

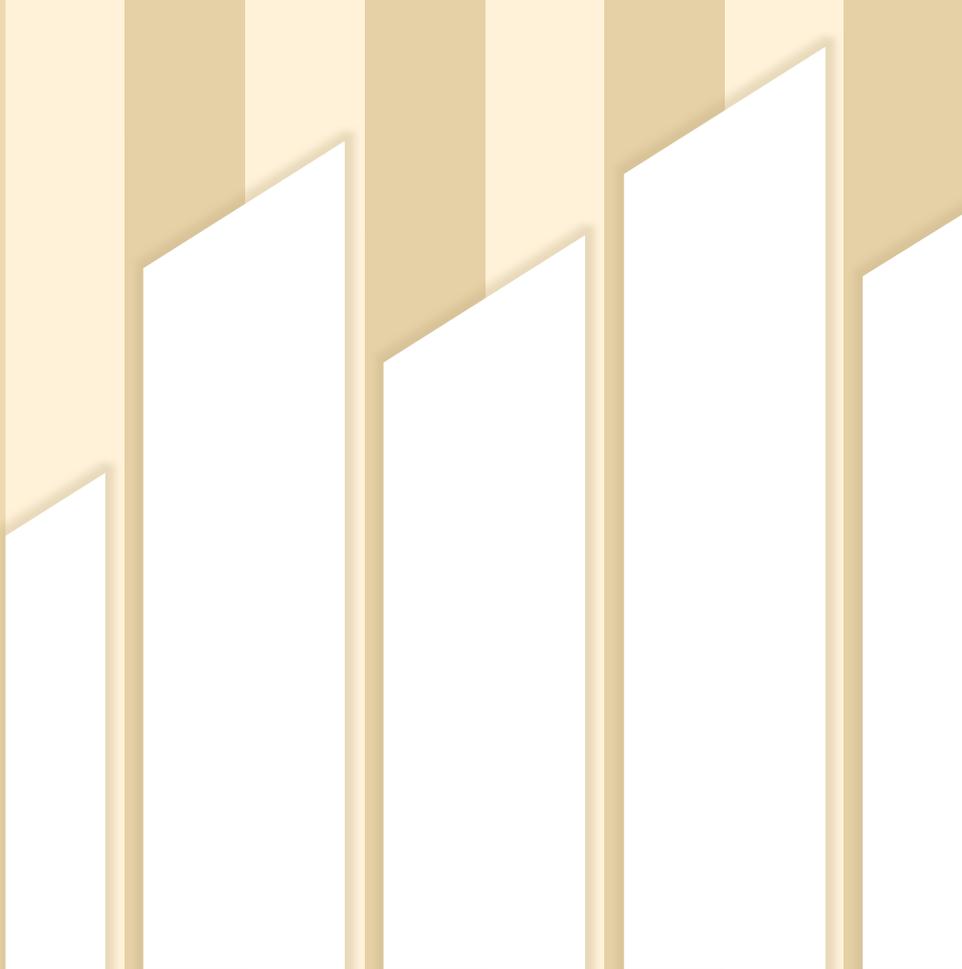


ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

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 εμπειρογνομόνων 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 ΝΧΙ	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.2Α 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.2Β 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 ΝΧΙ 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.5Α Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα	86	IV.11 Προσδοκίες των επιχειρήσεων για την απασχόληση	155
III.5Β 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 NXI,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 NXI σε τίτλους του Δημοσίου.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από τα εγχώρια NXI 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 NXI 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 NXI.

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, αντανakλώντας 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 συστήματος 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.

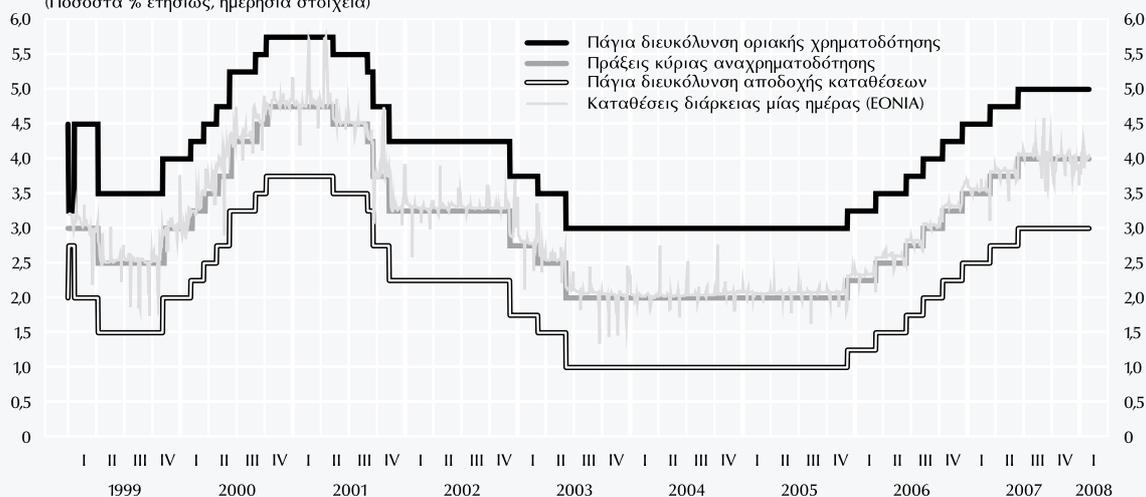
² Βλ. Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου.

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 πληρύτερα 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	Ευρωσύστημα 6.12.07	ΔΝΤ 29.1.08**	ΕΕ 9.11.07	ΟΟΣΑ 6.12.07	Consensus 10.12.07	Ευρωσύστημα 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 (ΔTK) 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-

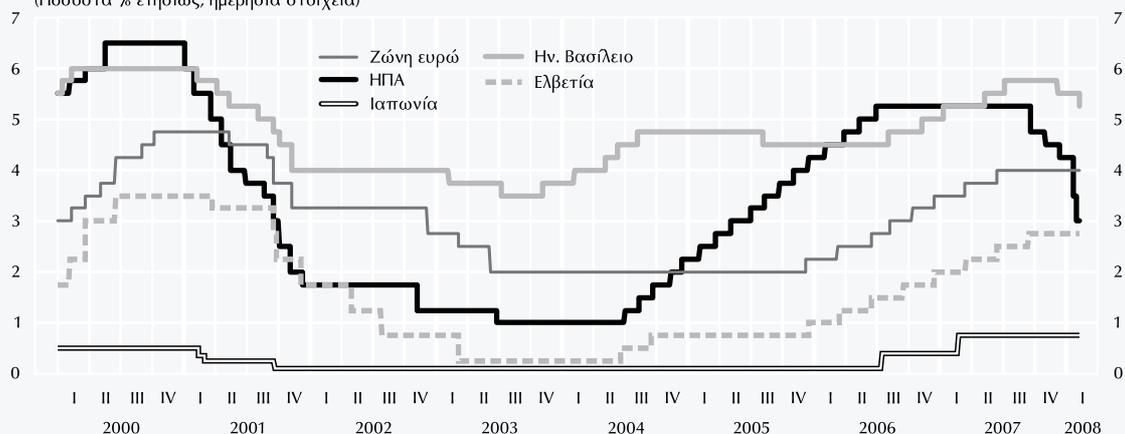
μένει σημαντική πρόκληση για τις νομισματικές αρχές των προηγμένων οικονομιών.

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.

Διάγραμμα Π.2

Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2000 - 7 Φεβρουαρίου 2008)
(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγές: Ζώνη του ευρώ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (minimum bid rate on main refinancing operations). ΗΠΑ: Ομοσπονδιακή Τράπεζα ΗΠΑ, επιτόκιο-στόχος για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια (intended federal funds rate). Ιαπωνία: Τράπεζα της Ιαπωνίας, επίσημο προεξοφλητικό επιτόκιο (official discount rate). Ην. Βασίλειο: Τράπεζα της Αγγλίας, επιτόκιο συμφωνιών επαναγοράς (repo rate). Ελβετία: κεντρική τράπεζα της Ελβετίας, μέσος ορίων στόχου για το τριμηνιαίο επιτόκιο Libor.

ραχής, παρέχοντας ρευστότητα στις αγορές (βλ. Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου).

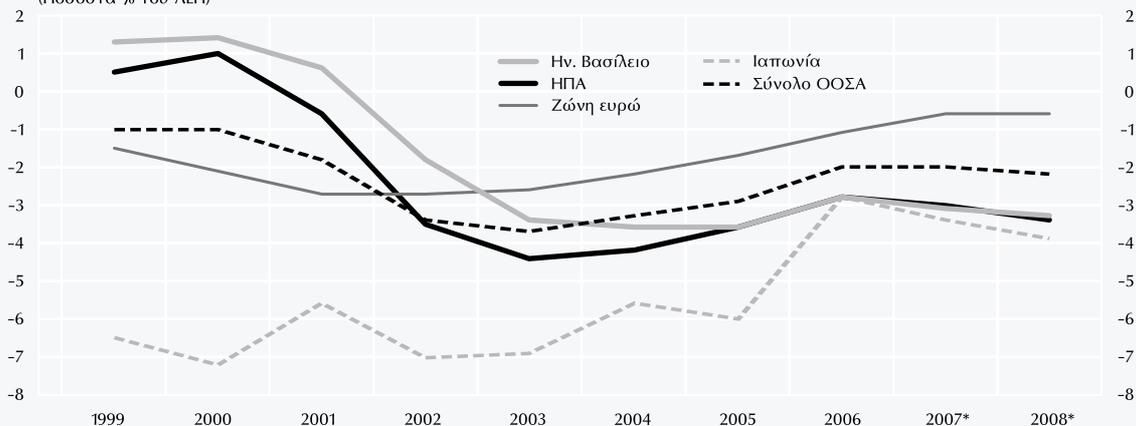
Αναλυτικότερα, στις ΗΠΑ η σταδιακή υποχώρηση εντός του 2007 του πυρήνα του πληθωρισμού και πάλι σε επίπεδα κοντά στο 2% και η προβλεπόμενη περαιτέρω οικονομική επιβράδυνση λόγω των εξελίξεων στην αγορά ακινήτων, σε συνδυασμό με την κρίση της αγοράς στεγαστικών δανείων, που έγινε αισθητή τον Ιούλιο και τον Αύγουστο, οδήγησαν την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ στην απόφαση να μειώσει το βασικό επιτόκιο-στόχο κατά 50 μονάδες βάσης στο 4,75% στις 18.9.2007. Μετά από τέσσερις ακόμη μειώσεις του βασικού επιτοκίου (τελευταία μείωση στις 30 Ιανουαρίου 2008), συνολικά κατά 175 μονάδες βάσης, το επιτόκιο-στόχος για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια καθορίστηκε στο 3%. Στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ διατήρησε τα βασικά της επιτόκια αμετάβλητα μετά τον Ιούνιο (βλ. Τμήμα 1 του παρόντος κεφαλαίου). Η ΕΚΤ πραγματοποίησε επανειλημμένες παρεμβάσεις στις αγορές χρήματος το διάστημα Αυγούστου-Δεκεμβρίου, παρέχοντας

ρευστότητα με σκοπό την εξομάλυνση της λειτουργίας τους. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου ο πληθωρισμός το πρώτο εξάμηνο του 2007 διαμορφώθηκε σε επίπεδα σαφώς υψηλότερα του στόχου (2%), η Τράπεζα της Αγγλίας αύξησε τρεις φορές το βασικό επιτόκιο της, το οποίο διαμορφώθηκε στο 5,75% στις 5.7.2007. Η έλλειψη ρευστότητας που παρατηρήθηκε την περίοδο Αυγούστου-Σεπτεμβρίου, καθώς και ο κίνδυνος γενίκευσης της κρίσης στο βρετανικό τραπεζικό σύστημα από τη γνωστοποίηση των έντονων προβλημάτων ρευστότητας της μεγάλης στεγαστικής τράπεζας Northern Rock, οδήγησαν την Τράπεζα της Αγγλίας να προβεί στα μέσα Σεπτεμβρίου στη χορήγηση πρόσθετης ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα. Λόγω των εξελίξεων στο χρηματοπιστωτικό τομέα και της υποχώρησης της εγχώριας ζήτησης και των πληθωριστικών πιέσεων, η Τράπεζα της Αγγλίας μείωσε το βασικό της επιτόκιο στις 6 Δεκεμβρίου 2007 σε 5,5% και στις 7 Φεβρουαρίου 2008 σε 5,25%. Στην Ιαπωνία, όπου παραμένει ως προτεραιότητα η μονιμότερη έξοδος από την κατάσταση αρνητικού πληθωρισμού

Διάγραμμα 11.3

Κυκλικά διορθωμένο δημοσιονομικό αποτέλεσμα (1999-2008)

(Ποσοστά % του ΑΕΠ)



* 2007: εκτιμήσεις, 2008: προβλέψεις.

Σημείωση: Το κυκλικά διορθωμένο δημοσιονομικό αποτέλεσμα υπολογίζεται σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης και ορίζεται ως ο λόγος του δημοσιονομικού ελλείμματος ή πλεονάσματος (όπως έχει προσαρμοστεί ώστε να λαμβάνεται υπόψη η επίδραση του οικονομικού κύκλου) προς το δυνητικό προϊόν.

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

και η μεταβολή του ΔTK ήταν -0,1% τους πρώτους εννέα μήνες του 2007, έναντι 0,2% το 2006, η Τράπεζα της Ιαπωνίας διατήρησε το βασικό της προεξοφλητικό επιτόκιο στο 0,75%, όπως είχε καθοριστεί στις 21.2.2007.

Η δημοσιονομική πολιτική που ασκήθηκε στις χώρες του ΟΟΣΑ το 2007 συνέβαλε στη μικρή περαιτέρω βελτίωση της δημοσιονομικής κατάστασης. Η εξέλιξη αυτή υποβοηθήθηκε και από την εισπραξη υψηλών έκτακτων εσόδων. Στο σύνολο των χωρών-μελών του ΟΟΣΑ, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι υποχώρησε στο 1,6% του ΑΕΠ, από 1,8% το 2006. Σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ, στη ζώνη του ευρώ επιτεύχθηκε σημαντική βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης (από έλλειμμα ίσο με 1,6% του ΑΕΠ σε 0,7% το 2007), παρά την οικονομική επιβράδυνση, με παράλληλη βελτίωση του κυκλικά διορθωμένου ελλείμματος, που εκτιμάται στο 0,6% του δυνητικού ΑΕΠ, από 1,1% το 2006. Αντίθετα, τα δημοσιονομικά ελλείμματα αυξήθηκαν στις ΗΠΑ (στο 2,8% του ΑΕΠ, από 2,6% το 2006), την Ιαπωνία

(στο 3,4% του ΑΕΠ, από 2,9% το 2006), αλλά και το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου –παρά την επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ– το δημοσιονομικό έλλειμμα αυξήθηκε ελαφρά στο 2,9% του ΑΕΠ, από 2,8% το 2006.

2.2 Εξελίξεις στις κυριότερες οικονομίες και οικονομικές περιοχές

Όσον αφορά τις μακροοικονομικές εξελίξεις στις κυριότερες οικονομίες και οικονομικές περιοχές, το ΔΝΤ εκτιμά ότι το 2007 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο (στο 2,6%, από 3,0% το 2006), ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες παρέμεινε περίπου στο υψηλό επίπεδο του 2006 (7,8% έναντι 7,7%). Μεταξύ των επτά μεγαλύτερων προηγμένων οικονομιών, οι ΗΠΑ σημείωσαν τη μεγαλύτερη επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής δραστηριότητας (2,2% το 2007, από 2,9% το 2006), με αποτέλεσμα για πρώτη φορά την τελευταία εξαετία η ζώνη του ευρώ να σημειώσει ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ (2,6%, έναντι 2,8%

το 2006) ο οποίος ήταν υψηλότερος από εκείνον των ΗΠΑ. Από τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες τις καλύτερες επιδόσεις σημείωσαν, όπως και το 2006, η Κίνα (11,4%), η Ινδία (8,9%) και η Ρωσία (7,5%), οι οποίες φαίνεται, γενικά, να μην επηρεάστηκαν από την πρόσφατη χρηματοπιστωτική αναταραχή. Για το 2008 προβλέπεται σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στις προηγμένες οικονομίες και σχετικά μικρή στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, οι οποίες θα συνεχίσουν να έχουν την κυριότερη συμβολή στην παγκόσμια ανάπτυξη (βλ. Πίνακα II.2). Στη ζώνη του ευρώ ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται ότι θα διαμορφωθεί μεταξύ 1,5% και 2,5% σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2007), ενώ, σύμφωνα με ορισμένες πιο πρόσφατες προβλέψεις (του ΔΝΤ), ενδέχεται να περιοριστεί στο 1,6% (βλ. επίσης Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου).

Ειδικότερα, στις ΗΠΑ η μεγάλη μείωση της επενδυτικής δραστηριότητας στον κλάδο των κατοικιών²⁰ υπήρξε ο κύριος παράγοντας επιβράδυνσης του ρυθμού ανάπτυξης το 2007. Από την άλλη πλευρά, θετική εκτιμάται ότι υπήρξε η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ, εξέλιξη στην οποία έχει συμβάλει η υποτίμηση του δολαρίου, η οποία ενίσχυσε τις εξαγωγές, αλλά και η μειωμένη ζήτηση για εισαγωγές. Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική αναταραχή δημιούργησε προβλήματα ρευστότητας σε πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ενώ οι όροι χορήγησης δανείων έγιναν αυστηρότεροι. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών υποχώρησε στο 5,6% του ΑΕΠ το 2007 από 6,2% του ΑΕΠ το 2006, παρά την αύξηση των τιμών του πετρελαίου. Οι εξελίξεις στην αγορά κατοικιών και στο χρηματοπιστωτικό κλάδο διαμορφώνουν σε μεγάλο βαθμό τις προοπτικές της οικονομίας των ΗΠΑ το 2008 και το ΔΝΤ

προβλέπει αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,5%, δηλαδή με ρυθμό σαφώς χαμηλότερο από το δυνητικό, ενώ υπάρχουν φόβοι ύφεσης. Η ιδιωτική καταναλώση αναμένεται να επηρεαστεί αρνητικά από την επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης και την αύξηση της ανεργίας, οι οποίες θα επηρεάσουν το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και την εμπιστοσύνη των καταναλωτών. Επίσης, το υψηλότερο κόστος δανεισμού και η υποχώρηση του ρυθμού ανόδου των τιμών των ακινήτων²¹ εκτιμάται ότι θα επηρεάσουν αρνητικά την αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών και το επίπεδο του δανεισμού τους.²² Ύστερα από συμφωνία της Ομοσπονδιακής Κυβέρνησης και της ηγεσίας της Βουλής των Αντιπροσώπων στις 24.1.2008, το Κογκρέσο ψήφισε, στις 7.2.2008, δέσμη δημοσιονομικών μέτρων ύψους 168 δισεκ. δολαρίων (περίπου 1% του ΑΕΠ), προκειμένου να τονωθεί άμεσα η επιβραδυνόμενη εγχώρια ζήτηση.

Στο *Ηνωμένο Βασίλειο*, σε αντίθεση με τις λοιπές έξι μεγαλύτερες προηγμένες οικονομίες, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιταχύνθηκε σε 3,1% το 2007 από 2,8% το 2006, λόγω της ισχυρής ανάπτυξης στον τομέα των υπηρεσιών και της

20 Η μεταβολή των πραγματικών ακαθάριστων ιδιωτικών επενδύσεων στον τομέα των κατοικιών υπήρξε αρνητική συνεχώς από το πρώτο τρίμηνο του 2006 και μετά. Το τέταρτο τρίμηνο του 2007 η μεταβολή έφθασε το -23,9% έναντι του προηγούμενου τριμήνου (τριμηνιαίος ρυθμός αναγόμενος σε ετήσια βάση).

21 Η ετήσια μεταβολή του Δείκτη Τιμών Κατοικιών στις ΗΠΑ που δημοσιεύει το Office of Federal Housing Enterprise Oversight ήταν 1,8% το τρίτο τρίμηνο του 2007, συγκριτικά με 12,5% και 7,5% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2005 και 2006.

22 Η μείωση των τιμών των ακινήτων επηρεάζει την καταναλώση με δύο τρόπους, άμεσα μεν μειώνοντας τον πλούτο των νοικοκυριών (wealth effect), έμμεσα δε μειώνοντας τις συνολικές πιστώσεις προς τα νοικοκυριά μέσω του ενυπόθηκου δανεισμού (collateral effect). Όσο μειώνεται η αξία της κατοικίας, τόσο μειώνεται το ύψος της εξασφάλισης που ο δανειολήπτης μπορεί να προσφέρει στην τράπεζα για οποιαδήποτε μορφή ενυπόθηκου δανεισμού, άρα και το συνολικό ποσό του δανείου. Βλ. Catte, P., N. Girouard, R. Price and C. Andre (2004), "Housing Markets, Wealth and the Business Cycle", OECD Economics Department Working Papers, No. 394.

μεγάλης ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης. Σε αρκετά υψηλό επίπεδο εκτιμάται ότι διατηρήθηκε το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (5,7% του ΑΕΠ το τρίτο τρίμηνο του 2007). Το 2008 προβλέπεται σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης σε 2,2%, κυρίως επειδή αναμένεται να επιβραδυνθεί η άνοδος της εγχώριας ζήτησης λόγω των πρόσφατων εξελίξεων στην αγορά ακινήτων και στο χρηματοπιστωτικό κλάδο. Στην *Ιαπωνία* ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε το 2007 (σε 1,9% από 2,4% το 2006) λόγω του χαμηλότερου ρυθμού αύξησης των επενδύσεων, ιδίως στον κατασκευαστικό κλάδο. Ο εξωτερικός τομέας εξακολούθησε να συμβάλλει σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη (περισσότερο από το 50% της ανόδου του ΑΕΠ οφείλεται στην αύξηση των καθαρών εξαγωγών). Η Τράπεζα της *Ιαπωνίας* δεν προχώρησε στην εφαρμογή αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής,²³ καθώς το πρόβλημα της επανεμφάνισης αρνητικού πληθωρισμού παρέμεινε έντονο, όπως φαίνεται από το ρυθμό μεταβολής του δείκτη του πυρήνα του πληθωρισμού, ο οποίος είναι αρνητικός από το 1998 (μέσος όρος 2005-2007: -0,3%). Το ιδιαίτερα υψηλό ακαθάριστο δημόσιο χρέος αυξήθηκε περαιτέρω σε 179,5% του ΑΕΠ το 2007. Το ΔΝΤ προβλέπει επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ στο 1,5% το 2008, καθώς η πρόσφατη ανατίμηση του γιεν αναμένεται να επιβραδύνει το ρυθμό αύξησης των εξαγωγών. Αντίθετα, στην *Κίνα* η οικονομική δραστηριότητα επιταχύνθηκε περαιτέρω (ρυθμός αύξησης ΑΕΠ: 11,4% το 2007 έναντι 11,1% το 2006), υποστηριζόμενη από την αύξηση των εξαγωγών και των επενδύσεων, παρά την επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου και την εφαρμογή από την κινεζική κυβέρνηση σειράς μέτρων νομισματικής πολιτικής για τον περιορισμό των επενδύσεων.²⁴ Τα μέτρα αυτά φαίνεται ότι είχαν μικρή αποτελεσματικότητα όσον αφορά τον έλεγχο του πληθωρισμού, ο οποίος

αυξήθηκε σημαντικά (στο 4,5% το 2007 από 1,6% το 2006) λόγω των υψηλών τιμών της ενέργειας και των ειδών διατροφής.²⁵ Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε περαιτέρω στο 11,2% του ΑΕΠ το 2007 από 9,4% το 2006, οδηγώντας, σε συνδυασμό με την καθαρή εισροή κεφαλαίων, σε περαιτέρω εντυπωσιακή αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της χώρας, τα οποία έφθασαν τα 1,5 τρισεκ. δολ. ΗΠΑ τον περασμένο Δεκέμβριο, από περίπου 1,0 τρισεκ. δολ. στο τέλος του 2006. Σημαντική ήταν και η αύξηση των τιμών των μετοχών και των ακινήτων, έχει όμως ενισχυθεί και ο κίνδυνος απότομης διόρθωσης των τιμών των μετοχών. Το ΔΝΤ και η Παγκόσμια Τράπεζα προβλέπουν ότι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί στο 9,6-10,0% το 2008, παραμένοντας πάντως πολύ υψηλός. Υψηλούς αλλά επιβραδυνόμενους ρυθμούς ανάπτυξης σημείωσαν το 2007 οι *εκτός της ζώνης του ευρώ χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης*, ενώ γενικά ευνοϊκές παραμένουν οι οικονομικές προοπτικές των χωρών αυτών και το 2008. Στη *Ρωσία*, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιταχύνθηκε σε 7,5% το 2007 από 6,7% το 2006, καθώς τόσο η ιδιωτική κατανάλωση όσο και οι επενδύσεις αυξήθηκαν με υψηλούς ρυθμούς. Παράγοντες που ενίσχυσαν την έντονη οικονομική δραστηριότητα υπήρξαν η αύξηση των εισοδημάτων, ο υψηλός ρυθμός πιστωτικής επέκτασης και η εισροή κεφαλαίων, ενώ χαλαρή υπήρξε τόσο η νομισματική όσο και η δημοσιονομική πολιτική. Ο πληθωρισμός κινήθηκε καθοδικά και διαμορφώ-

²³ Μια τέτοια νομισματική πολιτική θα περιόριζε ως ένα βαθμό την κερδοσκοπική δραστηριότητα δανεισμού σε γιεν και τοποθετήσεων σε αξίες υψηλότερων αποδόσεων σε άλλα νομίσματα ("carry trade").

²⁴ Αυξήσεις των επιτοκίων και του ποσοστού των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών των εμπορικών τραπεζών, το οποίο ύστερα από αλλεπάλληλες αυξήσεις έφθασε το 13,5%, και επιβολή ανώτατου ορίου στην αξία των εκδόσεων νέων δανείων.

²⁵ Η κυβέρνηση ανακοίνωσε τον Οκτώβριο του 2007 "πάγωμα" όλων των τιμών αγαθών και υπηρεσιών και διοικητικούς ελέγχους των τιμών μέχρι το τέλος του έτους.

θηκε στο 8,1%, έναντι 9,7% το 2006. Η έντονη άνοδος των τιμών της ενέργειας συνέβαλε στη διατήρηση υψηλού πλεονάσματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο όμως βρίσκεται σε καθοδική τάση (5,9% του ΑΕΠ το 2007 έναντι 9,7% το 2006) λόγω των υψηλών ρυθμών αύξησης των εισαγωγών. Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ προβλέπεται να υποχωρήσει στο 6,5% το 2008 και ο πληθωρισμός στο 9,5%.

2.3 Παγκόσμιο εμπόριο και διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων

Ο ρυθμός αύξησης του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών υποχώρησε αισθητά σε 6,6% το 2007, έναντι 9,2% το 2006, σε ένα περιβάλλον ελαφράς επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης. Κατά το μεγαλύτερο μέρος, η επιβράδυνση προήλθε από την υποχώρηση του ρυθμού αύξησης των εξαγωγών και των εισαγωγών στις προηγμένες οικονομίες, οι οποίες εξάλλου κατέχουν το μεγαλύτερο μερίδιο στο παγκόσμιο εμπόριο (περίπου 68% των συνολικών εξαγωγών και 70% των συνολικών εισαγωγών παγκοσμίως). Οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες κατέχουν μικρότερο μερίδιο στο παγκόσμιο εμπόριο, αλλά ο ρυθμός αύξησης του όγκου του εξωτερικού τους εμπορίου είναι σημαντικά ταχύτερος από ό,τι στις προηγμένες οικονομίες,²⁶ κυρίως λόγω της αξιοσημείωτης δυναμικής της Κίνας. Το 2008, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου αναμενόταν να παραμείνει σχεδόν αμετάβλητος στο 6,7%, σύμφωνα με παλαιότερες προβλέψεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2007), ή και να επιταχυνθεί ελαφρά στο 8,1%, από 7% το 2006, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (Δεκέμβριος 2007).

Η διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent αυξήθηκε στα 88,4 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι (61,0 ευρώ το βαρέλι) το τέταρτο τρίμηνο του 2007, διαμορφώνοντας σε 8,9% το μέσο ετήσιο

ρυθμό μεταβολής το 2007 έναντι του 2006 σε όρους δολαρίου. Στις αρχές Ιανουαρίου του τρέχοντος έτους αυξήθηκε περαιτέρω, ενώ το μέσο επίπεδο της για ολόκληρο το μήνα διαμορφώθηκε στα 93,7 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι.²⁷ Σε όρους ευρώ η μέση ετήσια μεταβολή ήταν ανεπαίσθητα αρνητική (-0,2% το 2007, έναντι αύξησης κατά 18,6% το 2006), λόγω της σημαντικής ανατίμησης του ευρώ έναντι του δολαρίου (9,1% κατά μέσον όρο το 2007). Οι γεωπολιτικές εντάσεις, οι συνθήκες στενότητας της προσφοράς και η αύξηση της παγκόσμιας ζήτησης για το αργό πετρέλαιο και τα παράγωγά του, ιδίως από την Κίνα, οδήγησαν σε μείωση των αποθεμάτων και σε αύξηση των τιμών. Πέρα από την εξέλιξη των θεμελιωδών μεγεθών, οι αναλυτές των αγορών εκτιμούν ότι η δραστηριότητα κερδοσκοπικών κεφαλαίων έχει συμβάλει και αυτή ώστε να διογκωθεί η πραγματική διάσταση του προβλήματος της στενότητας που επικρατεί στην αγορά πετρελαίου. Η υποτίμηση του δολαρίου και η συνακόλουθη μείωση της αγοραστικής αξίας των εσόδων των εξαγωγέων πετρελαίου εκτιμάται ότι επίσης επηρεάζουν την τιμολογιακή πολιτική τους και συμβάλλουν στην ανοδική πορεία της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου σε δολάρια. Οι αυξημένες τιμές του πετρελαίου και η αναμενόμενη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο εκτιμάται ότι θα επηρεάσουν το ρυθμό αύξησης της παγκόσμιας ζήτησης αργού πετρελαίου.

Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων, σε δολάρια ΗΠΑ, αυξήθηκαν

²⁶ Ο όγκος των εξαγωγών των αναδυόμενων και αναπτυσσόμενων οικονομιών εκτιμάται ότι αυξήθηκε το 2007 κατά 9,2%, ενώ των προηγμένων κατά 5,4%. Ο όγκος των εισαγωγών αυξήθηκε αντίστοιχα κατά 12,5% και 4,3%.

²⁷ Η υψηλότερη ημερήσια τρέχουσα τιμή για το αργό πετρέλαιο τύπου Brent καταγράφηκε στις 3.1.2008 (99,76 δολ. το βαρέλι) και για το αργό πετρέλαιο τύπου West Texas Intermediate στις 2.1.2008 (99,63 δολ. το βαρέλι).

σημαντικά το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 (περί το 16%, έναντι 28% το 2006), ιδίως οι τιμές των βασικών μετάλλων (21% σε σχέση με το μέσο όρο του 2006) και των τροφίμων (13,5% σε σχέση με το μέσο όρο του 2006). Η αύξηση των τιμών των τροφίμων ήταν αποτέλεσμα κυρίως της αυξανόμενης

παγκόσμιας ζήτησης, ιδίως από τις αναδυόμενες οικονομίες και της μείωσης της παραγωγής λόγω δυσμενών καιρικών συνθηκών (βλ. Πλαίσιο II.2). Το 2008 προβλέπεται διατήρηση των ανοδικών πιέσεων στις τιμές των αγροτικών προϊόντων, κυρίως από την πλευρά της ζήτησης.

ΠΛΑΙΣΙΟ II.2

Πρόσφατες εξελίξεις στις διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων του αγροτικού τομέα και των τροφίμων

1. Εισαγωγή

Η εξέλιξη των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων του αγροτικού τομέα (τροφίμων και πρώτων υλών)¹ μπορεί να ασκήσει άμεσες και έμμεσες επιδράσεις στον πληθωρισμό. Οι άμεσες επιδράσεις προκύπτουν από τη συμμετοχή των αγροτικών προϊόντων στα μη επεξεργασμένα και επεξεργασμένα είδη διατροφής που περιλαμβάνονται στο “καλάθι” του γενικού δείκτη τιμών καταναλωτή, ενώ οι έμμεσες επιδράσεις αφορούν τις τιμές άλλων τελικών αγαθών για την παραγωγή των οποίων τα αγροτικά προϊόντα χρησιμοποιούνται ως πρώτη ύλη ή ενδιάμεσα αγαθά. Στο παρόν πλαίσιο αναλύονται οι πρόσφατες εξελίξεις στις διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων του αγροτικού τομέα και συνοψίζονται οι επιδράσεις τους στον πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ.

2. Η εξέλιξη των διεθνών τιμών των αγροτικών προϊόντων

Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων του αγροτικού τομέα έχουν αυξηθεί σημαντικά από το 2001, αλλά σε μικρότερο βαθμό από τις τιμές άλλων βασικών εμπορευμάτων, π.χ. των βασικών μετάλλων, του άνθρακα και του αργού πετρελαίου (βλ. το διάγραμμα που ακολουθεί). Τους τελευταίους μήνες του 2007 και στις αρχές του τρέχοντος έτους ωστόσο, παρατηρήθηκε σημαντική επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των τιμών των αγροτικών προϊόντων (τροφίμων): ο ετήσιος ρυθμός αύξησης το Δεκέμβριο του 2007 ήταν της τάξεως του 35% σε δολάρια ΗΠΑ και 25% σε ευρώ.²

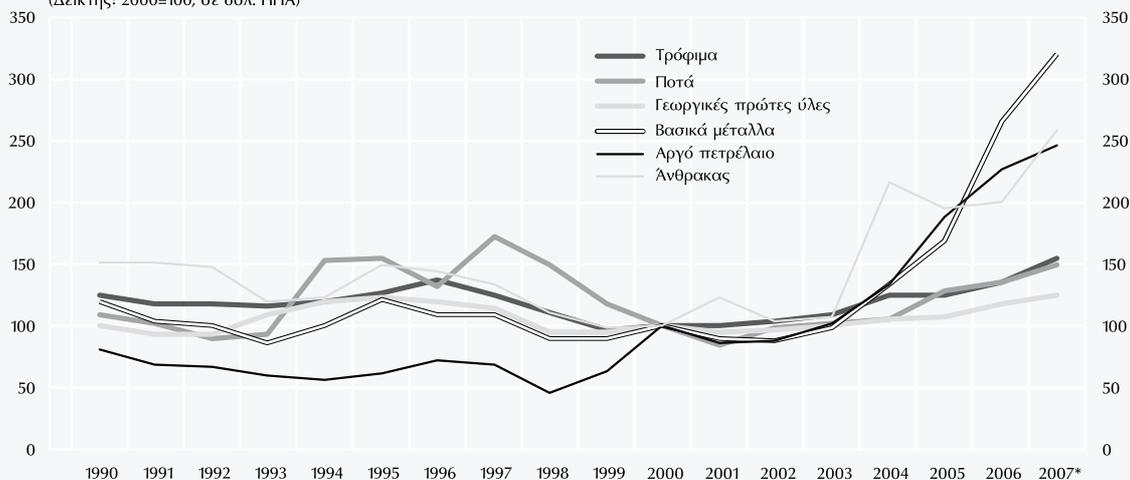
Η πρόσφατη άνοδος των διεθνών τιμών των αγροτικών προϊόντων οφείλεται τόσο σε συγκυριακούς όσο και σε μονιμότερους παράγοντες, οι κυριότεροι από τους οποίους είναι: (α) η αύξηση του κόστους καλλιέργειας, λόγω των υψηλών τιμών της ενέργειας και των λιπασμάτων, (β) η συγκυριακή μείωση της παραγωγής ορισμένων αγροτικών προϊόντων λόγω δυσμενών καιρικών συνθηκών, (γ) τα χαμηλά επίπεδα των αποθεμάτων και (δ) η μεγάλη αύξηση της παγκόσμιας ζήτησης αγροτικών προϊόντων για τρόφιμα, ζωοτροφές και παραγωγή βιοκαυσίμων. Συγκεκριμένα, το σταδιακά αυξανόμενο εισόδημα των νοικοκυριών στις περισσότερες αναδυόμενες οικονομίες και κυρίως στην Κίνα συνέβαλε στη μετατόπιση των διατροφικών προτιμήσεων των καταναλωτών προς είδη διατροφής υψηλής πρωτεϊνικής αξίας, όπως το κρέας και τα γαλακτοκομικά, με συνέπεια να αυξηθεί η ζήτηση αγροτικών προϊόντων για ζωοτροφές. Επίσης, η σταδιακά εντεινόμενη προσπάθεια παραγωγής εναλλακτικών καυσίμων, κυρίως αιθανόλης και βιοντίζελ, οδήγησε σε αύξηση της ζήτησης και της τιμής των αγροτικών προϊόντων, όπως ο αραβόσιτος, από τα οποία παράγονται βιοκαύσιμα, και σε ανοδικές πιέσεις στην τιμή άλλων αγροτικών προϊόντων εις βάρος των οποίων γίνεται υποκατάσταση καλλιέργειας. ➔

¹ Στα τρόφιμα περιλαμβάνονται κυρίως τα δημητριακά, τα έλαια και οι ελαιούχοι σπόροι, η ζάχαρη, τα ροφήματα και ο καπνός, ενώ στις πρώτες ύλες το βαμβάκι, το μαλλί, το δέρμα, το ελαστικό κόμμι, το ξύλο και ο ξυλοπολτός. Επίσης, αντικείμενο διαπραγμάτευσης στα διεθνή χρηματιστήρια εμπορευμάτων αποτελούν το κρέας και άλλα ζωικά παράγωγα, το ψάρι, τα φρούτα και τα λαχανικά.

² Βλ. HWWI Commodity Price Index.

Εξέλιξη τιμών βασικών εμπορευμάτων

(Δείκτης: 2000=100, σε δολ. ΗΠΑ)



* Μέσος όρος Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007.

Πηγή: ΔΝΤ, *International Financial Statistics*, Ιανουάριος 2008.

→ Οι εκτιμήσεις για τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών των αγροτικών προϊόντων και των τροφίμων σε διεθνές και σε εγχώριο επίπεδο περιβάλλονται από υψηλή αβεβαιότητα. Η επίδραση ορισμένων βασικών παραγόντων που διαμορφώνουν την προσφορά αγροτικών προϊόντων, όπως π.χ. η τεχνολογική πρόοδος, η ενεργειακή πολιτική και οι καιρικές συνθήκες, είναι δύσκολο να προβλεφθεί. Καθώς όμως οι περισσότεροι από τους παράγοντες που ήδη επιδρούν στη ζήτηση φαίνεται να έχουν μόνιμο και διαρθρωτικό χαρακτήρα, αναμένεται ότι οι ανοδικές πιέσεις στις διεθνείς τιμές των αγροτικών προϊόντων θα συνεχιστούν στο ορατό μέλλον, διατηρώντας έτσι τις τιμές αυτές τα επόμενα έτη σε επίπεδο υψηλότερο από τη μακροχρόνια τάση τους.³

3. Η συμβολή της αύξησης των τιμών των αγροτικών προϊόντων στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ⁴

Η αύξηση των διεθνών τιμών των αγροτικών προϊόντων συνέβαλε σε αυξήσεις των αντίστοιχων τιμών στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο και στις χώρες-μέλη,⁵ όπως υποδηλώνει εν μέρει η εξέλιξη των τιμών των ειδών διατροφής που περιλαμβάνονται στον ΕνΔΤΚ. Στη ζώνη του ευρώ, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του δείκτη τιμών των ειδών διατροφής (συμπεριλαμβανόμενων των ποτών και του καπνού) επιταχύνθηκε περαιτέρω φθάνοντας το 4,3% τον Δεκέμβριο του 2007, από 2,4% κατά μέσον όρο το 2006. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής επιταχύνθηκε σε 5,1% το Δεκέμβριο του 2007 από 2,1% κατά μέσον όρο το 2006. Αντίθετα, οι τιμές των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, παρότι είναι πιο ευμετάβλητες, δεν φαίνεται να έχουν μέχρι τώρα επηρεαστεί σημαντικά από τις πρόσφατες εξελίξεις στις διεθνείς τιμές των αγροτικών εμπορευμάτων. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους επιταχύνθηκε ελαφρά σε 3,1% το Δεκέμβριο του 2007 από 2,8% κατά μέσον όρο το 2006. Από τους επιμέρους υποδείκτες των ειδών διατροφής, θεαματική άνοδο σημείωσαν τα δημητριακά →

3 Βλ. ΟΟΣΑ (2007), *OECD-FAO Agricultural Outlook 2007-2016*.
4 Βλ. επίσης, ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Δεκέμβριος 2007, Πλαίσιο 4 "Euro area food prices: recent developments and outlook", και Σεπτέμβριος 2007, Πλαίσιο 7 "Recent food price developments in world markets and the euro area".
5 Ο βαθμός στον οποίο οι διεθνείς τιμές των αγροτικών προϊόντων επηρεάζουν τις τιμές των αντίστοιχων προϊόντων στη ζώνη του ευρώ εξαρτάται κυρίως από: (α) το μερίδιο των αγροτικών προϊόντων στο σύνολο των εισαγωγών της ζώνης του ευρώ, το οποίο είναι σχετικά μικρό (5,2% το 2006), (β) τις ισχύουσες ρυθμίσεις της ΚΑΠ, οι οποίες ως ένα βαθμό προστατεύουν την ευρωπαϊκή αγορά αγροτικών προϊόντων από το διεθνή ανταγωνισμό και (γ) την ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ.

→ (7,1% το Δεκέμβριο του 2007 από 1,4% κατά μέσον όρο το 2006) και τα γαλακτοκομικά (11,1% το Δεκέμβριο του 2007 από 0,6% κατά μέσον όρο το 2006). Η άνοδος αυτή οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στις παγκόσμιες συνθήκες προσφοράς και ζήτησης και στην εξέλιξη των τιμών των αντίστοιχων προϊόντων διεθνώς.

Οι τιμές των ειδών διατροφής (πλην ποτών και καπνού) έχουν βαρύνουσα σημασία για την εξέλιξη του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, καθώς η συμμετοχή τους στο “καλάθι” του ΕνΔΤΚ της ζώνης του ευρώ είναι 15,6% (το 2007). Ενδεικτικά, το αντίστοιχο μερίδιο στις ΗΠΑ είναι περίπου 10%, ενώ στην Κίνα είναι περίπου 30%. Ο βαθμός μετακύλισης όμως των αυξημένων διεθνών και εγχώριων τιμών

των αγροτικών προϊόντων και των ειδών διατροφής στον τελικό καταναλωτή διαφοροποιείται μεταξύ των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ, καθώς εξαρτάται μεταξύ άλλων από διαφορές σε παράγοντες όπως οι συνθήκες ανταγωνισμού, τα περιθώρια λιανημπορικού και χονδρεμπορικού κέρδους που επικρατούν σε κάθε εγχώρια αγορά, οι διατροφικές συνήθειες, η καταναλωτική συμπεριφορά και οι προτιμήσεις, η ελαστικότητα της ζήτησης ως προς τις τιμές ή το εισόδημα, κ.λπ.⁶

⁶ Είναι χαρακτηριστικό ότι ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΕνΔΤΚ των επεξεργασμένων ειδών διατροφής (πλην καπνού) τον Οκτώβριο 2007 κυμάνθηκε μεταξύ 11,2% (Σλοβενία) και 1,1% (Φινλανδία). Βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Δεκέμβριος 2007, Πλαίσιο 4 “Euro area food prices: recent developments and outlook”.

3. Μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη ζώνη του ευρώ²⁸

Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα το 2007, δεδομένου ότι υπήρξε σχετικά περιορισμένη στη διάρκεια του έτους η επίδραση ορισμένων δυσμενών εξωγενών παραγόντων, όπως η άνοδος της διεθνούς τιμής του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων, καθώς και η αναταραχή στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται να υποχωρήσει το 2008, παραμένοντας όμως πλησίον του δυνητικού ρυθμού ανάπτυξης, καθώς οι επιπτώσεις της υποχώρησης του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ και του παγκόσμιου εμπορίου, της χρηματοπιστωτικής αναταραχής και της ανατίμησης του ευρώ εκτιμάται ότι θα γίνουν περισσότερο αισθητές.

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ παρουσίασε σημαντική διακύμανση στη διάρκεια του 2007, αντανakλώντας κυρίως την εξέλιξη των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων, και υπερέβη κατά τι το 2% σε μέσα ετήσια

επίπεδα. Σύμφωνα με τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, η πίεση από τις τιμές των πρώτων υλών θα εξακολουθήσει να είναι αισθητή και ο πληθωρισμός αναμένεται να διατηρηθεί σχετικά υψηλός τους επόμενους μήνες, ενώ θα υποχωρήσει μόνο σταδιακά στη συνέχεια.

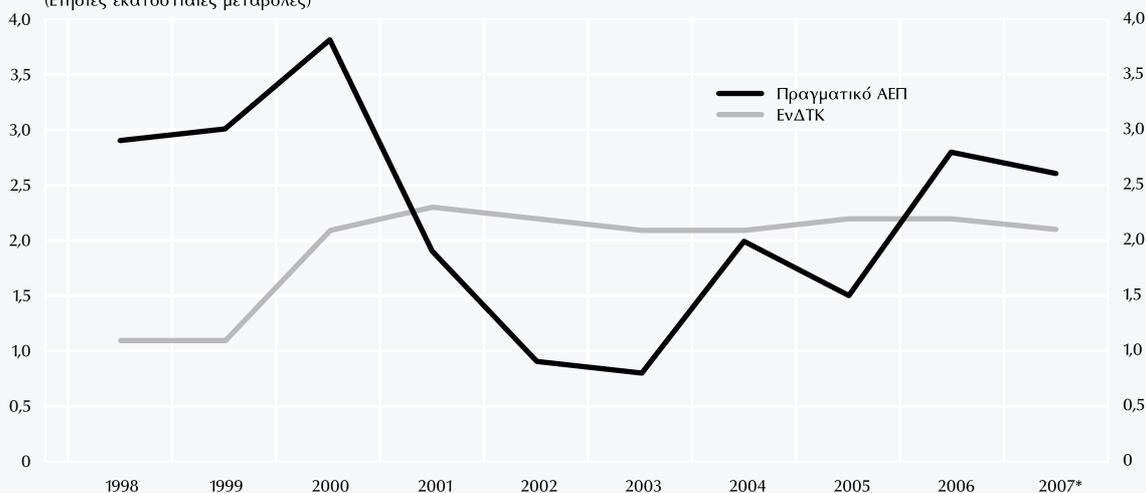
3.1 Η εξέλιξη των τιμών

Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, μετρούμενος βάσει του ΕνΔΤΚ, διαμορφώθηκε στο 2,1% το 2007, έναντι 2,2% το 2006 (βλ. Διάγραμμα II.4). Ο ετήσιος πληθωρισμός παρέμεινε κάτω από το 2% κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2007. Τον Αύγουστο κατέγραψε την κατώτατη τιμή του έτους, 1,7%, ενώ στη συνέχεια κινήθηκε ανοδικά και διατηρήθηκε άνω του 2%,

²⁸ Οι αναφορές στις οικονομικές προοπτικές για το 2007 βασίζονται στις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Δεκέμβριος 2007), στις προβλέψεις του ΟΟΣΑ (*Economic Outlook*, Δεκέμβριος 2007) και στις Φθινοπωρινές Προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (*Economic Forecasts, Autumn 2007*, Νοέμβριος 2007), ενώ λαμβάνονται υπόψη και οι πιο πρόσφατες πληροφορίες και οι αναθεωρημένες προβλέψεις του ΔΝΤ (29.1.2008).

Διάγραμμα 11.4

Ζώνη του ευρώ: πραγματικό ΑΕΠ και ΕνΔΤΚ (1998-2007)
(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



* 2007: εκτιμήσεις.

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Eurostat and DG ECFIN, Autumn 2007 Economic Forecasts, Νοέμβριος 2007).

με ανώτατη τιμή το Νοέμβριο και το Δεκέμβριο, όταν ανήλθε σε 3,1%, ανταναικλώνοντας κυρίως την εξέλιξη των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων.²⁹ Ο πληθωρισμός χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής διαμορφώθηκε στο 2,0% το 2007 σε σύγκριση με 1,5% το 2006. Σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις της Eurostat, τον Ιανουάριο του 2008 ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε στο 3,2%.

Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2007), ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός προβλέπεται να υπερβεί σημαντικά το 2% το 2008.³⁰ 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 στη συνέχεια ο πληθωρισμός θα υποχωρήσει μόνο σταδιακά. Ο πληθωρισμός το 2008 ενδέχεται να είναι υψηλότερος από τον προβλεπόμενο, εάν δεν επαληθευθούν ορισμένες από τις υποθέσεις στις οποίες στηρί-

ζονται οι παραπάνω 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 (βλ. Τμήμα 1 του παρόντος κεφαλαίου).

3.2 Οικονομική δραστηριότητα

Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ το 2007 εκτιμάται ότι ανήλθε σε 2,6%, δηλαδή διατηρήθηκε πάνω από το δυνητικό ρυθμό και υπήρξε ελαφρά μόνο κατώτερος από ό,τι το

²⁹ Ο χαμηλός ρυθμός του πληθωρισμού μέχρι και τον Αύγουστο ανταναικλά κυρίως το γεγονός ότι οι τιμές του πετρελαίου είχαν αυξηθεί σημαντικά κατά το αντίστοιχο διάστημα του 2006. Από το Σεπτέμβριο και μετά άσκησε αυξητική επίδραση η μεγάλη άνοδος της τιμής του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων.

³⁰ Η προβολή για τον πληθωρισμό είναι 2-3%. Στις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, τα αποτελέσματα για κάθε μεταβλητή παρουσιάζονται υπό τη μορφή διαστημάτων εκτιμήσεων. Το εύρος των εκτιμήσεων αυτών βασίζεται στη διαφορά μεταξύ των πραγματοποιήσεων και των προηγούμενων προβολών που είχαν καταρτίσει οι κεντρικές τράπεζες επί σειράν ετών. Το εύρος κάθε διαστήματος είναι διπλάσιο από το μέσο όρο της διαφοράς, σε απόλυτες τιμές.

2006 (2,8%). Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία για τα πρώτα τρία τρίμηνα του 2007, η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ δεν φαίνεται να επηρεάστηκε σημαντικά από την περαιτέρω άνοδο των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων ή από την αναταραχή στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές. Ο τριμηνιαίος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιταχύνθηκε σε 0,8% το τρίτο τρίμηνο από 0,3% το δεύτερο και 0,8% το πρώτο τρίμηνο. Θα πρέπει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι τόσο η μεγάλη άνοδος των τιμών του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων όσο και η κορύφωση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής συνέβησαν το δεύτερο εξάμηνο του έτους και ότι οι επιπτώσεις –άμεσες και έμμεσες– αυτών των εξελίξεων είναι πιθανό να εκδηλωθούν πληρέστερα εντός του πρώτου εξαμήνου του 2008.

Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας τα πρώτα τρία τρίμηνα του 2007 οφείλεται κυρίως στην ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης, τόσο της ιδιωτικής κατανάλωσης όσο και της δαπάνης για επενδύσεις. Ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης ενισχύθηκε το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο του έτους, μετά από στασιμότητα το πρώτο τρίμηνο, η οποία αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στην άνοδο των συντελεστών του ΦΠΑ στη Γερμανία, αλλά και σε ορισμένες άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Οι κυριότεροι παράγοντες που ενίσχυσαν την ιδιωτική κατανάλωση ήταν η αύξηση της απασχόλησης και του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Αξιοσημείωτο χαρακτηριστικό της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ το 2007 υπήρξε η αρκετά μεγάλη αύξηση των επενδύσεων, η οποία, ωστόσο, σημείωσε σημαντική μεταβολή από τρίμηνο σε τρίμηνο, κυρίως λόγω της διακύμανσης των επενδύσεων σε κατοικίες. Έτσι, ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης των επενδύσεων ανήλθε σε 1,2% το τρίτο τρίμηνο έναντι στασιμότητας (-0,1%) το δεύ-

τερο τρίμηνο και σημαντικής αύξησης (1,9%) το πρώτο τρίμηνο.

Μετά από δύο έτη οικονομικής μεγέθυνσης με ρυθμούς πάνω από το δυνητικό, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να υποχωρήσει το 2008 αλλά να διαμορφωθεί πλησίον του δυνητικού ρυθμού. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Δεκεμβρίου, 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 αυτού του διαστήματος (στις 29.1.2008 το ΔΝΤ προέβλεψε αύξηση κατά 1,6%). Στην επιβράδυνση αυτή γίνεται η εκτίμηση ότι συντελούν οι επιπτώσεις από την άνοδο της τιμής πετρελαίου και από τη διεθνή χρηματοπιστωτική αναταραχή σε συνδυασμό με την αυξημένη αβεβαιότητα.

Η ιδιωτική κατανάλωση προβλέπεται να αυξηθεί με ρυθμό μεταξύ 1,4% και 2,4% το 2008, ο οποίος αντανακλά την προβλεπόμενη άνοδο του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών λόγω της αύξησης της απασχόλησης και των πραγματικών μισθών. Η αύξηση της απασχόλησης και η σταδιακή μείωση του ποσοστού ανεργίας τα τελευταία έτη αναμένεται να οδηγήσουν σε μικρή επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των πραγματικών μισθών σε ορισμένες χώρες. Η αποταμίευση των νοικοκυριών ως ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματος προβλέπεται να παραμείνει σταθερή.

Ο ρυθμός αύξησης των επενδύσεων αναμένεται να επιβραδυνθεί το 2008, καθώς ορισμένοι παράγοντες που επηρεάζουν την ανάληψη επιχειρηματικών επενδύσεων, όπως η εξωτερική ζήτηση και οι χρηματοδοτικές συνθήκες, αναμένεται ότι θα είναι λιγότερο ευνοϊκοί το 2008, λόγω των επιπτώσεων της χρηματοπι-

στωπικής αναταραχής και της επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου. Επιβράδυνση προβλέπεται να σημειώσει επίσης ο ρυθμός αύξησης των επενδύσεων σε κατοικίες στο σύνολο της ζώνης του ευρώ, παρότι η κατάσταση διαφέρει σημαντικά από χώρα σε χώρα.

Οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ προβλέπεται ότι θα αυξηθούν κατά 3,5%-6,7% το 2008 και οι εισαγωγές κατά 3,3%-6,7%. Αναμένεται μικρή μείωση του εξαγωγικού μεριδίου στις αγορές τρίτων χωρών ως συνέπεια του αυξημένου διεθνούς ανταγωνισμού και της επίδρασης που ασκεί, με χρονική υστέρηση, η απώλεια ανταγωνιστικότητας λόγω της ανατίμησης της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.³¹

Οι προβλέψεις για συνέχιση, μολονότι με επιβραδυνόμενο ρυθμό, της οικονομικής μεγέθυνσης στη ζώνη του ευρώ το 2008 στηρίζονται σε μια σειρά από παράγοντες. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2007), ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ (εκτός της ζώνης του ευρώ) αναμενόταν να υποχωρήσει ελαφρά παραμένοντας ωστόσο υψηλός (5,2% έναντι 5,6% το 2007), ενώ, όπως προκύπτει έμμεσα από τις αναθεωρημένες εκτιμήσεις και προβλέψεις του ΔΝΤ (βλ. Τμήμα 2.1 του παρόντος κεφαλαίου) θα επιβραδυνθεί στο 4,6% το 2008, από 5,3% το 2007, επίσης παραμένοντας υψηλός. Σχετικά υψηλός (6,9%) προβλέπεται να παραμείνει επίσης ο ρυθμός μεγέθυνσης των αγορών προορισμού των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ το 2008. Ωστόσο, υπάρχει ο κίνδυνος να είναι χαμηλότερος ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ το 2008 σε σχέση με τις προβλέψεις. Το ενδεχόμενο αυτό συνδέεται κυρίως με τη πιθανότητα να είναι ευρύτερες οι συνέπειες, από ό,τι εκτιμάται επί του παρόντος, για την

αμερικανική και την παγκόσμια οικονομία από την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς και με τυχόν περαιτέρω άνοδο της τιμής του πετρελαίου και απότομη προσαρμογή των σωρευμένων ανισορροπιών στην παγκόσμια οικονομία. Η αυξημένη αβεβαιότητα που πηγάζει από τους ανωτέρω κινδύνους αποτελεί διακριτό δυσμενή παράγοντα για τις οικονομικές προοπτικές.

3.3 Απασχόληση και ανεργία

Οι ευνοϊκές εξελίξεις στην αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ τα τελευταία έτη συνεχίστηκαν το 2007, με κύρια χαρακτηριστικά τον υψηλό ρυθμό αύξησης της απασχόλησης και τη σημαντική υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας. Η αύξηση της απασχόλησης για το σύνολο του έτους υπολογίζεται σε 1,5%, παρά την κάμψη των ρυθμών αύξησης το δεύτερο εξάμηνο. Το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε σε 7,2% το Δεκέμβριο του 2007 (στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 15 ετών), από 7,8% το Δεκέμβριο του 2006.

Οι θετικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας τα τελευταία έτη οφείλονται κυρίως στην αύξηση του ΑΕΠ και στη βελτίωση των προοπτικών των οικονομιών της ζώνης του ευρώ. Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν επίσης τα αποτελέσματα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας σε αρκετές χώρες-μέλη (σε εφαρμογή της στρατηγικής της Λισσαβώνας)³² και την αυξημένη εμπιστοσύνη των επιχειρήσεων.³³

³¹ Σημειώνεται ότι οι αυξανόμενες, τα τελευταία χρόνια, εξαγωγές της ζώνης του ευρώ (ως ποσοστό του συνόλου των εξαγωγών της) προς τις ταχέως αναπτυσσόμενες αναδυόμενες οικονομίες αναμένεται να μετριάσουν τις επιπτώσεις από την προβλεπόμενη επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των εξαγωγών της προς τις προηγμένες οικονομίες.

³² Βλ. π.χ. ΔΝΤ, *Euro Area Policies 2007 Article IV Consultation*, Ιούλιος 2007, σελ. 26, και ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Ιανουάριος 2007.

³³ Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Economic Forecasts, Autumn 2007*, σ. 37, Νοέμβριος 2007.

Η αύξηση της απασχόλησης αναμένεται να συνεχιστεί με χαμηλότερους ρυθμούς το 2008, ενώ το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται να σημειώσει μικρή περαιτέρω πτώση, καθώς, όπως εκτιμάται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, φαίνεται να προσεγγίζει το επίπεδο της “διαρθρωτικής” ανεργίας. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης της απασχόλησης προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 1%, το 2008 και το ποσοστό ανεργίας σε 7,1%. Καθώς το ποσοστό ανεργίας υποχωρεί, αυξάνονται τα φαινόμενα στενότητας στην αγορά εργασίας σε ορισμένους τομείς οικονομικής δραστηριότητας και οι πιέσεις για αύξηση των πραγματικών μισθών αναμένεται να γίνουν περισσότερο αισθητές. Οι τριμηνιαίες έρευνες αγοράς της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με τους περιορισμούς στην παραγωγή δείχνουν ότι η στενότητα στην αγορά εργασίας αυξήθηκε περαιτέρω στις αρχές του τετάρτου τριμήνου του 2007 τόσο στη βιομηχανία όσο και στις υπηρεσίες.

Αν ληφθούν υπόψη οι συγκρατημένοι ρυθμοί αύξησης των πραγματικών μισθών τα προηγούμενα χρόνια και η αυξανόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας, οικονομικοί αναλυτές έχουν υπογραμμίσει το ενδεχόμενο μεταβολών στις μισθολογικές εξελίξεις το 2008-2009. Πάντως, οι διαθέσιμες προβλέψεις υποθέτουν ότι συνεχίζεται η μισθολογική “μετριότητα”, επειδή λαμβάνουν υπόψη ότι η πίεση του διεθνούς ανταγωνισμού συντελεί ώστε να μετριάζονται οι μισθολογικές διεκδικήσεις, εξέλιξη που συνεπάγεται σημαντική διαρθρωτική μεταβολή της διαμόρφωσης των μισθών. Στο πλαίσιο αυτό, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται με ετήσιους ρυθμούς μεταξύ 1,5% και 2% στη ζώνη του ευρώ και επομένως να εξακολουθήσει να υποστηρίζει την εξαγωγική επίδοση της ζώνης του ευρώ. Επισημαίνεται ότι για τη διετία 2008-2009 προβλέπονται

χαμηλοί ρυθμοί αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ, με εξαίρεση την Ελλάδα και την Ολλανδία (και για τα δύο έτη) καθώς και την Ιταλία (για το 2008).³⁴

3.4 Δημοσιονομικές εξελίξεις

Η δημοσιονομική θέση της ζώνης του ευρώ ως συνόλου βελτιώθηκε το 2007, καθώς το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης υπολογίζεται ότι μειώθηκε σε 0,8% του ΑΕΠ από 1,5% το 2006, ενώ μείωση εμφάνισε και το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα,³⁵ το οποίο υπολογίζεται σε 0,7% του ΑΕΠ από 1,2% το 2006.³⁶ Στη θετική αυτή εξέλιξη το 2007 συνέβαλαν και τα αυξημένα έκτακτα έσοδα σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ. Το χρέος του τομέα της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε σε 66,5% του ΑΕΠ, από 68,6% το 2006. Αυτές οι τάσεις στο σύνολο της ζώνης του ευρώ αντανακλούν ανάλογες εξελίξεις στις περισσότερες επιμέρους χώρες. Τέσσερις χώρες, η Ιρλανδία, η Ισπανία, το Λουξεμβούργο και η Φινλανδία, εξακολούθησαν να εμφανίζουν δημοσιονομικό πλεόνασμα το 2007, ενώ η Γερμανία εκτιμάται ότι εμφάνισε μικρό δημοσιονομικό πλεόνασμα, 0,1% του ΑΕΠ, μετά την έξοδό της από τη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος το Μάιο του 2007.³⁷

Θετικές υπήρξαν οι δημοσιονομικές εξελίξεις το 2007 στις δύο χώρες της ζώνης του ευρώ που

³⁴ Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Economic Forecasts, Autumn 2007*, σ. 39, Νοέμβριος 2007.

³⁵ Το κυκλικά διορθωμένο δημοσιονομικό αποτέλεσμα (έλλειμμα ή πλεόνασμα) ορίζεται ως το πραγματικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα το οποίο έχει προσαρμοστεί ώστε να λαμβάνεται υπόψη η επίδραση του οικονομικού κύκλου.

³⁶ Σημειώνεται ότι το διαρθρωτικό έλλειμμα, το οποίο ορίζεται ως το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα το οποίο δεν περιλαμβάνει την επίδραση έκτακτων και προσωρινών μέτρων, μειώθηκε και αυτό το 2007, σε 0,7% του ΑΕΠ από 1,1% του ΑΕΠ το 2006.

³⁷ Το δημοσιονομικό έλλειμμα της Γερμανίας είχε μειωθεί κάτω από το 3% του ΑΕΠ (στο 1,6% του ΑΕΠ) ήδη από το 2006.

παραμένουν στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος, δηλ. την Ιταλία και την Πορτογαλία. Στην Ιταλία το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώθηκε κατά δύο εκατοστιαίες μονάδες σε 2,3% του ΑΕΠ, ενώ στην Πορτογαλία κατά περίπου μία εκατοστιαία μονάδα σε 3% του ΑΕΠ. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το δημοσιονομικό έλλειμμα θα παραμείνει το 2008 κάτω από το όριο του 3% στην Ιταλία, ενώ θα μειωθεί κάτω από το όριο αυτό στην Πορτογαλία.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το 2008 θα είναι το πρώτο έτος μετά το 2003 κατά το οποίο το δημοσιονομικό έλλειμμα στη ζώνη του ευρώ θα σταματήσει να μειώνεται, καθώς τόσο το ονομαστικό όσο και το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα προβλέπεται να παρουσιάσουν μικρή άνοδο. Το χρέος του τομέα της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται να μειωθεί κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα σε 65,0% του ΑΕΠ. Με βάση τα επικαιροποιημένα προγράμματα σταθερότητας των χωρών της ζώνης του ευρώ για την περίοδο 2007-2010 (τα οποία επιβεβαιώνουν την πρόβλεψη για αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος το 2008), φαίνεται ότι σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ, οι οποίες δεν έχουν ακόμη επιτύχει το “μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό στόχο”,³⁸ η δημοσιονομική προσαρμογή θα είναι ανεπαρκής το 2008 – με συνέπεια να τίθεται σε αμφιβολία η επίτευξη του στόχου αυτού το αργότερο μέχρι το 2010, όπως είχε συμφωνηθεί από τους υπουργούς οικονομικών τον Απρίλιο του 2007.

Το Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομικών της ΕΕ, στα συμπεράσματα από τη συνεδρίασή του στις 9.10.2007, είχε σημειώσει ότι η δημοσιονομική κατάσταση βελτιώθηκε σημαντικά στα περισσότερα κράτη-μέλη, αλλά ότι είναι αναγκαίο να διασφαλιστεί η διατήρηση της

θετικής δυναμικής που έχει δημιουργηθεί ως προς τη δημοσιονομική προσαρμογή. Σύμφωνα με το Συμβούλιο, όλες οι χώρες οι οποίες δεν έχουν ακόμη επιτύχει το μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό στόχο θα πρέπει να επιταχύνουν τους ρυθμούς μείωσης του ελλείμματος και του χρέους. Ειδικότερα, οι χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ (και τα μέλη του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II) θα πρέπει να επιδιώξουν βελτίωση του κυκλικά διορθωμένου δημοσιονομικού αποτελέσματος (στην οποία δεν θα συμπεριλαμβάνονται τυχόν έκτακτα και προσωρινά μέτρα) της τάξεως του 0,5% του ΑΕΠ ετησίως. Βεβαίως, η προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής θα πρέπει να είναι εντονότερη σε περιόδους ευνοϊκής οικονομικής συγκυρίας.

3.5 Εξελίξεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ – Ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II

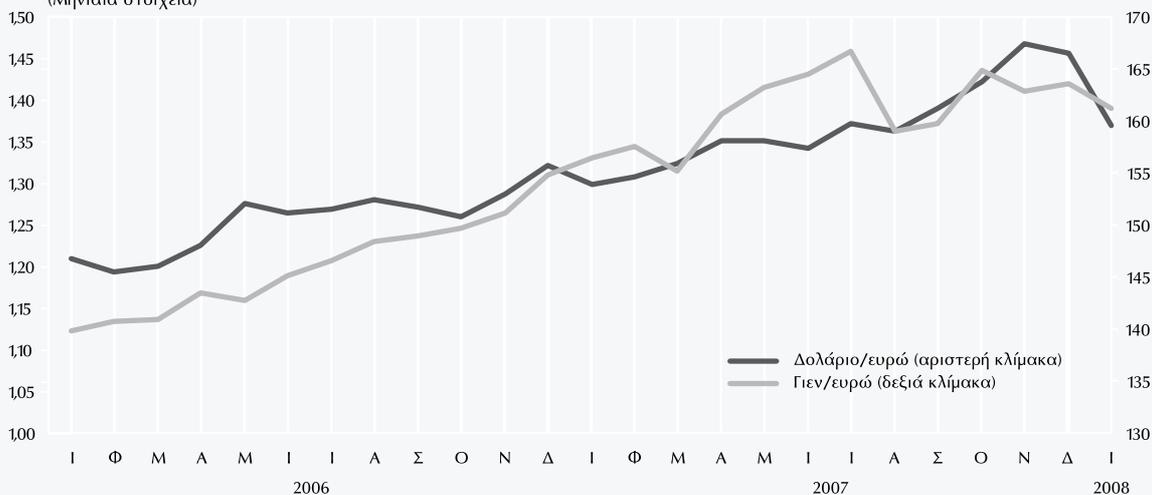
Το ευρώ ανατιμήθηκε σημαντικά το 2007. Η πρώτη φάση ανατίμησης από τα τέλη του 2006 έως και τα τέλη Μαΐου του 2007 εν μέρει συνδεόταν με τη συγκριτικά καλύτερη οικονομική επίδοση της ζώνης του ευρώ σε σχέση με τους κυριότερους εμπορικούς της εταίρους. Το ευρώ, από το Σεπτέμβριο και μετά, άρχισε να ακολουθεί εκ νέου ανατιμητική πορεία, εξέλιξη που συνδέεται με τη χρηματοπιστωτική αναταραχή, αλλά και με τις προσδοκίες των αγορών για την εξέλιξη της διαφοράς μεταξύ των επιτοκίων της ζώνης του ευρώ και των επιτοκίων του δολαρίου. Ο ευρύτερος δείκτης της

³⁸ Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης επιβάλλει, γενικά, στα κράτη-μέλη την υποχρέωση να επιδιώκουν ως μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό στόχο (ΜΔΣ) σχεδόν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική δημοσιονομική θέση. Ωστόσο ο ΜΔΣ μπορεί να διαφοροποιείται για τα επιμέρους κράτη-μέλη, εντός ορισμένου φάσματος τιμών ως ποσοστό του ΑΕΠ, σε κυκλικά προσαρμοσμένους όρους και χωρίς να υπολογίζονται τα έκτακτα και προσωρινά μέτρα.

Διάγραμμα 11.5

Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και του γιεν Ιαπωνίας
(Ιανουάριος 2006 - Ιανουάριος 2008)

(Μηνιαία στοιχεία)



Πηγές: ΕΚΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ³⁹ το Δεκέμβριο του 2007 (μέσα επίπεδα μηνός) ήταν αυξημένος κατά 4,7% έναντι του Δεκεμβρίου του 2006, ενώ σε μέσα επίπεδα έτους, η ανατίμηση του ευρώ βάσει αυτού του δείκτη ήταν 3,7% το 2007 έναντι του 2006.

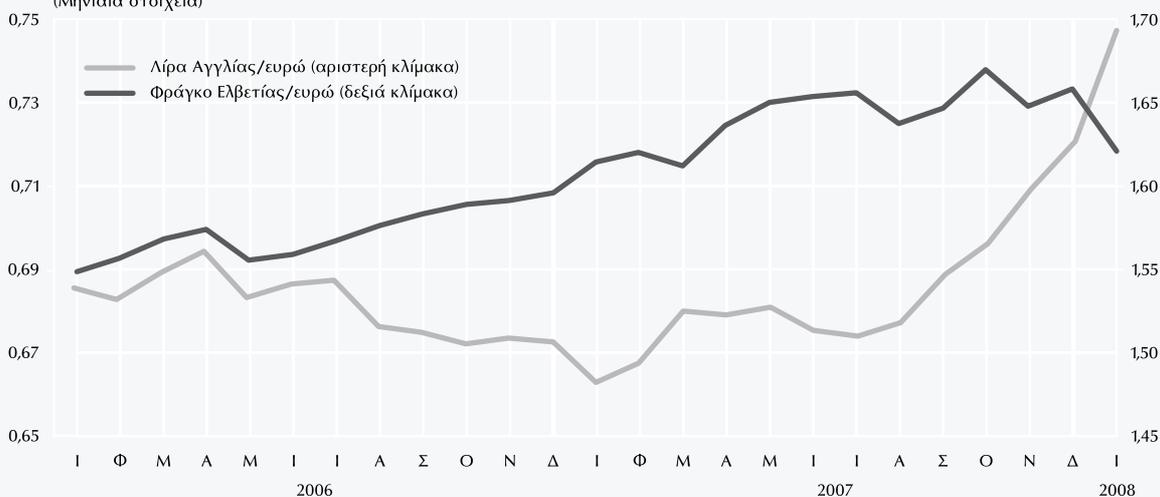
Ο ευρύτερος δείκτης της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΠΣΣΙ) με βάση τον ΔΤΚ, ακολουθώντας γενικά παράλληλη πορεία με εκείνον της ονομαστικής ισοτιμίας, το Δεκέμβριο του 2007 βρισκόταν σε επίπεδο 4,3% υψηλότερο από ό,τι το Δεκέμβριο του 2006. Σε μέσα επίπεδα έτους, το 2007 ο δείκτης ενισχύθηκε κατά 2,3% έναντι του 2006, εξέλιξη που υποδηλώνει μείωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ζώνης του ευρώ ως προς τις τιμές. Οι αντίστοιχοι δείκτες με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας ή στη μεταποίηση επίσης υποδηλώνουν χειροτέρευση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας κόστους των οικονομιών της ζώνης του ευρώ ως συνόλου έναντι του 2006.

Το ευρώ ενισχύθηκε έναντι του δολαρίου στη διάρκεια του 2007, εξελίξη που συνδέεται με τις μεταβαλλόμενες προσδοκίες των αγορών σχετικά με τους ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ στις δύο οικονομικές περιοχές, αλλά και την πορεία των βασικών επιτοκίων νομισματικής πολιτικής. Το δεύτερο εξάμηνο, η μεταβλητότητα της ισοτιμίας δολαρίου-ευρώ σχεδόν διπλασιάστηκε σε σχέση με τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα που είχαν καταγραφεί τον Ιούνιο του 2007. Το Δεκέμβριο η ισοτιμία βρισκόταν στο 1,4570 δολ. ΗΠΑ έναντι 1,3213 το Δεκέμβριο του 2006 (ανατίμηση του ευρώ κατά 10,3%). Σε μέσα επίπεδα έτους η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου το 2007 ήταν 9,1%. Η ανοδική πορεία του ευρώ τα τελευταία έτη έναντι του γιεν Ιαπωνίας συνεχίστηκε μέχρι και τον Ιούλιο του 2007, οπότε και σημειώθηκε η διμερής ισοτιμία-ρεκόρ των 168,68 γιεν ανά ευρώ (στις 13 Ιουλίου). Στη συνέχεια, η διεθνής χρηματοπιστω-

³⁹ Δείκτης εξέλιξης των επιμέρους διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του ευρώ σταθμισμένων με βάση την αξία του εξωτερικού εμπορίου της ζώνης του ευρώ με 44 χώρες-εμπορικούς εταίρους της.

Διάγραμμα II.6

Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι της λίρας Αγγλίας και του φράγκου Ελβετίας
(Ιανουάριος 2006 - Ιανουάριος 2008)
(Μηνιαία στοιχεία)



Πηγές: ΕΚΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

τική αναταραχή οδήγησε σε πρόσκαιρη έντονη ενίσχυση του γιεν, κυρίως μέσα στον Αύγουστο, λόγω εν μέρει της αποδυνάμωσης της κερδοσκοπικής δραστηριότητας δανεισμού σε γιεν και τοποθετήσεων σε αξίες υψηλότερων αποδόσεων σε άλλα νομίσματα (“carry trade”) και της στροφής προς νομίσματα χαμηλότερου ρίσκου και ασφαλέστερων αποδόσεων. Το Δεκέμβριο η ισοτιμία διαμορφώθηκε σε 163,55 γιεν ανά ευρώ (δηλ. το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι του γιεν κατά 5,6% σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2006). Σε μέσα επίπεδα έτους, η ανατίμηση του ευρώ έναντι του γιεν ήταν 10,4% το 2007. Το ευρώ ενισχύθηκε το 2007 και έναντι της λίρας Αγγλίας, κυρίως τους τελευταίους μήνες του έτους, αλλά και έναντι του ελβετικού φράγκου. Σε σχέση με το κινεζικό γιουάν (το οποίο σε μεγάλο βαθμό είναι προσδεμένο στο δολάριο ΗΠΑ), το ευρώ το Δεκέμβριο του 2007 ήταν ενισχυμένο κατά 3,9% έναντι του Δεκεμβρίου του προηγούμενου έτους. Σε μέσα επίπεδα έτους το ευρώ ενισχύθηκε κατά 4,1%.

Στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (ΜΣΙ II) τα περισσότερα νομίσματα κινήθηκαν

πλησίον της κεντρικής τους ισοτιμίας το 2007. Η κορώνα Σλοβακίας συνέχισε να κινείται πάνω από την κεντρική ισοτιμία της, η οποία ανατιμήθηκε το Μάρτιο του 2007. Το λατς Λετονίας γενικά κινήθηκε κοντά στο $\pm 1\%$ από την κεντρική ισοτιμία του. Σημειώνεται ότι από τις αρχές Ιανουαρίου του 2008, με την υιοθέτηση του ευρώ από την Κύπρο και τη Μάλτα, στον ΜΣΙ II μετέχουν πλέον πέντε νομίσματα: η κορώνα Δανίας, η κορώνα Σλοβακίας, η κορώνα Εσθονίας, το λατς Λετονίας και το λίτας Λιθουανίας.

4. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ

4.1 Η εξέλιξη της ποσότητας χρήματος M3 και των παραγόντων που συμβάλλουν στη μεταβολή της

Το 2007 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της ποσότητας χρήματος M3 (βλ. Διάγραμμα II.7 και Πίνακα II.3) όχι μόνον παρέμεινε σε υψηλό επίπεδο αλλά και επιταχύνθηκε περαιτέρω

Διάγραμμα 11.7

Ποσότητα χρήματος M3¹ και δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ
(Ιανουάριος 1999 - Δεκέμβριος 2007)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι της ίδιας περιόδου του προηγούμενου έτους, μηνιαία στοιχεία)



1 Εποχικώς και ημερολογιακώς διορθωμένα στοιχεία.

Πηγή: ΕΚΤ.

(Δεκέμβριος 2006: 9,9%, Δεκέμβριος 2007: 11,5%). Η ταχύτερη αύξηση του M3 είναι συνεπής με τη διατήρηση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας σε υψηλό επίπεδο και το γεγονός ότι η καμπύλη αποδόσεων ήταν σχετικά οριζόντια. Η αναταραχή είναι πιθανό ότι επηρέασε την εξέλιξη ορισμένων συνιστωσών του M3, όπως και ορισμένων παραγόντων μεταβολής του, ενώ ενδέχεται επίσης να άσκησε μικρή αυξητική επίδραση στο ρυθμό ανόδου της ποσότητας χρήματος συνολικά (βλ. Τμήμα 5).

Η επιτάχυνση της αύξησης του M3 συνδέεται με μετατοπίσεις κεφαλαίων από τοποθετήσεις σε μεσοπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους τίτλους, συμπεριλαμβανομένων τίτλων που έχουν εκδώσει τα ΝΧΙ (Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα), και καταθέσεις με διάρκεια άνω των δύο ετών προς στοιχεία που περιλαμβάνονται στο M3,⁴⁰ δηλ. καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο ετών και εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα. Σε σύγκριση με τους εν λόγω τίτλους και τις πιο μακροπρόθεσμες

καταθέσεις, τα στοιχεία του M3 παρουσιάζουν το πλεονέκτημα της υψηλότερης ρευστότητας και του χαμηλότερου κινδύνου,⁴¹ ενώ ταυτόχρονα δεν έχουν υπολειφθεί σημαντικά ή και δεν έχουν υπολειφθεί καθόλου ως προς την απόδοση στη διάρκεια του 2007, δεδομένου ότι τα επιτόκια των καταθέσεων προθεσμίας και των εμπορεύσιμων χρηματοδοτικών μέσων ακολούθησαν τα επιτόκια της αγοράς χρήμα-

⁴⁰ Υπενθυμίζεται ότι:

M3 = M1 + λοιπές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις + εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα,

M1 = νόμισμα σε κυκλοφορία + καταθέσεις μίας ημέρας,
Λοιπές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις = καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο ετών + καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών,

Εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα = συμφωνίες επαναγοράς + μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων αγοράς χρήματος + χρεόγραφα (που έχουν εκδώσει τα ΝΧΙ) διάρκειας έως δύο ετών.

⁴¹ Τα στοιχεία του M3 παρουσιάζουν χαμηλότερο κίνδυνο από ό,τι τα μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα ομόλογα σταθερού επιτοκίου, επειδή τα επιτόκιά τους αναπροσαρμόζονται συχνότερα σύμφωνα με τις μεταβολές του γενικού επιπέδου των επιτοκίων. Επίσης, η ονομαστική τους αξία είτε είναι σταθερή, όπως στην περίπτωση των καταθέσεων προθεσμίας, είτε διακυμαίνεται λιγότερο από ό,τι η αγοραία αξία των μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων τίτλων (ιδίως αν αυτοί έχουν σταθερό επιτόκιο), όπως π.χ. στην περίπτωση των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος.

Πίνακας II.3

Κύριες συνιστώσες της ποσότητας χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές,¹ που προκύπτουν από εποχικώς και ημερολογιακώς διορθωμένα στοιχεία, μέσοι όροι τριμήνου²)

	2006		2007				
	δ' τρίμηνο	α' τρίμηνο	β' τρίμηνο	γ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	Νοέμβριος	Δεκέμβριος
M1	6,8	7,0	6,2	6,6	5,9	6,3	4,0
Νόμισμα σε κυκλοφορία	11,1	10,5	10,0	8,8	8,0	7,7	8,2
Καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας	6,0	6,3	5,5	6,2	5,5	6,1	3,2
Λοιπές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις (=M2-M1)	11,1	11,9	13,1	15,0	16,8	16,7	17,7
Καταθέσεις προθεσμίας διάρκειας έως 2 ετών	25,2	29,5	33,2	37,6	40,7	40,4	41,4
Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών	1,1	-0,8	-2,1	-3,2	-4,0	-4,1	-3,6
M2	8,7	9,1	9,2	10,3	10,8	11,0	10,1
Εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα (=M3-M2)	11,3	16,9	19,3	18,7	19,6	20,7	20,0
M3	9,0	10,2	10,6	11,5	12,0	12,3	11,5

1 Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής του αντίστοιχου δείκτη. Κάθε δείκτης κατασκευάζεται με βάση το υπόλοιπο του σχετικού νομισματικού μεγέθους το Δεκέμβριο του 2001 και τις σωρευμένες μηνιαίες ροές, διορθωμένες για διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών, σφάλματα ταξινόμησης κ.ά.

2 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από σταθμισμένους μέσους ετήσιους ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ετήσιους ρυθμούς του τέλους κάθε μηνός. Ο σταθμισμένος μέσος ετήσιος ρυθμός υπολογίζεται ως ο αριθμητικός μέσος των ετήσιων ρυθμών στο τέλος του μηνός αναφοράς και στο τέλος του μηνός που προηγείται του μηνός αναφοράς (βλ. τις Τεχνικές Σημειώσεις στο *Μηνιαίο Δελτίο* της ΕΚΤ).

Πηγή: ΕΚΤ.

τος, ενώ η καμπύλη αποδόσεων ήταν σχετικά οριζόντια.⁴²

Η αύξηση της ποσότητας χρήματος M3 το 2007 αντικατοπτρίζει την πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα (βλ. Πίνακα II.4) και την ενίσχυση της καθαρής θέσης των NXI έναντι του εξωτερικού. Η αρνητική πιστωτική επέκταση προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης και η αύξηση των πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των NXI συνέβαλαν σε συγκράτηση της αύξησης του M3.

Ειδικότερα, η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα, η οποία αποτελεί τον παράγοντα με τη μεγαλύτερη συμβολή στην αύξηση της ποσότητας χρήματος M3, επιταχύνθηκε (Δεκέμβριος 2006: 11,6%, Δεκέμβριος 2007: 12,7%) λόγω της εξέλιξης των δανείων προς τις

επιχειρήσεις (συμπεριλαμβανομένων αυτών που ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα, βλ. Τμήμα 5), ενώ αντίθετα ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά σημείωσε σταδιακή επιβράδυνση.

Αναλυτικότερα, ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όχι μόνο παρέμεινε πολύ υψηλός, αλλά επιταχύνθηκε περαιτέρω στη διάρκεια του 2007 (Δεκέμβριος 2006: 13,1%, Δεκέμβριος 2007: 14,4%⁴³). Οι παράγοντες οι οποίοι συνέβαλαν στην εξέλιξη αυτή ήταν η διατήρηση υψηλού

⁴² Ενίοτε η καμπύλη αποδόσεων ήταν εν μέρει αντεστραμμένη, δηλ. υπήρχαν κάποιες διάρκειες—γύρω στους δώδεκα μήνες— οι τοποθετήσεις στις οποίες δημιουργούσαν υψηλότερες αποδόσεις από ό,τι οι τοποθετήσεις σε κάποιες σχετικά μακρότερες διάρκειες.

⁴³ Πρόκειται για τον υψηλότερο ετήσιο ρυθμό αύξησης από τις αρχές της δεκαετίας του 1980.

Πίνακας II.4

Κύριοι παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή της ποσότητας χρήματος M3

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές,¹ που προκύπτουν από εποχικώς και ημερολογιακώς διορθωμένα στοιχεία, μέσοι όροι τριμήνου²)

	2006	2007					
	δ' τρίμηνο	α' τρίμηνο	β' τρίμηνο	γ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	Νοέμβριος	Δεκέμβριος
Πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις³	8,4	8,6	9,0	9,2	8,9	8,6	9,0
Πιστώσεις προς τη γενική κυβέρνηση	-3,1	-4,5	-4,3	-3,9	-3,8	-4,2	-2,3
Δάνεια προς τη γενική κυβέρνηση	-0,4	-1,3	-1,2	-0,9	-1,8	-1,8	-1,4
Πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα	11,9	11,1	11,0	11,7	12,3	12,2	12,7
Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα	11,2	10,6	10,5	11,0	11,1	11,1	11,1
– προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα ⁴	13,0	13,0	12,7	13,8	14,0	14,0	14,4
– προς νοικοκυριά ⁴	8,6	8,1	7,5	7,0	6,6	6,5	6,2

1 Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής του αντίστοιχου δείκτη. Κάθε δείκτης κατασκευάζεται με βάση το υπόλοιπο του σχετικού μεγέθους το Δεκέμβριο του 2001 και τις σωρευμένες μηνιαίες ροές, διορθωμένες για διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών, σφάλματα ταξινόμησης κ.ά.

