση έχει καταστήσει απόλυτα σαφές ότι υφίστανται πληθωριστικοί κίνδυνοι σε μεσοπρόθεσμη βάση, ενώ τα νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη αυξήθηκαν με πολύ υψηλούς ρυθμούς το 2007. Γι' αυτό, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ παραμένει δεσμευμένο να αποτρέψει την εκδήλωση δευτερογενών

4 Δηλ. κυρίως τα επιτόκια EURIBOR ενός μηνός έως ενός έτους. Το τρίμηνο επιτόκιο, το οποίο είναι αντιπροσωπευτικό αυτών των επιτοκίων, σημειώνει διαρκή αποκλιμάκωση από το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Δεκεμβρίου του 2007, όμως τον Ιανουάριο του 2008 υπερέβαινε ακόμη σημαντικά τα επίπεδα πριν από την αναταραχή.

5 Για την απασχόληση και το ποσοστό ανεργίας βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου. Η κερδοφορία των επιχειρήσεων, με βάση συγκεντρωτικά στοιχεία από λογιστικές καταστάσεις, ήταν ικανοποιητική μέχρι και το τρίτο τρίμηνο του 2007 σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη (ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Δεκέμβριος 2007, σελ. 47). Το ίδιο ισχύει και για το ρυθμό αύξησης (και τον προσδοκώμενο ρυθμό αύξησης) των κερδών ανά μετοχή.

6 Διεθνώς, η επανεκτίμηση των επενδυτικών κινδύνων εντάθηκε καθώς από τον Ιούνιο του 2007 οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας υποβάθμισαν τίτλους εξασφαλισμένους με στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ.

επιδράσεων στις τιμές καταναλωτή από την αύξηση της τιμής του πετρελαίου και των τιμών των τροφίμων-βασικών εμπορευμάτων (π.χ. δημητριακών),⁷ όπως και την πραγματοποίηση μεσοπρόθεσμα των λοιπών πληθωριστικών κινδύνων, εξασφαλίζοντας έτσι τη σταθεροποίηση των μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών.

Η σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών έχει ύψιστη προτεραιότητα για το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, δεδομένου ότι η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση και το Καταστατικό της ΕΚΤ καθορίζουν τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα ως πρωταρχικό σκοπό του Ευρωσυστήματος, έχει μάλιστα ιδιαίτερη σημασία σε περιόδους, όπως η παρούσα, που χαρακτηρίζονται από μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές και αύξηση της αβεβαιότητας. Εξάλλου, η σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών αποτελεί προϋπόθεση προκειμένου η νομισματική πολιτική να συμβάλλει σε μονιμότερη βάση στην ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης και τη δημιουργία θέσεων απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ.

Στο πλαίσιο της οικονομικής ανάλυσης την οποία διεξήγαγε το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ στη διάρκεια του 2007 και τον Ιανουάριο-Φεβρουάριο του 2008, διαπιστώθηκε ότι η οικονομική δραστηριότητα αυξανόταν με ικανοποιητικό ρυθμό το 2007, αν και, σύμφωνα με τις υπάρχουσες ενδείξεις, ο ρυθμός αυτός επιβραδύνθηκε το τελευταίο τρίμηνο του έτους.⁸ Την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007, ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ διαμορφώθηκε μεταξύ 1,7% και 1,9%, ενώ από το Σεπτέμβριο του 2007 επιταχύνθηκε και υπερέβη το 2%. Μάλιστα το Νοέμβριο και το

Δεκέμβριο του 2007 ο ρυθμός πληθωρισμού έφθασε το πολύ υψηλό επίπεδο του 3,1%,⁹ ενώ, σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις, τον Ιανουάριο του 2008 διαμορφώθηκε στο 3,2%. Η επιτάχυνση του πληθωρισμού οφείλεται στις πρόσφατες μεγάλες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων τα οποία συμπεριλαμβάνονται στα βασικά εμπορεύματα, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι τους τελευταίους μήνες του 2006 η τιμή του πετρελαίου είχε μειωθεί. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνώμωνων του Ευρωσυστήματος που δημοσιεύθηκαν το Δεκέμβριο του 2007,¹⁰ ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού θα υπερβεί σημαντικά το 2% το 2008.