2 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από σταθμισμένους μέσους ετήσιους ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ετήσιους ρυθμούς του τέλους κάθε μηνός. Ο σταθμισμένος μέσος ετήσιος ρυθμός για κάθε μήνα υπολογίζεται ως ο αριθμητικός μέσος των ετήσιων ρυθμών στο τέλος του μηνός αναφοράς και στο τέλος του μηνός που προηγείται του μηνός αναφοράς (βλ. τις Τεχνικές Σημειώσεις στο Μηνιαίο Δελτίο της ΕΚΤ).

3 Συμπεριλαμβάνονται κεφάλαιο και αποθεματικά.

4 Μη εποχικώς και ημερολογιακώς διορθωμένα στοιχεία.

Πηγή: ΕΚΤ.

ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας και, όσον αφορά το πρώτο εξάμηνο του 2007, η χαλάρωση ορισμένων από τους λοιπούς (εκτός του επιτοκίου) όρους χορήγησης δανείων⁴⁴ και η διατήρηση σε υψηλό επίπεδο των συγχωνεύσεων και εξαγορών εταιριών.⁴⁵ Αντίθετα, η σταδιακή άνοδος του κόστους του τραπεζικού δανεισμού άσκησε επίδραση προς την κατεύθυνση συγκράτησης των δανείων προς τις επιχειρήσεις.

Όσον αφορά τις επιπτώσεις της αναταραχής, σύμφωνα με τα αποτελέσματα των πιο πρόσφατων ερευνών που διεξήγαγε το Ευρωσύστημα για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ, η αναταραχή οδήγησε σε αύξηση του περιθωρίου επιτοκίου των τραπεζών και δυσμενή μεταβολή των λοιπών (εκτός του επιτοκίου) όρων χορήγησης πιστώσεων, με αποτέλεσμα την άσκηση αρνητικής επίδρασης στην άνοδο των δανείων, κυρίως προς τις (μη χρηματοπιστωτικές) επιχειρήσεις (βλ. Τμήμα 5).

Τέλος πρέπει να αναφερθεί ότι η επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των δανείων των ΝΧΙ προς επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ, εκτός ΝΧΙ, ασφαλίστικων εταιριών και ταμείων συντάξεων, από τον Ιούλιο και μετά (Ιούνιος 2007: 17,9%, Δεκέμβριος 2007: 23,8%) αντανακλά, μεταξύ άλλων, τη στήριξη από τα ΝΧΙ ειδικών επενδυτικών εταιριών (conduits και structured investment vehicles ή SIVs), η οποία κατέστη αναγκαία λόγω της αναταραχής. Στην άνοδο των δανείων προς χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εκτός ΝΧΙ

⁴⁴ Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των τακτικών ερευνών που διεξάγει το Ευρωσύστημα για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ τα οποία δημοσιεύθηκαν τον Απρίλιο και τον Ιούλιο του 2007. Υπενθυμίζεται ότι, εκτός του επιτοκίου, οι όροι χορήγησης πιστώσεων περιλαμβάνουν τις εξασφαλίσεις που απαιτούνται, τη διάρκεια και το ύψος των χρηματοδοτήσεων, διάφορες ρήτρες στα δάνεια, επιβαρύνσεις εκτός τόκων και, επιπλέον για τα στεγαστικά δάνεια, το λόγο του ύψους του δανείου προς την αξία του ακινήτου που υποθηκεύεται.

⁴⁵ Το δεύτερο εξάμηνο του 2007 εκτιμάται ότι, εξαιτίας της χρηματοπιστωτικής αναταραχής, συνομολογήθηκαν σημαντικά λιγότερες συμφωνίες για νέες εξαγορές επιχειρήσεων σε σύγκριση με το πρώτο εξάμηνο.

συνέβαλε επίσης η στροφή των πιστωτικών ιδρυμάτων προς το διατραπεζικό δανεισμό έναντι εξασφαλίσεων, λόγω της αύξησης του κινδύνου στο πλαίσιο της αναταραχής (βλ. Τμήμα 5).

Η προοδευτική επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά (Δεκέμβριος 2006: 8,2%, Δεκέμβριος 2007: 6,2%) — ο οποίος όμως θεωρείται ακόμη υψηλός — αντανακλά την επιβράδυνση της αύξησης των δανείων για αγορά κατοικίας⁴⁶ και των καταναλωτικών δανείων, η οποία μπορεί να αποδοθεί στη σταδιακή άνοδο των επιτοκίων χορηγήσεων των ΝΧΙ. Επιπλέον, στην εξέλιξη των στεγαστικών δανείων συνέβαλε η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου τόσο των τιμών όσο και του όγκου των συναλλαγών στην αγορά κατοικιών σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ, ενώ η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των καταναλωτικών δανείων είναι συνεπής με την υποχώρηση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών.⁴⁷

Η ενίσχυση της καθαρής θέσης των ΝΧΙ έναντι του εξωτερικού οφείλεται σε εισροές κεφαλαίων στη ζώνη του ευρώ, οι οποίες, όσον αφορά το 2007, περιορίστηκαν στο πρώτο τρίμηνο και τον Ιούλιο και συνδέονται με το γεγονός ότι, σε ένα περιβάλλον άφθονης ρευστότητας και περιορισμένης διακύμανσης στις χρηματοπιστωτικές αγορές, αυξήθηκε η ελκυστικότητα, για τους διεθνείς επενδυτές, των τίτλων που είχαν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ. Αντίθετα, η αναταραχή οδήγησε αρχικά (τον Αύγουστο και το Σεπτέμβριο του 2007) σε εκροές κεφαλαίων, οι οποίες ακολούθως αντιστράφηκαν εν μέρει.

4.2 Επιτόκια της αγοράς χρήματος, τραπεζικά επιτόκια και αποδόσεις μακροπρόθεσμων τίτλων

Το διατραπεζικό επιτόκιο για πράξεις διάρκειας μίας ημέρας (σε μέση ημερήσια βάση,

επιτόκιο EONIA) παρέμεινε ελαφρά πάνω από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος για το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007. Όμως, το πεντάμηνο Αυγούστου-Δεκεμβρίου 2007 το επιτόκιο EONIA παρουσίασε μεγάλες διακυμάνσεις και ορισμένες ημέρες υπερέβη σημαντικά το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς που ίσχυε τότε (4%). Τον Ιανουάριο του 2008 το EONIA παρουσίασε μεγαλύτερη σταθερότητα. Τα επιτόκια EURIBOR ενός μέχρι και δώδεκα μηνών αυξήθηκαν βαθμιαία την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007 (βλ. Διάγραμμα II.8), καθώς ακολούθησαν τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ και επηρεάστηκαν θετικά από τις προσδοκίες που επικρατούσαν για περαιτέρω περιορισμό του διευκολυντικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής. Όμως, στις αρχές Αυγούστου του 2007 τα επιτόκια EURIBOR σημείωσαν απότομη αύξηση σε όλες τις διάρκειες — η οποία άρχισε να αντιστρέφεται κατ' ουσίαν από το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Δεκεμβρίου — ενώ αυξήθηκε απότομα η μεταβλητότητα των διατραπεζικών επιτοκίων και η αβεβαιότητα της αγοράς ως προς την εξέλιξή τους στο άμεσο μέλλον (η οποία μετρείται με την τεκμαρτή μεταβλητότητα).⁴⁸

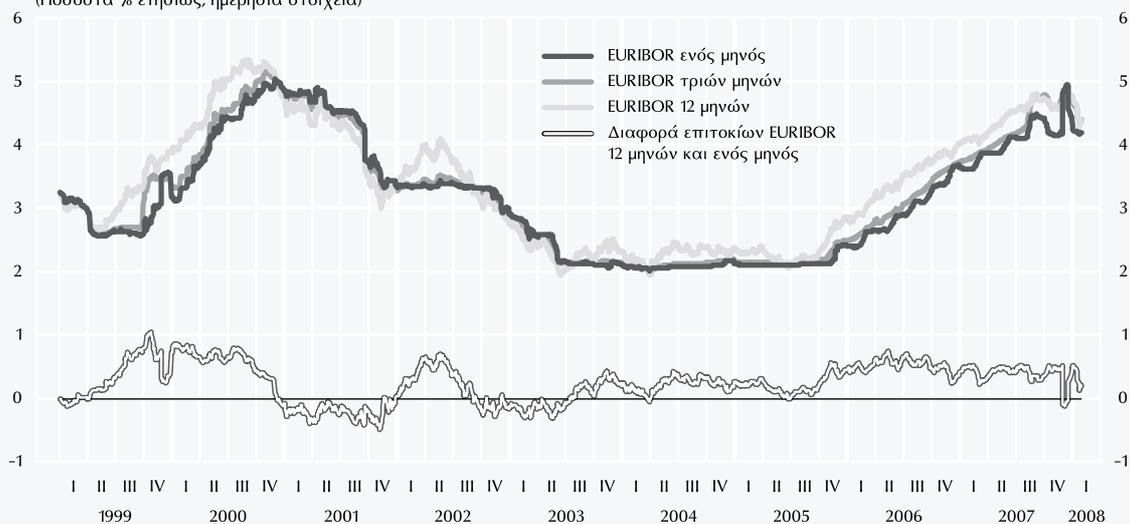
⁴⁶ Τα αποτελέσματα των τακτικών ερευνών που διεξάγει το Ευρωσύστημα για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ τα οποία δημοσιεύθηκαν τον Απρίλιο, Ιούλιο και Οκτώβριο του 2007 και τον Ιανουάριο του 2008 δείχνουν διαδοχικές μειώσεις της ζήτησης των νοικοκυριών για στεγαστικά δάνεια.

⁴⁷ Όπως αυτή προκύπτει από τη μηνιαία έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

⁴⁸ Η τεκμαρτή μεταβλητότητα υπολογίζεται με βάση τις τιμές των δικαιωμάτων προαίρεσας σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) αφενός, σε ό,τι αφορά την αγορά χρήματος, επί του επιτοκίου EURIBOR τριών μηνών και αφετέρου, σε ό,τι αφορά την αγορά ομολόγων (στην οποία γίνεται αναφορά παρακάτω), επί του 10ετούς ομολόγου του Γερμανικού Δημοσίου. Στην περίπτωση της αγοράς μετοχών, η τεκμαρτή μεταβλητότητα — στην οποία επίσης γίνεται αναφορά παρακάτω — υπολογίζεται με βάση τις τιμές των δικαιωμάτων προαίρεσας επί του δείκτη Dow Jones Euro Stoxx 50.

Διάγραμμα II.8

Επιτόκια διατραπεζικής αγοράς στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 1999 - Ιανουάριος 2008)
(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

Οι σημαντικές διακυμάνσεις του επιτοκίου EONIA και η απότομη αύξηση των επιτοκίων στις μεγαλύτερες διάρκειες στην αγορά χρήματος της ζώνης ευρώ (και πολλών άλλων οικονομιών) ήταν το απώτερο αποτέλεσμα της αναταραχής στην αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ.

Προκειμένου να περιορίσει τις εντάσεις και να αποκαταστήσει ομαλές συνθήκες στη διατραπεζική αγορά, το Ευρωσύστημα διενήργησε έκτακτες πράξεις ανοικτής αγοράς τον Αύγουστο του 2007 και τους επόμενους μήνες, πέραν των προγραμματισμένων πράξεων κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Οι παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος επέτυχαν τελικά να σταθεροποιηθεί το επιτόκιο EONIA γύρω από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (4%). Ωστόσο, τα επιτόκια EURIBOR, ιδίως το επιτόκιο τριών μηνών, παρέμειναν σε πολύ υψηλά επίπεδα μέχρι τα τέλη του έτους (βλ. Διάγραμμα II.8).

Την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 εξακολούθησαν να αυξάνονται τα επιτόκια καταθέσεων και χορηγήσεων των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων,⁴⁹ λόγω της ανόδου των επιτοκίων στις αγορές χρήματος και κρατικών ομολόγων. Τα βραχυπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια σημείωσαν σχεδόν αδιάκοπη και σημαντική αύξηση, καθώς ακολούθησαν την εξέλιξη των επιτοκίων της αγοράς χρήματος σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό, ανάλογα με την κατηγορία δανείων και καταθέσεων. Ειδικότερα όσον αφορά την περίοδο Ιουλίου-Νοεμβρίου 2007, οπότε τα τραπεζικά επιτόκια επηρεάστηκαν από την αναταραχή, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια των ΝΧΙ για τις περισσότερες κατηγορίες δανείων σημείωσαν μικρότερες αυξήσεις από την αύξηση του τρίμηνου επιτοκίου που είναι αντιπροσωπευτικό των επιτοκίων EURIBOR της αγοράς χρήματος (βλ. Πίνακα II.5). Τα μακροπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια κατά κανόνα εμφανίζουν διακυμάν-

⁴⁹ Ο Νοέμβριος είναι ο πιο πρόσφατος μήνας για τον οποίο υπάρχουν σχετικά στοιχεία.

Πίνακας II.5

Επιτόκια νέων δανείων των ΝΧΙ

(Ποσοστά % ετησίως)

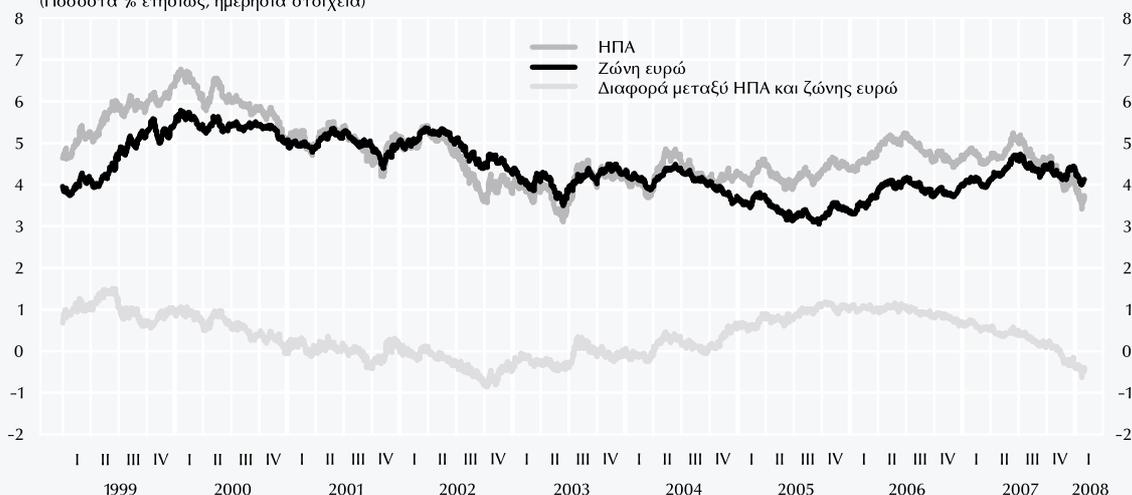
	2007						Μεταβολή επιτοκίων Ιούν. 2007- Νοέμ. 2007 (μονάδες βάσης)
	Ιούν.	Ιουλ.	Αύγ.	Σεπτ.	Οκτ.	Νοέμ.	
Δάνεια προς νοικοκυριά							
Υπερναλήψεις	10,38	10,49	10,55	10,53	10,64	10,51	13
Καταναλωτικά δάνεια							
με κυμαινόμενο επιτόκιο ή αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου έως 1 έτος	8,07	8,06	8,43	8,48	8,10	8,37	30
με αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου άνω του 1 και έως 5 έτη	6,66	6,76	6,85	6,83	6,88	6,89	23
με αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου άνω των 5 ετών	8,25	8,30	8,31	8,39	8,40	8,32	7
Στεγαστικά δάνεια							
με κυμαινόμενο επιτόκιο ή αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου έως 1 έτος	5,00	5,06	5,15	5,23	5,29	5,28	28
με αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου άνω του 1 και έως 5 έτη	4,93	4,93	4,98	5,02	5,05	5,03	10
με αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου άνω των 5 και έως 10 έτη	4,90	5,02	5,08	5,09	5,08	5,09	19
με αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου άνω των 10 ετών	4,82	4,91	4,90	5,02	5,11	5,10	28
Λοιπές χορηγήσεις							
με κυμαινόμενο επιτόκιο ή αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου έως 1 έτος	5,49	5,54	5,36	5,46	5,63	5,59	10
με αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου άνω του 1 και έως 5 έτη	5,77	5,80	5,93	5,87	6,05	5,96	19
με αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου άνω των 5 ετών	5,37	5,41	5,47	5,51	5,59	5,50	13
Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις							
Υπερναλήψεις	6,17	6,30	6,35	6,49	6,53	6,51	34
Δάνεια ύψους έως 1 εκατ. ευρώ							
με κυμαινόμενο επιτόκιο ή αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου έως 1 έτος	5,53	5,58	5,77	5,93	5,95	5,96	43
με αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου άνω του 1 και έως 5 έτη	5,70	5,77	5,86	5,90	6,00	5,89	19
με αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου άνω των 5 ετών	5,03	5,09	5,17	5,23	5,26	5,26	23
Δάνεια ύψους άνω του 1 εκατ. ευρώ							
με κυμαινόμενο επιτόκιο ή αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου έως 1 έτος	4,89	4,90	5,01	5,20	5,11	5,08	19
με αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου άνω του 1 και έως 5 έτη	5,28	4,95	5,46	5,60	5,19	5,26	-2
με αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου άνω των 5 ετών	5,17	5,17	5,29	5,41	5,34	5,33	16
EURIBOR 3 μηνών	4,15	4,22	4,54	4,74	4,69	4,64	49
Απόδοση διετούς κρατικού ομολόγου	4,45	4,48	4,19	4,10	4,11	3,94	-51
Απόδοση πενταετούς κρατικού ομολόγου	4,57	4,55	4,27	4,19	4,21	4,00	-57

Πηγή: ΕΚΤ.

Διάγραμμα II.9

Αποδόσεις 10ετών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ
(Ιανουάριος 1999 - Ιανουάριος 2008)

(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

σεις παραπλήσιες με αυτές των αποδόσεων των μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων κρατικών τίτλων. Πάντως, την περίοδο Ιουλίου-Νοεμβρίου 2007 τα εν λόγω επιτόκια γενικά δεν ακολούθησαν την πτωτική πορεία των αποδόσεων των κρατικών τίτλων αντίστοιχης διάρκειας (βλ. Πίνακα II.5), ενδεχομένως λόγω των συνηθισμένων χρονικών υστερήσεων αλλά και ίσως επειδή οι τράπεζες ενσωμάτωσαν στα δανειακά τους επιτόκια την απότομη αύξηση (α) του κόστους άντλησης μεσομακροπρόθεσμων κεφαλαίων με έκδοση τραπεζικών ομολόγων και (β) του ασφαλίστρου έναντι των πιστωτικών κινδύνων λόγω της αναταραχής.

Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ ακολούθησαν γενικά ανοδική πορεία από τις αρχές του 2007 μέχρι και τις αρχές Ιουλίου (βλ. Διάγραμμα II.9). Η εξέλιξη αυτή, σύμφωνα με ορισμένες εκτιμήσεις, αντανακλά κυρίως σημαντική αύξηση του πραγματικού επιτοκίου λόγω της περαιτέρω βελτίωσης των προοπτικών για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ. Παράλ-

ληλα, πρέπει να αυξήθηκε το ύψος του ασφαλίστρου κινδύνου που ενσωματώνεται στα μακροπρόθεσμα επιτόκια, ενώ οι μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες δεν φαίνεται να μεταβλήθηκαν.

Μετά τις αρχές Ιουλίου του 2007, στις συνθήκες της χρηματοπιστωτικής αναταραχής (βλ. Τμήμα 5), τα μακροπρόθεσμα επιτόκια ακολούθησαν καθοδική πορεία με έντονη διακύμανση.⁵⁰ Η μείωση του ονομαστικού μακροπρόθεσμου επιτοκίου των κρατικών ομολόγων μπορεί να αποδοθεί κατά το μεγαλύτερο μέρος σε περιορισμό του ασφαλίστρου κινδύνου, ενώ εκτιμάται ότι υποχώρησε και το πραγματικό επιτόκιο, δεδομένου ότι οι αγορές προεξοφλούσαν πως η αναταραχή και η μεγάλη αύξηση της τιμής του πετρελαίου από τα τέλη Αυγούστου θα είχαν αντίκτυπο στην οικονομική δραστηριότητα. Αντίθετα, οι πληθωριστικές προσδοκίες

⁵⁰ Απόδοση δεκαετών κρατικών τίτλων στη ζώνη του ευρώ σε μέση μηνιαία βάση, Δεκέμβριος 2006: 3,90%, Ιούνιος 2007: 4,66%, Δεκέμβριος 2007: 4,31%, Ιανουάριος 2008: 4,16%.

φαίνεται ότι σημείωσαν προοδευτικά μικρή αύξηση –πιθανόν λόγω της αύξησης των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων και της επιτάχυνσης του ρυθμού του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ– και έχουν φθάσει πλέον σε σχετικώς υψηλά επίπεδα.⁵¹ Επίσης, λόγω της αναταραχής αυξήθηκε η αβεβαιότητα της αγοράς ως προς τη μελλοντική εξέλιξη των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, όπως υποδηλώνει η σημαντική άνοδος της τεκμαρτής μεταβλητότητας από τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα που παρατηρήθηκαν από το 2004 μέχρι και το Μάιο του 2007.

Όσον αφορά τα ομόλογα των επιχειρήσεων του ιδιωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ, ο περιορισμός –λόγω της αναταραχής– της διάθεσης των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους (risk appetite) συνδέεται με σημαντική αύξηση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ των ομολόγων αυτών και των κρατικών τίτλων (με διαβάθμιση AAA) αντίστοιχης διάρκειας. Συγκεκριμένα, ήδη προς τα τέλη του πρώτου εξαμήνου του 2007, η διαφορά αποδόσεων άρχισε να σημειώνει αξιόλογη αύξηση σε όλες τις κατηγορίες ιδιωτικών ομολόγων, με εξαίρεση εκείνα με την υψηλότερη διαβάθμιση (AAA), στα οποία η διαφορά αποδόσεων αυξήθηκε λιγότερο (βλ. και Τμήμα 5).

Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ επίσης αυξήθηκαν κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007, αλλά έκτοτε εμφάνισαν αξιόλογη μείωση.⁵² Η διαφορά αποδόσεων μεταξύ των δεκαετών αμερικανικών κρατικών ομολόγων και των κρατικών ομολόγων αντίστοιχης διάρκειας στη ζώνη του ευρώ ακολούθησε γενικά καθοδική πορεία την περίοδο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2007 και τον Ιανουάριο του 2008. Από το Νοέμβριο του 2007 η απόδοση των δεκαετών τίτλων στη ζώνη του ευρώ υπερέβη (για πρώτη φορά από τα τέλη του

2004) την απόδοση των δεκαετών κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ.

4.3 Χρηματιστηριακές αγορές

Συνολικά, οι τιμές των μετοχών στη ζώνη του ευρώ, με βάση το δείκτη Dow Jones Euro Stoxx, σημείωσαν αύξηση κατά 4,9% το 2007. Οι τιμές των μετοχών ακολούθησαν ανοδική πορεία από τις αρχές του 2007 μέχρι τα μέσα Ιουλίου του 2007 (βλ. Διάγραμμα II.10). Η εξέλιξη αυτή ήταν συνεπής με την υψηλή κερδοφορία των επιχειρήσεων, η οποία σε μεγάλο βαθμό αντανάκλασε την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ, τη διατήρηση του όγκου των συγχωνεύσεων και εξαγορών εταιριών σε υψηλά επίπεδα και τη μείωση του ασφαλιστικού κινδύνου για τις επενδύσεις σε μετοχικούς τίτλους μετά τα μέσα Μαρτίου του 2007.⁵³

Από τα μέσα Ιουλίου του 2007 μέχρι το τέλος του έτους, οι τιμές των μετοχών σημείωσαν διακυμάν-

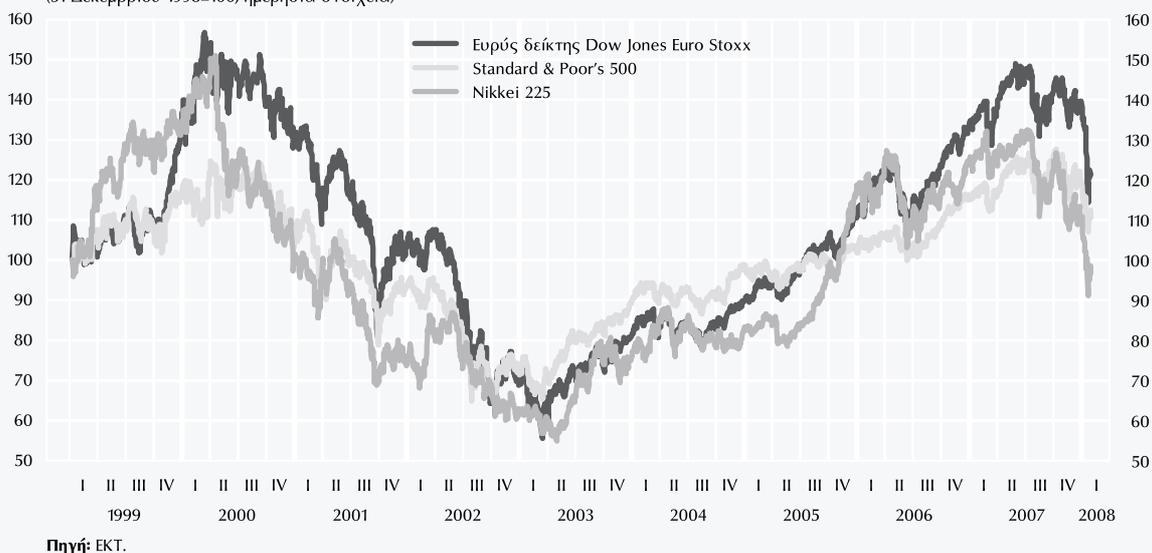
51 Μπορεί να υπολογιστεί ότι ο ρυθμός πληθωρισμού που ανέμεναν οι αγορές να επικρατήσει κατά μέσο όρο στη διάρκεια μιας πενταετίας ξεκινώντας από το έτος 2012 ήταν 2,4% στις αρχές Ιανουαρίου του 2008. Σημειώνεται ότι η τιμή αυτή περιλαμβάνει και ασφαλιστικό, διογκώνεται δηλαδή από την αβεβαιότητα ως προς τη μελλοντική εξέλιξη του πληθωρισμού. Πάντως, ενδείξεις κάποιας αναζωπύρωσης των πληθωριστικών προσδοκιών μπορεί να διακριθούν και στο πλαίσιο της τριμηνιαίας καταγραφής των προβλέψεων για το ρυθμό πληθωρισμού τις οποίες καταρτίζουν οι ειδικευμένοι φορείς που παρακολουθεί συστηματικά η ΕΚΤ (Survey of professional forecasters), βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Δεκέμβριος 2007, Πλαίσιο 6, σελ. 65-67.

52 Απόδοση δεκαετών κρατικών τίτλων στις ΗΠΑ σε μέση μηνιαία βάση, Δεκέμβριος 2006: 4,57%, Ιούνιος 2007: 5,11%, Δεκέμβριος 2007: 4,10%, Ιανουάριος 2008: 3,73%.

53 Από την τελευταία εβδομάδα του Φεβρουαρίου έως τα μέσα Μαρτίου του 2007 καταγράφηκε σημαντική κάμψη των τιμών των μετοχών και αυξήθηκε απότομα η τεκμαρτή μεταβλητότητα, μεταξύ άλλων λόγω ανησυχιών που συνδέονταν με τις επισφάλειες στα στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ, οι οποίες παρουσιάζονταν αυξημένες ήδη από τις αρχές του 2007. Όμως, η διακοπή της ανοδικής πορείας των τιμών των μετοχών αποδείχθηκε πολύ πρόσκαιρη. Επίσης σημαντική πτώση των τιμών των μετοχών, λόγω απότομης αλλά πρόσκαιρης αύξησης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, και ακολούθως πλήρης ανάκαμψη, σημειώθηκε τον Ιούνιο.

Διάγραμμα 11.10

Δείκτες χρηματιστηριακών αγορών (Ιανουάριος 1999 - Ιανουάριος 2008)
(31 Δεκεμβρίου 1998=100, ημερήσια στοιχεία)



σεις με μεγάλο εύρος, ενώ —λόγω της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές— παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση της αβεβαιότητας ως προς την εξέλιξη των τιμών των μετοχών στο άμεσο μέλλον, όπως αυτή μετρείται από την τεκμαρτή μεταβλητότητα. Οι παράγοντες οι οποίοι άσκησαν την περίοδο αυτή θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών ήταν η διατήρηση υψηλής κερδοφορίας των επιχειρήσεων και η μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων των κρατικών τίτλων. Αντίθετα, αρνητική επίδραση άσκησε κυρίως ο περιορισμός της διάθεσης των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους (βλ. Τμήμα 5), αλλά και η μείωση του όγκου των εξαγορών και συγχωνεύσεων εταιριών λόγω της αναταραχής. Τέλος, τον Ιανουάριο του 2008 ο ευρύς δείκτης Dow Jones Euro Stoxx σημείωσε σημαντική πτώση.

Στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία η πορεία των τιμών των μετοχών ήταν ανάλογη με αυτή στη ζώνη του ευρώ, με μεγάλη αύξηση την περίοδο από τα μέσα Μαρτίου μέχρι τα μέσα Ιουλίου του 2007, που ακολουθήθηκε από έντονες διακυμάνσεις μέχρι το τέλος του έτους.⁵⁴ Συνολικά το

2007 ο δείκτης Standard and Poor's 500 σημείωσε αύξηση κατά 3,5%, ενώ ο δείκτης Nikkei 225 μείωση κατά 11,1%. Τον Ιανουάριο του 2008 οι χρηματιστηριακοί δείκτες στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία σημείωσαν σημαντική πτώση.

5. Η διεθνής χρηματοπιστωτική αναταραχή και η ζώνη του ευρώ

5.1 Η αφετηρία της χρηματοπιστωτικής αναταραχής, οι γενικότερες συνέπειές της και η επίδρασή της στις αγορές κεφαλαίων της ζώνης του ευρώ

Το 2007 χαρακτηρίστηκε από την αναταραχή την οποία προκάλεσε η αύξηση των επισφαλειών στην αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ (subprime mortgage market), η οποία

⁵⁴ Στη διάρκεια αυτών των διακυμάνσεων ο δείκτης Standard and Poor's 500 έφθασε στις 9 Οκτωβρίου στο υψηλότερο επίπεδο όλων των εποχών.

επεκτάθηκε ταχύτατα στις χρηματοπιστωτικές αγορές διεθνώς.

Τα απώτερα αίτια της αναταραχής μπορούν να αποδοθούν στην αλληλεπίδραση κυρίως τριών παραγόντων: (α) της συνεχούς, τα τελευταία έτη, αναζήτησης επενδύσεων υψηλής απόδοσης (search for yield) από τους επενδυτές⁵⁵ και, συνεπώς, της διάθεσης των τελευταίων για ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου (risk appetite), (β) του υψηλού επιπέδου ρευστότητας που παρατηρήθηκε διεθνώς τα τελευταία έτη και (γ) της αυξανόμενης χρήσης από τις τράπεζες μιας επιχειρηματικής πρακτικής που βασίζεται στη χορήγηση πιστώσεων οι οποίες στη συνέχεια πωλούνται σε επενδυτές (“originate and distribute” model). Η πρακτική αυτή οδήγησε αφενός στη μείωση των κινήτρων για προσεκτική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών και αφετέρου στην εμφάνιση σύνθετων επενδυτικών προϊόντων που χαρακτηρίζονται από πολύπλοκο τρόπο τιμολόγησης και έλλειψη δευτερογενούς αγοράς για τη διαπραγματεύσή τους.

Ο συνδυασμός των ανωτέρω παραγόντων οδήγησε στην υποεκτίμηση των αναλαμβανόμενων κινδύνων από τους επενδυτές και δημιούργησε σταδιακά τις συνθήκες για την εμφάνιση έντονης μεταβλητότητας και αστάθειας στις αγορές. Κατά τα τελευταία δύο χρόνια, οι αναταραχές που είχαν προκληθεί (Μάιος 2005, Μάιος-Ιούνιος 2006, Φεβρουάριος-Μάρτιος 2007) ήταν βραχείας διάρκειας και μικρής έντασης, με αποτέλεσμα να μην έχουν διαρκείς και σημαντικές επιπτώσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Όμως, από τα τέλη του πρώτου εξαμήνου του 2007 οι εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης (credit rating agencies) υποβάθμισαν μεγάλο αριθμό προϊόντων (π.χ. ομολογιακούς τίτλους με εγγύηση ενυπόθηκων δανείων και άλλα σύνθετα

επενδυτικά προϊόντα γνωστά κυρίως ως δομημένα ομόλογα –collateralised debt obligations) που σχετίζονταν με στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ, επειδή είχε παρατηρηθεί σημαντική αύξηση του ποσοστού καθυστερήσεων και των κατασχέσεων στα εν λόγω δάνεια.

Η εξέλιξη αυτή οδήγησε κατ’ αρχάς στη διεύρυνση των περιθωρίων στις πιστωτικές αγορές και στη μείωση της αποτίμησης των εν λόγω προϊόντων. Δεδομένου ότι οι απαιτήσεις αυτές είχαν μεταβιβαστεί σε επιχειρήσεις που ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα και εδρεύουν σε διάφορες χώρες, η πτώση της αγοραίας αξίας τους και ο κλονισμός της εμπιστοσύνης στη δυνατότητα εξόφλησής τους προκάλεσαν γενικότερη αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ήδη τον Ιούνιο του 2007 και τους επόμενους μήνες, πολλές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα διεθνώς ανακοίνωσαν σημαντικές ζημιές λόγω απαξίωσης των στοιχείων του ενεργητικού τους εξαιτίας των εξελίξεων στην αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ.

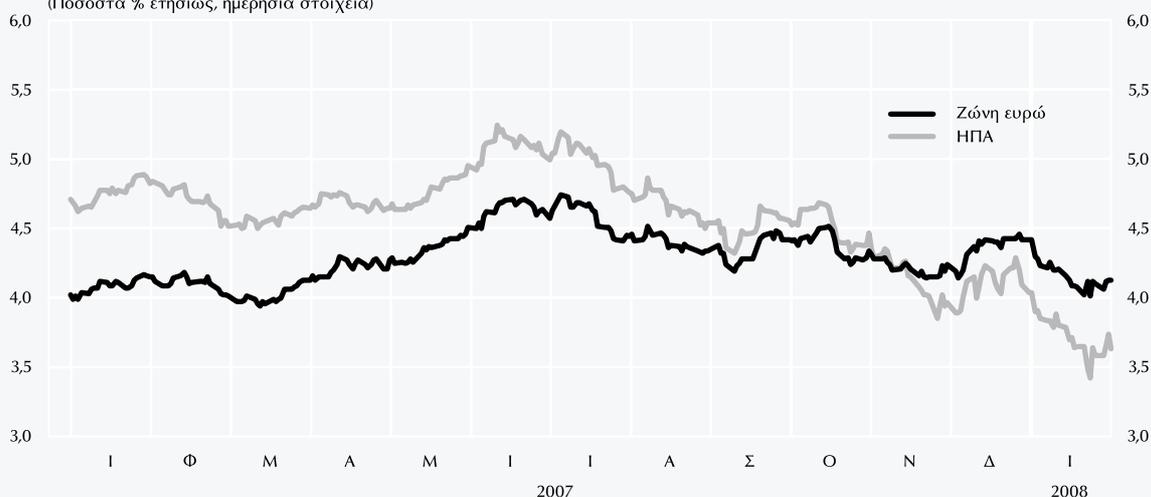
Πέραν των τραπεζών που κατέγραψαν ζημιές από την άμεση έκθεσή τους στα εν λόγω προϊόντα, ενεπλάκησαν και τράπεζες που είχαν έμμεση έκθεση σε αυτά εξαιτίας της υποχρέωσης παροχής έκτακτης ρευστότητας προς ειδικές επενδυτικές εταιρίες (conduits και structured investment vehicles - SIVs) που επένδυαν στα εν λόγω προϊόντα.

Γενικότερα σημειώθηκε απώλεια εμπιστοσύνης εκ μέρους των επενδυτών για τοποθετήσεις

⁵⁵ Σημειώνεται ότι η περίοδος μετά το 2003 χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα χαμηλές αποδόσεις στις αγορές ομολόγων διεθνώς.

Διάγραμμα II.11

Αποδόσεις 10ετών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ
(Ιανουάριος 2007 - Ιανουάριος 2008)
(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

κεφαλαίων σε τιτλοποιημένα δάνεια και παράγωγα προϊόντα μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου (structured credit products), ανεξάρτητα από την πιστοληπτική διαβάθμιση των προϊόντων αυτών. Εκτός από τη δυσκολία αποτίμησης των εν λόγω προϊόντων, κατέστη δυσχερής και η εκτίμηση της έκτασης του προβλήματος. Υπάρχει ακόμη αβεβαιότητα ως προς το συνολικό ύψος των επισφαλών τοποθετήσεων και των υποχρεώσεων σε σχέση με εκτός ισολογισμού συναλλαγές οι οποίες συνδέονται με τα ανωτέρω σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, καθώς και ως προς την κατανομή τους σε συγκεκριμένα πιστωτικά ιδρύματα.

Επιπλέον, αναπτύχθηκαν προσδοκίες ότι η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές θα είχε δυσμενείς συνέπειες για την οικονομική δραστηριότητα, μέσω της αύξησης του κόστους των κεφαλαίων για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις και του περιορισμού της ροής των κεφαλαιακών πόρων από το τραπεζικό σύστημα και τις αγορές ομολόγων και μετοχών προς τις επιχειρήσεις.

Οι επενδυτές συνειδητοποίησαν ότι οι κίνδυνοι απωλειών τους οποίους συνεπάγονται οι τοποθετήσεις στα περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα είχαν αυξηθεί σημαντικά και η διάθεσή τους να αναλάβουν κινδύνους περιορίστηκε. Αυτό είχε αποτέλεσμα να σημειωθούν μεγάλες μετατοπίσεις κεφαλαίων προς τους κρατικούς τίτλους στη ζώνη του ευρώ, τις ΗΠΑ, την Ιαπωνία και άλλες, κυρίως ανεπτυγμένες, οικονομίες. Οι τίτλοι αυτοί αποτελούν σχετικά ασφαλέστερες τοποθετήσεις, με συνέπεια τα μακροπρόθεσμα επιτόκια να ακολουθήσουν καθοδική πορεία με έντονη διακύμανση μετά τις αρχές Ιουλίου του 2007 (βλ. Διάγραμμα II.11).

Όσον αφορά τα ομόλογα των επιχειρήσεων του ιδιωτικού τομέα, ο περιορισμός της διάθεσης των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους συνδέεται με σημαντική αύξηση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ των ομολόγων αυτών και των κρατικών τίτλων αντίστοιχης διάρκειας. Σημειώνεται ότι και στη ζώνη του ευρώ η διαφορά αποδόσεων είχε ακολουθήσει πτωτική πορεία από το 2002 και μετά, εξέλιξη που, μαζί με τον

Διάγραμμα II.12

Δείκτες χρηματιστηριακών αγορών (Ιανουάριος 2007 - Ιανουάριος 2008)
(31 Δεκεμβρίου 2006=100, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

περιορισμό της αβεβαιότητας στις αγορές κρατικών ομολόγων και μετοχών, υποδήλωνε υποεκτίμηση του κινδύνου εκ μέρους των επενδυτών. Κατά συνέπεια, η πρόσφατη αύξηση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ ιδιωτικών και κρατικών ομολόγων αντανακλά την αύξηση της αβεβαιότητας στις αγορές τίτλων (όπως μετρείται π.χ. από την αύξηση της τεκμαρτής μεταβλητότητας), αλλά μπορεί να θεωρηθεί και διορθωτική, καθώς –τουλάχιστον όσον αφορά τη ζώνη του ευρώ– εξισώνει τη διαφορά αποδόσεων με τη μέση τιμή που έχει καταγραφεί για τη διαφορά αποδόσεων από το 1999 και μετά.⁵⁶

Επίσης, από τα μέσα Ιουλίου του 2007 και μετά οι τιμές των μετοχών σημείωσαν διακυμάνσεις με μεγάλο εύρος (βλ. Διάγραμμα II.12), ενώ παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση της αβεβαιότητας ως προς την εξέλιξη των τιμών των μετοχών στο άμεσο μέλλον. Αρνητική επίδραση στις τιμές άσκησαν κυρίως ο περιορισμός της διάθεσης των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους (και η συνακόλουθη αύξηση του ασφαλιστικού κινδύνου για τοποθετήσεις σε μετοχι-

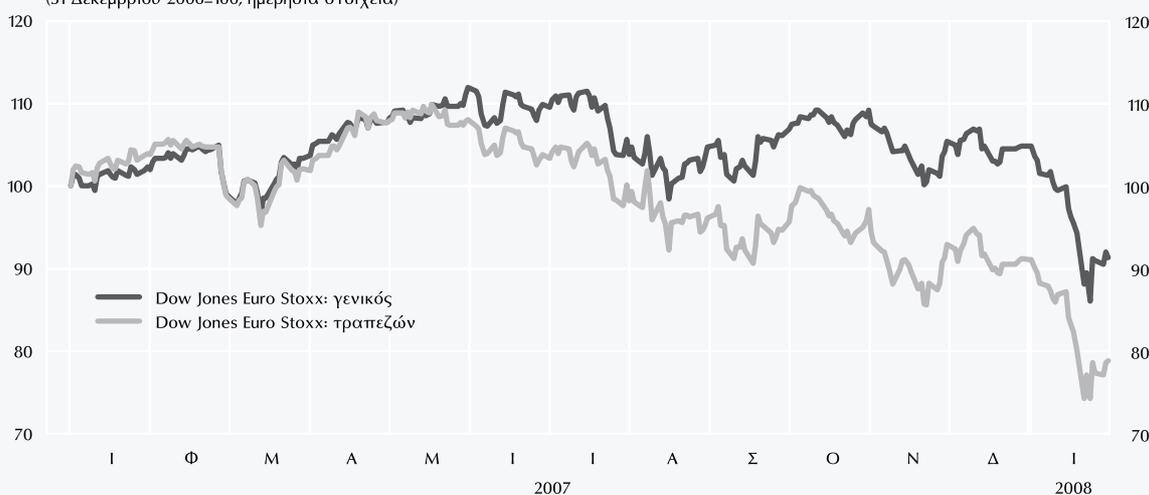
κούς τίτλους,⁵⁷ καθώς και η μετατόπιση κεφαλαίων προς σχετικά ασφαλέστερες τοποθετήσεις, όπως προαναφέρθηκε), αλλά και η μείωση του όγκου των συγχωνεύσεων και εξαγορών εταιριών, η οποία θεωρείται επίσης επακόλουθο της αναταραχής. Τον Ιανουάριο του 2008 ακολούθησε σημαντική πτώση των τιμών των μετοχών διεθνώς, η οποία αποδόθηκε κυρίως σε εντεινόμενες προσδοκίες για επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ, αλλά και στα προβλήματα που εμφάνισαν οι εταιρίες εγγύησης ομολόγων και άλλων απαιτήσεων (monoline bond insurers) στις ΗΠΑ ως επακόλουθο των επισφαλειών στα στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας.

⁵⁶ Καθώς και με την τιμή την οποία προβλέπει θεωρητικό υπόδειγμα προσδιορισμού της διαφοράς αποδόσεων, βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Οκτώβριος 2007, Πλαίσιο 3, σελ. 34.

⁵⁷ Ιδίως από τα μέσα Ιουλίου μέχρι τα τέλη Αυγούστου και την περίοδο από τα μέσα Οκτωβρίου μέχρι το τέλος του έτους, οπότε αυξήθηκε εκ νέου η ανησυχία, καθώς οι τράπεζες, κυρίως στις ΗΠΑ αλλά και στη ζώνη του ευρώ, δημοσίευσαν αποτελέσματα που έδειχναν σημαντικές ζημιές εξαιτίας των επισφαλειών στα στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ.

Διάγραμμα 11.13

Χρηματιστηριακός δείκτης Dow Jones Euro Stoxx: γενικός και τραπεζών
(Ιανουάριος 2007 – Ιανουάριος 2008)
(31 Δεκεμβρίου 2006=100, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

Επισημαίνεται ότι η μείωση των τιμών των μετοχών την περίοδο από τα μέσα Ιουλίου του 2007 μέχρι τα τέλη του έτους (και τον Ιανουάριο του 2008) ήταν εντονότερη για τις τράπεζες και τις λοιπές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα (όσον αφορά τη ζώνη του ευρώ, βλ. Διάγραμμα 11.13),⁵⁸ καθώς, όπως προαναφέρθηκε, η αξία σημαντικών περιουσιακών στοιχείων τους (κυρίως πιστωτικών προϊόντων) απομειώθηκε, ενώ δημιουργήθηκαν προσδοκίες ότι θα μειωθούν και οι μελλοντικές πρόσδοδοι (προμήθειες και άλλες αμοιβές), καθώς θα συρρικνωθούν οι νέες εκδόσεις πιστωτικών προϊόντων εξασφαλισμένων με στεγαστικά δάνεια ή άλλα δάνεια προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις και οι νέες εκδόσεις παραγώγων μεταφοράς κινδύνου και θα μειωθεί ο όγκος των συγχωνεύσεων και εξαγορών (που οργανώνονται και χρηματοδοτούνται από τράπεζες).

Παράλληλα, από τον Αύγουστο του 2007 η κρίση εμπιστοσύνης μεταδόθηκε στις διατραπεζικές αγορές. Οι κεντρικές τράπεζες σε

αρκετές προηγμένες οικονομίες παρενέβησαν στις αγορές χρήματος, είτε μεμονωμένα είτε με συντονισμένη δράση, παρέχοντας ρευστότητα ώστε να εξασφαλιστεί η ομαλή λειτουργία των αγορών αυτών (για τη ζώνη του ευρώ βλ. πιο κάτω). Εκτιμάται ότι με τις αποφασιστικές παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών στις αγορές χρήματος έχουν μετριαστεί σημαντικά οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα (systemic risk) του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.⁵⁹ Πάντως, η εξομάλυνση των συνθηκών στις αγορές χρήματος αποτέλεσε πρόκληση για τις κεντρικές τράπεζες μέχρι τα τέλη του 2007 και ακόμη δεν έχει ολοκληρωθεί.

⁵⁸ Π.χ. όσον αφορά τη ζώνη του ευρώ, αν θεωρηθεί ότι η καθοδική πορεία των τιμών των μετοχών λόγω της αναταραχής ξεκίνησε από τις 17 Ιουλίου, η μείωση του δείκτη τιμών των μετοχών των τραπεζών που περιλαμβάνονται στον ευρύ δείκτη Dow Jones Euro Stoxx μέχρι τα τέλη του έτους ήταν 13,3%, έναντι μείωσης του γενικού δείκτη τιμών κατά 5,9%. Μεταξύ του μεγίστου (18 Μαΐου) και του ελαχίστου (22 Νοεμβρίου) που σημείωσε το 2007, ο δείκτης τιμών των μετοχών των τραπεζών μειώθηκε κατά 21,2%. Στο ίδιο διάστημα ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών μειώθηκε κατά 8,9% μόνον.

⁵⁹ Βλ. BIS, *Quarterly Review, Overview*, Δεκέμβριος 2007.

Η έκταση των επιπτώσεων από την αναταραχή αυτή τόσο στο χρηματοπιστωτικό τομέα όσο και στην οικονομική δραστηριότητα και το ρυθμό αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ δεν έχει ακόμη αποτιμηθεί πλήρως, υπάρχουν όμως ενδείξεις ότι μπορεί να είναι σημαντική. Οι επιπτώσεις από τη χρηματοπιστωτική αναταραχή στην οικονομική δραστηριότητα θα εξαρτηθούν, όπως προαναφέρθηκε, κυρίως από το βαθμό επιδείνωσης των πιστωτικών συνθηκών, δηλαδή τόσο των όρων δανεισμού όσο και της ευκολίας πρόσβασης στον τραπεζικό δανεισμό για πολλές κατηγορίες δανειοληπτών, αλλά και από έμμεσες επιδράσεις στην εμπιστοσύνη των καταναλωτών και των επενδυτών. Ήδη τα αποτελέσματα των πιο πρόσφατων ερευνών δείχνουν ότι έχουν γίνει αυστηρότεροι οι όροι δανεισμού στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ, ενώ ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται ότι επιβραδύνθηκε το τέταρτο τρίμηνο του 2007 και θα επιβραδυνθεί περαιτέρω το πρώτο εξάμηνο του 2008 στο σύνολο των προηγμένων οικονομιών.

Πρωτοβουλίες για τη βελτίωση της λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών και οργανισμών έχουν αναληφθεί τους τελευταίους μήνες από διεθνή και ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα, όπως τους Υπουργούς Οικονομικών και τους Διοικητές των Κεντρικών Τραπεζών της Ομάδας των 7 (G-7) και το Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομικών της ΕΕ. Στο πλαίσιο των πρωτοβουλιών αυτών θα εξεταστούν ιδίως προτάσεις για τη βελτίωση της διαφάνειας όσον αφορά συναλλαγές σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και υποχρεώσεις πιστωτικών ιδρυμάτων από συναλλαγές που εμφανίζονται εκτός ισολογισμού, ενώ θα εξεταστεί επίσης ο ρόλος και η λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Επιπλέον, θα πρέπει να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών στα σύγχρονα χρηματοπιστωτικά εργαλεία και τεχνικές, ώστε να μην απολεσθούν

τα οφέλη που απορρέουν από τη χρήση τους (π.χ. διάχυση του πιστωτικού κινδύνου, διευκόλυνση πρόσβασης στη χρηματοδότηση κ.ά.).

Η χρηματοπιστωτική αναταραχή δεν έχει τελειώσει ακόμη, στις διεθνείς αγορές παραμένει το κλίμα αβεβαιότητας και είναι ανοικτό το θέμα της αναπλήρωσης των κεφαλαίων των τραπεζών που, όπως προαναφέρθηκε, έχουν μειωθεί λόγω της καταγραφής ζημιών.

5.2 Η επίδραση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής στην αγορά χρήματος και η αντιμετώπισή της από το Ευρωσύστημα

Η αναταραχή άρχισε να επηρεάζει την αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ το πρώτο δεκάημερο του Αυγούστου, με αποτέλεσμα να σημειωθεί έλλειψη ρευστότητας και να ασκηθούν ανοδικές πιέσεις στα διατραπεζικά επιτόκια.

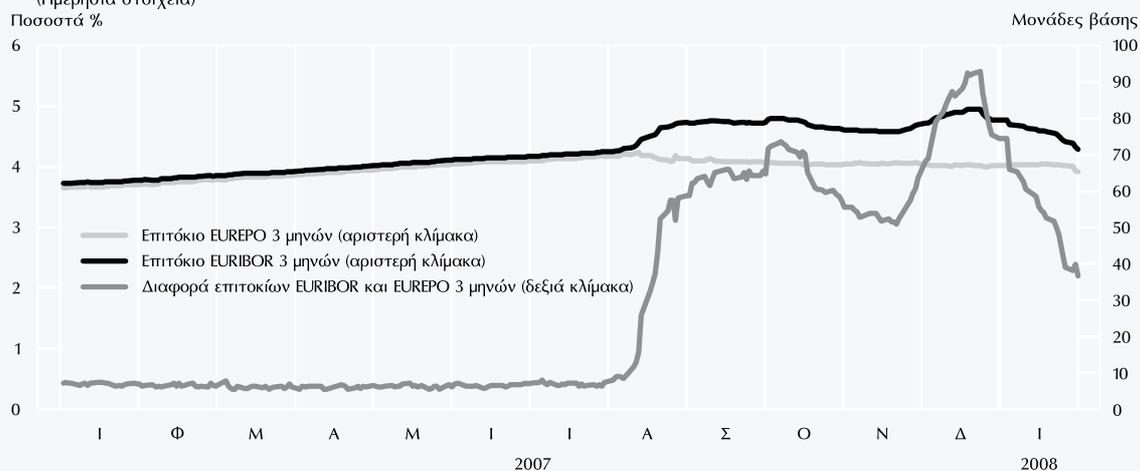
Ειδικότερα, πολλά πιστωτικά ιδρύματα αντιμετώπισαν με μεγάλη επιφύλαξη την παροχή διατραπεζικών δανείων, λόγω της πιθανότητας οι αντισυμβαλλόμενοι να διακρατούν σημαντικά ποσά χρεογράφων, ιδίως δομημένων ομολόγων/πιστωτικών προϊόντων εξασφαλισμένων με στεγαστικά δάνεια σε τιτλοποιημένη μορφή προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ (collateralised debt obligations).

Η επιφυλακτικότητα των τραπεζών διαφαίνεται από την απότομη διεύρυνση της διαφοράς επιτοκίων μεταξύ των συνήθων διατραπεζικών καταθέσεων (χωρίς εξασφαλίσεις) και των διατραπεζικών *repos* (επί κρατικών τίτλων) διάρκειας τριών ή παραπάνω μηνών στις αρχές Αυγούστου και τη διατήρησή της σε ιστορικός υψηλά επίπεδα κατά τους επόμενους μήνες. Σημειώνεται ότι από το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Δεκεμβρίου του 2007 η διαφορά αυτή ακολουθεί πλέον πτωτική πορεία (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.14).

Διάγραμμα II.14

Διαφορά μεταξύ EURIBOR και EUREPO* τριών μηνών
(Ιανουάριος 2007 - Ιανουάριος 2008)

(Ημερήσια στοιχεία)



* Επιτόκιο διατραπεζικών συμφωνιών επαναγοράς (repos) διάρκειας τριών μηνών στη ζώνη του ευρώ.

Πηγές: EKT και European Banking Federation.

Από την άλλη πλευρά, η διάθεση στις αγορές βραχυπρόθεσμων χρεογράφων εξασφαλισμένων με περιουσιακά στοιχεία (Asset Backed Commercial Paper—ABCP) μειώθηκε σημαντικά λόγω αμφιβολιών ως προς τη δυνατότητα εξόφλησής τους, καθώς οι τίτλοι αυτοί χρηματοδοτούσαν τις επενδύσεις των ειδικών επενδυτικών εταιριών (conduits και structured investment vehicles ή SIVs) σε χρεόγραφα (κυρίως δομημένα ομόλογα/πιστωτικά προϊόντα) εξασφαλισμένα με περιουσιακά στοιχεία (collateralised debt obligations), συμπεριλαμβανομένων των στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ. Γι' αυτό, οι ειδικές επενδυτικές εταιρίες, οι οποίες για την άντληση πόρων βασίζονται, κατά κανόνα σε σημαντικό βαθμό, στην έκδοση βραχυπρόθεσμων χρεογράφων, αναγκάστηκαν να χρησιμοποιήσουν εναλλακτικά τις πιστωτικές διευκολύνσεις που είχαν συμφωνήσει με τις τράπεζες. Τα πιστωτικά ιδρύματα χρηματοδότησαν τις πιστώσεις προς τις ειδικές επενδυτικές εταιρίες αποσύροντας ρευστά διαθέσιμα από τοποθετήσεις στη διατραπεζική αγορά.

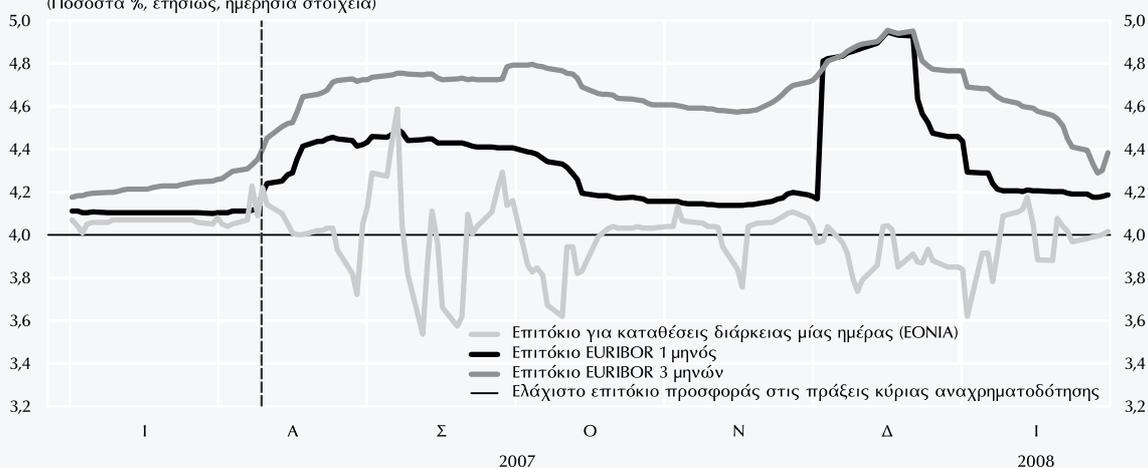
Επίσης, γενικότερα λόγω της αβεβαιότητας και του ενδεχομένου να κληθούν μελλοντικά να στηρίξουν ειδικές επενδυτικές εταιρίες, τα πιστωτικά ιδρύματα επιδίωξαν να διακρατήσουν τα διαθέσιμά τους σε ρευστή μορφή παρά να τα διαθέσουν σε άλλες τράπεζες μέσω δανείων στην αγορά χρήματος. Το αποτέλεσμα ήταν να συμβάλουν και με τον τρόπο αυτό στην πρόκληση στενότητας ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά και, κατ' ακολουθίαν, να ασκηθούν σημαντικές ανοδικές πιέσεις στα διατραπεζικά επιτόκια.

Έτσι, το πεντάμηνο Αυγούστου-Δεκεμβρίου 2007 το επιτόκιο EONIA παρουσίασε μεγάλες διακυμάνσεις (βλ. Διάγραμμα II.15) και ορισμένες ημέρες υπερέβη σημαντικά το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς που ίσχυε τότε (4%). Το ανώτατο επίπεδο στο οποίο έφθασε το EONIA ήταν 4,588% (στις 5 Σεπτεμβρίου 2007).

Επιπλέον, στις αρχές Αυγούστου του 2007 τα επιτόκια EURIBOR σημείωσαν απότομη αύξηση σε όλες τις διάρκειες, η οποία αντιστράφηκε

Διάγραμμα II.15

Επιτόκια διατραπεζικής αγοράς στη ζώνη του ευρώ
(Ιούλιος 2007 - Ιανουάριος 2008)
(Ποσοστά %, ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



* Η κάθετη γραμμή δείχνει την ημερομηνία έναρξης (9 Αυγούστου 2007) των έκτακτων παρεμβάσεων του Ευρωσυστήματος.

Πηγή: ΕΚΤ.

μερικώς τον Οκτώβριο, αλλά το Νοέμβριο η ανοδική πορεία των επιτοκίων συνεχίστηκε. Σημαντική αποκλιμάκωση των επιτοκίων EURIBOR σημειώνεται από το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Δεκεμβρίου. Ειδικότερα, το επιτόκιο EURIBOR τριών μηνών, το οποίο θεωρείται ως το περισσότερο αντιπροσωπευτικό επιτόκιο της αγοράς χρήματος στις μεγαλύτερες διάρκειες, αυξήθηκε από 4,22% κατά μέσον όρο τον Ιούλιο σε 4,69% κατά μέσον όρο το πεντάμηνο Αυγούστου-Δεκεμβρίου 2007, ενώ τον Ιανουάριο του 2008 μειώθηκε σε 4,49%.

Το πεντάμηνο Αυγούστου-Δεκεμβρίου 2007 παρατηρήθηκε επίσης αύξηση της διαφοράς μεταξύ του επιτοκίου που ζητούν οι τράπεζες για να χορηγήσουν διατραπεζικά δάνεια και του επιτοκίου που προσφέρουν για να προσελκύσουν καταθέσεις από τη διατραπεζική αγορά. Ακόμη, παρατηρήθηκε περιορισμός των διατραπεζικών συναλλαγών χωρίς εξασφαλίσεις, ενώ αυξήθηκε απότομα όχι μόνον η μεταβλητότητα των διατραπεζικών επιτοκίων αλλά και η αβεβαιότητα της αγοράς ως προς την εξέλιξή τους

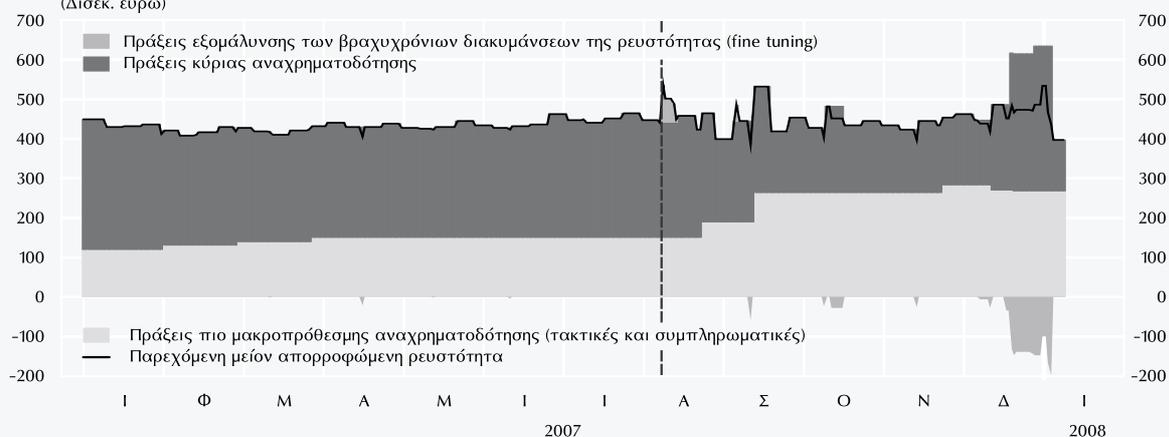
στο άμεσο μέλλον (η οποία μετρείται με την τεκμαρτή μεταβλητότητα⁶⁰). Η τεκμαρτή μεταβλητότητα του επιτοκίου EURIBOR τριών μηνών έφθασε τον Αύγουστο στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων τεσσάρων ετών. Η τεκμαρτή μεταβλητότητα αποκλιμακώθηκε σταδιακά μετά τις πρώτες ημέρες του Σεπτεμβρίου, όμως τον Οκτώβριο ανέκαμψε και το δίμηνο Νοεμβρίου-Δεκεμβρίου εξακολουθούσε να υπερβαίνει σημαντικά τα επίπεδα πριν από την αναταραχή.

Προκειμένου να περιορίσει τις εντάσεις και να εξομαλύνει τις συνθήκες στη διατραπεζική αγορά, το Ευρωσύστημα διενήργησε έκτακτες πράξεις ανοικτής αγοράς τον Αύγουστο του 2007 και τους επόμενους μήνες, επιπλέον των προγραμματισμένων πράξεων κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (βλ. Διάγραμμα II.16). Μια διάσταση των εντάσεων και ένδειξη

⁶⁰ Η τεκμαρτή μεταβλητότητα υπολογίζεται με βάση τις τιμές των δικαιωμάτων προαίρεσως σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) επί του επιτοκίου EURIBOR τριών μηνών.

Διάγραμμα II.16

Παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα στα πιστωτικά ιδρύματα μέσω τακτικών και έκτακτων πράξεων ανοικτής αγοράς* (Ιανουάριος 2007 - Ιανουάριος 2008)
(Δισεκ. ευρώ)



Η κάθετη γραμμή δείχνει την ημερομηνία έναρξης (9 Αυγούστου 2007) των έκτακτων παρεμβάσεων του Ευρωσυστήματος για την αντιμετώπιση των εντάσεων λόγω της αναταραχής.

* Επίσης, απορρόφηση ρευστότητας μέσω (έκτακτων) πράξεων εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας.

Πηγή: ΕΚΤ.

της ισχυρής ζήτησης για ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά αποτελεί το γεγονός ότι σε πολλές από τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης το μέσο επιτόκιο των προσφορών που γίνονταν αποδεκτές (π.χ. 4.19% στις 3 Σεπτεμβρίου) απέκλινε σημαντικά προς τα άνω από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς (4%) ή/και ότι ο λόγος των προσφορών που είχαν υποβληθεί προς τις προσφορές που γίνονταν αποδεκτές ήταν σχετικά υψηλός (1,67 στις 3 Σεπτεμβρίου).

Στις έκτακτες πράξεις ανοικτής αγοράς περιλαμβάνονται δύο συμπληρωματικές πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης στις 24 Αυγούστου και 13 Σεπτεμβρίου (ημέρα διακανονισμού), οι οποίες ανανεώθηκαν στις 23 Νοεμβρίου και 12 Δεκεμβρίου 2007, αντίστοιχα, και θα ανανεωθούν και πάλι. Οι πράξεις αυτές αποσκοπούσαν κυρίως στη συγκράτηση των αυξητικών πιέσεων στο επιτόκιο EURIBOR τριών μηνών.

Σημειώνεται ότι η παροχή ρευστότητας μέσω πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης

αυξήθηκε σημαντικά σε σχέση με την παροχή ρευστότητας μέσω πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, δηλ. αυξήθηκε η μέση διάρκεια των απαιτήσεων του Ευρωσυστήματος (που προκύπτουν από τις παρεμβάσεις στην αγορά χρήματος) έναντι των τραπεζών, χωρίς όμως να αυξηθεί σημαντικά το συνολικό ποσό της χορηγούμενης ρευστότητας σε σχέση με το επίπεδο πριν από την αναταραχή.

Επίσης, επειδή η ζήτηση για ρευστά διαθέσιμα είναι συνήθως μεγαλύτερη τις τελευταίες ημέρες του έτους, εκτός από την ανανέωση των δύο συμπληρωματικών πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ώστε αυτές να μη λήξουν πριν από το τέλος του έτους) που προαναφέρθηκε, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να αυξήσει τη διάρκεια της προτελευταίας πράξης κύριας αναχρηματοδότησης από μία σε δύο εβδομάδες, προκειμένου με την πράξη αυτή να χορηγηθεί ρευστότητα στις τράπεζες μέχρι τις 4 Ιανουαρίου 2008 και όχι μόνο μέχρι τις 28 Δεκεμβρίου 2007.

Τέλος, για την αντιμετώπιση των επιδράσεων της αναταραχής στις αγορές χρήματος, το Ευρωσύστημα, σε συνεργασία με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed), χορήγησε ρευστότητα σε δολάρια ΗΠΑ με διάρκεια περίπου ένα μήνα στα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ έναντι τίτλων το Δεκέμβριο του 2007 και πάλι τον Ιανουάριο του 2008.

Οι παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος επέτυχαν τελικά να σταθεροποιηθεί το επιτόκιο EONIA γύρω από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (4% από τον Ιούνιο του 2007). Επισημαίνεται ότι στη διάρκεια του πενταμήνου Αυγούστου-Δεκεμβρίου 2007 και τον Ιανουάριο του 2008 εκδηλώθηκαν και πιέσεις που ωθούσαν το διατραπεζικό επιτόκιο μίας ημέρας κάτω από το 4%. Οι πιέσεις αυτές κατέστησαν αναγκαία τη διενέργεια έκτακτων πράξεων για την απορρόφηση ρευστότητας.

Ωστόσο, τα επιτόκια EURIBOR, ιδίως το επιτόκιο τριών μηνών, παρέμειναν σε πολύ υψηλά επίπεδα μέχρι το τέλος του έτους. Βεβαίως, από το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Δεκεμβρίου άρχισαν να σημειώνουν σημαντική αποκλιμάκωση, η οποία σε κάποια έκταση οφείλεται στο γεγονός ότι η αυξημένη ζήτηση για ρευστότητα γύρω στα τέλη του έτους ικανοποιήθηκε με τις παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος.

Υπενθυμίζεται ότι το Ευρωσύστημα αντιμετωπίζει τις εντάσεις και συμβάλλει κατά το δυνατόν στην ομαλή λειτουργία της αγοράς χρήματος με προσαρμογές της πολιτικής 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, που 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 το οποίο έχει να εκπληρώνει τον πρωταρχικό του σκοπό.

5.3 Η επίδραση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής στα νομισματικά και τα πιστωτικά μεγέθη στη ζώνη του ευρώ

Είναι πιθανό ότι η αναταραχή επηρέασε την εξέλιξη ορισμένων συνιστωσών του M3, όπως και ορισμένων παραγόντων μεταβολής του. Επίσης ενδέχεται να άσκησε μικρή αυξητική επίδραση στο ρυθμό ανόδου της ποσότητας χρήματος συνολικά.

Όσον αφορά τις συνιστώσες του M3⁶¹:

— Ο ρυθμός αύξησης των καταθέσεων προθεσμίας (Ιούνιος: 35,1%, Δεκέμβριος 2007: 41,4%) δεν είναι απίθανο να επηρεάστηκε θετικά — αλλά σε μικρή έκταση — από την αναταραχή, στο βαθμό που αυτή προκάλεσε στροφή των επενδυτών προς ασφαλέστερες τοποθετήσεις. Όπως προαναφέρθηκε, ο περιορισμός της διάθεσης των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους (risk appetite) στις συνθήκες της αναταραχής οδήγησε σε μετατοπίσεις κεφαλαίων από μετοχές προς κρατικούς τίτλους, οι οποίοι αποτελούν σχετικά ασφαλέστερες τοποθετήσεις. Δεν αποκλείεται όμως να σημειώθηκαν και μετατοπίσεις προς χρηματοπιστωτικά μέσα με σταθερή ονομαστική αξία, μεταξύ των οποίων οι καταθέσεις προθεσμίας ήταν οι ελκυστικότερες από πλευράς χρηματικής απόδοσης. Εξάλλου, όπως υποστηρίζεται στο Τμήμα 4.1, οι καταθέσεις προθεσμίας ήταν

61 Βλ. υποσημείωση 40.

και ελκυστικότερες ως επενδυτικά μέσα από πολλούς κρατικούς τίτλους.

– Ασφαλώς η αναταραχή επηρέασε τον ετήσιο ρυθμό ανόδου των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος (που αποτελούν τη σημαντικότερη συνιστώσα των εμπορεύσιμων χρηματοδοτικών μέσων – βλ. υποσημείωση 40 πιο πάνω), ο οποίος, αν και επιταχύνθηκε σημαντικά (Δεκέμβριος 2006: 4,7%, Ιούνιος 2007: 14,5%) το πρώτο εξάμηνο του 2007, στη συνέχεια σημείωσε επιβράδυνση (Δεκέμβριος 2007: 9,2%). Η επιτάχυνση του εν λόγω ρυθμού το πρώτο εξάμηνο του 2007 υποστηρίχθηκε από τη στρατηγική ορισμένων αμοιβαίων κεφαλαίων να επενδύουν μέρος από τα διαθέσιμά τους σε χρεόγραφα του ιδιωτικού τομέα (κυρίως δομημένα ομόλογα/πιστωτικά προϊόντα) εξασφαλισμένα με περιουσιακά στοιχεία συμπεριλαμβανομένων των στεγαστικών δανείων (collateralised debt obligations), με στόχο να επιτύχουν αύξηση των αποδόσεων που προσφέρουν η οποία να υπερβαίνει τα επιτόκια της αγοράς χρήματος. Όμως, λόγω της αναταραχής οι επενδυτές θεώρησαν, στη διάρκεια του Αυγούστου και του Σεπτεμβρίου του 2007, ότι όλα αδιακρίτως τα επενδυτικά μέσα τα οποία είναι εξασφαλισμένα με περιουσιακά στοιχεία (asset-backed securities) παρουσιάζουν αυξημένους κινδύνους (βλ. Τμήμα 5.1 πιο πάνω) και ως εκ τούτου απέφυγαν και τις τοποθετήσεις σε αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος γενικά. Τα κεφάλαια που αποσύρθηκαν από τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων τοποθετήθηκαν κυρίως σε χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών και δευτερευόντως σε καταθέσεις προθεσμίας και συμφωνίες επαναγοράς, στοιχεία τα οποία περιλαμβάνονται στο M3.

Όσον αφορά τους παράγοντες μεταβολής του M3:⁶²

– Η αναταραχή μπορεί να συνέβαλε στον περιορισμό της πιστωτικής επέκτασης προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης (Ιούνιος: -3,7%, Νοέμβριος: -4,2%, Δεκέμβριος 2007: -2,3%) στο βαθμό που τα NXI αναγκάστηκαν να πωλήσουν κρατικούς τίτλους από το χαρτοφυλάκιό τους για να αντιμετωπίσουν τη στενότητα ρευστότητας η οποία δημιουργήθηκε.

– Όσον αφορά την πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα (Ιούνιος: 11,6%, Δεκέμβριος 2007: 12,7%), φαίνεται ότι, τουλάχιστον μέχρι και το Νοέμβριο, η αναταραχή δεν είχε καταστήσει σημαντικά δυσχερέστερη για τα NXI την τιτλοποίηση δανείων προς επιχειρήσεις και τη μεταβίβασή τους σε χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εκτός NXI,⁶³ ενδεχόμενο που θα δικαιολογούσε την εμφάνιση αυξημένων δανειοδοτήσεων στους ισολογισμούς των NXI και συνεπώς την ενίσχυση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (αλλά και τα νοικοκυριά) χωρίς η συνολική ροή των δανειακών πόρων προς την οικονομία να έχει πράγματι αυξηθεί. Επίσης, η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις από τον Ιούλιο και μετά (Ιούνιος: 13,3%, Δεκέμβριος 2007: 14,4%) δεν φαίνεται πιθανό να τροφοδοτήθηκε από δυσχέρειες στην αντικατάσταση με τίτλους (και τη μεταβίβαση των

62 1. πιστωτική επέκταση προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης,
2. πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα,
3. καθαρή θέση των NXI έναντι του εξωτερικού,
4. πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις των NXI (εκτός κεφαλαίου και αποθεματικών),
5. λοιποί παράγοντες μεταβολής (κεφάλαιο και αποθεματικά των NXI κ.λπ.).

63 Εντούτοις, τα αποτελέσματα των τακτικών ερευνών που διεξάγει το Ευρωσύστημα για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ τα οποία δημοσιεύθηκαν τον Οκτώβριο του 2007 και τον Ιανουάριο του 2008 παρέχουν ενδείξεις ότι οι τράπεζες συνάντησαν δυσκολίες ως προς την τιτλοποίηση των δανείων τους προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά, οι οποίες αναμένεται να συνεχιστούν το πρώτο τρίμηνο του 2008.

τίτλων αυτών από τα NXI σε άλλες χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις) των βραχυπρόθεσμων δανείων που τα NXI είχαν χορηγήσει πριν από την εκδήλωση της αναταραχής σε ειδικά κεφάλαια (private equity funds) για τη χρηματοδότηση εξαγορών εταιριών.⁶⁴ Η επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των δανείων των NXI προς επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ (εξαιρουμένων των NXI, των ασφαλιστικών εταιριών και των ταμείων συντάξεων) από τον Ιούλιο και μετά (Ιούνιος 2007: 17,9%, Δεκέμβριος 2007: 23,8%) αντανακλά, μεταξύ άλλων, τη στήριξη από τα NXI ειδικών επενδυτικών εταιριών (conduits και structured investment vehicles ή SIVs), η οποία, όπως προαναφέρθηκε, κατέστη αναγκαία λόγω της αναταραχής.

Στην άνοδο των δανείων προς χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εκτός NXI συνέβαλε επίσης η στροφή των πιστωτικών ιδρυμάτων προς το διατραπεζικό δανεισμό έναντι εξασφαλίσεων – σε αντιδιαστολή με το συνήθη διατραπεζικό δανεισμό, ο οποίος πραγματοποιείται χωρίς παροχή εξασφαλίσεων από την τράπεζα που δανείζεται – λόγω της αύξησης του κινδύνου εξαιτίας της αναταραχής, δεδομένου ότι ορισμένες από τις πράξεις αυτές στη διατραπεζική αγορά πραγματοποιούνται με τη διαμεσολάβηση χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων εκτός NXI (οι οποίες διαχειρίζονται πλατφόρμες ηλεκτρονικών συναλλαγών, electronic trading platforms).

Τα αποτελέσματα των ερευνών που διεξήγαγε το Ευρωσύστημα για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ το τρίτο και το τέταρτο τρίμηνο του 2007 (τα οποία δημοσιεύθηκαν τον Οκτώβριο του 2007 και τον Ιανουάριο του 2008 αντίστοιχα και συμπεριλαμβάνουν ανάλυση των προσδοκιών των τραπεζών για το πρώτο τρίμηνο του 2008) υποδηλώνουν ότι η ανατα-

ραχή οδήγησε σε προοδευτική αύξηση του περιθωρίου επιτοκίου των τραπεζών και σταδιακή μεταβολή προς το δυσμενέστερο των λοιπών (εκτός του επιτοκίου) όρων χορήγησης πιστώσεων, κυρίως προς τις (μη χρηματοπιστωτικές) επιχειρήσεις και, σε μικρότερο βαθμό, προς τα νοικοκυριά. Η εξέλιξη αυτή αναμένεται να συνεχιστεί με μεγαλύτερη ένταση το πρώτο τρίμηνο του 2008. Στην περίπτωση αυτή το απώτερο αποτέλεσμα της αναταραχής είναι πιθανό να συνίσταται στην άσκηση αρνητικής επίδρασης στην πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα.

Πάντως, το υψηλό επίπεδο και η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των δανείων προς τις επιχειρήσεις το δεύτερο εξάμηνο του 2007, καθώς και το ότι ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά μετά την εκδήλωση της αναταραχής δεν αποκλιμακώθηκε ταχύτερα από ό,τι κατά την περίοδο από την άνοιξη του 2006 μέχρι το τέλος του πρώτου εξαμήνου του 2007 και παραμένει ακόμη υψηλός, οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η αναταραχή δεν προκάλεσε περιορισμό του όγκου των πιστωτικών πόρων που κατευθύνονται από το τραπεζικό σύστημα προς την οικονομία. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται από το γεγονός ότι, όπως προαναφέρθηκε, ο υψηλός ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα δεν αντανακλά δυσκολίες ως προς την τιτλοποίηση και μεταβίβαση των δανείων από τα NXI στο μη τραπεζικό χρηματοπιστωτικό τομέα. Βεβαίως, ένα περιορισμένο μέρος από την αύξηση της πιστωτικής επέκτασης προς το μη τραπεζικό χρηματοπιστωτικό τομέα δεν αντιπροσωπεύει ροή πρό-

⁶⁴ Βεβαίως, όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, το δεύτερο εξάμηνο του 2007 εκτιμάται ότι συνομολογήθηκαν σημαντικά λιγότερες συμφωνίες για νέες εξαγορές επιχειρήσεων σε σύγκριση με το πρώτο εξάμηνο, εξαιτίας της αύξησης του κόστους χρηματοδότησης των εν λόγω συμφωνιών και της μείωσης της διάθεσης των επενδυτών για ανάληψη κινδύνων λόγω της αναταραχής.

σθετων πιστωτικών πόρων προς την οικονομία της ζώνης του ευρώ αλλά υποκατάσταση, με δάνεια από τράπεζες, της χρηματοδότησης των ειδικών επενδυτικών εταιριών (conduits και structured investment vehicles ή SIVs) μέσω της αγοράς βραχυπρόθεσμων χρεογράφων εξασφαλισμένων με περιουσιακά στοιχεία (asset-backed commercial paper – ABCP). Όμως, εκτιμάται ότι η υποκατάσταση αυτή έχει μόνο περιορισμένη ποσοτική σημασία.

Η αναταραχή οδήγησε σε εκροές κεφαλαίων, ιδίως τον Αύγουστο και το Σεπτέμβριο του

2007, και συνεπώς μπορεί να συνδεθεί με τη σταδιακή μείωση της καθαρής θέσης των ΝΧΙ έναντι του εξωτερικού, καθώς, με την επανεκτίμηση των επενδυτικών κινδύνων και την αύξηση των διακυμάνσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, μειώθηκε η σχετική ελκυστικότητα των τοποθετήσεων σε τίτλους στη ζώνη του ευρώ (έναντι τοποθετήσεων σε τίτλους σε άλλες οικονομικές περιοχές). Ωστόσο τον Οκτώβριο και το Νοέμβριο του 2007 παρατηρήθηκαν πάλι (όπως και το πρώτο τρίμηνο του 2007) εισροές κεφαλαίων στη ζώνη του ευρώ.

III. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις, αγορές κεφαλαίων και σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος στην Ελλάδα

1. Εξελίξεις νομισματικών μεγεθών στην Ελλάδα

1.1 Νομισματικές εξελίξεις

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του νομισματικού μεγέθους M3,¹ το οποίο αποτελεί την ελληνική συμβολή στο αντίστοιχο μέγεθος της ζώνης του ευρώ, επιταχύνθηκε περαιτέρω το 2007 και διαμορφώθηκε σε 14,7% το τέταρτο τρίμηνο (βλ. Πίνακα III.1). Η αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ (από το Δεκέμβριο του 2005 μέχρι και το πρώτο εξάμηνο του 2007), σε συνδυασμό με την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές που παρατηρήθηκε το δεύτερο εξάμηνο του έτους (βλ. Κεφάλαιο II.5), επηρέασε ανοδικά περισσότερο τα βραχυπρόθεσμα² επιτόκια από ό,τι τα μακροπρόθεσμα. Η εξέλιξη αυτή συνέβαλε ώστε να συνεχιστεί με εντονότερο ρυθμό η μετατόπιση κεφαλαίων από στοιχεία εκτός του M3 (κυρίως μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύουν σε μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων – funds of funds – και μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων) προς τοποθετήσεις που περιλαμβάνονται στο M3 (ιδίως καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο έτη και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων), καθώς οι τοποθετήσεις αυτές προσφέρουν μεγαλύτερο βαθμό ρευστότητας και ασφάλειας και σχετικά υψηλότερες αποδόσεις. Ο ρυθμός ανόδου του ελληνικού M3 διατηρήθηκε το 2007 σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του συνόλου των καταθέσεων οι οποίες περιλαμβάνονται στο M3 επιταχύνθηκε κατά την εξεταζόμενη περίοδο, αντανακλώντας κυρίως την ανοδική πορεία των

¹ Χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία.

² Βλ. Κεφ. II 4.1 και 4.2.

Πίνακας III.1

Ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ

(Μη εποχικά διορθωμένα στοιχεία)

	Υπόλοιπα 31.12.07 (εκατ. ευρώ)	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές ¹											
		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
		δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	Δεκέμβριος ³
1. Καταθέσεις μίας ημέρας	98.836,5	8,9	6,8	16,8	9,3	0,7	0,2	0,1	-0,6	-0,9	-1,2		
1.1 Όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί	28.210,0	5,7	17,7	19,1	20,2	1,8	6,4	9,3	7,3	10,3	8,4		
1.2 Απλού ταμειυτηρίου	70.626,5	9,8	4,1	16,1	6,3	0,2	-1,9	-2,9	-3,2	-4,6	-4,7		
2. Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	97.547,2	10,1	29,3	5,3	45,2	37,5	37,7	36,5	42,1	42,2	41,0		
3. Καταθέσεις υπό προεידопποίηση έως 3 μηνών ⁴	2.261,6	8,1	1,5	2,8	105,2	-24,4	-31,4	-28,1	-21,6	-20,3	-20,1		
4. Σύνολο καταθέσεων (1+2+3)	198.645,3	9,2	12,6	13,1	20,7	12,1	12,4	12,8	15,2	15,9	15,4		
5. Συμφωνίες επαναγοράς (repos)	704,3	-19,0	-47,7	-12,6	-72,8	-35,7	-44,2	-49,6	-53,3	-54,3	-55,0		
6. Μερδία ομοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	7.917,9	-3,7	68,0	-1,9	-51,8	-2,5	30,0	43,9	43,4	40,5	36,3		
7. Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών ⁵	-1.587,3	-26,2	268,6	-0,3	-42,2	24,2	-14,1	-	-	-	-		
8. Μ3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία (4+5+6+7)	205.680,2	2,2	6,4	9,2	6,9	10,6	12,0	12,2	13,9	14,7	14,3		

1. Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής του αντίστοιχου δείκτη. Κάθε δείκτης καταρτίζεται με βάση το υπόλοιπο του σχετικού νομισματικού μεγέθους το Δεκέμβριο του 2001 και τις σορευμένες μηνιαίες ροές, διορθωμένες για διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών, σφάλματα ταξινόμησης κ.ά.

2. Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους μέσους ετήσιους ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ρυθμούς στο τέλος του μήνα. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός για κάθε μήνα υπολογίζεται ως ο μέσος όρος του ρυθμού στο τέλος του μηνός αναφοράς και στο τέλος του μηνός που προηγείται του μηνός αναφοράς (βλ. τις "Τεχνικές Σημειώσεις" στο τμήμα "Στατιστικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ" του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ).

3. Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής με βάση το σχετικό δείκτη στο τέλος του μηνός.

4. Περιλαμβάνονται και καταθέσεις ταμειυτηρίου σε λοιπά νομίσματα (εκτός ευρώ).