7 Οι επιδράσεις της ανόδου της τιμής του αργού πετρελαίου στον πληθωρισμό – και, κατ’ αντιστοιχία, των τιμών των βασικών εμπορευμάτων εκτός ενέργειας, όπως των τροφίμων – διακρίνονται σε άμεσες, έμμεσες και δευτερογενείς. Οι άμεσες επιδράσεις αφορούν την αύξηση του γενικού δείκτη τιμών καταναλωτή που προκύπτει επειδή αυξήθηκαν οι τιμές των καυσίμων που περιλαμβάνονται στο δείκτη (δηλαδή της βενζίνης και του πετρελαίου θέρμανσης). Οι έμμεσες επιδράσεις αφορούν την αύξηση του γενικού δείκτη τιμών καταναλωτή που προκύπτει επειδή αυξάνονται οι τιμές άλλων αγαθών και υπηρεσιών, το κόστος παραγωγής των οποίων διογκώνεται από τις αυξήσεις του κόστους των καυσίμων. Στην περίπτωση των τροφίμων που περιλαμβάνονται στα βασικά εμπορεύματα (π.χ. των δημητριακών) επηρεάζεται κατ’ αρχάς το κόστος παραγωγής των επεξεργασμένων ειδών διατροφής. Τέλος, οι δευτερογενείς επιδράσεις αφορούν το ότι η μεταβολή του δείκτη τιμών καταναλωτή (λόγω των άμεσων και των έμμεσων επιδράσεων της ανόδου της τιμής του πετρελαίου και των τιμών των βασικών εμπορευμάτων εκτός ενέργειας) είναι δυνατόν να επηρεάσει τις μισθολογικές διεκδικήσεις και αυξήσεις και – μέσω αυτών – την τιμολογιακή πολιτική των επιχειρήσεων. Επίσης, η συμπεριφορά των παραγωγών μπορεί να είναι τέτοια ώστε, ακόμη και σε κλάδους παραγωγής όπου δεν έχουν υπάρξει μισθολογικές αυξήσεις ή αυξήσεις άλλων στοιχείων του κόστους, να αυξήσουν τις τιμές με στόχο να αντισταθμίσουν την αρνητική επίδραση της αύξησης του δείκτη τιμών καταναλωτή στην αγοραστική δύναμη των κερδών ανά μονάδα προϊόντος (βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2004-2005*, Φεβρουάριος 2005, Πλαίσιο III.1, και ΕΚΤ, *Monthly Bulletin*, Ιούλιος 2004, σελ. 29-30).

8 Τριμηνιαίοι ρυθμοί αύξησης ΑΕΠ το 2007: πρώτο τρίμηνο, 0,8%, δεύτερο τρίμηνο, 0,3%, τρίτο τρίμηνο, 0,8%.

9 Πρόκειται για πολύ υψηλό ρυθμό, που δεν έχει παρατηρηθεί από το Μάιο του 2001. Ο ακόμη υψηλότερος ρυθμός που εκτιμάται προσωρινά για τον Ιανουάριο του 2008 (3,2%) δεν έχει παρατηρηθεί ξανά από το Δεκέμβριο του 1993.

10 Μακροοικονομικές προβολές καταρτίζονται το Μάρτιο και το Σεπτέμβριο κάθε έτους από τους εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ, ενώ τον Ιούνιο και το Δεκέμβριο καταρτίζονται από τους εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος.

Αν ληφθούν υπόψη οι πιο πρόσφατες ενδείξεις, ο πληθωρισμός θα διατηρηθεί σχετικά υψηλός τους επόμενους μήνες, ενώ στη συνέχεια θα υποχωρήσει μόνο σταδιακά.^{11,12}

Ειδικότερα, η προβαλλόμενη εξέλιξη του πληθωρισμού αντανακλά κυρίως την προβλεπόμενη – με βάση τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης – αποκλιμάκωση των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων που περιλαμβάνονται στα βασικά εμπορεύματα (π.χ. δημητριακά) στη διάρκεια του 2008. Οι προβολές επίσης βασίστηκαν στην παραδοχή ότι οι αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων δεν θα ασκήσουν ευρείας κλίμακας δευτερογενείς επιδράσεις στις τιμές μέσω αναπροσαρμογής των μισθών. Σύμφωνα με την παραδοχή αυτή, ο ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα σημειώσει μόνο περιορισμένη επιτάχυνση,¹³ με αποτέλεσμα να παραμείνουν συγκρατημένες οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει επισημάνει όμως ότι υφίστανται οι εξής πληθωριστικοί κίνδυνοι σε μεσοπρόθεσμη βάση:

- (α) Να είναι μεγαλύτερη η αύξηση των μισθών από ό,τι αναμένεται και ειδικότερα από ό,τι προβλέπεται στο πλαίσιο των μακροοικονομικών προβολών. Ο κίνδυνος αυτός συνδέεται με το γεγονός ότι έχει εμφανιστεί στενότητα ως προς τη διαθεσιμότητα των συντελεστών παραγωγής στη ζώνη του ευρώ, λόγω της αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας και των θετικών εξελίξεων στην αγορά εργασίας.
- (β) Να ενισχυθεί η δυνατότητα ορισμένων επιχειρήσεων να αυξάνουν τις τιμές των προϊόντων τους περισσότερο από όσο δικαιολογεί η εξέλιξη του κόστους παραγωγής

(pricing power), ιδίως στις αγορές όπου ο βαθμός ανταγωνισμού είναι χαμηλός.

- (γ) Να συνεχιστεί η πρόσφατη έντονα ανοδική πορεία των τιμών του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων που περιλαμβάνονται στις πρώτες ύλες και καθορίζονται στην παγκόσμια αγορά.
- (δ) Τέλος, να είναι οι αυξήσεις των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των έμμεσων φόρων μεγαλύτερες από αυτές που έχουν ληφθεί υπόψη για την κατάρτιση των μακροοικονομικών προβολών.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει υπογραμμίσει την αναγκαιότητα οι κοινωνικοί εταίροι να συνεχίσουν να συμπεριφέρονται υπεύθυνα κατά τις μισθολογικές διαπραγματεύσεις και τον καθορισμό των τιμών, ώστε να αποφευχθεί η εκδήλωση δευτερογενών επιδράσεων στον πληθωρισμό από την άνοδο των τιμών των πρώτων υλών. Αυτό θεωρείται απαραίτητο προκειμένου να διατηρηθούν η σταθερότητα των τιμών και η αγοραστική δύναμη όλων των πολιτών στη ζώνη του ευρώ μεσοπρόθεσμα. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει τονίσει ότι θα παρακολουθεί με ιδιαίτερη προσοχή τις μισθολογικές διαπραγματεύσεις, ότι πρέπει να αποφεύγεται η τιμαριθμική αναπροσαρμογή των μισθών και ότι παραμένει δεσμευμένο να αποτρέψει την εκδήλωση δευτερογενών επιδράσεων στις τιμές καταναλωτή.

11 Η προβολή των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2007) για το μέσο ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού το 2008 ήταν 2-3%. Σε σύγκριση με τις προβολές που είχαν δημοσιευθεί το Σεπτέμβριο του 2007, η προβολή αυτή αναθεωρήθηκε σημαντικά προς τα άνω, λόγω αναθεώρησης προς τα άνω των προβλέψεων για τις μελλοντικές τιμές των βασικών εμπορευμάτων και ειδικότερα της ενέργειας και των τροφίμων.

12 Σημειώνεται ότι κατ' αρχήν οι μακροοικονομικές προβολές δεν υιοθετούνται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αλλά καταρτίζονται με ευθύνη των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος και δεν προδικάζουν τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ αλλά συνεκτιμώνται μαζί με πολλές άλλες πληροφορίες.

13 Κυρίως λόγω της επιτάχυνσης των μισθολογικών αυξήσεων.

Η νομισματική ανάλυση έχει επιβεβαιώσει ότι εξακολουθούν να υφίστανται κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Η ποσότητα χρήματος M3¹⁴ και τα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα¹⁵ συνέχισαν να αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς το 2007. Βεβαίως, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 είναι εύλογο να έχει επηρεαστεί από προσωρινές επιδράσεις παραγόντων όπως η μείωση της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων (βλ. Τμήμα 4 του παρόντος κεφαλαίου) και μεμονωμένες συναλλαγές που συνδέονται με την αναδιάρθρωση ορισμένων τραπεζικών ομίλων, ενώ κάποια επίδραση ενδέχεται να έχει ασκήσει και η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές (βλ. Τμήμα 5). Ακόμη και αν αφαιρεθούν οι προσωρινές επιδράσεις αυτών των ειδικών παραγόντων, εκτιμάται ότι η μακροχρόνια τάση της νομισματικής επέκτασης εξακολούθησε να είναι έντονα αυξητική το 2007. Η τάση αυτή συσχετίζεται μακροπρόθεσμα με τις πληθωριστικές πιέσεις στην οικονομία και επομένως πρέπει (σε αντιδιαστολή με τις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις των νομισματικών μεγεθών) να λαμβάνεται υπόψη στο πλαίσιο της χάραξης της νομισματικής πολιτικής. Βεβαίως, με βάση τα δεδομένα που είναι διαθέσιμα μέχρι στιγμής, εκτιμάται ότι η επίδραση της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές δεν υπήρξε έντονη και ότι οι υψηλοί ετήσιοι ρυθμοί αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα υποδηλώνουν πως η αναταραχή δεν είχε αισθητή δυσμενή επίδραση στην παροχή πιστώσεων από το τραπεζικό

σύστημα προς την οικονομία έως τα τέλη του 2007.