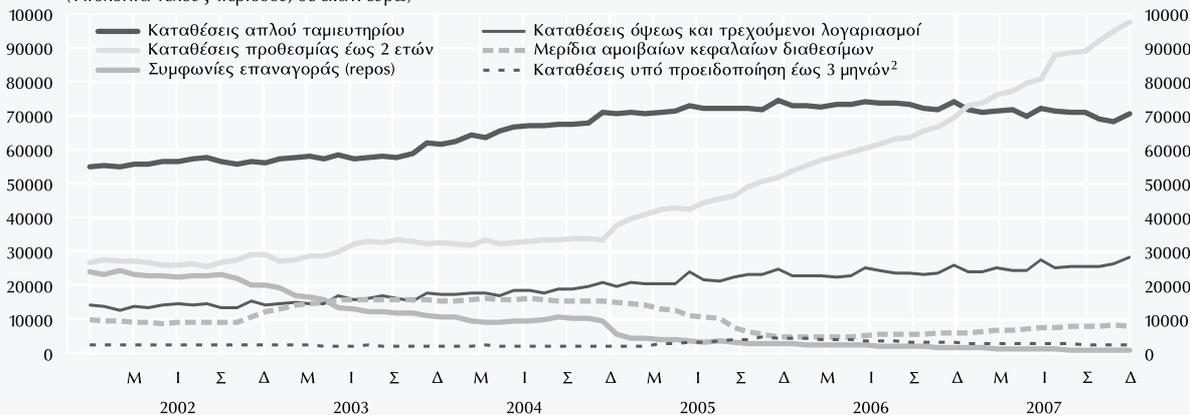
5. Το μέγεθος αυτό υπολογίζεται σε ενοποιημένη βάση με τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Επομένως από τα χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών που έχουν εκδοθεί από τα εγχώρια ΝΧΙ στην Ελλάδα, αφαιρούνται οι τοποθετήσεις τους σε χρεόγραφα μέχρι δύο ετών που εκδίδονται από τα ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

Διάγραμμα III.1

Εξέλιξη των καταθέσεων, των συμφωνιών επαναγοράς και των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων στην Ελλάδα¹ (Ιανουάριος 2002 – Δεκέμβριος 2007)

(Υπόλοιπα τέλους περιόδου, σε εκατ. ευρώ)



1 Τα μεγέθη αυτά αφορούν τις καταθέσεις, τα γeros και τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων τα οποία, σύμφωνα με τον ορισμό της ΕΚΤ, περιλαμβάνονται στο Μ3 και επομένως αποτελούν την ελληνική συμβολή στα αντίστοιχα μεγέθη της ζώνης του ευρώ.

2 Περιλαμβάνονται και καταθέσεις ταμειυτηρίου σε λοιπά νομίσματα (εκτός ευρώ).

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

καταθέσεων προθεσμίας. Συγκεκριμένα, η προτίμηση του αποταμιευτικού κοινού για αποδοτικότερες τοποθετήσεις (για τους λόγους που προαναφέρθηκαν) συνέβαλε στη μετατόπιση κεφαλαίων και εντός του Μ3, με αποτέλεσμα να ενισχυθούν σημαντικά οι καταθέσεις προθεσμίας³ και ο ρυθμός ανόδου τους να διαμορφωθεί σε πολύ υψηλά επίπεδα (βλ. Πίνακα III.1), όπως άλλωστε και στη ζώνη του ευρώ. Αντίθετα, περιορίστηκαν οι καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (καταθέσεις όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί και καταθέσεις ταμειυτηρίου) και ο ρυθμός μεταβολής τους ήταν αρνητικός κατά το μεγαλύτερο διάστημα του 2007 (βλ. Πίνακα III.1). Ειδικότερα, οι καταθέσεις ταμειυτηρίου παρουσιάζουν αρνητικό ρυθμό μεταβολής από το τέλος του 2006 και το υπόλοιπό τους διαμορφώνεται για πρώτη φορά σε επίπεδο χαμηλότερο από εκείνο των καταθέσεων προθεσμίας. Το γεγονός αυτό συνδέεται με τη μεγαλύτερη αύξηση του επιτοκίου των καταθέσεων προθεσμίας έως ένα έτος, που είχε ως αποτέλεσμα οι πραγματικές αποδόσεις των καταθέσεων αυτών να είναι θετικές (από το Σεπτέμ-

βριο του 2006), ενώ παραμένουν ακόμη αρνητικές οι πραγματικές αποδόσεις των καταθέσεων ταμειυτηρίου. Από τις υπόλοιπες συνιστώσες του Μ3, οι τοποθετήσεις σε γeros μειώθηκαν περαιτέρω κατά την εξεταζόμενη περίοδο, ενώ αντίθετα παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση των τοποθετήσεων σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων (βλ. Διάγραμμα III.1), τα οποία εμφάνισαν σχετικά ικανοποιητικές αποδόσεις και προσέλκυσαν κεφάλαια επενδυτών που επιθυμούσαν χαμηλότερα επίπεδα κινδύνου για τις τοποθετήσεις τους.

1.2 Επιτόκια καταθέσεων

Η περαιτέρω άνοδος των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ το πρώτο εξάμηνο του 2007, σε συν-

³ Σημειώνεται σχετικά ότι η εκατοστιαία συμμετοχή των καταθέσεων προθεσμίας στο Μ3 αυξήθηκε περαιτέρω το 2007 κατά 9 εκατοστιαίες μονάδες σε 47,4% στο τέλος Δεκεμβρίου, ενώ η συμμετοχή των καταθέσεων ταμειυτηρίου περιορίστηκε σε μόλις 34,3% στο ίδιο διάστημα, καθώς η διαφορά των αντίστοιχων επιτοκίων διευρύνθηκε (υπέρ των καταθέσεων προθεσμίας) σε 3,36 εκατοστιαίες μονάδες στο τέλος του 2007 από 2,38 εκατοστιαίες μονάδες στο τέλος του 2006.

Πίνακας III.2Α

Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ¹ και στην Ελλάδα
(Ποσοστά % ετησίως)

	Δεκέμβριος 2006	Νοέμβριος 2007	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2006 και Νοεμ. 2007 (σε εκατ. μονάδες)	Δεκέμβριος 2007	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2006 και Δεκ. 2007 (σε εκατ. μονάδες)
Μίας ημέρας²					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	0,92	1,18	0,26	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	2,16	2,55	0,39	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	0,18	0,18	0,00	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	1,14	1,25	0,11	1,23	0,09
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,22	0,07	-0,15	...	...
Με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος³					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	3,27	4,08	0,81	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	3,56	4,47	0,91	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	2,26	2,87	0,61	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	3,47	4,25	0,78	4,52	1,05
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,20	0,17	-0,03	...	...

1 Βλ. υποσημείωση 6 του παρόντος κεφαλαίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

3 Μέσο επιτόκιο μηνός.

Πηγές: ΕΚΤ και εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ.

Πίνακας III.2Β

Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από νοικοκυριά στις χώρες της ζώνης του ευρώ¹

	Μίας ημέρας ²		Με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος ³	
	Δεκέμβριος 2006	Νοέμβριος 2007	Δεκέμβριος 2006	Νοέμβριος 2007
Αυστρία	1,46	1,88	3,27	4,20
Βέλγιο	1,20	1,18	3,36	4,00
Γαλλία	0,18	0,18	3,36	3,98
Γερμανία	1,49	1,84	3,23	4,03
Ελλάδα	1,14	1,25	3,47	4,25
Ιρλανδία	0,97	1,39	3,25 ⁴	3,92 ⁴
Ισπανία	0,52	0,71	3,22	4,33
Ιταλία	0,94	1,25	2,26	2,87
Λουξεμβούργο	2,16	2,55	3,19	3,84
Ολλανδία	0,63	0,76	3,50	4,08
Πορτογαλία	0,18	0,22	3,27	3,96
Σλοβενία	... ⁵	0,40	... ⁵	3,83
Φινλανδία	0,63	1,10	3,56	4,47

1 Παρά την προσπάθεια εναρμόνισης της μεθοδολογίας συλλογής των στατιστικών στοιχείων στη ζώνη του ευρώ, η ομαδοποίηση των επιτοκίων δεν έχει απαλείψει την ανομοιογένεια της σύνθεσης κατά προϊόν σε κάθε κατηγορία επιτοκίων, η οποία εν μέρει αντανακλά διαφορές μεταξύ των ακολουθούμενων εθνικών πρακτικών, καθώς και διαφορές μεταξύ κανονιστικών και δημοσιονομικών ρυθμίσεων – βλ. ΕΚΤ, "Differences in MFI interest rates across euro area countries", Σεπτέμβριος 2006.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

3 Μέσο επιτόκιο μηνός.

4 Το επιτόκιο αφορά όλες τις καταθέσεις προθεσμίας ανεξαρτήτως διάρκειας.

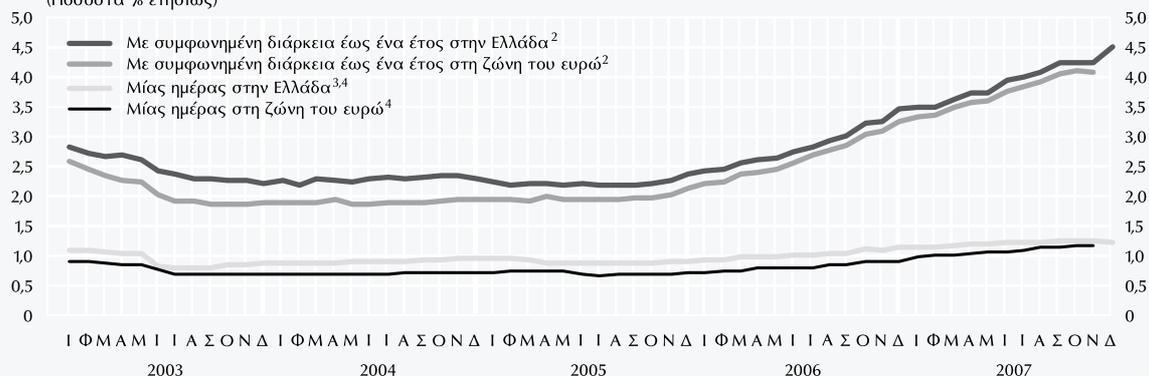
5 Τα στοιχεία δεν είναι διαθέσιμα πριν από τον Ιανουάριο του 2007.

Πηγές: ΕΚΤ και εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ.

Διάγραμμα III.2

Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ¹
(Ιανουάριος 2003 - Δεκέμβριος 2007)

(Ποσοστά % ετησίως)



1 Βλ. υποσημείωση 6 του παρόντος κεφαλαίου.

2 Μέσο επιτόκιο μηνός.

3 Ο κύριος όγκος των καταθέσεων μίας ημέρας αφορά καταθέσεις ταμειευτηρίου και το επιτόκιο καταθέσεων μίας ημέρας σχεδόν συμπίπτει με το επιτόκιο των καταθέσεων ταμειευτηρίου.

4 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

δυσασμό με τις συνθήκες που επικράτησαν στις αγορές χρήματος, επηρέασε, όπως προαναφέρθηκε, αυξητικά περισσότερο τα βραχυπρόθεσμα⁴ επιτόκια (στη διαμόρφωση των οποίων βεβαίως συμβάλλουν και οι συνθήκες ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων). Οι εξελίξεις αυτές επηρέασαν αυξητικά και τα επιτόκια των καταθέσεων και των *repos* στην Ελλάδα κατά την εξεταζόμενη περίοδο.⁵ Όμως, στην προσπάθεια να ενισχύσουν τη ρευστότητά τους, ιδίως κατά το δεύτερο εξάμηνο, οι ελληνικές τράπεζες προσέφεραν ακόμη υψηλότερα επιτόκια στις καταθέσεις προθεσμίας, δηλαδή στη σημαντικότερη πλέον κατηγορία καταθέσεων των νοικοκυριών, εξέλιξη που συνδέεται ασφαλώς και με την αύξηση των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς, ιδίως στο διάστημα Αυγούστου-Δεκεμβρίου 2007 λόγω της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η αύξηση του επιτοκίου των εν λόγω καταθέσεων υπερέβη όχι μόνο τη συνολική αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ (50 μονάδες βάσης), αλλά και την αύξηση του επιτοκίου στις επιμέρους κατηγορίες δανείων.

Σχετικά μεγαλύτερες αυξήσεις παρατηρήθηκαν στα αντίστοιχα επιτόκια καταθέσεων στη ζώνη του ευρώ (τα οποία πρέπει να σημειωθεί ότι ήταν σε χαμηλότερο επίπεδο από ό,τι στην Ελλάδα) το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007,⁶ με αποτέλεσμα η διαφορά τους από τα ελληνικά στις σημαντικότερες κατηγορίες καταθέσεων να περιοριστεί κατά την περίοδο αυτή (ιδίως στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας, βλ. Πίνακα III.2Α και Διάγραμμα III.2). Ωστόσο, τα ελληνικά επιτόκια καταθέσεων των νοικοκυριών (τα οποία είναι από τα υψηλότερα στη ζώνη του ευρώ, βλ. Πίνακα III.2Β) παρέμειναν υψηλότερα το Νοέμβριο (π.χ κατά 7 και 17 μονάδες βάσης

⁴ Το μεγαλύτερο μέρος των καταθέσεων στην Ελλάδα έχει διάρκεια μέχρι ένα έτος.

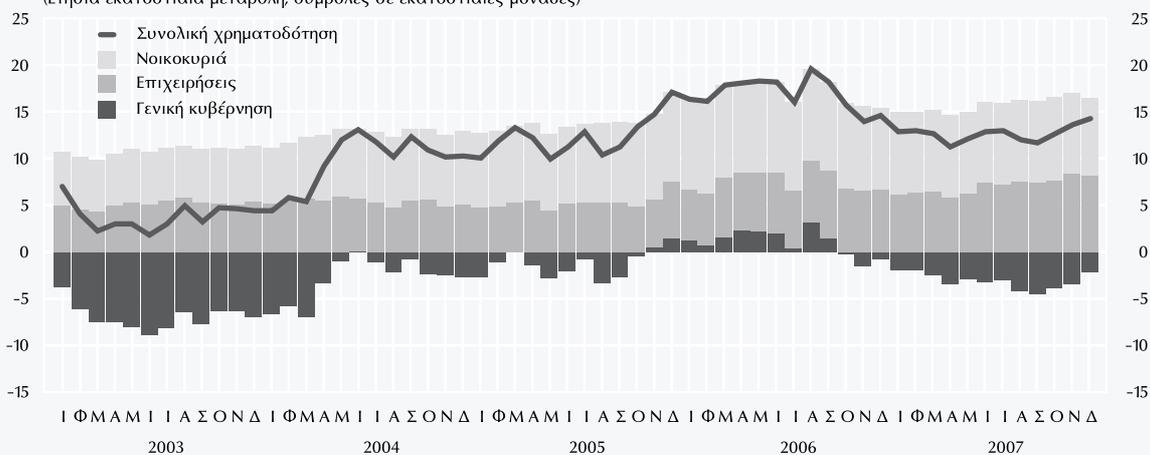
⁵ Μικρή αύξηση (κατά 9 μονάδες βάσης) σημείωσε το επιτόκιο των νέων καταθέσεων των νοικοκυριών διάρκειας μίας ημέρας (Δεκέμβριος 2007: 1,23%, βλ. Διάγραμμα III.2), ενώ πολύ μεγαλύτερη ήταν η αύξηση (105 μονάδες βάσης) του επιτοκίου των νέων καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος (Δεκέμβριος 2007: 4,52%) και του επιτοκίου των *repos* (46 μονάδες βάσης, Δεκέμβριος 2007: 3,76%).

⁶ Τα τραπεζικά επιτόκια στη ζώνη του ευρώ που αφορούν το Δεκέμβριο του 2007 δεν ήταν διαθέσιμα μέχρι την ημερομηνία εκτύπωσης της παρούσας έκθεσης.

Διάγραμμα III.3

Συνολική χρηματοδότηση της οικονομίας από τα ΝΧΙ στην Ελλάδα και συμβολή των επιμέρους τομέων (Ιανουάριος 2003 - Δεκέμβριος 2007)

(Ετήσια εκατοστιαία μεταβολή, συμβολές σε εκατοστιαίες μονάδες)



Σημείωση: Περιλαμβάνονται τα δάνεια που τα ΝΧΙ έχουν χορηγήσει στις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά και τη γενική κυβέρνηση, καθώς και το σύνολο των χρεογράφων του Δημοσίου και των ομολόγων των επιχειρήσεων που διακρατούνται από τα ΝΧΙ. Περιλαμβάνονται επίσης τα ποσά των τιτλοποιημένων δανείων και των διαγραφών στις οποίες προέβησαν οι τράπεζες κατά την περίοδο αναφοράς.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας και με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος, αντίστοιχα), ενώ το επιτόκιο των *geros* ήταν ελαφρά χαμηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ.

2. Η χρηματοδότηση της οικονομίας

Ο ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (ΝΧΙ),⁷ μετά την επιβράδυνση που παρουσίασε το δεύτερο εξάμηνο του 2006 και τους πρώτους μήνες του 2007, σταθεροποιήθηκε σε σχετικά υψηλό επίπεδο (δ' τρίμηνο 2007: 13,1%, δ' τρίμηνο 2006: 15,3%, βλ. Πίνακα III.3). Η διατήρηση υψηλού ρυθμού αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας αντανακλά τη συμβολή της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα (επιχειρήσεις και νοικοκυριά), η οποία μάλιστα μετά το δεύτερο τρίμηνο του έτους διευρύνθηκε (βλ. Διάγραμμα III.3), καθώς επιταχύνθηκε ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις.

Ως εκ τούτου, με βάση τα διαθέσιμα δεδομένα, δεν προκύπτουν μέχρι στιγμής ενδείξεις ότι οι εντάσεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές που εμφανίστηκαν το τρίτο τρίμηνο του 2007 έχουν επηρεάσει την προσφορά τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα. Ωστόσο, στο βαθμό που οι εντάσεις αυτές ενδεχομένως θα συνεχιστούν και θα περιορίσουν τη δυνατότητα του πιστωτικού συστήματος να χρηματοδοτεί την πιστωτική επέκταση μέσω της διατραπεζικής αγοράς και της τιτλοποίησης δανείων,⁸ δεν μπορεί να αποκλειστεί η πιθανότητα να υπάρξει μια – μικρής

⁷ Η χρηματοδότηση της οικονομίας από τα εγχώρια ΝΧΙ περιλαμβάνει τα δάνεια που αυτά έχουν χορηγήσει στις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά και τη γενική κυβέρνηση, καθώς και το σύνολο των χρεογράφων του Δημοσίου και των ομολόγων των επιχειρήσεων που διακρατούνται από τα ΝΧΙ. Για τον υπολογισμό των ρυθμών μεταβολής της συνολικής χρηματοδότησης περιλαμβάνονται επίσης τα υπόλοιπα των δανείων που έχουν τιτλοποιηθεί, καθώς και το σύνολο των διαγραφών στις οποίες προέβησαν οι τράπεζες κατά την περίοδο αναφοράς.

⁸ Σημειώνεται πάντως ότι η σημασία αυτών των δύο πηγών χρηματοδότησης για τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα είναι ακόμη σχετικά περιορισμένη.

Πίνακας III.3

Χρηματοδότηση της οικονομίας από τα ΝΧΙ στην Ελλάδα

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2002		2003		2004		2005		2006		2007		Δεκέμβριος ²							
	δ' τρίμηνο ¹	7,1	δ' τρίμηνο ¹	4,4	δ' τρίμηνο ¹	11,0	δ' τρίμηνο ¹	14,0	δ' τρίμηνο ¹	15,3	α' τρίμηνο ¹	13,2		β' τρίμηνο ¹	12,0	γ' τρίμηνο ¹	12,4	δ' τρίμηνο ¹	13,1	
1. Συνολική χρηματοδότηση της οικονομίας από τα ΝΧΙ ^{3,4}		7,1		4,4		11,0		14,0		15,3		13,2		12,0		12,4		13,1		14,4
2. Χρηματοδότηση της γενικής κυβέρνησης		-5,2		-15,9		-5,6		-0,7		-1,8		-7,5		-12,6		-16,1		-16,1		-9,7
3. Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών ^{3,4}		18,2		19,1		19,6		20,1		21,3		20,0		19,7		20,8		21,2		20,9
3.1 Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων ³		11,3		13,7		13,0		12,7		16,8		15,9		15,6		18,1		19,3		19,9
3.2 Χρηματοδότηση των νοικοκυριών ⁴		33,1		28,8		30,2		30,6		26,7		24,7		24,5		23,8		23,2		22,1
3.2.1 Στεγαστικά δάνεια ⁴		35,4		27,8		26,9		31,5		28,0		25,5		25,2		23,7		22,8		21,4
3.2.2 Καταναλωτικά δάνεια ⁴		27,4		25,0		38,4		30,4		23,7		23,0		22,6		22,4		22,6		22,4

1 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους ετήσιους ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ρυθμούς στο τέλος του μήνα. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός για κάθε μήνα υπολογίζεται ως ο μέσος όρος του ρυθμού στο τέλος του μήνα αναφοράς και στο τέλος του μηνός που προηγείται του μηνός αναφοράς (βλ. τις "Τεχνικές Σημειώσεις" στο τμήμα "Στατιστικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ" του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ).

2 Ετήσιος ρυθμός μεταβολής στο τέλος του μηνός.

3 Περιλαμβάνονται και τα ομόλογα επιχειρήσεων που διακρατούν στα χαρτοφυλάκιά τους τα ΝΧΙ, καθώς και τα πτωτοποιημένα δάνεια. Από το τέταρτο τρίμηνο του 2003, οπότε και είναι διαθέσιμα τα σχετικά στατιστικά στοιχεία, περιλαμβάνονται επίσης τα ποσά των διακρατών στις οποίες προέβησαν οι τράπεζες κατά την περίοδο αναφοράς.

4 Περιλαμβάνονται και τα πτωτοποιημένα δάνεια. Από το τέταρτο τρίμηνο του 2003, οπότε και είναι διαθέσιμα τα σχετικά στατιστικά στοιχεία, περιλαμβάνονται επίσης τα ποσά των διακρατών στις οποίες προέβησαν οι τράπεζες κατά την περίοδο αναφοράς.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

έκτασης— επίδραση και στη διαθεσιμότητα τραπεζικών πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα στο μέλλον. Σε κάθε περίπτωση, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων του Οκτωβρίου του 2007 και του Ιανουαρίου του 2008, οι ελληνικές τράπεζες εκτιμούν ότι οι εντάσεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές θα ασκήσουν περιορισμένη μόνο επίδραση στην προσφορά πιστώσεων.⁹

Σε αντίθεση με τη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα, η χρηματοδότηση της γενικής κυβέρνησης παρουσίασε διακυμάνσεις το 2007, εμφανίζοντας ωστόσο αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής καθ' όλη τη διάρκεια του έτους (δ' τρίμηνο 2007: -16,1%, δ' τρίμηνο 2006: -1,8%) και 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 αντανακλούν τη σημαντική μείωση των τοποθετήσεων των ΝΧΙ σε τίτλους του Δημοσίου. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με προσαρμογές στη διάρθρωση του ενεργητικού των ΝΧΙ, οι οποίες καθορίζονται τόσο από τις εξελίξεις στις αποδόσεις των τίτλων αυτών σε σχέση με εναλλακτικές τοποθετήσεις όσο και από τις προσδοκίες των ΝΧΙ σχετικά με τη μελλοντική διαμόρφωση των εν λόγω αποδόσεων.¹⁰ Σημειώνεται ωστόσο ότι σημαντική μείωση των τοποθετήσεων των ΝΧΙ σε κρατικούς τίτλους κατά τη διάρκεια του 2007 παρατηρήθηκε και στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο.

2.1 Τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα διατηρήθηκε σε υψηλό επίπεδο το 2007 (δ' τρίμηνο 2007: 21,2%, δ' τρίμηνο 2006: 21,3%), αποτελώντας τη συνιστάμενη αντίθετων εξελίξεων στη χρηματοδότηση

των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Ειδικότερα, αξιόλογη επιτάχυνση εμφάνισε ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων (δ' τρίμηνο 2007: 19,3%, δ' τρίμηνο 2006: 16,8%), συνεχίζοντας την ανοδική τάση που ακολουθεί περίπου από τα μέσα του 2005. Η επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις αντανακλά τις αυξημένες ανάγκες για εξωτερική χρηματοδότηση, παρά τη βελτιωμένη τους κερδοφορία. Οι ανάγκες αυτές αφορούν τόσο κεφάλαια κίνησης, με δεδομένη την έντονη αύξηση των πωλήσεων, όσο και την άντληση πόρων για την υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων, καθώς ο ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών επενδύσεων εκτιμάται ότι παρέμεινε υψηλός το 2007 (βλ. Κεφάλαιο IV.3). Η σημασία του τελευταίου παράγοντα υπογραμμίζεται από τη συνεχιζόμενη επιμήκυνση της μέσης διάρκειας του τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων.¹¹ Παράλληλα, παρά την αύξηση των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων, αυτά παραμένουν σε σχετικά χαμηλό επίπεδο, ενώ ούτε οι όροι ούτε τα κριτήρια χρηματοδότησης έχουν γίνει σημαντικώς αυστηρότερα επί του παρόντος, όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα των πρόσφατων Ερευνών Τραπεζικών Χορηγήσεων. Ωστόσο, ορισμένες επιχειρήσεις

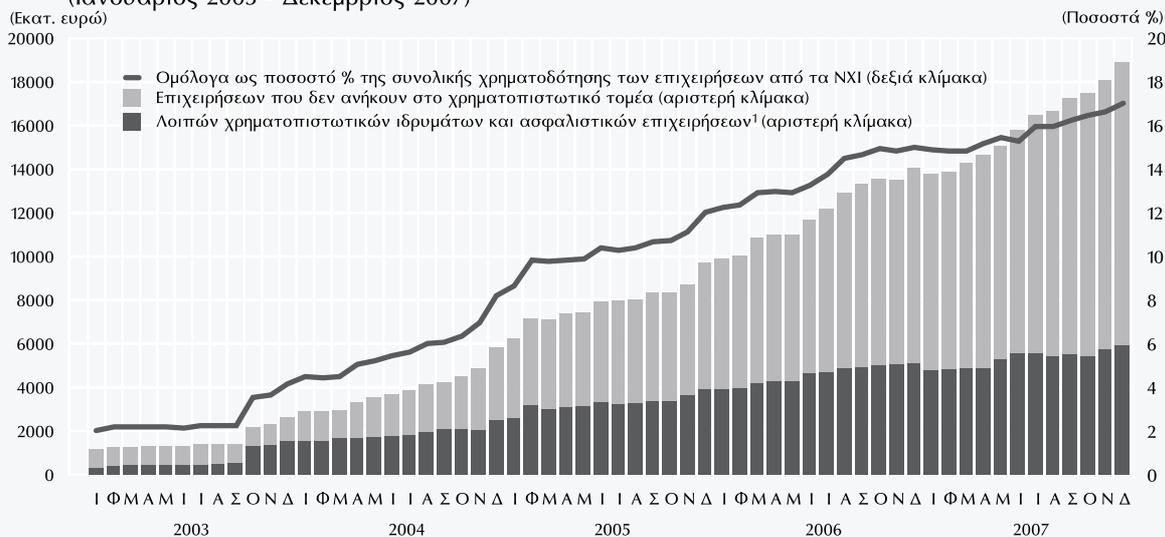
⁹ Η Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων διενεργείται από την Τράπεζα της Ελλάδος σε τριμηνιαία βάση, στο πλαίσιο ευρύτερης αντίστοιχης έρευνας σε επίπεδο Ευρωσυστήματος. Οι έρευνες του Οκτωβρίου του 2007 και του Ιανουαρίου του 2008 περιείχαν και ειδικού ενδιαφέροντος ερωτήματα για την επίδραση που θα ασκήσουν στα κριτήρια και τους όρους χορήγησης πιστώσεων οι εντάσεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

¹⁰ Πάντως, το ύψος της προσφοράς τίτλων του Δημοσίου δεν αποτέλεσε περιοριστικό παράγοντα των σχετικών τοποθετήσεων των ΝΧΙ, καθώς οι καθαρές δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση ήταν σημαντικά υψηλότερες κατά τη διάρκεια του 2007 (13.592 εκατ. ευρώ, έναντι 10.467 εκατ. ευρώ το 2006). Έτσι, οι καθαρές εκδόσεις τίτλων του Δημοσίου το 2007 ήταν αυξημένες έναντι του 2006 (βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου).

¹¹ Το μερίδιο των δανείων με αρχική διάρκεια άνω του έτους στο σύνολο των δανείων προς τις επιχειρήσεις ανήλθε σε 49% το Δεκέμβριο του 2007, έναντι 47% το Δεκέμβριο του 2006, ενώ τη μεγαλύτερη συμβολή στην αύξηση αυτή είχαν τα δάνεια με αρχική διάρκεια άνω των πέντε ετών.

Διάγραμμα III.4

Ομολογιακά δάνεια επιχειρήσεων στα χαρτοφυλάκια των ΝΧΙ στην Ελλάδα
(Ιανουάριος 2003 - Δεκέμβριος 2007)



1 Η συμμετοχή των ασφαλιστικών επιχειρήσεων στο μέγεθος αυτό δεν ξεπερνά το 1%.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

ενδεχομένως εκτιμούν ότι τα κριτήρια χρηματοδότησης θα γίνουν αυστηρότερα στο μέλλον λόγω των αναταραχών στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και αυτό ίσως τις ωθεί να επισπεύσουν την άντληση δανειακών κεφαλαίων από τα πιστωτικά ιδρύματα.

Σημαντικό μέρος της συνολικής πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις είχε, και το 2007, τη μορφή ομολογιακών δανείων (2007: 28%, 2006: 34%).¹² Οι επιχειρήσεις άντλησαν από τα ΝΧΙ το 2007 μέσω της έκδοσης ομολόγων καθαρά κεφάλαια ύψους 4.875 εκατ. ευρώ (2006: 4.326 εκατ. ευρώ), με αποτέλεσμα η συμμετοχή αυτής της μορφής χρηματοδότησης στο σύνολο της τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων να ανέλθει το Δεκέμβριο σε 17,0% (Δεκέμβριος 2006: 15,0%, βλ. Διάγραμμα III.4).

Η καθιερωμένη πρακτική σύμφωνα με την οποία τον κίνδυνο επιτοκίου στις δανειακές συμβάσεις των επιχειρήσεων φέρει κατά κύριο λόγο ο δανειζόμενος δεν φαίνεται να έχει ανατραπεί,

παρά την ανοδική τάση των επιτοκίων. Έτσι, άνω του 90% των νέων δανείων με καθορισμένη διάρκεια προς τις επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα εξακολουθεί να συνομολογείται με κυμαινόμενο επιτόκιο ή επιτόκιο σταθερό για περίοδο μέχρι ένα έτος. Παράλληλα, περισσότερο από 60% των νέων δανείων εξακολουθεί να αφορά μεγάλες χορηγήσεις (άνω του ενός εκατομμυρίου ευρώ), οι οποίες κατά τεκμήριο διοχετεύονται σε μεγάλες επιχειρήσεις.

Η ανάλυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας βασίζεται στην εξέλιξη των τραπεζι-

¹² Όπως έχει αναφερθεί και σε προηγούμενες Εκθέσεις, η πρακτική αυτή είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη τα τελευταία έτη, κυρίως λόγω των φορολογικών πλεονεκτημάτων που προσφέρει η έκδοση ομολογιακών δανείων. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το νομικό πλαίσιο που διέπει την έκδοση ομολόγων από επιχειρήσεις (Ν. 3156/2003), οι τίτλοι αυτοί απαλλάσσονται από την εισφορά του Ν. 128/1975 στην οποία υπόκεινται τα τραπεζικά δάνεια (0,6% επί του υπολοίπου του δανείου). Σχεδόν το σύνολο των εκδόσεων αυτών απορροφάται από τις τράπεζες και οι εν λόγω τίτλοι δεν είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη δευτερογενή αγορά.

Πίνακας III.4
Τραπεζικά δάνεια προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά στην Ελλάδα

	Υπόλοιπα 31.12.07 (εκατ. ευρώ)	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές											
		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
		δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	Δεκέμβριος ²
A. Επιχειρήσεις^{3,4}	92.361	11,4	11,0	8,6	6,4	11,1	11,5	11,7	14,7	16,0	16,1		
1. Γεωργία	3.242	-14,0	3,3	7,8	-12,7	9,0	2,6	-1,4	1,6	4,1	5,7		
2. Βιομηχανία ⁵	17.611	11,5	10,4	1,1	-0,6	5,7	4,6	2,3	3,3	5,5	5,7		
3. Εμπόριο	24.555	7,8	4,0	12,7	6,6	5,4	9,5	11,0	13,1	14,1	13,6		
4. Τουρισμός	4.774	33,7	24,4	17,6	4,6	5,3	4,3	3,5	4,3	5,8	9,8		
5. Ναυτιλία	8.147	5,5	2,3	3,0	34,4	12,0	9,0	9,5	14,5	16,6	21,3		
6. Λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (πλην ΝΧΙ)	3.174	72,5	-3,2	9,5	-29,7	23,4	28,6	23,3	15,4	17,2	9,1		
7. Λοιποί κλάδοι	30.858	14,3	26,5	11,7	15,7	21,5	20,8	22,6	28,4	28,3	27,5		
B. Νοικοκυριά³	104.116	33,1	28,6	30,0	30,3	26,2	24,1	23,7	23,0	22,3	21,2		
1. Στεγαστικά δάνεια	69.363	35,4	27,7	26,9	31,3	28,0	25,4	25,1	23,7	22,7	21,4		
2. Καταναλωτικά δάνεια	31.942	27,4	24,8	37,9	29,9	22,4	20,9	20,4	20,2	20,3	20,1		
- Πιστωτικές κάρτες	9.275	37,1	27,8	23,4	12,4	4,6	3,5	3,7	3,7	4,4	6,4		
- Λοιπά καταναλωτικά δάνεια	22.667	19,2	21,8	53,1	44,5	33,9	31,4	29,5	28,9	28,5	26,8		
3. Λοιπά δάνεια	2.811	62,6	135,7	18,8	11,5	29,9	28,0	28,4	39,8	38,3	31,7		
Σύνολο	196.477	18,3	17,3	17,0	16,8	18,4	17,8	17,7	18,9	19,3	18,8		

1 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους αριθμητικούς μέσους ετήσιους ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ρυθμούς στο τέλος του μηνός. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός για κάθε μήνα υπολογίζεται ως ο μέσος όρος του ρυθμού στο τέλος του μηνός αναφοράς και στο τέλος του μηνός που προηγείται του μηνός αναφοράς. (βλ. τις "Τεχνικές Σημειώσεις" στο τμήμα "Στατιστικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ" του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ).

2 Ετήσιος ρυθμός μεταβολής στο τέλος του μηνός.

3 Δεν περιλαμβάνονται οι διαγραφείσες απαιτήσεις (οι οποίες λαμβάνονται υπόψη στον Πίνακα III.3 από το δ' τρίμηνο του 2003), περιλαμβάνονται όμως τα υπόλοιπα των δανείων που έχουν πτωχευθεί.

4 Δεν περιλαμβάνονται τα ομόλογα επιχειρήσεων που διακρατούν στα χρηματολόγια τους τα ΝΧΙ.

5 Περιλαμβάνει τους κλάδους της μεταποίησης (βιομηχανία, βιοτεχνία) και των μεταλλείων.

6 Περιλαμβάνονται τα προσωπικά δάνεια και τα δάνεια έναντι δικαιολογητικών.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

κών δανείων.¹³ Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των ΝΧΙ προς τις επιχειρήσεις παρουσίασε και αυτός άνοδο το 2007 και ανήλθε σε 16,0% το τέταρτο τρίμηνο (δ' τρίμηνο 2006: 11,1%, βλ. Πίνακα ΙΙΙ.4). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των δανείων προς τις επιχειρήσεις των "λοιπών" κλάδων, τις εμπορικές επιχειρήσεις, καθώς και, σε μικρότερο βαθμό, τις ναυτιλιακές και τις τουριστικές επιχειρήσεις.

Ειδικότερα, ο δανεισμός των επιχειρήσεων των "λοιπών" κλάδων συνέχισε να αυξάνεται με πολύ υψηλούς και επιταχυνόμενους ετήσιους ρυθμούς το 2007 (δ' τρίμηνο 2007: 28,3%, δ' τρίμηνο 2006: 21,5%), παρουσιάζοντας έτσι τη μεγαλύτερη συμβολή στην επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των δανείων προς το σύνολο των επιχειρήσεων. Η συνολική τραπεζική χρηματοδότηση (δάνεια, τιτλοποιημένα δάνεια και εταιρικά ομόλογα) των επιχειρήσεων των "λοιπών" κλάδων αυξήθηκε και αυτή με πολύ υψηλούς ρυθμούς (δ' τρίμηνο 2007: 28,4%, δ' τρίμηνο 2006: 27,8%). Καθώς οι εν λόγω επιχειρήσεις ανήκουν σε διάφορους κλάδους, ο εντοπισμός των παραγόντων που συνέβαλαν σ' αυτές τις εξελίξεις δεν είναι πάντοτε εφικτός. Ωστόσο, σημαντικό μέρος του δανεισμού των επιχειρήσεων της κατηγορίας αυτής αφορά κατασκευαστικές επιχειρήσεις, για τις οποίες η διαμόρφωση σε υψηλό επίπεδο του ρυθμού ανόδου του δείκτη παραγωγής στις κατασκευές το 2007 είναι εύλογο να έχει συνοδευθεί από αυξημένες ανάγκες χρηματοδότησης. Εξάλλου, σημαντική συμμετοχή στην αύξηση του δανεισμού των επιχειρήσεων των "λοιπών" κλάδων έχουν πρόσφατα και οι επιχειρήσεις του κλάδου των επικοινωνιών και των μεταφορών (πλην της ναυτιλίας, η οποία εξετάζεται χωριστά).

Μεγάλη επίσης επιτάχυνση παρουσίασε το 2007 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων

προς τις εμπορικές επιχειρήσεις, ο οποίος ανήλθε σε 14,1% το τέταρτο τρίμηνο (δ' τρίμηνο 2006: 5,4%), καθώς αυτές απορρόφησαν το 23% των νέων τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις την περίοδο αυτή, δηλ. κεφάλαια ύψους 2.939 εκατ. ευρώ. Παράλληλα, οι εμπορικές επιχειρήσεις συνέχισαν να αντλούν σημαντικά κεφάλαια από το τραπεζικό σύστημα και μέσω της έκδοσης ομολογιακών δανείων,¹⁴ με αποτέλεσμα ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησής τους (δάνεια, τιτλοποιημένα δάνεια και εταιρικά ομόλογα) να ανέλθει σε 16,9% το τέταρτο τρίμηνο του 2007 (δ' τρίμηνο 2006: 9,1%). Η έντονη ζήτηση τραπεζικών κεφαλαίων εκ μέρους των εμπορικών επιχειρήσεων συνδέεται με τη θετική αποτίμησή τους για την πορεία των πωλήσεών τους το 2007, αλλά και με τις ευνοϊκές εκτιμήσεις τους για τις προοπτικές του κλάδου στο προσεχές μέλλον, όπως τα δύο αυτά στοιχεία καταγράφονται στις έρευνες οικονομικής συγκυρίας του ΙΟΒΕ. Οι εμπορικές επιχειρήσεις συνεχίζουν να δανείζονται σε βραχυπρόθεσμη βάση, ένδειξη ότι τα αντληθέντα κεφάλαια καλύπτουν κυρίως ανάγκες για κεφάλαιο κίνησης. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια του 2007 έχει παρατηρηθεί μικρή επι-

13 Η κλαδική ανάλυση της πιστωτικής επέκτασης περιορίζεται στα τραπεζικά δάνεια, καθώς ανάλυση των εταιρικών ομολόγων κατά κλάδο είναι διαθέσιμη μόλις από το Μάρτιο του 2005. Οι ρυθμοί μεταβολής των δανείων προς τις επιχειρήσεις κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας έχουν υπολογιστεί χωρίς να περιλαμβάνονται οι διαγραφές απαιτήσεις, καθώς η πληροφόρηση για το ύψος των διαγραφών κατά κλάδο δεν είναι διαθέσιμη. Περιλαμβάνονται, ωστόσο, τα υπόλοιπα των δανείων που έχουν τιτλοποιηθεί. Ειδικά για τον κλάδο της γεωργίας, η επίδραση των διαγραφών στους ρυθμούς μεταβολής είναι σημαντική, καθώς η Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος είχε προβεί, κυρίως κατά τη διάρκεια του 2005 και του 2006, σε εκτεταμένες διαγραφές απαιτήσεων, είτε κατ' εφαρμογή του Ν. 3259/2004 για τη ρύθμιση ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τις τράπεζες (ο οποίος περιλάμβανε ειδικές διατάξεις για τον κλάδο της γεωργίας) είτε στο πλαίσιο της εξυγίανσης του χαρτοφυλακίου της.

14 Το Δεκέμβριο του 2007 τα ομολογιακά δάνεια που είχαν εκδοθεί από εμπορικές επιχειρήσεις αντιστοιχούσαν σε 16% του συνόλου των εταιρικών ομολόγων που διακρατούσαν στα χαρτοφυλακιά τους τα ΝΧΙ.

μήκυνση της μέσης διάρκειας των δανείων προς τον εν λόγω κλάδο.

Άνοδο παρουσίασε το 2007 και ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού των ναυτιλιακών επιχειρήσεων (δ' τρίμηνο 2007: 16,6%, δ' τρίμηνο 2006: 12,0%). Αν μάλιστα αφαιρεθεί η επίδραση της ανατίμησης του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ¹⁵ – δεδομένου ότι άνω του 80% των δανείων προς τη ναυτιλία έχουν χορηγηθεί σε δολάρια – η επιτάχυνση που σημειώθηκε είναι σημαντικά υψηλότερη (δ' τρίμηνο 2007: 27,4%, δ' τρίμηνο 2006: 18,9%). Ο αυξημένος τραπεζικός δανεισμός των ναυτιλιακών επιχειρήσεων συνδέεται με τις ανάγκες χρηματοδότησης των διευρυμένων επενδυτικών τους προγραμμάτων για την ανανέωση και επέκταση του στόλου τους (βλ. και Κεφάλαιο IV.5). Επίσης σημαντική επιτάχυνση σημειώθηκε το 2007 στο ρυθμό αύξησης της χρηματοδότησης προς τον κλάδο των τουριστικών επιχειρήσεων, μεγάλο μέρος της οποίας όμως αφορούσε την έκδοση εταιρικών ομολόγων, με αποτέλεσμα η εξέλιξη αυτή να μην αποτυπώνεται στο ρυθμό μεταβολής των τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις του κλάδου. Σχετικά μικρή μεταβολή παρατηρήθηκε εξάλλου το 2007 στον ετήσιο ρυθμό της πιστωτικής επέκτασης προς τις βιομηχανικές επιχειρήσεις, στις οποίες αντιστοιχεί περίπου το 20% της τραπεζικής χρηματοδότησης του συνόλου των επιχειρήσεων.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της 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%). Καθώς η πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά παρέμεινε ιδιαίτερα δυναμική, η συνολική δανειακή τους επιβάρυνση (συνολικός

δανεισμός από τα ΝΧΙ, συμπεριλαμβανομένων των τιτλοποιημένων δανείων) αυξήθηκε σε 45,3% του (αναθεωρημένου) ΑΕΠ το Δεκέμβριο του 2007 (Δεκέμβριος 2006: 40,1%). Αν δεν ληφθούν υπόψη τα δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί, ο τραπεζικός δανεισμός των νοικοκυριών διαμορφώνεται σε 40,9% του ΑΕΠ το Δεκέμβριο του 2007 (Δεκέμβριος 2006: 37,5%, βλ. Διάγραμμα III.5) και η διαφορά του από το αντίστοιχο μέγεθος για το σύνολο της ζώνης του ευρώ περιορίζεται σε 13,4 εκατοστιαίες μονάδες, έναντι 16,5 εκατοστιαίων μονάδων στο τέλος του 2006.¹⁶ Η αύξηση αυτή της δανειακής επιβάρυνσης των νοικοκυριών, σε συνδυασμό με την άνοδο των τραπεζικών επιτοκίων από τα ιστορικά χαμηλά επίπεδά τους αλλά και την επιβράδυνση της αύξησης των επενδυτικών και καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών το 2007, εξηγεί σε μεγάλο βαθμό την αποκλιμάκωση του ετήσιου ρυθμού αύξησης της χρηματοδότησής τους που παρατηρείται από τις αρχές του 2006.