Συνοψίζοντας, η νομισματική ανάλυση φαίνεται να επιβεβαιώνει το συμπέρασμα της οικονομικής ανάλυσης ότι εξακολουθούν να υφίστανται κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα, δεδομένου ότι η νομισματική και πιστωτική επέκταση είναι πολύ έντονη και τα θεμελιώδη δεδομένα της οικονομίας της ζώνης του ευρώ είναι υγιή. Επιπρόσθετα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει σημειώσει ότι ο αντίκτυπος στην οικονομική δραστηριότητα από την επανεκτίμηση των επενδυτικών κινδύνων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, η οποία βρίσκεται σε εξέλιξη, περιβάλλεται από ασυνήθιστα μεγάλη αβεβαιότητα, ενώ η οικονομική δραστηριότητα ενδέχεται να είναι ασθενέστερη από ό,τι αναμένεται. Για το λόγο αυτό, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ παρακολουθεί με μεγάλη προσοχή όλες τις εξελίξεις και παραμένει δεσμευμένο να αποτρέψει τις δευτερογενείς επιδράσεις από τις αυξήσεις των τιμών των πρώτων υλών και την πραγματοποίηση των άλλων πληθωριστικών κινδύνων, προκειμένου να διατηρηθούν σταθερές οι μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών.

¹⁴ Ετήσιος ρυθμός ανόδου της ποσότητας χρήματος M3, Δεκέμβριος 2007: 11,5%.

¹⁵ Ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, Δεκέμβριος 2007: 11,1%.

ΠΛΑΙΣΙΟ II.1

Η ένταξη της Κύπρου και της Μάλτας στη ζώνη του ευρώ

Από την 1.1.2008 η Κύπρος και η Μάλτα εντάχθηκαν στη ζώνη του ευρώ, αυξάνοντας τον αριθμό των χωρών-μελών της από 13 σε 15. Αυτή ήταν η τρίτη κατά σειράν διεύρυνση της ζώνης του ευρώ. Η

Ελλάδα είχε καταστεί το 12ο μέλος της ζώνης του ευρώ το 2001 και η Σλοβενία το 13ο μέλος το 2007. Η επίσημη απόφαση για τη νέα διεύρυνση της ζώνης του ευρώ με την Κύπρο και τη Μάλτα, τέσσερα →

→ χρόνια μετά την προσχώρησή τους στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ελήφθη τον Ιούλιο του 2007 από το Συμβούλιο ECOFIN, το οποίο καθόρισε και τις ισοτιμίες μετατροπής. Οι αμετάκλητα σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων της Κύπρου και της Μάλτας προς το ευρώ καθορίστηκαν σε 0,585274 λίρες Κύπρου=1 ευρώ και 0,4293 λίρες Μάλτας=1 ευρώ, δηλ. παρέμειναν αμετάβλητες σε σχέση με τις κεντρικές τους ισοτιμίες που είχαν συμφωνηθεί στις 2.5.2005, όταν τα δύο αυτά νομίσματα εισήλθαν στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (ERM II).

Με βάση το ΑΕΠ, η Κύπρος και η Μάλτα είναι οι δύο μικρότερες οικονομίες της Ζώνης του ευρώ. Ο πληθυσμός τους ήταν 785 χιλ. και 408 χιλ. άτομα αντίστοιχα το 2007. Το Λουξεμβούργο, με πληθυσμό περίπου όσο η Μάλτα, έχει ΑΕΠ εξαπλάσιο εκείνου της Μάλτας (5,3 δισεκ. ευρώ) και υπερδιπλάσιο εκείνου της Κύπρου (15,3 δισεκ. ευρώ). Συνεπώς, ούτε και με τη νέα αυτή διεύρυνση μεταβάλλονται ουσιαστικά οι στατιστικές σειρές και τα μακροοικονομικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ.

Το κατά κεφαλήν εισόδημα (με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων) της Κύπρου σε σχέση με το αντίστοιχο της ΕΕ-15 το 2007 βρισκόταν στο 83%, ενώ εκείνο της Μάλτας στο 68%. Οι αντίστοιχοι δείκτες το 2007 για την Ελλάδα ήταν 88%, για την Πορτογαλία 66% και για τη Σλοβενία 82%. Οι οικονομίες της Κύπρου και της Μάλτας δεν διαφέρουν σημαντικά από τις άλλες οικονομίες της ζώνης του ευρώ ως προς τη διάρθρωση της παραγωγής. Ωστόσο, και στις δύο χώρες ο τομέας της μεταποίησης συμβάλλει συγκριτικά λιγότερο από ό,τι στην υπόλοιπη ζώνη του ευρώ. Αντιθέτως, και στις δύο χώρες ο τριτογενής τομέας (των υπηρεσιών) συνεισφέρει συγκριτικά περισσότερο στην εγχωρίως παραγόμενη προστιθέμενη αξία (μερίδια 77,3% για την Κύπρο, 74,0% για τη Μάλτα, έναντι 71,6% της ζώνης του ευρώ). Βασικό χαρακτηριστικό των δύο οικονομιών είναι ο μεγάλος βαθμός ανοίγματός τους στο διεθνές εμπόριο. Ο μέσος όρος των εισαγωγών και των εξαγωγών προς το ΑΕΠ είναι περί το 48% για την Κύπρο και το 86% για τη Μάλτα, έναντι 40% για τη ζώνη του ευρώ (και 28% για την Ελλάδα).

2. Το εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον της ζώνης του ευρώ¹⁶

2.1 Γενική επισκόπηση

Η εξέλιξη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας παρέμεινε ικανοποιητική το 2007, παρά την αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές το δεύτερο εξάμηνο του έτους (βλ. Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου). Η αναταραχή αυτή, όμως, όπως και η άνοδος της τιμής του πετρελαίου, επηρεάζουν δυσμενώς τις προοπτικές για το 2008 και εκτιμάται ότι η συνεχιζόμενη ταχεία ανάπτυξη των αναδυόμενων οικονομιών δεν θα αντισταθμίσει πλήρως την προβλεπόμενη για το 2008 αισθητή επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης των προηγμένων οικονομιών ως συνόλου. Επιπλέον, είναι αυξημένοι οι κίνδυνοι να είναι οι δυσμενείς επιδράσεις μεγαλύτερες από ό,τι διαφαίνεται σήμερα.

Σύμφωνα με το ΔΝΤ, ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ παρέμεινε υψηλός το 2007, αν και επιβραδύνθηκε ελαφρά στο 4,9% (από 5,0% το 2006) και εκτιμάται ότι υπερέβη για τέταρτο συνεχές έτος το μέσο όρο των τελευταίων δεκαετιών.¹⁷ Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτός της ζώνης του ευρώ υπολογί-

¹⁶ Οι αναφερόμενες εκτιμήσεις και προβλέψεις για το 2007-2008 βασίζονται σε πληροφορίες που ήταν διαθέσιμες μέχρι τα τέλη Ιανουαρίου 2008. Όπου δεν υπήρχαν πιο πρόσφατες διαθέσιμες πληροφορίες, χρησιμοποιήθηκαν ως πηγές στοιχείων οι επικαιροποιημένες (στις 29.1.2008) προβλέψεις του ΔΝΤ (*World Economic Outlook Update*), το *World Economic Outlook* (Οκτ. 2007), το *Economic Outlook* του ΟΟΣΑ (Δεκ. 2007) και οι Φθινοπωρινές Προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (*Economic Forecasts, Autumn 2007*, Νοέμ. 2007).

¹⁷ Οι εκτιμήσεις αυτές του ΔΝΤ για το παγκόσμιο ΑΕΠ έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω (κατά μισή εκατοστιαία μονάδα περίπου) σε σύγκριση με εκείνες που είχαν δημοσιευθεί στο *World Economic Outlook* τον Οκτώβριο του 2007, επειδή το ΑΕΠ κάθε χώρας έχει σταθμιστεί με βάση νέους υπολογισμούς της Παγκόσμιας Τράπεζας για τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (PPP). Στη συνέχεια όμως, η εκτίμηση για το 2007 αναθεωρήθηκε ελαφρά προς τα άνω, καθώς ελήφθησαν υπόψη πληρέστερα στοιχεία για τις οικονομικές εξελίξεις.