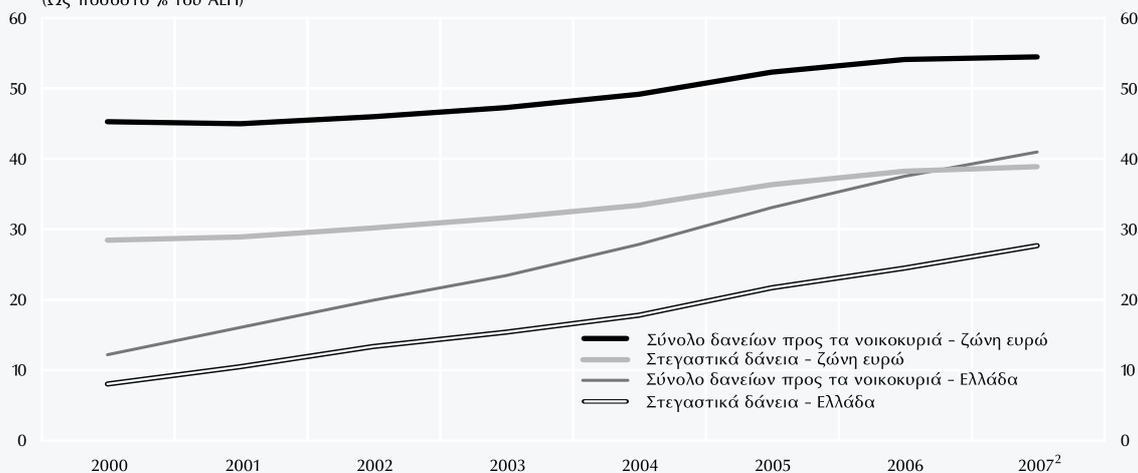
Η επιβράδυνση του ρυθμού της πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά το 2007 αντανακλά κυρίως την υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των στεγαστικών δανείων σε 22,8% το τέταρτο τρίμηνο, από 28,0% το τελευταίο τρίμηνο του 2006. Παρά την επιβράδυσή του, ο ρυθμός αυτός παραμένει σε πολύ υψηλό επίπεδο και είναι ο ταχύτερος μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ, με εξαίρεση τη Σλοβενία. Ο περιορισμός του ετήσιου ρυθμού αύξησης των στεγαστικών δανείων συνδέεται, μεταξύ άλλων, με τη μείωση της ιδιωτικής οικο-

¹⁵ Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2006 και τέλους Δεκεμβρίου του 2007, το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι του δολαρίου ΗΠΑ κατά 11,8%.

¹⁶ Όπως πάντως έχει σημειωθεί και σε προηγούμενες Εκθέσεις, η διαφορά αυτή πρέπει να αξιολογείται με προσοχή, καθώς τα δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί αντιπροσωπεύουν διαφορετικό ποσοστό του ΑΕΠ στην Ελλάδα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ.

Διάγραμμα III.5

Τραπεζικά δάνεια¹ προς τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (2000 - 2007)
(Ως ποσοστό % του ΑΕΠ)



1 Δεν περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των τιτλοποιημένων δανείων.

2 Εκτιμήσεις για το ΑΕΠ του 2007.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ για τα υπόλοιπα των δανείων, Eurostat για το ΑΕΠ.

δομικής δραστηριότητας, όπως προκύπτει από την εξέλιξη των αδειών οικοδομών, και με την αποκλιμάκωση του ρυθμού αύξησης των τιμών των κατοικιών που παρατηρήθηκε κατά τη διάρκεια του 2007.¹⁷ Εξάλλου, συνεχίστηκε το 2007 η στροφή των δανειζομένων προς στεγαστικά δάνεια με σταθερό επιτόκιο για μεγαλύτερη περίοδο, που ξεκίνησε με την άνοδο των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ στο τέλος του 2005. Έτσι, το 2007 κατά μέσον όρο το 73% των νέων στεγαστικών δανείων που χορηγήθηκαν είχαν επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του έτους,¹⁸ ενώ το 2006 το αντίστοιχο ποσοστό ήταν 37%.

Σε υψηλό επίπεδο διατηρήθηκε το 2007 ο ρυθμός αύξησης των καταναλωτικών δανείων, εμφανίζοντας μικρή μόνο επιβράδυνση (δ' τρίμηνο 2007: 22,6%, δ' τρίμηνο 2006: 23,7%) και παραμένοντας μεταξύ των υψηλότερων αντίστοιχων ρυθμών στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Η ταχεία αύξηση των καταναλωτικών δανείων αντανακλά την εξέλιξη των "λοιπών" καταναλωτικών δανείων (προσωπικών δανείων

και δανείων έναντι δικαιολογητικών), τα οποία πλέον αντιστοιχούν σε άνω του 70% του συνόλου των καταναλωτικών δανείων. Αντίθετα, η εξέλιξη των δανείων μέσω πιστωτικών καρτών συνέχισε να είναι υποτονική, καθώς αυτά βαρύνονται με υψηλότερα επιτόκια σε σχέση με τα "λοιπά" καταναλωτικά δάνεια και οι πιστωτικές κάρτες χρησιμοποιούνται πλέον περισσότερο ως μέσο διενέργειας πληρωμών (και διευκόλυνσης των συναλλαγών) παρά ως μέσο πίστης.

2.2 Επιτόκια τραπεζικών δανείων

Τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα συνέχισαν να αυξάνονται το 2007 στις περισσότερες κατηγορίες δανείων (βλ. Πίνακες III.5Α-Β και Διάγραμμα III.6), ακολουθώντας τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ,

¹⁷ Βλ. και Πίνακα IV.8. Οι προοπτικές της αγοράς κατοικιών αναφέρονται και στα αποτελέσματα της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων του Οκτωβρίου του 2007 και του Ιανουαρίου του 2008 ως παράγοντας που έχει, στην τρέχουσα συγκυρία, αρνητική επίδραση στη ζήτηση στεγαστικών δανείων.

¹⁸ Στη ζώνη του ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 το αντίστοιχο ποσοστό ήταν 57%.

Πίνακας III.5A

Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στη ζώνη του ευρώ¹ και στην Ελλάδα

(Ποσοστά % ετησίως)

	Δεκέμβριος 2006	Νοέμβριος 2007	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2006 και Νοεμ. 2007 (σε εκατ. μονάδες)	Δεκέμβριος 2007	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2006 και Δεκ. 2007 (σε εκατ. μονάδες)
A. Δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο ή επιτόκιο σταθερό έως 1 έτος¹					
A.1 Δάνεια μέχρι 1 εκατ. ευρώ προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	5,08	5,96	0,88	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	6,52	7,37	0,85	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	4,57	5,38	0,81	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	6,30	6,81	0,51	6,83	0,53
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	1,22	0,85	-0,37	...	...
A.2 Δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	4,50	5,08	0,58	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	5,50	6,06	0,56	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	4,24	4,85	0,61	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	5,16	5,50	0,34	5,79	0,63
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,66	0,42	-0,24	...	...
A.3 Στεγαστικά δάνεια					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	4,56	5,28	0,72	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	5,23	6,42	1,19	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	4,15	4,68	0,53	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	4,36	4,68	0,32	4,76	0,40
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	-0,20	-0,60	-0,40	...	...
A.4 Καταναλωτικά δάνεια					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	7,55	8,37	0,82	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	10,62	11,64	1,02	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	4,28	5,19	0,91	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	6,82 ²	7,54	0,72	7,66	0,84
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	-0,73	-0,83	-0,10	...	...
B. Δάνεια με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως 5 έτη³					
B.1 Στεγαστικά δάνεια					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	4,58	5,03	0,45	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	7,00	7,10	0,10	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	3,47	4,31	0,84	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	4,37	4,35	-0,02	4,21	-0,16
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	-0,21	-0,68	-0,47	...	...
B.2 Καταναλωτικά δάνεια					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	6,05	6,89	0,84	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	10,29	10,87	0,58	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	4,85	5,50	0,65	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	8,93	8,75	-0,18 ⁴	8,74	-0,19
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	2,88	1,86	-1,02	...	...

1 Βλ. υποσημείωση 6 του παρόντος κεφαλαίου.

2 Σημειώνεται ότι το επιτόκιο της κατηγορίας αυτής δανείων στην Ελλάδα είχε μειωθεί σημαντικά το Δεκέμβριο του 2006, καθώς ορισμένες τράπεζες είχαν προβεί τότε σε ειδικές προσφορές μειώνοντας σημαντικά τα επιτόκιά τους και επηρεάζοντας πτωτικά το μέσο όρο.

3 Μέσο επιτόκιο μηνός.

4 Η μείωση αυτή αντανάκλα εν μέρει το γεγονός ότι (όπως συνέβη και σε κάποιες κατηγορίες στεγαστικών δανείων) ορισμένες τράπεζες προέβησαν σε ανακατανομή του κόστους εξυπηρέτησης των δανείων χρεώνοντας χαμηλότερα επιτόκια για μια αρχική περίοδο και υψηλότερα για την υπόλοιπη διάρκεια του δανείου.

Πηγές: EKT και εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ.

αλλά και των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά. Ωστόσο, τα επιτόκια των δανείων στην Ελλάδα αυξήθηκαν εν γένει λιγότερο από ό,τι τα αντίστοιχα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ,

συνεχίζοντας έτσι να συγκλίνουν σταδιακά προς αυτά όπως και κατά το προηγούμενο έτος. Βεβαίως, σε κάποιο βαθμό η εξέλιξη αυτή αντανάκλα το γεγονός ότι τα εγχώρια NXI προσ-

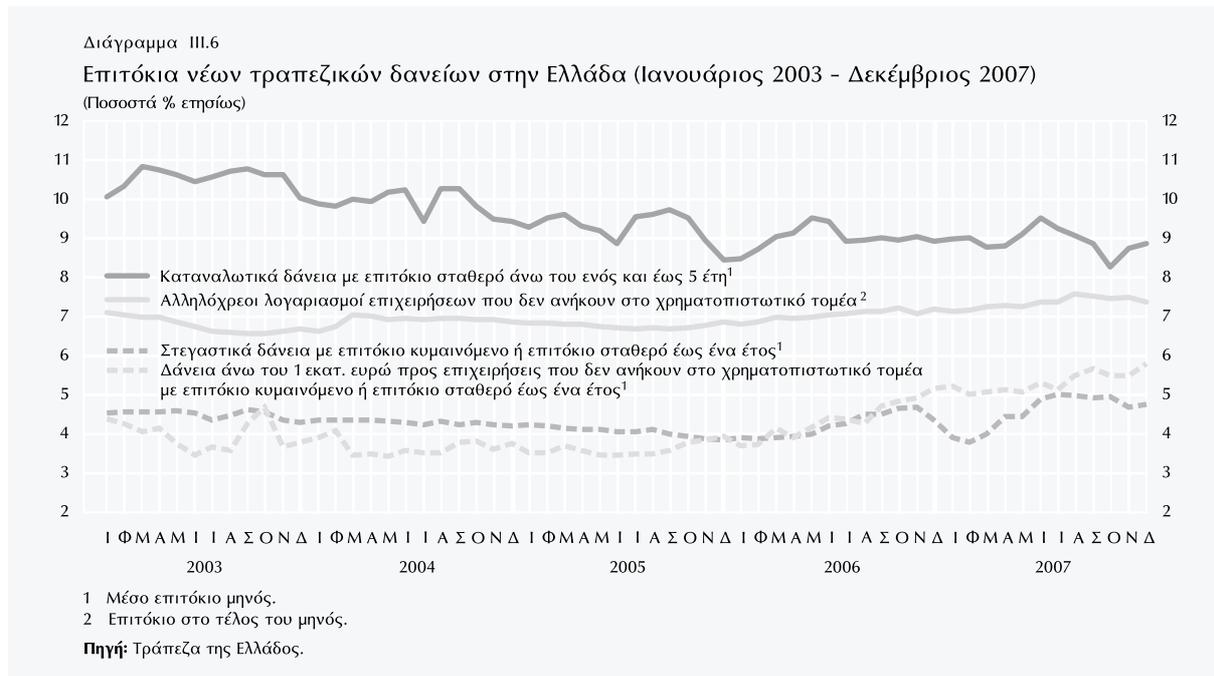
Πίνακας III.5B

Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ¹

	Νέα δάνεια με κοπιανόμοιο επιτόκιο ή επιτόκιο σταθερό έως 1 έτος ²										Νέα δάνεια με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως 5 έτη ²								
	Προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις					Στεγαστικά					Κοπιανολογικά		Στεγαστικά		Κοπιανολογικά				
	Δάνεια μέχρι 1 εκατ. ευρώ		Δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ			Δεκ. 2006		Νοέμ. 2007			Δεκ. 2006		Νοέμ. 2007			Δεκ. 2006		Νοέμ. 2007	
	Δεκ. 2006	Νοέμ. 2007	Δεκ. 2006	Νοέμ. 2007	Δεκ. 2006	Νοέμ. 2007	Δεκ. 2006	Νοέμ. 2007	Δεκ. 2006	Νοέμ. 2007	Δεκ. 2006	Νοέμ. 2007	Δεκ. 2006	Νοέμ. 2007	Δεκ. 2006	Νοέμ. 2007	Δεκ. 2006	Νοέμ. 2007	
Αυστρία	4,57	5,38	4,24	4,92	4,79	5,58	5,89	6,58	3,47	4,31	5,57	6,44	4,31	5,15	7,49	7,70	4,31	5,15	
Βέλγιο	5,02	5,67	4,39	4,90	4,47	5,21	6,49	7,16	4,44	5,15	7,49	7,70	5,15	5,15	7,49	7,70	5,15	5,15	
Γαλλία	4,93	5,80	4,33	5,15	4,22	4,93	7,02	7,57	4,04	4,67	6,40	6,91	4,67	4,67	6,40	6,91	4,67	4,67	
Γερμανία	5,67	6,40	4,58	5,12	5,23	5,91	5,31	6,19	4,86	5,30	4,85	5,50	5,30	4,86	4,85	5,50	4,86	4,86	
Ελλάδα	6,30	6,81	5,16	5,50	4,36	4,68	6,82	7,54	4,37	4,35	8,93	8,75	4,35	4,35	8,93	8,75	4,35	4,35	
Ιρλανδία	5,68	6,45	5,50	6,06	4,57	5,03	5,89	6,55	... ⁴	... ⁴	... ⁴	... ⁴	... ⁴	... ⁴	... ⁴	... ⁴	... ⁴	... ⁴	
Ισπανία	4,83	5,85	4,43	5,17	4,53	5,38	9,48	10,21	4,78	5,80	8,40	8,73	5,80	5,80	8,40	8,73	5,80	5,80	
Ιταλία	5,03	5,83	4,47	4,85	4,71	5,44	10,62	11,64	4,09	4,70	8,65	7,99	4,70	4,70	8,65	7,99	4,70	4,70	
Λουξεμβούργο	... ³	5,66	... ³	4,94	4,51	4,89	... ³	... ³	... ³	... ³	5,82	6,28	... ³	... ³	5,82	6,28	... ³	... ³	
Ολλανδία	4,69	5,42	4,34	4,98	4,51	5,29	8,64	8,40	4,65	5,18	... ³	... ³	5,18	... ³					
Πορτογαλία	6,52	7,37	5,03	5,52	4,40	5,19	7,29	8,06	... ⁴	... ⁴	10,29	10,87	... ⁴	... ⁴	10,29	10,87	... ⁴	... ⁴	
Σλοβενία	... ⁵	6,18	... ⁵	5,59	... ⁵	6,42	... ⁵	6,42	... ⁵	6,64	... ⁵	7,58	6,64	... ⁵	... ⁵	7,58	6,64	... ⁵	
Φινλανδία	4,91	5,68	4,42	5,28	4,15	4,89	4,90	5,81	4,53	4,90	5,26	5,97	4,90	4,90	5,26	5,97	4,90	4,90	

1 Παρά την προσπάθεια εναρμόνισης της μεθοδολογίας συλλογής των στατιστικών στοιχείων στη ζώνη του ευρώ, υπάρχει σημαντική ανομοιογένεια στα χαρακτηριστικά και τη σχετική βεβαιότητα των προϊόντων σε κάθε κατηγορία επιτοκίων, η οποία εν μέρει αντανακλά διαφορές μεταξύ των καθιερωμένων εθνικών πρακτικών καθώς και μεταξύ των κανονιστικών και δημοσιονομικών ρυθμίσεων (βλ. π.χ. ΕΚΤ, "Differences in MFI interest rates across euro area countries", Σεπτέμβριος 2006, Πίνακας 2, από τον οποίο προκύπτει ότι η κατηγορία των καταναλωτικών δανείων μη καθορισμένης διάρκειας, όπου περιλαμβάνονται οι πιστωτικές κάρτες, έχει στην Ελλάδα πολύ μεγαλύτερη στέθμιση -53% - σε σύγκριση με τη μέση στέθμιση -15% - στη ζώνη του ευρώ).

2 Μέσο επιτόκιο μηνός.
 3 Στις συγκεκριμένες κατηγορίες επιτοκίων ο όγκος των χρησιμοποιούμενων δανείων είναι πολύ μικρός.
 4 Στις χώρες αυτές δεν δημοσιεύονται στοιχεία για τα εν λόγω επιτόκια.
 5 Τα στοιχεία δεν είναι διαθέσιμα πριν από τον Ιανουάριο του 2007.
Πηγές: ΕΚΤ και εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ.



φεύγουν στη διατραπεζική αγορά (τα επιτόκια της οποίας αυξήθηκαν σημαντικά λόγω των πρόσφατων αναταραχών στις χρηματοπιστωτικές αγορές) σε μικρότερο βαθμό από ό,τι τα ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ. Χαμηλότερο παρέμεινε και το 2007 το ελληνικό επιτόκιο στις δύο κυριότερες κατηγορίες στεγαστικών δανείων (βλ. Πίνακα III.5Α και Διάγραμμα III.7), ενώ η θετική διαφορά μεταξύ των ελληνικών επιτοκίων και των αντίστοιχων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ συνέχισε να μειώνεται για τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις και στις περισσότερες κατηγορίες καταναλωτικών δανείων.

Μεγαλύτερη ήταν η αύξηση των επιτοκίων των δανείων (στεγαστικών, καταναλωτικών και επιχειρηματικών) με κυμαινόμενο επιτόκιο ή επιτόκιο σταθερό έως ένα έτος. Όσον αφορά τις εξελίξεις στις διάφορες κατηγορίες στεγαστικών δανείων, σημειώνεται ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών παρέμεινε ιδιαίτερα ισχυρός το 2007, οδηγώντας τα περιθώρια επιτοκίου σε χαμηλότερα επίπεδα. Το μέσο επιτόκιο των στεγαστικών δανείων αυξήθηκε οριακά

(κατά 4 μονάδες βάσης) το 2007 και διαμορφώθηκε το Δεκέμβριο σε 4,45%. Ειδικότερα, το επιτόκιο της σημαντικότερης κατηγορίας στεγαστικών δανείων (αυτών με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του ενός και έως πέντε έτη)¹⁹ μειώθηκε (κατά 16 μονάδες βάσης, βλ. Πίνακα III.5Α και Διάγραμμα III.6), γεγονός που συνδέεται με τον εντεινόμενο ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών και τις ειδικές ρυθμίσεις ορισμένων από αυτές, οι οποίες προέβησαν σε ανακατανομή του κόστους εξυπηρέτησης των δανείων.²⁰ Αύξηση (κατά 40 μονάδες βάσης) σημειώθηκε στο επιτόκιο της δεύτερης σε σπουδαιότητα κατηγορίας στεγαστικών δανείων (αυτών με κυμαινόμενο επιτόκιο ή επιτόκιο σταθερό έως

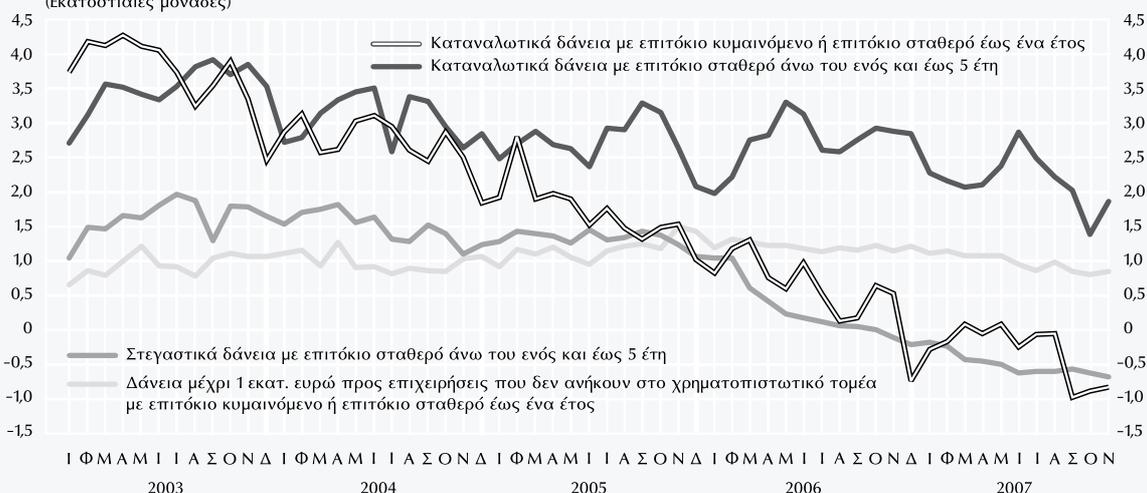
¹⁹ Η συμμετοχή των δανείων της κατηγορίας αυτής στο σύνολο των νέων στεγαστικών δανείων αυξήθηκε το 2007 σε 59% (από 25% το 2006) και έτσι τα εν λόγω δάνεια αποτελούν πλέον τη σημαντικότερη κατηγορία στεγαστικών δανείων, καθώς οι δανειολήπτες, προεξοφλώντας πιθανές μελλοντικές αυξήσεις επιτοκίων, στρέφονται σε αυξανόμενο βαθμό προς αυτά.

²⁰ Οι τράπεζες αυτές προέβησαν σε χρεώσεις χαμηλότερου επιτοκίου για μια αρχική περίοδο, συνήθως ενός έως δύο ετών, και υψηλότερου για την υπόλοιπη διάρκεια του δανείου.

Διάγραμμα III.7

Διαφορές επιτοκίων νέων τραπεζικών δανείων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ
(Ιανουάριος 2003 - Νοέμβριος 2007)

(Εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

ένα έτος). Και στις δύο αυτές κατηγορίες δανείων τα ελληνικά επιτόκια παραμένουν από το Δεκέμβριο του 2006 χαμηλότερα των αντίστοιχων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ. Αυτή η αρνητική διαφορά διευρύνθηκε το Νοέμβριο του 2007²¹ σε 68 και 60 μονάδες βάσης αντίστοιχα.²²

Το μέσο επιτόκιο των διαφόρων κατηγοριών καταναλωτικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια αυξήθηκε (κατά 58 μονάδες βάσης) το 2007 και διαμορφώθηκε σε 8,40% το Δεκέμβριο. Καθώς όμως τα επιτόκια στις αντίστοιχες κατηγορίες δανείων στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκαν περισσότερο από ό,τι τα ελληνικά, στο ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 συνεχίστηκε γενικά η σύγκλιση²³ των επιτοκίων στην Ελλάδα προς εκείνα στη ζώνη του ευρώ (βλ. Πίνακα III.5A). Η μόνη κατηγορία δανείων όπου η διαφορά επιτοκίων διευρύνθηκε είναι αυτή των καταναλωτικών δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια (Νοέμβριος 2007: 399 μονάδες βάσης, από 377 στο τέλος του 2006). Σημειώνεται ότι η διαφορά επιτοκίων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ σ' αυτή την κατηγορία δανείων παραμένει στο υψηλότερο

επίπεδο μεταξύ όλων των κατηγοριών δανείων, δεδομένου ότι –όπως και άλλες φορές έχει επισημανθεί– στην Ελλάδα τα δάνεια της συγκεκριμένης κατηγορίας (σε αντίθεση με ό,τι συμβαίνει στη ζώνη του ευρώ) εξακολουθούν να αποτελούνται κυρίως από δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών,²⁴ τα οποία έχουν υψηλό επιτόκιο

²¹ Βλ. υποσημείωση 6 του παρόντος κεφαλαίου.

²² Οι διαφορές αυτές ήταν περίπου 20 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2006 και στις δύο κατηγορίες στεγαστικών δανείων.

²³ Σε αυτό συνέβαλε ως ένα βαθμό το γεγονός ότι ορισμένες τράπεζες προέβησαν σε ανακατανομή του κόστους εξυπηρέτησης των δανείων, όπως έγινε και σε συγκεκριμένες κατηγορίες στεγαστικών δανείων, χρεώνοντας χαμηλότερα επιτόκια για μια αρχική περίοδο και υψηλότερα για την υπόλοιπη διάρκεια του δανείου.

²⁴ Σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών δεν αποτελούν την κύρια μορφή δανεισμού (όσον αφορά τα καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια), καθώς οι πιστωτικές κάρτες χρησιμοποιούνται κυρίως ως μέσο διευκόλυνσης των συναλλαγών και οι σχετικές οφειλές ως επί το πλείστον εξοφλούνται χωρίς να αφήνουν υπόλοιπο. Εναλλακτική μορφή δανεισμού είναι οι υπερεναλήψεις από τρεχούμενους λογαριασμούς, το επιτόκιο των οποίων μειώνεται για υψηλότερα ποσά δανεισμού, με αποτέλεσμα να προτιμώνται από τα καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια. Επιπλέον, σε ορισμένες χώρες τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών χορηγούνται από ιδρύματα που δεν είναι ΝΧΙ και γι' αυτό τα επιτόκιά τους δεν περιλαμβάνονται στα τραπεζικά επιτόκια.

(Δεκέμβριος 2007: 15,31%), κυρίως λόγω του μεγάλου διαχειριστικού κόστους και του υψηλού πιστωτικού τους κινδύνου.

Το μέσο σταθμικό επιτόκιο των διαφόρων κατηγοριών δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα αυξήθηκε (κατά 46 μονάδες βάσης) το 2007 και διαμορφώθηκε το Δεκέμβριο σε 6,65%. Ανοδική ήταν η πορεία των επιτοκίων όλων των επιμέρους κατηγοριών, ενώ οι μεγαλύτερες αυξήσεις καταγράφηκαν στα επιτόκια των επιχειρηματικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια. Μεταξύ αυτών, η μεγαλύτερη αύξηση σημειώθηκε στο επιτόκιο των δανείων με καθορισμένη διάρκεια (άνω του 1 εκατ. ευρώ) με κυμαινόμενο επιτόκιο ή επιτόκιο σταθερό έως ένα έτος (βλ. Πίνακα III.5A). Εξάλλου, καθώς η ανοδική πορεία των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ ήταν εντονότερη από ό,τι στην Ελλάδα το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007, η σύγκλιση των επιτοκίων όλων των επιμέρους κατηγοριών επιχειρηματικών δανείων προς τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ συνεχίστηκε, με αποτέλεσμα τα ελληνικά επιτόκια να προσεγγίζουν όλο και περισσότερο το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ. Συγκεκριμένα, το ελληνικό επιτόκιο στα δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή επιτόκιο σταθερό έως ένα έτος και μέχρι 1 εκατ. ευρώ ήταν, κατά μέσον όρο το Νοέμβριο του 2007, υψηλότερο κατά 85 μονάδες βάσης από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (έναντι 122 μονάδων βάσης το Δεκέμβριο του 2006) και στην κατηγορία άνω του 1 εκατ. ευρώ ήταν υψηλότερο κατά 42 μονάδες βάσης (έναντι 66 μονάδων βάσης το Δεκέμβριο του 2006). Πάντως θα πρέπει να σημειωθεί ότι υπάρχουν χώρες στη ζώνη του ευρώ με επιτόκια δανείων υψηλότερα από ό,τι τα ελληνικά (βλ. Πίνακες III. 5A και 5B).

Το περιθώριο επιτοκίου, δηλ. η διαφορά μεταξύ του μέσου σταθμικού επιτοκίου των

νέων τραπεζικών δανείων και του αντίστοιχου επιτοκίου των νέων καταθέσεων, μειώθηκε περαιτέρω (κατά 39 μονάδες βάσης) το 2007 και διαμορφώθηκε σε 4,17% το Νοέμβριο και 4,06% το Δεκέμβριο. Ωστόσο, παραμένει σε επίπεδο υψηλότερο από εκείνο στη ζώνη του ευρώ²⁵ (Νοέμβριος 2007: 3,04%, βλ. Πίνακα III.6 και Διάγραμμα III.8), αν και τα τελευταία χρόνια έχει σημειωθεί σημαντική σύγκλιση (διαφορά περιθωρίων επιτοκίου: Νοέμβριος 2007: 1,13%, Δεκέμβριος 2003: 2,01%). Οι λόγοι για τους οποίους το περιθώριο επιτοκίου είναι υψηλότερο στην Ελλάδα έχουν αναφερθεί διεξοδικά σε προηγούμενες Εκθέσεις της Τράπεζας²⁶ και 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 στο τομέα της λιανικής τραπεζικής, όπου παίζει ρόλο και ο παράγοντας “εγγύτητα με τον πελάτη”. Ένας ακόμη παράγοντας που συμβάλλει στη διαμόρφωση υψηλό-

²⁵ Όπως αυτό υπολογίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος.

²⁶ Βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006.

Πίνακας III.6

Περιθώριο επιτοκίου (spread) στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ^{1,2}

(Ποσοστά % ετησίως)

	Μέσο επιτόκιο νέων δανείων στην Ελλάδα	Μέσο επιτόκιο νέων καταθέσεων στην Ελλάδα	Περιθώριο επιτοκίου στην Ελλάδα (σε εκατ. μονάδες)	Περιθώριο επιτοκίου στην Ελλάδα με στάθμιση ζώνης ευρώ (σε εκατ. μονάδες)	Περιθώριο επιτοκίου στη ζώνη του ευρώ (σε εκατ. μονάδες)
Δεκ. 1998	16,21	8,12	8,09	...	...
Δεκ. 1999	14,02	6,98	7,04	...	...
Δεκ. 2000	9,68	4,00	5,68	...	...
Δεκ. 2001	7,26	1,96	5,30	...	...
Δεκ. 2002	6,38	1,67	4,71	...	...
Δεκ. 2003	5,95	1,17	4,78	4,45	2,77
Δεκ. 2004	5,98	1,21	4,77	4,18	2,53
Δεκ. 2005	5,73	1,30	4,43	3,59	2,56
Δεκ. 2006	6,36	1,91	4,45	3,63	2,89
Νοέμ. 2007	6,69	2,52	4,17	3,48	3,04
Δεκ. 2007	6,68	2,62	4,06	...	...

1 Βλ. υποσημείωση 6 του παρόντος κεφαλαίου.

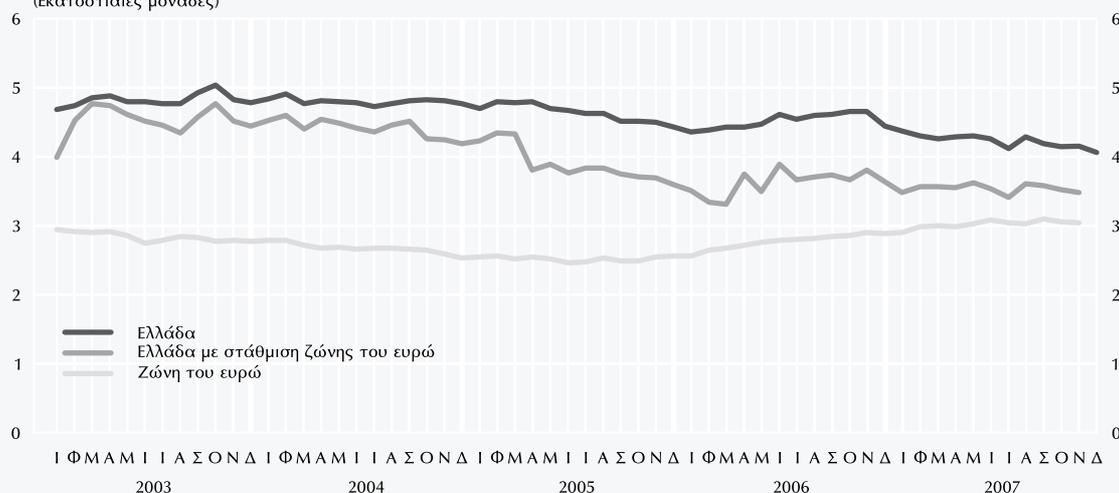
2 Από το Σεπτέμβριο του 2002, οι τράπεζες υποβάλλουν νέες, αναλυτικότερες σειρές επιτοκίων με βάση την ενιαία μεθοδολογία που ακολουθείται σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Τα ιστορικά στοιχεία των επιτοκίων για την προ του 2002 περίοδο έχουν αναπροσαρμοστεί και επανεκτιμηθεί έτσι ώστε να είναι συγκρίσιμα με τα νεότερα στοιχεία. Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι το μέσο επιτόκιο των καταθέσεων υποεκτιμά το κόστος του χρήματος, δεδομένου ότι οι τράπεζες, για τη χρηματοδότηση της ταχείας πιστωτικής τους επέκτασης, αναγκάζονται να αντλούν πόρους και από τη διατραπεζική αγορά, με σχετικά υψηλά επιτόκια.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

Διάγραμμα III.8

Διαφορά μέσου επιτοκίου μεταξύ νέων δανείων και νέων καταθέσεων (περιθώριο επιτοκίου) στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2003 - Δεκέμβριος 2007)

(Εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

τερου περιθωρίου στην Ελλάδα είναι 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.

Πάντως, πρέπει να σημειωθεί ότι το περιθώριο επιτοκίου στην Ελλάδα ακολουθεί πτωτική πορεία τα τελευταία χρόνια. Μεταξύ Δεκεμβρίου του 1998 και Δεκεμβρίου του 2006 περιορίστηκε κατά 364 μονάδες βάσης, ενώ η μείωσή του συνεχίστηκε και το 2007 (κατά 39 μονάδες βάσης, όπως προαναφέρθηκε), καθώς το μέσο επιτόκιο των δανείων αυξήθηκε λιγότερο από ό,τι το μέσο επιτόκιο των καταθέσεων. Αντίθετα, στη ζώνη του ευρώ το περιθώριο επιτοκίου διευρύνθηκε (κατά 15 μονάδες βάσης) το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007,²⁷ συμβάλλοντας κατ' αυτό τον τρόπο στη σύγκλιση του περιθωρίου επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ.

Στη μείωση του περιθωρίου επιτοκίου της Ελλάδος συνέβαλε και η αύξηση της παραγωγικότητας των ελληνικών τραπεζών, σε συνδυασμό με το μεταξύ τους ανταγωνισμό, ο οποίος εντάθηκε τα τελευταία έτη, καθώς το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ενσωματώνεται σταδιακά στο ευρύτερο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ.

Η ανωτέρω ανάλυση αφορά τα επιτόκια των νέων δανείων. Πρόσθετες και ενδιαφέρουσες πληροφορίες παρέχουν τα μέσα επιτόκια που ισχύουν για τα ανεξόφλητα υπόλοιπα των δανείων. Το 2007 το μέσο επιτόκιο των δανείων σε ευρώ (τα οποία περιλαμβάνουν

τόσο τα νέα δάνεια όσο και τα παλαιότερα) αυξήθηκε κατά 21 μονάδες βάσης. Ειδικότερα, το μέσο επιτόκιο των υφιστάμενων δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αυξήθηκε (κατά 47 μονάδες βάσης), ενώ παρέμεινε αμετάβλητο το αντίστοιχο επιτόκιο των δανείων προς τα νοικοκυριά.

3. Οι αγορές κεφαλαίων

3.1 Η αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

Οι αποδόσεις των ομολόγων στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ), οι οποίες εξελίχθηκαν περίπου όπως εκείνες των αντίστοιχων τίτλων στη ζώνη του ευρώ,²⁸ παρουσίασαν σημαντική αύξηση από το Δεκέμβριο του 2006 έως τις αρχές Ιουλίου του 2007, οπότε διαμορφώθηκαν στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων πέντε ετών περίπου (βλ. Διάγραμμα III.9).²⁹ Η εξέλιξη αυτή ήταν απόρροια των ευνοϊκών προοπτικών για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, στη συνέχεια και μέχρι το τέλος του έτους η κρίση που εκδηλώθηκε στην αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ ενίσχυσε σημαντικά την αβεβαιότητα και οδήγησε σε επανεκτίμηση προς τα άνω των κιν-

²⁷ Αυτό οφείλεται, αντίθετα από ότι συμβαίνει στην Ελλάδα, στη μεγαλύτερη αύξηση του μέσου επιτοκίου των δανείων σε σχέση με το μέσο επιτόκιο των καταθέσεων στη ζώνη του ευρώ.

²⁸ Επιπρόσθετα, από την εξέταση στοιχείων της τελευταίας 20ετίας φαίνεται ότι η εξέλιξη των αποδόσεων των αγορών ομολόγων της ζώνης του ευρώ αποκτά ολοένα και μεγαλύτερη συσχέτιση με εκείνη των ΗΠΑ. Σχετικά βλ. ECB, "The development of international linkages between government bond yield curves in the euro area and the United States", *Monthly Bulletin*, Μάρτιος 2007, Πλαίσιο 2.

²⁹ Κατά την περίοδο αυτή, η ΕΚΤ προχώρησε δύο φορές (το Μάρτιο και τον Ιούνιο) σε αύξηση των βασικών της επιτοκίων, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά.

Διάγραμμα III.9

Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου
(Ιανουάριος 2006 - Ιανουάριος 2008)

(Ημερήσια στοιχεία, ετήσιες εκατοστιαίες αποδόσεις, διαφορά αποδόσεων σε μονάδες βάσης)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

δύνων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων διεθνώς, ενώ οι εκτιμήσεις για την οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω. Οι παράγοντες αυτοί ενίσχυσαν τη ζήτηση σχετικά ασφαλών τοποθετήσεων εκ μέρους των επενδυτών, όπως τα κρατικά ομόλογα, με αποτέλεσμα οι αποδόσεις τους να υποχωρήσουν, κυρίως όσον αφορά τους τίτλους με βραχεία και μέση διάρκεια (3 έως 7 έτη). Η πτώση των αποδόσεων σημειώθηκε παρά τις ανησυχίες για ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων στη ζώνη του ευρώ την περίοδο αυτή και συνεχίστηκε και τον Ιανουάριο του 2008.

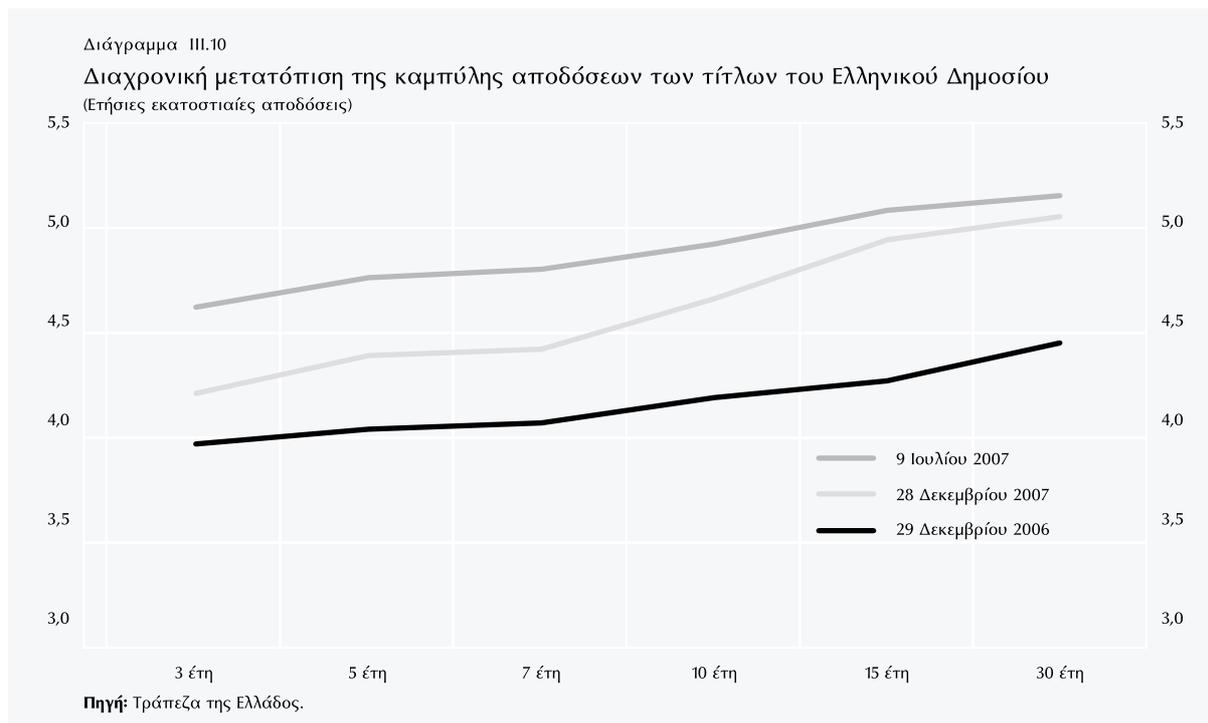
Με βάση αυτή τη συνολική εικόνα, η καμπύλη αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου μετατοπίστηκε προς τα άνω στη διάρκεια του 2007, φθάνοντας στα υψηλότερα επίπεδα του έτους στις αρχές Ιουλίου, ενώ

μέχρι το τέλος Δεκεμβρίου είχε υποχωρήσει σε χαμηλότερο επίπεδο, αν και αισθητά υψηλότερο σε σχέση με το τέλος του 2006 (βλ. Διάγραμμα III.10). Η κλίση της καμπύλης αποδόσεων αυξήθηκε το 2007, αφού η διαφορά απόδοσης μεταξύ του 10ετούς και του 3ετούς ομολόγου διευρύνθηκε κατά 45 μονάδες βάσης σε σχέση με το τέλος του 2006.³⁰

Η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου ανήλθε σε 4,66% στο τέλος Δεκεμβρίου του 2007, δηλαδή αυξήθηκε κατά 47 μονάδες βάσης σε σύγκριση με το τέλος Δεκεμβρίου του 2006³¹ (βλ. Διάγραμμα III.9). Η

³⁰ Υπενθυμίζεται ότι τα τρία τελευταία έτη η καμπύλη αποδόσεων παρουσίαζε συνεχή μείωση της κλίσης της, καθώς οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις είχαν διαμορφωθεί σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα.