Πίνακας II.2

ΑΕΠ σε σταθερές τιμές: τελευταίες διαθέσιμες εκτιμήσεις και προβλέψεις ΔΝΤ, Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ΟΟΣΑ, Consensus Economics και εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2007 (εκτιμήσεις)					2008 (προβλέψεις)				
	ΔΝΤ 29.1.08**	ΕΕ 9.11.07	ΟΟΣΑ 6.12.07	Consensus 10.12.07	Ευρωσύ- στημα 6.12.07	ΔΝΤ 29.1.08**	ΕΕ 9.11.07	ΟΟΣΑ 6.12.07	Consensus 10.12.07	Ευρωσύ- στημα 6.12.07
Παγκόσμια οικονομία*	4,9	5,1	...	3,7	...	4,1	4,7	...	3,2	...
ΗΠΑ	2,2	2,1	2,2	2,2	...	1,5	1,7	2,0	2,1	...
Ιαπωνία	1,9	1,9	1,9	1,8	...	1,5	1,9	1,6	1,5	...
Κίνα	11,4	11,2	11,4	10,0	10,3	10,7
Ην. Βασίλειο	3,1	3,1	3,1	3,1	...	2,0	2,2	2,0	1,9	...
Ζώνη του ευρώ	2,6	2,6	2,6	2,6	2,4-2,8	1,6	2,2	1,9	1,9	1,5-2,5

* Υπολογισμοί με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων του 2006 (εκτός από το Consensus Economics: με βάση συναλλαγματικές ισοτιμίες του 2006). Οι εκτιμήσεις και προβλέψεις του ΔΝΤ για το ΑΕΠ έχουν σταθμιστεί με βάση νέους υπολογισμούς της Παγκόσμιας Τράπεζας για τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (Ιανουάριος 2008). Σύμφωνα με τις νέες ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων, τα εκατοστιαία μερίδια στο παγκόσμιο ΑΕΠ βασικών αναδυόμενων οικονομιών, όπως της Κίνας και της Ινδίας, έχουν μειωθεί, ενώ έχουν αυξηθεί τα μερίδια άλλων χωρών, όπως των πετρελαιοπαραγωγικών.

** Για το Ηνωμένο Βασίλειο τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία είναι του *World Economic Outlook* που δημοσιεύθηκε στις 17.10.2007.

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2007 και *Update*, Ιανουάριος 2008.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Economic Forecasts, Autumn 2007*, Νοέμβριος 2007.

ΟΟΣΑ, *Economic Outlook, Preliminary*, Δεκέμβριος 2007.

Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, Δεκέμβριος 2007.

ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Δεκέμβριος 2007.

Ζεται ότι σημείωσε επίσης μικρή επιβράδυνση, στο 5,3% από 5,4% το 2006. Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε περαιτέρω διεθνώς, ενώ ο πληθωρισμός αυξήθηκε τους τελευταίους μήνες του έτους, παρότι το μέσο επίπεδό του το 2007 δεν υπερέβη εκείνο του 2006 στις προηγμένες οικονομίες. Η δημοσιονομική προσαρμογή συνεχίστηκε σε πολλές οικονομίες, βοηθούμενη όμως σημαντικά από τις ευνοϊκές κυκλικές συνθήκες και από έκτακτα έσοδα. Η περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής η οποία εφαρμοζόταν σε αρκετές προηγμένες οικονομίες μέχρι και το πρώτο εξάμηνο του 2007, μεταβλήθηκε από το καλοκαίρι (είτε τηρήθηκε στάση αναμονής είτε η κατεύθυνση της πολιτικής αντιστράφηκε), επειδή η αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές οδήγησε σε έλλειψη ρευστότητας και αύξηση της μεταβλητότητας στις αγορές χρήματος, επανεκτίμηση προς τα άνω του επενδυτικού κινδύνου, υποχώρηση των δεικτών στις αγορές κεφαλαίων και αυξημένη αβεβαιότητα

σχετικά με τις επιπτώσεις της αναταραχής αυτής στην οικονομική δραστηριότητα.

Η αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2007 ενισχύθηκε τόσο από την ιδιωτική κατανάλωση, στην οποία επέδρασαν θετικά η ικανοποιητική αύξηση της απασχόλησης και των εισοδημάτων των νοικοκυριών, όσο και από τις επενδύσεις, οι οποίες ευνοήθηκαν από την περαιτέρω βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, αλλά και από τη διατήρηση της ανοδικής πορείας του παγκόσμιου εμπορίου, κυρίως λόγω των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης των αναδυόμενων οικονομιών. Οι ευνοϊκοί αυτοί παράγοντες αντιστάθμισαν εν μέρει την αρνητική επίδραση την οποία άσκησαν αφενός η περαιτέρω αύξηση των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων σε νέα ιστορικά υψηλά επίπεδα και αφετέρου η αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και οι δυσμενείς εξελίξεις στην αγορά κατοικιών, κυρίως στις ΗΠΑ (όπου οι επενδύσεις σε

κατοικίες μειώθηκαν), ιδίως το δεύτερο εξάμηνο του 2007.

Εξάλλου, το 2007 διαφοροποιήθηκε η συμβολή των επιμέρους γεωγραφικών περιοχών στην αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ. Ενώ μέχρι πρόσφατα οι ΗΠΑ είχαν τη μεγαλύτερη συνεισφορά στην παγκόσμια οικονομική μεγέθυνση, το 2007 για πρώτη φορά η Κίνα συνεισέφερε περισσότερο από τις ΗΠΑ, ενώ η ζώνη του ευρώ, λόγω της ευνοϊκής οικονομικής συγκυρίας και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων των τελευταίων ετών, συνέβαλε, ύστερα από πολλά έτη, όσο και οι ΗΠΑ στην αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ. Αξιοσημείωτη εξέλιξη αποτελεί η σημαντική περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας σχεδόν σε όλες τις οικονομικές περιοχές, λόγω των υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που εφαρμόζονται. Στις χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε από 5,9% το 2006 σε 5,4% το 2007, δηλαδή στο χαμηλότερο επίπεδο από το 1990.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις των διεθνών οικονομικών οργανισμών, οι προοπτικές για το 2008 επηρεάζονται δυσμενώς από την αύξηση της τιμής του πετρελαίου και τη συνεχιζόμενη χρηματοπιστωτική αναταραχή. Ήδη, όπως εκτίμησε στα τέλη Ιανουαρίου το ΔΝΤ, ο ρυθμός της παγκόσμιας ανάπτυξης επιβραδύνθηκε αισθητά το τέταρτο τρίμηνο του 2007.¹⁸ Για το τρέχον έτος, προβλέπεται ότι η μεγάλη άνοδος των αναδυόμενων οικονομιών, κυρίως εκείνων της Ασίας και της Ρωσίας, θα συνεχιστεί (αν και με χαμηλότερο ρυθμό από ό,τι το 2007), αλλά δεν θα αντισταθμίσει πλήρως την αισθητή επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης των προηγμένων οικονομιών. Έτσι, ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει κατά 0,8 της εκατοστιαίας μονάδας το 2008, παραμένοντας όμως πάνω από το 4% (στο 4,1%). Ταυτόχρονα, οι προ-

οπτικές της οικονομικής δραστηριότητας περιβάλλονται από αβεβαιότητα μεγαλύτερη του συνήθους, επειδή δεν είναι ακόμη γνωστές σε όλη τους την έκταση οι επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής αναταραχής: για το λόγο αυτό είναι αυξημένοι οι κίνδυνοι να είναι ακόμη μεγαλύτερη η επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης από ό,τι εκτιμάται σήμερα. Προβλέπεται επίσης σταδιακή υποχώρηση του πληθωρισμού από τα υψηλά επίπεδα του τέλους του 2007, εξέλιξη που βεβαίως θα εξαρτηθεί ευθέως από την πορεία των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, αλλά και από την εξέλιξη της εγχώριας ζήτησης και της απασχόλησης σε πολλές οικονομίες, οι οποίες ήδη από το 2007 κινήθηκαν με ρυθμούς πλησίον των παραγωγικών τους δυνατοτήτων.

Η αβεβαιότητα που περιβάλλει τις προβλέψεις αυτές και ο κίνδυνος να είναι η οικονομική επιβράδυνση μεγαλύτερη της προβλεπόμενης συνδέονται με τα ακόλουθα ενδεχόμενα: (α) η συνεχιζόμενη επανεκτίμηση του κινδύνου και η στενότητα ρευστότητας να έχουν ισχυρότερες από τις μέχρι σήμερα προβλεπόμενες επιπτώσεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες, στις επιχειρηματικές προσδοκίες και στη διάθεση ανάληψης επενδυτικού κινδύνου, (β) να συνεχιστεί η άνοδος των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, κυρίως των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων, (γ) να αυξηθούν οι πιέσεις για μέτρα προστατευτισμού και (δ) να υπάρξει απότομη και μη ομαλή διόρθωση των παγκόσμιων χρηματοοικονομικών ανισορροπιών, ιδίως εκείνων που συνδέονται με το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, καθώς και να υπάρξει μείωση της προτίμησης για περιουσιακά στοιχεία αποτιμημένα σε δολάρια ΗΠΑ.

¹⁸ Η εξέλιξη του παγκόσμιου ΑΕΠ μέχρι και το τρίτο τρίμηνο του 2007 δεν είχε επηρεαστεί από τη χρηματοπιστωτική αναταραχή.