³¹ Η ανώτατη απόδοση (4,92%) σημειώθηκε στις 9 Ιουλίου και η κατώτατη (4,13%) στις 14 Μαρτίου.



διαφορά απόδοσης μεταξύ του 10ετούς ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού διαμορφώθηκε σε 29 μονάδες βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2007, από 27 μονάδες βάσης στο τέλος του 2006³² (βλ. Διάγραμμα III.9).

Όπως προαναφέρθηκε, η μεταβλητότητα στη δευτερογενή αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου³³ ενισχύθηκε τους τελευταίους μήνες του 2007, όπως συνέβη και στις αγορές ομολόγων της ζώνης του ευρώ, διατηρούμενη ωστόσο για ολόκληρο το έτος κοντά στο μέσο όρο της τελευταίας πενταετίας.

Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών στην ΗΔΑΤ διαμορφώθηκε σε 2,3 δισεκ. ευρώ το 2007, δηλαδή μειώθηκε ελαφρά σε σχέση με το 2006³⁴ (βλ. Διάγραμμα III.11). Η μεγαλύτερη συναλλακτική δραστηριότητα σημειώθηκε στα ομόλογα διάρκειας 10 ετών και άνω και ειδικότερα στα 10ετή ομόλογα, οι συναλλαγές επί των οποίων κάλυψαν το 66% περίπου του συνόλου (2006: 75%). Η μέση διαφορά μεταξύ προσφερόμενων

και ζητούμενων τιμών των ομολογιακών τίτλων αυξήθηκε σε 9,7 μονάδες βάσης το 2007 από 7,4 μονάδες βάσης το 2006. Η σημαντική άνοδος της εν λόγω διαφοράς σημειώθηκε κυρίως από τον Αύγουστο και μετά, λόγω της κάμψης των συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά τους τελευταίους μήνες του έτους και της γενικότερης απροθυμίας των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους εξαιτίας της κρίσης στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

³² Σημειώνεται ότι τον Ιανουάριο του 2007 η διαφορά αυτή αυξήθηκε προσωρινά, λόγω της έκδοσης του νέου ελληνικού ομολόγου αναφοράς, το οποίο λήγει στις 20.7.2017, δηλαδή 6,5 μήνες αργότερα από το αντίστοιχο γερμανικό. Επίσης, η διαφορά απόδοσης μεταξύ του ελληνικού 10ετούς ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού σημείωσε πρόσκαιρη άνοδο κατά τη διάρκεια της κρίσης που προαναφέρθηκε, όπως συνέβη και σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ, όπως η Ιταλία και η Πορτογαλία, καθώς, λόγω της αβεβαιότητας που επικράτησε, οι επενδυτές στράφηκαν κυρίως προς τα ομόλογα χωρών με υψηλότερη πιστοληπτική αξιολόγηση.

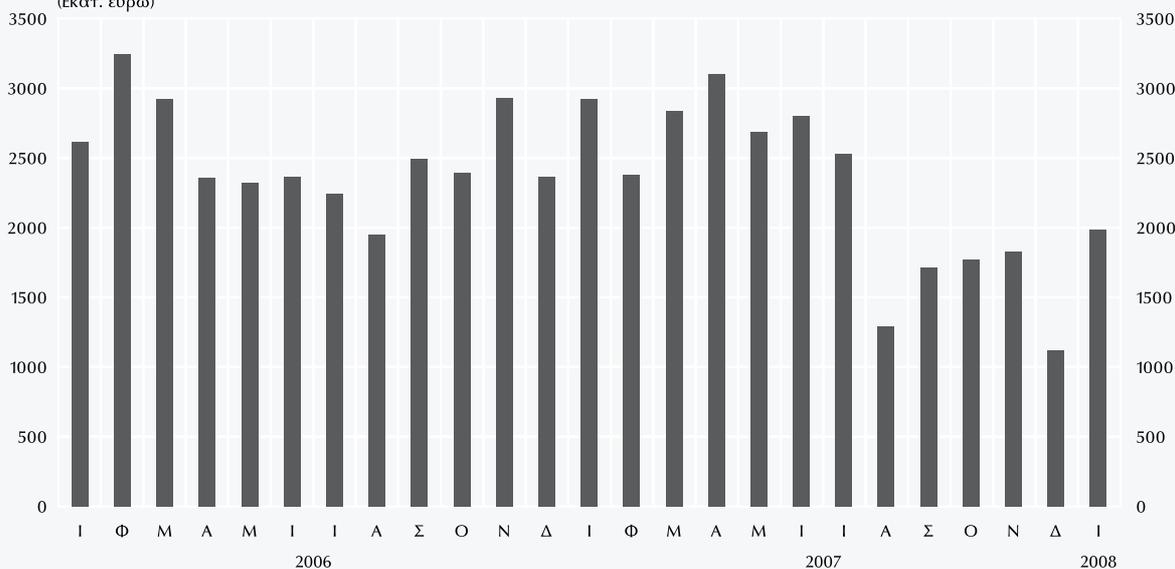
³³ Όπως μετρείται με βάση την τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων του 10ετούς ομολόγου για το 2007.

³⁴ Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών για αγοραπωλησίες τίτλων στο Σύστημα Άυλων Τίτλων της Τράπεζας της Ελλάδος (που, εκτός από τις συναλλαγές στην ΗΔΑΤ, περιλαμβάνει και τις αγοραπωλησίες μεταξύ τραπεζών και πελατών τους στην εξωχρηματιστηριακή αγορά) ανήλθε σε 19,7 δισεκ. ευρώ το 2007, έναντι 15,6 δισεκ. ευρώ το 2006.

Διάγραμμα III.11

Μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ (Ιανουάριος 2006 - Ιανουάριος 2008)

(Εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Οι κυριότερες εξελίξεις στην πρωτογενή αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου το 2007 ήταν η ανοδική πορεία των επιτοκίων,³⁵ τα οποία ακολούθησαν την τάση των αποδόσεων στη δευτερογενή αγορά, και η σημαντική αύξηση, σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, των κεφαλαίων που αντλήθηκαν μέσω της αγοράς αυτής. Συγκεκριμένα, η συνολική αξία των αντληθέντων κεφαλαίων το 2007 ανήλθε σε 36,5 δισεκ. ευρώ (βλ. Πίνακα III.7), δηλαδή ήταν μεγαλύτερη κατά 26% σε σύγκριση με το 2006, γεγονός που συνδέεται με την άνοδο των καθαρών δανειακών αναγκών του Δημοσίου και με τις αυξημένες εξοφλήσεις τίτλων παλαιότερων ετών.³⁶

Το 2007 εκδόθηκαν νέα ομόλογα αναφοράς 10ετούς, 15ετούς, 23ετούς³⁷ και 30ετούς διάρκειας με τη μέθοδο της κοινοπραξίας, καθώς και νέο 5ετές ομόλογο αναφοράς με τη μέθοδο της δημοπρασίας. Για την περαιτέρω αύξηση της ρευστότητας των τίτλων αυτών πραγματοποιήθηκαν στη διάρκεια του έτους δημοπρατούμενες

επανεκδόσεις.³⁸ Από το σύνολο των ομολογιακών εκδόσεων, το 73% (2006: 55%) αφορούσε ομόλογα διάρκειας 10 ετών και άνω, με αποτέλεσμα η μέση σταθμική διάρκεια του συνόλου των τίτλων που εκδόθηκαν το 2007 να ανέλθει σε 15,1 έτη³⁹ (2006: 10,5 έτη). Εξάλλου, μέσω δημοπρασίας έλαβαν χώρα το 2007 και οι εκδόσεις των έντοκων γραμματίων, οι οποίες κυμάνθηκαν σε χαμηλά επίπεδα, καλύπτοντας το 4%

35 Το μέσο σταθμικό κόστος του νέου δανεισμού ανήλθε σε 4,42% το 2007 έναντι 3,72% το 2006.

36 Οι εξοφλήσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου διαμορφώθηκαν σε 21,1 δισεκ. ευρώ το 2007, έναντι 18,7 δισεκ. ευρώ το 2006.

37 Πρόκειται για τιμαριθμοποιημένο ομόλογο αναφοράς, που είναι συνδεδεμένο με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (εκτός των τιμών του καπνού) της ζώνης του ευρώ, με τοκομερίδιο 2,30% και λήξη 25.7.2030.

38 Επιπρόσθετα, στις αρχές του 2007 εκδόθηκε και διατέθηκε με ιδιωτική τοποθέτηση το πρώτο ελληνικό 50ετές ομόλογο, ποσού 1 δισεκ. ευρώ. Το ομόλογο αυτό (το οποίο λήγει στις 25 Ιουλίου 2057 και έχει τοκομερίδιο 2,085%) είναι συνδεδεμένο με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (εκτός των τιμών του καπνού) της ζώνης του ευρώ. Εκδόσεις ομολόγων με διάρκεια άνω των 30 ετών πραγματοποιήθηκαν και σε άλλες χώρες (π.χ. Γαλλία, Ην. Βασίλειο) λόγω της σημαντικής μείωσης της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων τα τρία τελευταία έτη.

39 Αφορά την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2007.

Πίνακας III.7

Εκδόσεις τίτλων Ελληνικού Δημοσίου

Τίτλοι	Ιανουάριος - Δεκέμβριος			
	2006		2007	
	Εκατ. ευρώ	Ποσοστό (%) του συνόλου	Εκατ. ευρώ	Ποσοστό (%) του συνόλου
Έντοκα γραμμάτια	1.990	6,9	1.574	4,3
Ομόλογα ¹	26.965	93,1	34.958	95,7
3ετή	5.156	19,1	1.508	4,3
5ετή	6.858	25,4	7.804	22,3
10ετή	7.842	29,1	11.266	32,3
12ετή	500	1,9	–	–
15 έτη	–	–	6.926	19,8
23ετή	2.363	8,8	3.470	9,9
32ετή	4.246	15,7	3.984	11,4
Σύνολο	28.955	100,0	36.532	100,0

1 Στην περίπτωση των επανεκδόσεων, η κατανομή των αντληθέντων κεφαλαίων έγινε με βάση την αρχική και όχι την εναπομένουσα διάρκεια των τίτλων.
Πηγή: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών.

Πίνακας III.8

Αντληθέντα κεφάλαια μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών

(Εκατ. ευρώ)

Κλάδοι επιχειρήσεων	Αριθμός επιχειρήσεων		Αντληθέντα κεφάλαια ¹	
	Ιανουάριος-Δεκέμβριος		Ιανουάριος-Δεκέμβριος	
	2006	2007*	2006	2007*
Εταιρίες με ήδη εισηγμένες μετοχές	13	25	3.402,9	9.987,8
Νέες εταιρίες	1	4	86,0	146,6
Σύνολο	14	29	3.488,9	10.134,4
– Τράπεζες	2	5	3.052,7	8.047,8
– Επενδυτικές	2	–	56,5	–
– Ασφάλειες	–	1	–	18,6
– Κατασκευές	2	2	17,1	32,6
– Χημικά	1	1	19,7	2,1
– Εμπόριο	–	1	–	1,6
– Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες	1	–	6,9	–
– Προσωπικά και οικιακά αγαθά	1	3	10,8	48,2
– Υγεία	1	4	59,9	920,2
– Διαχείριση ακίνητης περιουσίας	1	2	86,0	457,5
– Τεχνολογία	3	4	179,3	18,2
– Ταξίδια και αναψυχή	–	2	–	236,8
– Λοιπές	–	4	–	350,8

1 Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή και ιδιωτική τοποθέτηση. Κριτήριο για τη χρονική καταχώρηση των αντληθέντων κεφαλαίων αποτελεί η τελευταία ημέρα της προθεσμίας εγγραφής για συμμετοχή στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγές: Χρηματιστήριο Αθηνών και Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα III.12

Γενικός Δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) και αξία συναλλαγών (Ιανουάριος 2003 - Ιανουάριος 2008)

(Ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών.

περίπου της αξίας του συνόλου των εκδόσεων τίτλων του Δημοσίου (βλ. Πίνακα III.7).⁴⁰

Ιδιαίτερα σημαντικό είναι το γεγονός ότι το ενδιαφέρον των επενδυτών για τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα το 2007, με αποτέλεσμα τη σημαντική υπερκάλυψη των εκδόσεων που πραγματοποιήθηκαν.⁴¹

3.2 Χρηματιστηριακές εξελίξεις

Ανοδικά κινήθηκαν και το 2007 οι τιμές των μετοχών και οι συναλλαγές στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και τα κεφάλαια που αντλήθηκαν μέσω της αγοράς αυτής (βλ. Διάγραμμα III.12 και Πίνακα III.8). Ωστόσο, τον Ιανουάριο του 2008 σημειώθηκε έντονη διόρθωση των τιμών των μετοχών διεθνώς.⁴²

Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2006 και τέλους Δεκεμβρίου του 2007, ο γενικός δείκτης τιμών μετοχών του ΧΑ (ΓΔΧΑ) αυξήθηκε κατά 17,9%^{43,44} (βλ. Διάγραμμα III.12). Η άνοδος αυτή του ΓΔΧΑ ήταν εντονότερη εκείνης του ευρέως

δείκτη τιμών μετοχών Dow Jones Euro Stoxx (4,9%) (βλ. Διάγραμμα III.13).⁴⁵ Αναλυτικότερα,

40 Επίσης, το Ελληνικό Δημόσιο έκανε χρήση του υφιστάμενου ευελίκτου προγράμματος βραχυπρόθεσμων τίτλων στην Ευρωαγορά (Euro Commercial Paper) προκειμένου να καλύψει έκτακτες ταμειακές ανάγκες μεταξύ των ανωτέρω προγραμματισμένων εκδόσεων. Το πρόγραμμα αυτό παρέχει στον εκδότη τη δυνατότητα για άμεση έκδοση τίτλων, σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου, σε ευρώ ή άλλο νόμισμα, διάρκειας από 1 μέχρι 365 ημέρες και με όρους της αγοράς χρήματος.

41 Επισημαίνεται ότι η συνολική προσφορά κεφαλαίων για τις δημοπρατούμενες ομολογιακές εκδόσεις του Ελληνικού Δημοσίου υπερκάλυψε τη ζήτηση κατά 4 φορές περίπου. Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τα στοιχεία του Ισοζυγίου Πληρωμών, η καθαρή εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό για τοποθετήσεις σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου ανήλθε σε 23,9 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007, έναντι 9,5 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

42 Συγκεκριμένα, ο γενικός δείκτης τιμών μετοχών του ΧΑ υποχώρησε τον Ιανουάριο του 2008 κατά 15,7%, ενώ ο ευρύς δείκτης τιμών μετοχών Dow Jones Euro Stoxx στη ζώνη του ευρώ κατά 13,1%.

43 Το μέσο επίπεδο του ΓΔΧΑ το 2007 ήταν υψηλότερο κατά 22,3% σε σχέση με το 2006. Η χαμηλότερη τιμή του δείκτη (4.344,79 μονάδες) καταγράφηκε στις 5 Μαρτίου 2007, ενώ η υψηλότερη τιμή του (5.334,50 μονάδες) καταγράφηκε στις 31 Οκτωβρίου 2007.

44 Σημαντικά μεγαλύτερη από την άνοδο του ΓΔΧΑ ήταν η άνοδος των δεικτών τιμών των μετοχών των εταιριών μικρής (20,1%) και μεσαίας κεφαλαιοποίησης (19,4%), ενώ μικρότερη ήταν η άνοδος του δείκτη τιμών των μετοχών των εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης (15,8%).

45 Σημειώνεται επίσης ότι η τιμή του δείκτη τιμών μετοχών Standard and Poor's 500 στις ΗΠΑ εμφάνισε άνοδο κατά 3,5% (μείωση κατά 6,6% σε όρους ευρώ).

το ΧΑ και οι χρηματιστηριακές αγορές της ζώνης του ευρώ εμφάνισαν παρόμοια αντίδραση στη διάρκεια των περιόδων έντονης κάμψης των τιμών των μετοχών (βλ. Διάγραμμα III.14),^{46,47} γεγονός που αύξησε το συντελεστή συσχέτισης⁴⁸ μεταξύ του ΓΔΧΑ και του ευρέος δείκτη τιμών μετοχών Dow Jones Euro Stoxx (βλ. Διάγραμμα III.15), αν και η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά ανέκαμπτε με σημαντικά ταχύτερο ρυθμό.

Η εξέλιξη αυτή ήταν αποτέλεσμα της πολύ περιορισμένης έκθεσης των ελληνικών εταιριών, κυρίως των τραπεζών, σε σύνθετα επενδυτικά προϊόντα που σχετίζονται και με τα προαναφερθέντα στεγαστικά δάνεια, καθώς και της αυξημένης κερδοφορίας των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ.⁴⁹ Οι θετικές επιδόσεις του ΧΑ συνδέονται επίσης με τη διατήρηση των ευνοϊκών προοπτικών της ελληνικής οικονομίας, τις συνεχείς επιχειρηματικές πρωτοβουλίες σε διάφορους κλάδους, την επιτυχημένη διείσδυση ελληνικών επιχειρήσεων σε αγορές του εξωτερικού, κυρίως σε εκείνες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, καθώς και τις προσδοκώμενες διαρθρωτικές αλλαγές σε εταιρίες στις οποίες συμμετέχει το Δημόσιο.⁵⁰

Καλύτερες επιδόσεις των τιμών των μετοχών του ΧΑ σε σύγκριση με εκείνες στη ζώνη του ευρώ παρατηρήθηκαν και για τις επιμέρους κατηγορίες μετοχών των εταιριών υψηλής, μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης (βλ. Διάγραμμα III.13). Ωστόσο, από τους επιμέρους κλάδους επιχειρήσεων, η άνοδος των τιμών

⁴⁶ Έντονη κάμψη των τιμών των μετοχών το 2007 παρατηρήθηκε σε τέσσερις χρονικές περιόδους. Στην πρώτη περίοδο (τέλη Φεβρουαρίου έως αρχές Μαρτίου) εκδηλώθηκαν οι πρώτες ανησυχίες των επενδυτών για πιθανή μετάδοση και στις υπόλοιπες αγορές της αστάθειας που επικράτησε στη χρηματιστηριακή αγορά των ΗΠΑ λόγω των αρνητικών εξελίξεων στην αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας. Επιπρόσθετα, αρνητικά συνέβαλαν

→ και οι εκτιμήσεις για αυξημένο επίπεδο κινδύνου στη χρηματιστηριακή αγορά της Κίνας. Στη δεύτερη περίοδο (μέσα Ιουλίου έως μέσα Αυγούστου 2007) η ανησυχία των επενδυτών σχετικά με την έκταση του προβλήματος στην αγορά των στεγαστικών δανείων επανήλθε, καθώς οι εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης (rating agencies) υποβάθμισαν αρκετά προϊόντα που βασίζονταν σε στεγαστικά δάνεια, ενώ υπήρξαν και οι πρώτες ανακοινώσεις από τράπεζες του εξωτερικού σχετικά με την πρόθεσή τους να διαγράψουν μέρος αυτών των δανείων. Ωστόσο, η παρέμβαση των κεντρικών τραπεζών διεθνώς μετά τις 9 Αυγούστου με την παροχή ρευστότητας στις αγορές συνέβαλε στην εξομάλυνση της κρίσης. Από το τέλος Οκτωβρίου όμως και σχεδόν μέχρι το τέλος Νοεμβρίου οι πιέσεις στις χρηματιστηριακές αγορές διεθνώς επανήλθαν, καθώς αρκετές τράπεζες, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη, ανακοίνωναν νέες διαγραφές στεγαστικών δανείων, ενώ παράλληλα επεκτάθηκαν οι ανησυχίες για την αρνητική επίδραση που ενδεχομένως θα ασκούσε η χρηματοπιστωτική αναταραχή και στο μη χρηματοπιστωτικό τομέα. Οι εκτιμήσεις των επενδυτών για νέα μείωση των επιτοκίων από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ επανέφεραν τις χρηματιστηριακές αγορές σε ανοδική τάση. Ωστόσο, παρά τη μείωση που πραγματοποιήθηκε, στα μέσα Δεκεμβρίου παρατηρήθηκε μια τέταρτη περίοδος αναταραχής, καθώς, εκτός από τη συνεχιζόμενη ανησυχία για την πραγματική έκταση του προβλήματος των στεγαστικών δανείων, οι επενδυτές αντέδρασαν αρνητικά και σε ορισμένα μη αναμενόμενα μακροοικονομικά δεδομένα που σχετίζονται με τις οικονομίες των ΗΠΑ και της Ευρώπης.

⁴⁷ Αυτή η αντίδραση οφείλεται εν μέρει και στην αυξανόμενη συμμετοχή των επενδυτών εξωτερικού στη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών του ΧΑ και στο σύνολο των συναλλαγών. Σύμφωνα με τα στοιχεία του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών, στο τέλος Δεκεμβρίου του 2007 οι επενδυτές εξωτερικού – εκ των οποίων 61,6% επενδυτές με έδρα χώρες της ΕΕ, κυρίως το Λουξεμβούργο (17,5%) και το Ην. Βασίλειο (14,7%), και 19,8% επενδυτές με έδρα τις ΗΠΑ – κατείχαν το 51,8% της χρηματιστηριακής αξίας του συνόλου των μετοχών του ΧΑ, από 47% στο τέλος του 2006. Από αυτούς, οι θεσμικοί επενδυτές εξωτερικού κατείχαν το 39,7%, έναντι 35% στο τέλος του 2006. Υψηλό είναι και το ποσοστό συμμετοχής (πάνω από 55%) των επενδυτών εξωτερικού στις συνολικές συναλλαγές στο ΧΑ, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό συμμετοχής στις συναλλαγές σε μετοχές του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης είναι ακόμη υψηλότερο (πάνω από 60%).

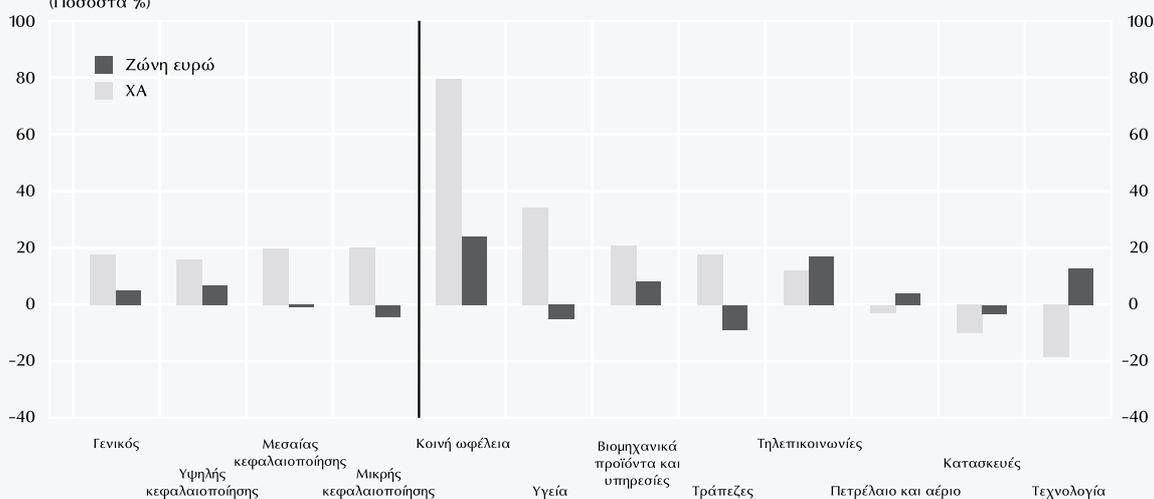
⁴⁸ Για τον υπολογισμό του συντελεστή συσχέτισης χρησιμοποιήθηκαν ημερήσιες εκατοστιαίες μεταβολές των τιμών των μετοχών.

⁴⁹ Τα καθαρά κέρδη (σε ενοποιημένο επίπεδο) του συνόλου των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ αυξήθηκαν κατά 29% περίπου την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007. Στην άνοδο αυτή συνέβαλε κυρίως ο τραπεζικός κλάδος, η συμμετοχή του οποίου στα συνολικά κέρδη ανέρχεται σε 51%. Αν εξαιρεθεί ο κλάδος των τραπεζών, τα κέρδη των υπόλοιπων εταιριών του ΧΑ εμφανίζουν αύξηση κατά 6% περίπου, ενώ τα κέρδη των επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα εμφανίζουν μείωση κατά 2,6%, η οποία ωστόσο οφείλεται στις σημαντικούς ύψους έκτακτες ζημιές ενός ομίλου. Αν δεν ληφθούν υπόψη οι ζημιές αυτές, τα κέρδη εμφανίζουν αύξηση κατά περίπου 12%.

⁵⁰ Οι θετικές επιδόσεις του ΧΑ και οι εκτιμήσεις των επενδυτών για υψηλότερο ρυθμό μεταβολής του επιπέδου κερδοφορίας των ελληνικών επιχειρήσεων σε σύγκριση με εκείνες των χωρών της ζώνης του ευρώ αντανακλώνται και στο λόγο της τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E), ο οποίος στο τέλος του 2007 διαμορφώθηκε για τον ΓΔΧΑ σε υψηλότερο επίπεδο από εκείνον του Dow Jones Euro Stoxx (20,9 έναντι 12,7, αντίστοιχα – πηγή: Bloomberg).

Διάγραμμα III.13

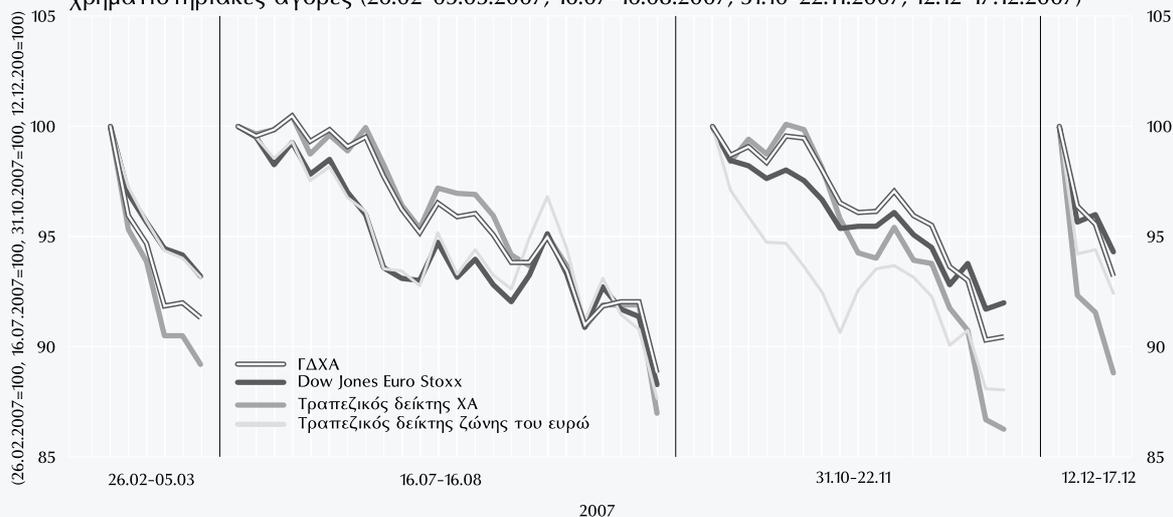
Μεταβολές επιλεγμένων δεικτών τιμών μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) και στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2006 - Δεκέμβριος 2007) (Ποσοστά %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα III.14

Η εξέλιξη των τιμών των μετοχών κατά τη διάρκεια των περιόδων αναταραχής στις χρηματιστηριακές αγορές (26.02-05.03.2007, 16.07-16.08.2007, 31.10-22.11.2007, 12.12-17.12.2007)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

των μετοχών των τηλεπικοινωνιών, του πετρελαίου-αερίου, των κατασκευών και της τεχνολογίας υστέρησε σε σχέση με εκείνη των αντίστοιχων κλάδων της ζώνης του ευρώ.⁵¹

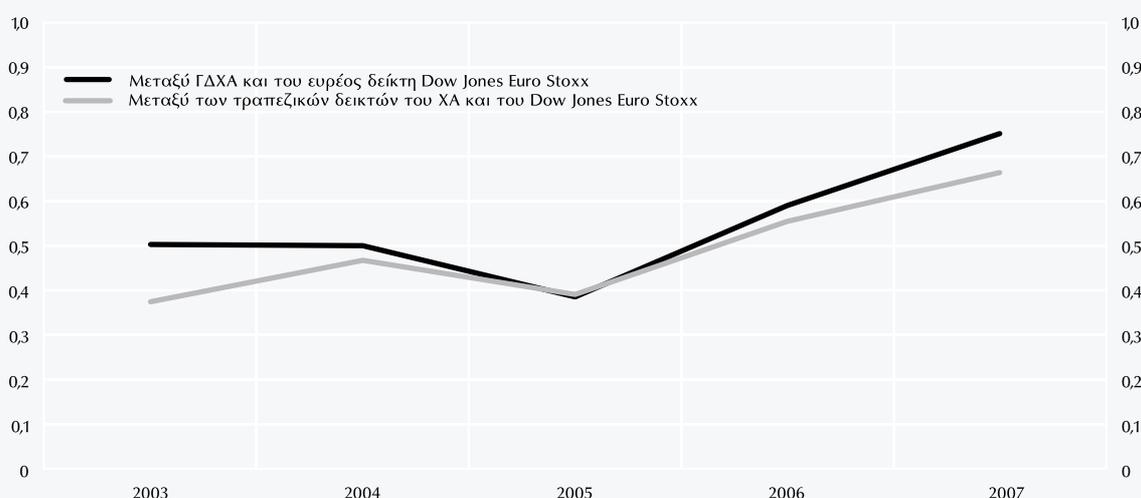
Η επίδραση της αναταραχής και οι συνεχείς μεταβολές της διάθεσης για ανάληψη κινδύνου

εκ μέρους των επενδυτών κατά τη διάρκεια του έτους συνέβαλαν στην υψηλή μεταβλητό-

⁵¹ Κριτήρια για την επιλογή των κλάδων αποτέλεσαν η σχετική επιλογή που παραθέτει η ΕΚΤ στο *Μηνιαίο Δελτίο* της, καθώς και η διαθεσιμότητα των στοιχείων για άμεση σύγκριση. Επίσης, για τον υπολογισμό των επιδόσεων των εν λόγω κλάδων χρησιμοποιήθηκαν οι κλαδικοί δείκτες τιμών μετοχών Dow Jones Euro Stoxx.

Διάγραμμα III.15

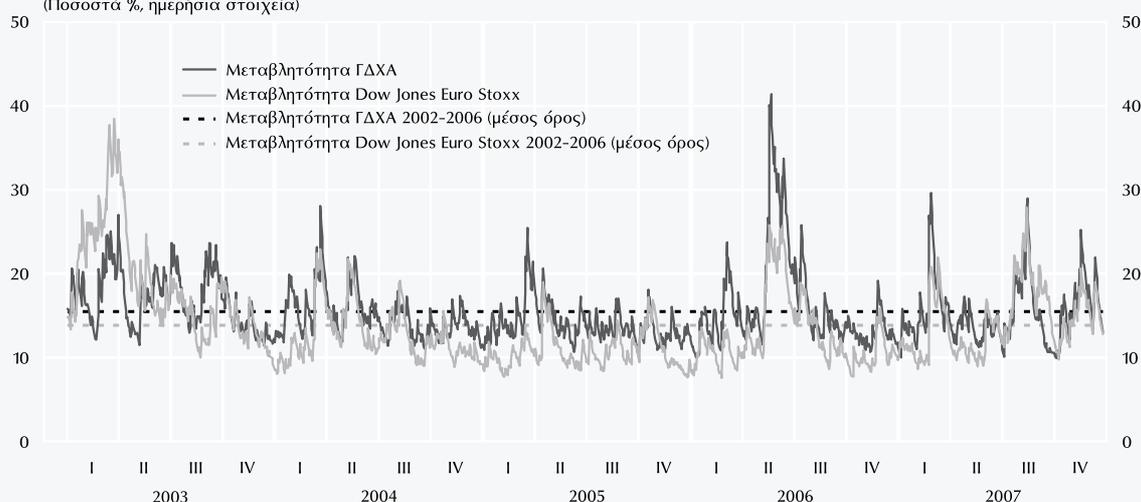
Συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των τιμών μετοχών του ΧΑ και των τιμών μετοχών των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα III.16

Μεταβλητότητα Γενικού Δείκτη τιμών μετοχών ΧΑ (ΓΔΧΑ) και δείκτη Dow Jones Euro Stoxx (Ιανουάριος 2003 - Δεκέμβριος 2007)
(Ποσοστά %, ημερήσια στοιχεία)



Πηγές: Thomson Financial Datastream και Τράπεζα της Ελλάδος.

τητα⁵² τόσο του ΓΔΧΑ όσο και του ευρέος δείκτη τιμών μετοχών Dow Jones Euro Stoxx (βλ. Διάγραμμα III.16). Ωστόσο, το 2007 η μέση μεταβλητότητα του ΓΔΧΑ διαμορφώθηκε σε επίπεδο ελαφρά χαμηλότερο του μέσου όρου της τελευταίας πενταετίας, σε αντίθεση με εκείνη του Dow Jones Euro Stoxx, η οποία δια-

μορφώθηκε σε υψηλότερο επίπεδο. Η αύξηση αυτή του “κινδύνου” του ευρωπαϊκού δείκτη τιμών κατά το 2007 αντανακλάται στον τρι-

⁵² Για την εκτίμηση της μεταβλητότητας εφαρμόστηκε από την Τράπεζα της Ελλάδος οικονομετρικό υπόδειγμα GARCH στις ημερήσιες αποδόσεις των δύο υπό εξέταση δεικτών για την περίοδο 1.1.2003-31.12.2007.

πλασιασμό του λόγου κινδύνου-απόδοσης (συντελεστής μεταβλητότητας, 2007: 3,2, 2003-2007: 1), σε αντίθεση με τη μικρή αύξηση του αντίστοιχου λόγου για τον ΓΔΧΑ (2007: 1, 2003-2007: 0,7), με αποτέλεσμα να διευρυνθεί σημαντικά η διαφορά του συγκεκριμένου λόγου μεταξύ του ΓΔΧΑ και του Dow Jones Euro Stoxx.

Όσον αφορά τα υπόλοιπα μεγέθη της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, αυξημένη κατά 40,2% σε σχέση με το 2006 ήταν η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών, η οποία διαμορφώθηκε σε 481 εκατ. ευρώ το 2007. Το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών (τα 3/4 περίπου) αφορούσε μετοχές του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης, ενώ θετικά συνέβαλαν στην αυξημένη αυτή δραστηριότητα οι επενδυτές του εξωτερικού.⁵³

Τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς το 2007 (βλ. Πίνακα III.8) ήταν σχεδόν τριπλάσια (αυξήθηκαν κατά 190%) εκείνων του 2006 και ανήλθαν σε 10.134 εκατ. ευρώ, επίπεδο υψηλότερο του μέσου όρου των αντληθέντων κεφαλαίων της περιόδου 1998-2000. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στον τραπεζικό κλάδο, ο οποίος άντλησε περίπου το 80% του συνόλου των κεφαλαίων (2006: 87%). Τα κεφάλαια που άντλησαν οι εταιρίες των λοιπών κλάδων, αν και αντιπροσωπεύουν μικρότερο μερίδιο, σχεδόν τετραπλασιάστηκαν σε σύγκριση με το 2006. Επίσης, διπλασιάστηκε ο αριθμός των εταιριών που άντλησαν νέα κεφάλαια (μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου) από το ΧΑ κατά το 2007 (2007: 29 εταιρίες, 2006: 14 εταιρίες), ενώ για τέσσερις από αυτές εγκρίθηκε η εισαγωγή των μετοχών τους για πρώτη φορά στο ΧΑ⁵⁴ και οι εταιρίες αυτές άντλησαν 469,6 εκατ. ευρώ (έναντι μίας νέας εταιρίας, που είχε αντλήσει 86 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2006).

Ταχύτερη μεταβολή από εκείνη του ΓΔΧΑ αλλά και του συνόλου των συναλλαγών εμφάνισαν τα μεγέθη του τραπεζικού κλάδου. Ο δείκτης τιμών των τραπεζικών μετοχών του ΧΑ εμφάνισε άνοδο κατά 17,8%, σε αντίθεση με την υποχώρηση του αντίστοιχου ευρωπαϊκού δείκτη (βλ. Διάγραμμα III.13), και παρά το γεγονός ότι κατά τη διάρκεια των περιόδων κάμψης των τιμών των μετοχών ο ελληνικός δείκτης εμφάνισε μεγαλύτερη υποχώρηση από ό,τι ο ευρωπαϊκός (βλ. Διάγραμμα III.14). Επίσης, η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών του τραπεζικού κλάδου (215 εκατ. ευρώ) αυξήθηκε κατά 45,1% σε σύγκριση με το 2006. Παράλληλα, μικρή αύξηση εμφάνισε η χρηματιστηριακή αξία του κλάδου ως ποσοστό της χρηματιστηριακής αξίας του συνόλου της αγοράς.⁵⁵

Στην άνοδο του δείκτη τιμών των τραπεζικών μετοχών συνέβαλαν θετικά αφενός η διατήρηση της κερδοφορίας των τραπεζών σε ικανοποιητικό επίπεδο (αύξηση των κερδών μετά από τους φόρους κατά 49,1%),⁵⁶ που οφείλεται στη συνεχή επέκταση των δραστηριοτήτων τους τόσο στην εγχώρια αγορά όσο και σε αγορές του εξωτερικού, κυρίως στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, την Τουρκία και την Αίγυπτο, και αφετέρου, όπως προαναφέρθηκε, η περιορισμένη έκθεση των ελληνικών τραπεζών σε κινδύνους που σχετίζονται με προϊόντα συνδεδεμένα με την αγορά των στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής φερεγγυότητας των ΗΠΑ.

⁵³ Βλ. σχετικά υποσημείωση 49 του παρόντος κεφαλαίου.

⁵⁴ Οι μετοχές μίας από τις τέσσερις αυτές εταιρίες αποτέλεσαν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο ΧΑ στις αρχές Ιανουαρίου του 2008.

⁵⁵ Στο τέλος του 2007, ο τραπεζικός κλάδος αντιπροσώπευε το 41,6% της συνολικής κεφαλαιοποίησης των μετοχών στο ΧΑ έναντι 40,7% στο τέλος του 2006.

⁵⁶ Αν δεν συνυπολογιστούν τα έκτακτα κέρδη, η αύξηση αυτή διαμορφώνεται σε 47,4%. Αναλυτικότερα για την κερδοφορία των ελληνικών εμπορικών τραπεζών, βλ. Τμήμα 4 του παρόντος κεφαλαίου.

Σε θεσμικό επίπεδο, από τον Ιούλιο του 2007 τέθηκε σε ισχύ ο Ν. 3556/2007, ο οποίος βασίζεται στις διατάξεις της Οδηγίας 2004/19/EK, στόχος της οποίας είναι η επίτευξη ισοδύναμου βαθμού διαφάνειας σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση και, μέσω αυτής, η ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς. Βασικά σημεία του νόμου αποτελούν: (α) η τακτική πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού από τους έχοντες ιδιαίτερη πληροφόρηση για τις εξελίξεις σε μια εταιρία, όπως π.χ. τους βασικούς μετόχους ή τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων, και (β) η υποχρέωση των εταιριών να δημοσιοποιούν τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις και εξαμηνιαίες οικονομικές εκθέσεις.

Επίσης, από την 1η Νοεμβρίου τέθηκε σε εφαρμογή ο Ν. 3606/2007, που ενσωματώνει στο εθνικό δίκαιο την Οδηγία 2004/39/EK για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων (MiFID).⁵⁷ Η Οδηγία διαχωρίζει τους επενδυτές σε επαγγελματίες και ιδιώτες, με σκοπό την ενίσχυση της προστασίας ιδίως των ιδιωτών επενδυτών, μέσω της επιβολής συγκεκριμένων απαιτήσεων διαφάνειας. Ο ίδιος νόμος παρέχει τη δυνατότητα σε τράπεζες και εταιρίες επενδύσεων να διενεργούν συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα και εκτός οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών.

Λόγω της εφαρμογής της MiFID, εκδόθηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος η ΠΔ/ΤΕ 2597/2007, η οποία τροποποιεί και συμπληρώνει την ΠΔ/ΤΕ 2577/2006 σχετικά με τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου, και από το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς εννέα αποφάσεις οι οποίες αφορούν κανόνες συμπεριφοράς, οργανωτικές απαιτήσεις, καθώς και υποχρεώσεις γνωστοποίησης των συναλλαγών των εταιριών επενδύσεων. Τονίζεται ότι οι νέες απαιτήσεις της MiFID προβλέπουν τη συνεχή εκπαίδευση των εμπλεκόμενων στο χρηματοπιστω-

τικό σύστημα και για το λόγο αυτό θεσπίστηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ειδικά πιστοποιητικά επαγγελματικής επάρκειας.

Επιπρόσθετα, με την Πράξη Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος 2599/2.11.2007 καταργείται το ανώτατο όριο του ενός εκατομμυρίου ευρώ ανά πελάτη που ίσχυε για την παροχή πιστώσεων από πιστωτικά ιδρύματα και μέλη του ΧΑ με σκοπό τη διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών. Η κατάργηση του ανώτατου ορίου των πιστώσεων αποφασίστηκε με τη σύμφωνη γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και ακολουθεί τις θεσμικές προσαρμογές που επέφεραν πρόσφατα ο Ν. 3601/2007 σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων και των Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Βασιλεία II) και ο Ν. 3606/2007 σχετικά με τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID).