Ο πληθωρισμός στις χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ αυξήθηκε τους τελευταίους μήνες του 2007, κυρίως λόγω της μεγάλης ανόδου των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, ιδίως των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων (βλ. Πλαίσιο II.2), σε σύγκριση με τα σχετικά χαμηλά επίπεδά τους κατά στους αντίστοιχους μήνες του 2006. Σε μέσα επίπεδα έτους, ο πληθωρισμός (ΔΤΚ) εκτιμάται ότι υποχώρησε ελαφρά στις προηγμένες οικονομίες (2,1%, από 2,3% το 2006), ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες αυξήθηκε στο 5,9%, από 5,1% το 2006. Σε πολλές αναδυόμενες οικονομίες ο πληθωρισμός ενισχύθηκε ακόμη περισσότερο την ίδια περίοδο, λόγω των υψηλών ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης καθώς και της πολύ μεγαλύτερης συμμετοχής των ειδών διατροφής στο γενικό δείκτη τιμών από ό,τι στις προηγμένες οικονομίες. Ο πυρήνας του πληθωρισμού τους πρώτους μήνες του 2007 ήταν σε αρκετές προηγμένες οικονομίες υψηλότερος του 2006, κυρίως εξαιτίας της παρατεταμένης ανόδου των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων που προηγήθηκε, της λειτουργίας πολλών από τις εν λόγω οικονομίες στα όρια των παραγωγικών τους δυνατοτήτων,¹⁹ αλλά και εξαιτίας άλλων παραγόντων (λ.χ. της αύξησης του ΦΠΑ στη Γερμανία στις αρχές του έτους). Η περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής σε πολλές προηγμένες οικονομίες τα τελευταία έτη συνέβαλε στη συγκράτηση του πληθωρισμού και των πληθωριστικών προσδοκιών, παρά τη μεγάλη άνοδο των τιμών του πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων και τους υψηλούς ρυθμούς ανόδου του ΑΕΠ. Ωστόσο, η άνοδος του πληθωρισμού τους τελευταίους μήνες του 2007, καθώς και η αβεβαιότητα που περιβάλλει τις προοπτικές για την εξέλιξη των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων και τις τυχόν επιπτώσεις της, υπογραμμίζουν το γεγονός ότι η συγκράτηση του πληθωρισμού παρα-

μένει σημαντική πρόκληση για τις νομισματικές αρχές των προηγμένων οικονομιών.

Η νομισματική πολιτική το δεύτερο εξάμηνο του 2007 βρέθηκε αντιμέτωπη με τους κινδύνους αφενός από την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές που ξεκίνησε από την κρίση στην αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ και αφετέρου από τις πληθωριστικές πιέσεις. Οι πληθωριστικές πιέσεις και οι πληθωριστικές προσδοκίες που δημιουργούσαν οι διαρκώς αυξανόμενες τιμές των βασικών εμπορευμάτων, κυρίως του αργού πετρελαίου, σε ένα περιβάλλον υψηλών ρυθμών πιστωτικής επέκτασης, έντονης ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας και στενότητας του παραγωγικού δυναμικού, είχαν οδηγήσει σε γενικευμένα, ήδη από το 2005-2006, τάση αύξησης των βασικών επιτοκίων, τα οποία βρίσκονταν σε γενικώς πολύ χαμηλά επίπεδα, από τις κεντρικές τράπεζες των μεγαλύτερων προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών. Αυτή η τάση αύξησης των επιτοκίων ανακόπηκε ή και αντιστράφηκε σε ορισμένες οικονομίες το δεύτερο εξάμηνο του 2007 (βλ. Διάγραμμα II.2), επειδή η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η διεθνής τάση επανεκτίμησης του επενδυτικού κινδύνου προκάλεσαν κρίση εμπιστοσύνης στις διεθνείς αγορές και αύξησαν τη μεταβλητότητα των αποδόσεων και το ασφάλιστρο κινδύνου στις τοποθετήσεις σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, προκαλώντας πρόβλημα ρευστότητας στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι νομισματικές αρχές στη ζώνη του ευρώ, τις ΗΠΑ, τον Καναδά και το Ηνωμένο Βασίλειο έδρασαν άμεσα για την εξομάλυνση της ανατα-

¹⁹ Το παραγωγικό κενό, δηλ. η διαφορά του πραγματικού από το δυνητικό προϊόν, ως ποσοστό του δυνητικού προϊόντος, στις χώρες του ΟΟΣΑ έγινε θετικό, 0,2% το 2007 από μηδενικό το 2006, ενώ στη ζώνη του ευρώ περιορίστηκε στο -0,3% από -0,9% το 2006.