Τέλος, θεσμοθετήθηκε η λειτουργία των Κοινών Επενδυτικών Μεριδών⁵⁸ και η λειτουργία νέας αγοράς στο Χρηματιστήριο Αθηνών με την επωνυμία “Εναλλακτική Αγορά”,⁵⁹ ενώ εγκρίθηκε και η εισαγωγή στο ΧΑ, από τον Ιανουάριο του 2008, του πρώτου Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Exchange Traded Fund).⁶⁰

⁵⁷ Markets in Financial Instruments Directive.

⁵⁸ Απόφαση 3/403/8.11.2006 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Οι Κοινές Επενδυτικές Μεριδες λειτουργούν κατά τα πρότυπα των κοινών τραπεζικών λογαριασμών του Ν. 5638/1932 και δίνουν τη δυνατότητα σε περισσότερους από έναν επενδυτές να είναι συνδικαιούχοι σε κοινό χρηματιστηριακό κωδικό.

⁵⁹ Στην αγορά αυτή θα αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μετοχές εταιριών μικρού και μεσαίου μεγέθους, για την εισαγωγή των οποίων θα ισχύουν ελαστικότερα κριτήρια σε σχέση με εκείνα που ισχύουν για τις υπόλοιπες αγορές του ΧΑ.

⁶⁰ Το ενεργητικό των Διαπραγματέυσμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΔΑΚ) αναπαράγει τη σύνθεση χρηματιστηριακών δεικτών, ενώ τα μερίδιά τους αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές. Το ΔΑΚ που αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο ΧΑ από τις 24 Ιανουαρίου 2008 αναπαράγει τη σύνθεση του δείκτη τιμών μετοχών FTSE/ΧΑ 20.

4. Η σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος

4.1 Εισαγωγή

Οι νέες συνθήκες που έχουν διαμορφωθεί μετά την αναταραχή στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων διεθνώς επηρεάζουν την αξιολόγηση των τραπεζικών κινδύνων και πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την ανάλυση της σταθερότητας του πιστωτικού συστήματος. Η επίδραση της εν λόγω αναταραχής στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα μέχρι σήμερα ήταν πολύ περιορισμένη και κυρίως έμμεση.

Η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή επάρκεια διατηρήθηκαν σε ικανοποιητικό επίπεδο, συμβάλλοντας στη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος. Όσον αφορά τους τραπεζικούς κινδύνους, μειώθηκε ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων, αλλά παρέμεινε σημαντικά υψηλότερος από το μέσο όρο της ΕΕ,⁶¹ καθιστώντας επιβεβλημένη την περαιτέρω μείωσή του, σύμφωνα και με τους στόχους που έχει θέσει η Τράπεζα της Ελλάδος. Σε σχετικά χαμηλό επίπεδο διατηρήθηκε ο κίνδυνος αγοράς, ενώ σχετικά αυξημένος εμφανίστηκε ο κίνδυνος ρευστότητας, αν και οι δείκτες ρευστότητας διατηρήθηκαν σε ικανοποιητικά επίπεδα.⁶²

Οι έντονες αναταράξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές διεθνώς, σε συνδυασμό με την ταχεία πιστωτική επέκταση και τη 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. Εξάλλου, πρέπει να επισημανθεί, όπως έχει γίνει κατ' επανάληψη στο παρελθόν από την Τράπεζα της Ελλάδος, ότι τα νοικοκυριά οφείλουν να εκτιμούν ακόμη πιο προσεκτικά τις δυνατότητές τους για την εξυπηρέτηση των δανειακών τους υποχρεώσεων λαμβάνοντας υπόψη το μελλοντικό διαθέσιμο εισόδημά τους, καθώς και τις επιπτώσεις που τυχόν θα έχει στο κόστος εξυπηρέτησης των υποχρεώσεών τους η επανεκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες και το ενδεχόμενο περαιτέρω αύξησης των επιτοκίων της αγοράς.

Σχετικά με τις εποπτικές αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος στο νέο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, βλ. Πλαίσιο III.1.

⁶¹ Στο παρόν κείμενο τα στοιχεία αναφέρονται στην ΕΕ-25, αντλούνται από τις εκδόσεις της ΕΚΤ *Financial Stability Review* (Δεκέμβριος 2007) και *Banking Sector Stability* (Νοέμβριος 2007) και αφορούν τραπεζικούς ομίλους. Λόγω διαφορών ως προς τον τρόπο υπολογισμού των δεικτών μεταξύ των χωρών της ΕΕ, οι συγκρίσεις είναι ενδεικτικές και θα πρέπει να ερμηνεύονται με επιφύλαξη.

⁶² Σχετικά βλ. Τμήμα 4.2.2 του παρόντος κεφαλαίου.

ΠΛΑΙΣΙΟ III.1

Οι εποπτικές αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος στο νέο χρηματοοικονομικό περιβάλλον

Με βάση το άρθρο 55Α του Καταστατικού της, η Τράπεζα της Ελλάδος "ασκεί την εποπτεία στα πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και στις ακόλουθες κατηγορίες επιχειρήσεων και οργανισμών του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας: (α) εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης, (β) εταιρίες πρακτορείας

επιχειρηματικών απαιτήσεων, (γ) εταιρίες αμοιβαίων εγγυήσεων, (δ) ταμεία αντεγγύησης, (ε) ανταλλακτήρια συναλλάγματος, και (στ) εταιρίες διαμεσολάβησης στις διατραπεζικές αγορές". Στόχοι της εποπτείας αυτής είναι "η σταθερότητα και αποτελεσματικότητα του πιστωτικού συστήματος και →

→ γενικότερα του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας” και “επίσης η εποπτεία αποβλέπει στη διαφάνεια των διαδικασιών και των όρων των συναλλαγών των υποκειμένων σε αυτή”. Με δεδομένα τον κυρίαρχο ρόλο της τραπεζικής διαμεσολάβησης στη χρηματοδότηση της οικονομίας και την καθοριστική συμμετοχή των τραπεζών στα συστήματα πληρωμών¹ και τις αγορές χρήματος και κεφαλαίων,² η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και κατ’ ακολουθίαν η ομαλή λειτουργία των αγορών και η ανάπτυξη της οικονομίας εξαρτώνται ουσιαστικά από τη σταθερότητα και την αποτελεσματική λειτουργία του τραπεζικού συστήματος.

Στο παρόν Πλαίσιο γίνεται συνοπτική περιγραφή των εποπτικών αρμοδιοτήτων της Τράπεζας της Ελλάδος, όπως αυτές καθορίζονται από το Καταστατικό της και τη νομοθεσία.

1. Εποπτεία

Η ανάγκη άσκησης εποπτείας στις τράπεζες προκύπτει από το διαμεσολαβητικό ρόλο που αυτές διαδραματίζουν μεταξύ καταθετών και δανειοληπτών. Οι τράπεζες δανείζουν, κατά κανόνα μακροπρόθεσμα, πολλαπλάσιο ποσό των ιδίων κεφαλαίων τους το οποίο αντλούν από τους καταθέτες και είναι (γενικά) υποχρεωμένες να επιστρέψουν σε πρώτη ζήτηση. Ειδικότερα, οι τράπεζες επιτελούν σημαντικό ρόλο στη μετατροπή της διάρκειας (από σχετικά βραχυπρόθεσμες καταθέσεις σε πιο μακροπρόθεσμα δάνεια), της ποσότητας (από μικρές καταθέσεις σε σχετικώς μεγάλα δάνεια), του κινδύνου (χορήγηση δανείων υψηλότερου κινδύνου από αυτόν που θα ήταν διαθεσιμότητες να αναλάβουν οι καταθέτες) και του βαθμού ρευστότητας (τοποθετήσεις σε λιγότερο ρευστά στοιχεία από ό,τι οι καταθέσεις) των διαθέσιμων δανειακών κεφαλαίων. Κρίσιμο παράγοντα για τη σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος, τη δυνατότητα δηλαδή οι τράπεζες να συνεχίζουν να επιτελούν ομαλά αυτό το ρόλο, αποτελεί η εμπιστοσύνη των καταθετών σε αυτές. Στόχος των εποπτικών αρχών είναι να εδραιώσουν την εμπιστοσύνη αυτή με τη διασφάλιση της οικονομικής ευρωστίας των επιμέρους πιστωτικών ιδρυμάτων και την ενίσχυση της ικανότητάς τους να αντιμετωπίζουν τις επιπτώσεις από τυχόν εξωγενείς διατα-

ραχές, συμβάλλοντας στη σταθερότητα του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού συστήματος της χώρας.

Σε ένα σύστημα απελευθερωμένο από διοικητικούς περιορισμούς, οι τοποθετήσεις των τραπεζών υποκείμενες σε πλήθος κινδύνων, τους οποίους είναι κατά κανόνα δύσκολο, αν όχι αδύνατον, να αξιολογήσουν επαρκώς οι καταθέτες, εκτός των άλλων επειδή δεν διαθέτουν την αναγκαία προς τούτο πληροφόρηση. Επιπλέον, οι τράπεζες, καθώς η κερδοφορία τους σχετίζεται άμεσα με την ανάληψη κινδύνων, έχουν κίνητρο να αναλαμβάνουν υψηλότερους κινδύνους από αυτούς που αναλογούν στους μετόχους τους (δηλ. στα ίδια κεφάλαιά τους). Με τον τρόπο αυτό, μέρος των κινδύνων μεταφέρεται στους καταθέτες τους ή και ευρύτερα στο κοινωνικό σύνολο, στην περίπτωση που τυχόν αποτυχία συγκεκριμένης τράπεζας επηρεάσει την εμπιστοσύνη σε ολόκληρο το πιστωτικό σύστημα. Για την κάλυψη των κινδύνων αυτών και την αποτροπή του κινδύνου μαζικής ανάληψης καταθέσεων λειτουργούν τα συστήματα εγγύησης των καταθέσεων, τα οποία όμως καλύπτουν το ποσό των καταθέσεων ανά καταθέτη έως ένα ορισμένο ύψος. Έτσι, ο έλεγχος των κινδύνων που αναλαμβάνουν τα επιμέρους πιστωτικά ιδρύματα έχει ανατεθεί σε ανεξάρτητες αρχές, ώστε να πιστοποιείται ότι οι κίνδυνοι αυτοί βρίσκονται μέσα σε (γενικώς) αποδεκτά όρια και να διασφαλίζεται το δημόσιο συμφέρον. Σε ορισμένες χώρες μάλιστα οι εποπτικές αρχές καλύπτουν και θέματα σχετικά με την προστασία των συναλλασσομένων και των καταναλωτών.

Η εποπτεία των τραπεζών, όπως αυτή εξειδικεύεται στο Κεφάλαιο Ε’ του Ν. 3601/2007 (άρθρα 25-29) και στις σχετικές Πράξεις Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος (ΠΔ/ΤΕ 2587 έως και 2596/20.8.2007), →

¹ Σύμφωνα με το Καταστατικό της (άρθρα 2 και 55), η Τράπεζα της Ελλάδος προωθεί και επιβλέπει την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών, καθώς και συστημάτων διαπραγμάτευσης, διακανονισμού και εκκαθάρισης εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών επί τίτλων και λοιπών χρηματοπιστωτικών μέσων και, ενεργώντας σύμφωνα με τις εκάστοτε ισχύουσες διατάξεις που διέπουν το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών, δύναται να θέτει τους κανόνες λειτουργίας τους.

² Τα πιστωτικά ιδρύματα που εποπτεύονται άμεσα από την Τράπεζα της Ελλάδος αποτελούν το 80% του χρηματοπιστωτικού τομέα. Εάν συμπεριληφθούν και οι επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα που ελέγχονται από τις τράπεζες, τότε το ποσοστό αυτό υπερβαίνει το 90%.

→ αφορά τον έλεγχο της φερεγγυότητας, της ρευστότητας, της κεφαλαιακής επάρκειας και της συγκέντρωσης κινδύνων, την επάρκεια της εταιρικής διακυβέρνησης, περιλαμβανομένων των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων, καθώς και τις στρατηγικές και τις διαδικασίες για τη διασφάλιση της διατήρησης των ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων στο επίπεδο που απαιτείται για την κάλυψη των κινδύνων που αναλαμβάνουν.

Η αρμοδιότητα εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων περιλαμβάνει τη θέσπιση υποχρεωτικών κανόνων και την παρακολούθηση της εφαρμογής τους, εκτείνεται δε από την παροχή της άδειας λειτουργίας,³ του ελέγχου της καταλληλότητας του Διοικητικού Συμβουλίου, της Διοίκησης και των στελεχών που εκπληρώνουν βασικές λειτουργίες, την απαίτηση λήψης διορθωτικών μέτρων, μέχρι και την επιβολή κυρώσεων⁴ (που υπό προϋποθέσεις δημοσιοποιούνται), περιλαμβανομένης και της ανάκλησης της άδειας λειτουργίας των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Το πλαίσιο “Βασιλεία II” (Ν. 3601/2007) κινείται προς την κατεύθυνση της προσέγγισης των στόχων των τραπεζών προς αυτούς των εποπτικών αρχών, καθώς αποβλέπει να φέρει τις εποπτικές κεφαλαιακές απαιτήσεις όσο το δυνατόν πλησιέστερα στο (εσωτερικό) οικονομικό κεφάλαιο των τραπεζών.

Πράγματι, βασική καινοτομία του πλαισίου “Βασιλεία II” είναι η ανάδειξη της σημασίας που έχουν για τη διατήρηση της ευρωστίας μιας τράπεζας η κατανόηση και μέτρηση των κινδύνων που αναλαμβάνει, η σύνδεση των κινδύνων με τα ίδια κεφάλαια και η εν γένει συνετή διαχείριση κινδύνων από τη Διοίκηση και το Διοικητικό Συμβούλιο, καθώς και η αξιολόγηση των προοπτικών, και βεβαίως ο εσωτερικός έλεγχος αλλά και ο έλεγχος από εξωτερικούς ελεγκτές.

2. Ο ρόλος των εποπτικών αρχών στο νέο θεσμικό πλαίσιο

Από την προαναφερθείσα νομοθεσία προκύπτει με σαφήνεια ότι οι εποπτικές αρχές οφείλουν να εκτιμούν σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα αν οι κίνδυνοι που αναλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα καλύπτονται από τα ίδια κεφάλαιά τους, ιδιαίτερο χαρακτηριστικό των

οποίων αποτελεί και η απόδοσή τους, εφόσον βεβαίως αυτή πραγματοποιείται μέσα σε συνθήκες όπου τηρούνται οι κανόνες νομιμότητας. Ωστόσο, οι εποπτικές αρχές δεν προσδιορίζουν το επίπεδο αποδεκτού κινδύνου που πρέπει να αναλαμβάνει κάθε τράπεζα και κατά συνέπεια δεν καθορίζουν την τιμολόγηση των τραπεζικών προϊόντων (όπως συνέβαινε υπό το καθεστώς των διοικητικών ρυθμίσεων που καταργήθηκαν στην αρχή της δεκαετίας του 1990), ούτε, βεβαίως, συναποφασίζουν με τις διοικήσεις των επιμέρους τραπεζών για τις σχετικές πολιτικές.

Ειδικότερα, ο έλεγχος από την Τράπεζα της Ελλάδος γίνεται με βάση:⁵ (α) προκαθορισμένους κανόνες, ή (β) τα εσωτερικά υποδείγματα των ιδίων των τραπεζών, καθώς και τις αναφορές που οφείλουν οι τράπεζες να υποβάλλουν κάθε τρίμηνο στην Τράπεζα της Ελλάδος.

Καινοτόμο στοιχείο του πλαισίου “Βασιλεία II” είναι ο Πυλώνας II,⁶ με τον οποίο θεσπίζονται υποχρεώσεις: τα εποπτευόμενα ιδρύματα πρέπει να αξιολογούν τα ίδια τους κινδύνους που αναλαμβάνουν και την επάρκεια των κεφαλαίων τους, ενώ οι εποπτικές αρχές πρέπει να αξιολογούν τις εκτιμήσεις των κινδύνων στις οποίες προβαίνουν τα πιστωτικά ιδρύματα.

Οι βασικές αρχές που διέπουν την αξιολόγηση αυτή αποβλέπουν στην αντιμετώπιση της μεταβλητότητας των ιδίων κεφαλαίων, ώστε να αποτρέπεται έγκαιρα η μείωση του Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας κάτω από το ελάχιστο επιτρεπόμενο όριο.

Ως εκ τούτου η προληπτική εποπτεία δεν παρακολουθεί μόνο τον κίνδυνο ρευστότητας που προαναφέρθηκε ή τον πιστωτικό κίνδυνο, δηλαδή τον κίνδυνο ζημίας από την αδυναμία του υποχρέου να αποπληρώσει τις οφειλές του.⁷ Αφορά επίσης τον κίνδυνο αγοράς, δηλαδή τις ζημιές που μπορούν να προέλθουν από τη μεταβολή των τιμών των τίτλων →

³ Βλ. και ΠΔ/ΤΕ 2603 και 2604/2008.

⁴ Βλ. ΠΔ/ΤΕ 2602/2008 σχετικά με την αύξηση των ανώτατων ορίων διοικητικών κυρώσεων.

⁵ Βλ. ΠΔ/ΤΕ 2588, 2589 και 2590/2007.

⁶ Βλ. ΠΔ/ΤΕ 2595/2007.

⁷ Ορισμένοι αναλυτές τείνουν να υποεκτιμούν ή και να παραβλέπουν το σημαντικό αυτό κίνδυνο για τα πιστωτικά ιδρύματα.

→ και των επιτοκίων, το λειτουργικό κίνδυνο δηλ. τις ζημιές που προέρχονται από ανεπάρκεια των διαδικασιών, τα συστήματα, τον ανθρώπινο παράγοντα ή και εξωτερικά συμβάντα, το στρατηγικό κίνδυνο από αιφνιδίες και μη προβλεπτές μεταβολές των συνθηκών και τις επιπτώσεις του ανταγωνισμού, τον κίνδυνο χώρας, δηλαδή τη δυναμική αδυναμία μη αποπληρωμής κεφαλαίων εκφρασμένων σε ξένο νόμισμα που οφείλεται σε αδυναμία της τοπικής αγοράς ή των τοπικών αρχών να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους, κ.ά.

Παράλληλα όμως, η μεθοδολογία και οι πρακτικές που εφαρμόζονται θα πρέπει να ικανοποιούν και τις ακόλουθες απαιτήσεις και ανάγκες:

– Την εύλογη απαίτηση των εποπτευόμενων πιστωτικών ιδρυμάτων για διαφοροποιημένη αντιμετώπιση από τις εποπτικές αρχές, ανάλογα τόσο με το μέγεθος και την πολυπλοκότητα των συναλλαγών τους όσο και με την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης κινδύνων και των μηχανισμών ελέγχου που εφαρμόζουν.

– Την ανάγκη για διαφάνεια. Η αποτελεσματικότητα της εποπτείας που ασκεί η Τράπεζα της Ελλάδος υπόκειται σε διαρκή παρακολούθηση και αξιολόγηση από διεθνείς φορείς και άλλους ιδιωτικούς οργανισμούς αξιολόγησης. Η αξιολόγηση αυτή αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα της συνολικής αξιολόγησης της χώρας ως προς το βαθμό κινδύνου που αναλαμβάνουν οι ξένοι επενδυτές αλλά και, ιδίως, ως προς το αν ο τραπεζικός τομέας αποτελεί πηγή συστημικού κινδύνου σε εθνικό και διασυνοριακό επίπεδο. Πρέπει να επισημανθεί ότι από τις αξιολογήσεις που έχουν διενεργηθεί διαπιστώθηκε ότι η Τράπεζα της Ελλάδος ασκεί αποτελεσματικά τον εποπτικό ρόλο της, παρά την αναπόφευκτη ανάγκη διαρκών προσαρμογών στις διαδικασίες, τη μεθοδολογία και τις πρακτικές που εφαρμόζει.

– Την ανάγκη εναρμόνισής τους με τα διεθνή πρότυπα. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ιδίως το τελευταίο διάστημα, ως πρώτη προτεραιότητα έχει τεθεί η σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών, με στόχο όχι μόνο την αποτελεσματικότητα της εποπτείας τόσο σε ομαλές περιόδους όσο και σε περιπτώσεις διασυνοριακής κρίσης, αλλά και για τη μείωση ή και εξά-

λειψη των επικαλύψεων που αυξάνουν το διοικητικό κόστος της εποπτείας. Είναι χαρακτηριστικό ότι στο πρόσφατο Συμβούλιο Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (4.12.2007) επισημάνθηκε η αναγκαιότητα να ενσωματωθεί και στις εθνικές ρυθμίσεις ο στόχος για την ευρωπαϊκή σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών.

3. Διαφάνεια συναλλαγών

Ενώ η προληπτική εποπτεία αναμφίβολα αποτελεί κρίσιμο παράγοντα προστασίας των καταθετών, η ανάθεση στην Τράπεζα της Ελλάδος της αρμοδιότητας εποπτείας της διαφάνειας των συναλλαγών⁸ αποσκοπεί στο να περιορίσει την επίπτωση από τη διαφορά ως προς το επίπεδο πληροφόρησης και ως προς την ικανότητα αξιολόγησης μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων και συναλλασσομένων και να ενισχύσει τη διαπραγματευτική δύναμη των τελευταίων. Όμως η αρμοδιότητα αυτή, αν και έχει ουσιώδη σημασία για τη λειτουργία του ανταγωνισμού προς όφελος των συναλλασσομένων, δεν καλύπτει όλα τα θέματα που σχετίζονται με την προστασία των καταναλωτών, ούτε βεβαίως αυτά που αφορούν την τήρηση των κανόνων ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Η συγκεκριμένη αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος αφορά μόνο τους όρους διαφάνειας και όχι γενικότερα θέματα της εξισορρόπησης των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων καταναλωτών και πιστωτικών ιδρυμάτων (π.χ. ζητήματα καταχρηστικότητας των γενικών όρων των συναλλαγών). Τέτοιου είδους θέματα εντάσσονται στο γενικό πλαίσιο προστασίας του καταναλωτή το οποίο υπάγεται στην αρμοδιότητα του Υπουργείου Ανάπτυξης, σύμφωνα και με τον πρόσφατο Ν. 3587/2007. Με βάση το νόμο αυτό, η αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος στο πεδίο της προστασίας του καταναλωτή τραπεζικών προϊόντων περιορίζεται στην έκφραση →

⁸ Πέρα από το άρθρο 55Α του Καταστατικού της, η αρμοδιότητα αυτή της Τράπεζας της Ελλάδος προβλέπεται στο άρθρο 25, παρ. 6, του Ν. 3601/2007 “για τη θέσπιση κανόνων από την Τράπεζα της Ελλάδος σχετικά με τις πληροφορίες και τα στοιχεία που τα πιστωτικά ιδρύματα οφείλουν να παρέχουν στους συναλλασσομένους ως προς τους όρους των συναλλαγών για τη διασφάλιση της διαφάνειας και σαφήνειας”.

→ γνώμης προς το Υπουργείο Ανάπτυξης ως προς την επιβολή ποινής στα εποπτευόμενα από αυτήν ιδρύματα σε περίπτωση διαπίστωσης παράβασης των διατάξεων του εν λόγω νόμου.

Η Τράπεζα της Ελλάδος από το 1995 έχει επιβάλει στις τράπεζες λεπτομερές πλαίσιο υποχρεώσεων για ενημέρωση των συναλλασσομένων με αυτές, πριν από τη σύναψη και κατά τη λειτουργία της σύμβασης, προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι οι συναλλασσόμενοι θα μπορούν να λαμβάνουν αποφάσεις έχοντας πλήρη συνείδηση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεών τους. Εξάλλου, η Τράπεζα της Ελλάδος δημοσιεύει στο διαδικτυακό της τόπο πίνακες με στοιχεία για τα επιτόκια και τις προμήθειες που χρεώνουν οι τράπεζες σε ορισμένες βασικές υπηρεσίες τους προς διασφάλιση του ανταγωνισμού, χωρίς όμως να περιορίζεται μόνο σ' αυτό. Ως προς τις διαφημίσεις, η Τράπεζα της Ελλάδος, παρόλο που δεν έχει αρμοδιότητα για την εκ των προτέρων έγκρισή τους, παρεμβαίνει για την αναστολή ή τροποποίησή τους, εφόσον αυτές δεν είναι σύμφωνες με τις αρχές διαφάνειας και σαφήνειας που έχει καθορίσει.

4. Αντιμετώπιση του ξεπλύματος χρήματος και της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας

Ο Ν. 2331/24.8.1995 για την πρόληψη και καταστολή της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες, όπως τροποποιήθηκε από τον Ν. 3424/13.12.2005 για την πρόληψη χρησιμοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος με σκοπό την νομιμοποίηση εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες, αποτελεί το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο για την πρόληψη των ενεργειών που οδηγούν στο "ξέπλυμα χρήματος" και τη χρηματοδότηση της τρομοκρατίας, το οποίο, μεταξύ άλλων, προβλέπει τις υποχρεώσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών οργανισμών για την αντιμετώπιση των ενεργειών που σχετίζονται με τα εγκλήματα αυτά και εξουσιοδοτεί την Τράπεζα της Ελλάδος να ελέγχει την εφαρμογή των σχετικών διατάξεων του νόμου από τα πιστωτικά ιδρύματα και τους εποπτευόμενους από αυτήν χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

Η τήρηση των διατάξεων αυτών αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση τόσο της επάρκειας του εσωτε-

ρικού ελέγχου (Παράρτημα 4 της ΠΔ/ΤΕ 2577/2006) όσο και της αντιμετώπισης του λειτουργικού κινδύνου και του κινδύνου φήμης. Σκοπός των ρυθμίσεων είναι να διασφαλιστεί η επάρκεια της πολιτικής και των μηχανισμών ελέγχου των τραπεζών για τον εντοπισμό και την αναφορά των ύποπτων συναλλαγών, καθώς η προληπτική εποπτεία της Τράπεζας της Ελλάδος εξαντλείται στη διασφάλιση της επάρκειας και αποτελεσματικότητας των σχετικών διαδικασιών και στην επιβολή των αναγκαίων διορθωτικών μέτρων ή και κυρώσεων. Είναι φανερό ότι η επάρκεια των συστημάτων ελέγχου των τραπεζών συμβάλλει καθοριστικά και στην αποτελεσματική εφαρμογή του συνολικού νομοθετικού πλαισίου καταπολέμησης της εν λόγω εγκληματικής δραστηριότητας.

Η υποχρέωση αναφορών αποτελεί ευθύνη των Διοικήσεων των τραπεζών που προκύπτει άμεσα από το νόμο. Οι εν λόγω αναφορές δεν υποβάλλονται στην Τράπεζα της Ελλάδος, καθώς αυτή δεν έχει ανακριτικά καθήκοντα, αλλά στην Εθνική Αρχή Καταπολέμησης της Νομιμοποίησης Εσόδων από Παράνομες Δραστηριότητες, που είναι και η αρμόδια να τις αξιολογήσει ανακριτικά. Επίσης, η αρμοδιότητα απαγόρευσης κίνησης λογαριασμών, μεταβίβασης ή εκποίησης περιουσιακών στοιχείων (πάγωμα) ανατίθεται στον Ανακριτή ή στο Δικαστικό Συμβούλιο και σε εξαιρετικές περιπτώσεις στον πρόεδρο της Εθνικής Αρχής.⁹

Εάν προκύψει ότι υπάρχουν στοιχεία που θα δικαιολογούσαν την αναφορά στην Αρχή και αυτή δεν έγινε, επιβάλλονται κυρώσεις, αφού προηγουμένως δοθεί η δυνατότητα στις τράπεζες να διατυπώσουν τις απόψεις τους. Προς το σκοπό αυτό, σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική και για λόγους αποτελεσματικότητας, γίνονται έλεγχοι, κατά κύριο λόγο σε κεντρικό επίπεδο αλλά και σε επίπεδο υποκαταστημάτων, επειδή από τις μεμονωμένες συναλλαγές των υποκαταστημάτων δεν είναι πάντοτε δυνατόν να προκύψει η συνολική εικόνα του πελάτη ή της συναλλαγής.

⁹ Το άρθρο 5 του Ν. 2331/24.8.95, όπως συμπληρώθηκε από το άρθρο 6 του Ν. 3424/13.12.2005, ορίζει τις σχετικές προϋποθέσεις.

4.2 Τραπεζικοί κίνδυνοι

4.2.1 Πιστωτικός κίνδυνος

Ο πιστωτικός κίνδυνος, ιδίως λόγω της επέκτασης των δραστηριοτήτων των ελληνικών τραπεζών σε αναπτυσσόμενες αγορές του εξωτερικού, αποτελεί τη σημαντικότερη μορφή κινδύνου για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, καθώς το σύνολο των δανείων αποτελεί το 66,4% του ενεργητικού των ελληνικών τραπεζικών ομίλων το Σεπτέμβριο του 2007. Επίσης, τα χρηματοδοτικά ανοίγματα⁶³ των ελληνικών τραπεζικών ομίλων προς τις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης αυξήθηκαν σημαντικά. Στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2007 τα εν λόγω ανοίγματα ανέρχονταν σε 182,7% των ιδίων κεφαλαίων τους, από 135,9% στο τέλος του 2006, γεγονός που πρέπει να συνεκτιμάται κατά την αξιολόγηση του κινδύνου χώρας και συγκέντρωσης.

Η εξέλιξη αυτή επιβάλλει στις τράπεζες τη βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου των δανείων τους, καθώς και τη διαρκή προσαρμογή του μηχανισμού διαχείρισης κινδύνων και της πιστοδοτικής πολιτικής τους στις συνθήκες του οικονομικού περιβάλλοντος. Στο πλαίσιο αυτό, οι τράπεζες οφείλουν να παρακολουθούν την εξέλιξη του λόγου της δαπάνης των δανειοδοτούμενων για την εξυπηρέτηση των δανείων τους προς το διαθέσιμο εισόδημά τους και, ειδικότερα όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια, τη σχέση του ύψους των δανείων προς την αξία των υπέγγυων ακινήτων. Παράλληλα, η Τράπεζα της Ελλάδος αξιολογεί –ως πηγή χρηματοδότησης των επιχειρησιακών προγραμμάτων των τραπεζών– τη χρήση καινοτομικών προϊόντων που σχετίζονται με τη μεταβίβαση του πιστωτικού κινδύνου.⁶⁴

Η ποιότητα του χαρτοφυλακίου των ελληνικών τραπεζών βελτιώθηκε ελαφρά στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2007 (σύμφωνα με τα πλέον

πρόσφατα στοιχεία) σε σύγκριση με το τέλος του 2006. Ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων μειώθηκε κατά την υπό εξέταση περίοδο από 5,4% σε 5,1% (βλ. Διάγραμμα III.17), παρότι στην περίπτωση των στεγαστικών δανείων ο λόγος αυτός αυξήθηκε οριακά. Αντίθετα, μειώθηκε το ποσοστό κατά το οποίο τα δάνεια σε καθυστέρηση καλύπτονται από προβλέψεις (Σεπτέμβριος 2007: 57,2%, Δεκέμβριος 2006: 61,8%) και αυξήθηκε ο λόγος των καθαρών καθυστερήσεων⁶⁵ προς τα εποπτικά ίδια κεφάλαια (Σεπτέμβριος 2007: 16,5%, Δεκέμβριος 2006: 15,4% – βλ. Διάγραμμα III.18). Οι δείκτες⁶⁶ αυτοί συνεχίζουν να διαμορφώνονται σε δυσμενέστερο επίπεδο σε σύγκριση με το μέσο όρο των τραπεζών της ΕΕ.⁶⁷ Θα πρέπει ωστόσο να ληφθεί υπόψη ότι το περιθώριο του Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας για τις ελληνικές τράπεζες παραμένει ικανοποιητικό.⁶⁸

Σε ό,τι αφορά τη συγκέντρωση των κινδύνων, ο λόγος των μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμά-

⁶³ Τα χρηματοδοτικά ανοίγματα προς κατοίκους εξωτερικού αποτελούνται από τα διασυνοριακά ανοίγματα των μητρικών τραπεζών προς νομικά και φυσικά πρόσωπα στο εξωτερικό, καθώς και από τα ανοίγματα των κατά τόπους υποκαταστημάτων και θυγατρικών των ελληνικών τραπεζών στο εξωτερικό.

⁶⁴ Τέτοιου είδους προϊόντα είναι π.χ. η τιτλοποίηση απαιτήσεων και τα συμβόλαια ανταλλαγής πιστωτικής αθέτησης (credit default swaps).

⁶⁵ Οι καθαρές καθυστερήσεις ορίζονται ως το σύνολο των δανείων που βρίσκονται σε καθυστέρηση άνω των 90 ημερών μειωμένο κατά τις συσσωρευμένες προβλέψεις.

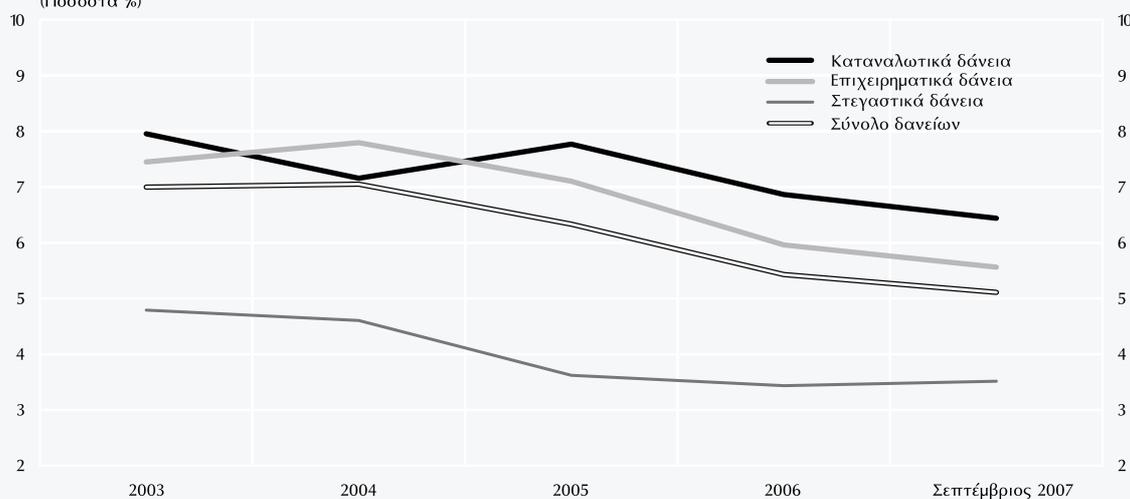
⁶⁶ Σημειώνεται ότι στις καθυστερήσεις παραδοσιακά δεν περιλαμβάνονται οι ρυθμίσεις χρεών, λόγω διαφορετικού χειρισμού τους σε επίπεδο ΕΕ.

⁶⁷ Τα συγκριτικά στοιχεία αφορούν τους τραπεζικούς ομίλους που δεν εφαρμόζουν τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ). Στους ομίλους αυτούς, ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων ανέρχεται σε 1,7%, οι καθαρές καθυστερήσεις έναντι των ιδίων εποπτικών κεφαλαίων σε 12,3% και η κάλυψη των δανείων σε καθυστέρηση από προβλέψεις σε 58,2%, ενώ τα αντίστοιχα ποσοστά για τις μεσαίου μεγέθους τράπεζες της ΕΕ, που αφορούν τράπεζες ανάλογου μεγέθους με τις ελληνικές, είναι 3,2%, 33,5% και 39% αντίστοιχα. Επισημαίνεται ωστόσο ότι, λόγω διαφορών ως προς τον ορισμό των δανείων σε καθυστέρηση ανάλογα με την εφαρμογή ή μη των ΔΠΧΠ και τις πρακτικές των επιμέρους χωρών, τα στοιχεία για την ποιότητα του χαρτοφυλακίου και την επάρκεια των προβλέψεων δεν είναι απολύτως συγκρίσιμα.

⁶⁸ Βλ. Τμήμα 4.3.2.

Διάγραμμα III.17

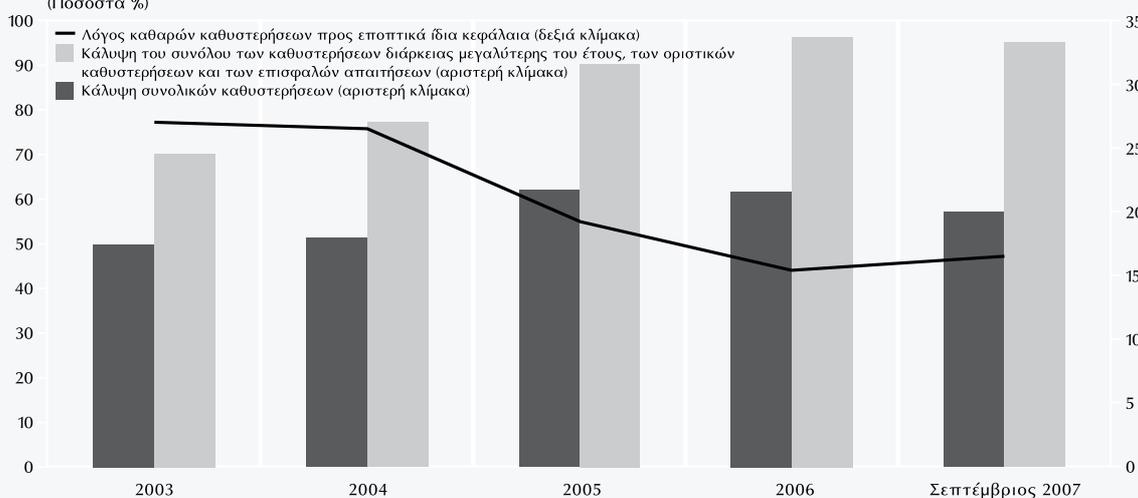
Εξέλιξη του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων, κατά κατηγορία δανείων των ελληνικών εμπορικών τραπεζών (Ποσοστά %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα III.18

Κάλυψη καθυστερήσεων από προβλέψεις και λόγος καθαρών καθυστερήσεων προς εποπτικά ίδια κεφάλαια (Ποσοστά %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

των⁶⁹ (μετά την αφαίρεση των εξασφαλίσεων) των ελληνικών τραπεζικών ομίλων προς το υπερβάλλον κεφάλαιο⁷⁰ αυξήθηκε από 1,5 στο τέλος του 2006 σε 2,0 στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2007. Ο δείκτης αυτός διαμορφώνεται σε σημαντικά υψηλότερο επίπεδο για ορισμένους ομίλους, γεγονός που επιβάλλει τη λήψη

⁶⁹ Μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα θεωρούνται τα ανοίγματα προς μεμονωμένες επιχειρήσεις ή ομίλους τα οποία, αφού αφαιρεθούν οι εξασφαλίσεις, υπερβαίνουν το 10% των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων.

⁷⁰ Το υπερβάλλον κεφάλαιο είναι το επιπλέον του ελάχιστου αποδεκτού ύψους των εποπτικών κεφαλαίων (8%). Συνεπώς ο λόγος των καθαρών μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων προς το υπερβάλλον κεφάλαιο παρέχει ένδειξη κατά πόσον τα ανοίγματα αυτά υπερβαίνουν το περιθώριο των ιδίων κεφαλαίων πέραν του ελαχίστου.

Πίνακας III.9

Εγκρίσεις πιστωτικών καρτών και καταναλωτικών δανείων χωρίς εγγύηση ως ποσοστά % του συνόλου των αιτήσεων

	Πιστωτικές κάρτες	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς εγγύηση
2004	61,3	65,6
2005	58,6	58,0
2006	60,9	59,4
Ιούνιος 2007	55,9	56,3

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

μέτρων για την αντιμετώπιση του κινδύνου συγκέντρωσης και θα συνεκτιμάται κατά την αξιολόγηση της κεφαλαιακής επάρκειας σύμφωνα με το νέο εποπτικό πλαίσιο “Βασιλεία II” (Πυλώνας 2).

4.2.1.1 Πιστωτικός κίνδυνος από δάνεια προς νοικοκυριά

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 βελτιώθηκε η ποιότητα του χαρτοφυλακίου των καταναλωτικών δανείων, καθώς ο λόγος των δανείων αυτών σε καθυστέρηση προς το σύνολο των καταναλωτικών δανείων μειώθηκε (Σεπτέμβριος 2007: 6,4%, Δεκέμβριος 2006: 6,9%). Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν οι σημαντικού ύψους διαγραφές που πραγματοποιήθηκαν την εν λόγω περίοδο, καθώς και τα αυστηρότερα πιστοδοτικά κριτήρια που εφαρμόστηκαν (βλ. Πίνακα III.9).⁷¹

Αντίθετα, υπήρξαν ενδείξεις μικρής επιδείνωσης της ποιότητας του χαρτοφυλακίου στεγαστικών δανείων, καθώς ο λόγος των στεγαστικών δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των στεγαστικών δανείων αυξήθηκε οριακά (Σεπτέμβριος 2007: 3,5%, Δεκέμβριος 2006: 3,4%). Σημειώνεται ότι οι επιπτώσεις από την ταχεία αύξηση των υπολοίπων των στεγαστικών δανείων τα τελευταία χρόνια αναμένεται να

εμφανιστούν με κάποια χρονική υστέρηση στους δείκτες δανείων σε καθυστέρηση, καθώς και στην εκτίμηση της αναμενόμενης ζημίας από το χαρτοφυλάκιο στεγαστικών δανείων.⁷² Επίσης, αν και οι τράπεζες φαίνεται να υιοθετούν αυστηρότερη πολιτική αναφορικά με το ύψος των στεγαστικών δανείων που χορηγούν σε σχέση με την αξία των υπέγγυων ακινήτων, όπως αυτό προκύπτει από προσωρινά στοιχεία, εντούτοις δεν πρέπει να εφησυχάζουν, λόγω των εξελίξεων στα επιτόκια και της αποκλιμάκωσης του ρυθμού αύξησης των τιμών των ακινήτων. Για τους λόγους αυτούς και προκειμένου να βελτιωθεί η ποιότητα του χαρτοφυλακίου, οι τράπεζες θα πρέπει να προβαίνουν σε περαιτέρω προβλέψεις για την κάλυψη των επισφαλών δανείων και σε διαγραφές δανείων.

Τέλος, επιταχύνθηκε η αύξηση των στεγαστικών δανείων σε ξένο νόμισμα (κυρίως σε ελβετικά φράγκα), των οποίων το ποσοστό επί του συνόλου των στεγαστικών δανείων τετραπλα-

⁷¹ Θετική συμβολή στα πιστοδοτικά κριτήρια είχαν ο εμπλουτισμός της βάσης της Τειρεσίας ΑΕ, με αποτέλεσμα την καλύτερη πληροφόρηση των τραπεζών σχετικά με την οικονομική συμπεριφορά των δανειοληπτών, καθώς και η ανταπόκριση των τραπεζών στις υποδείξεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

⁷² Οι επιπτώσεις αυτές θα είναι πιο σημαντικές στο βαθμό που έχουν εφαρμοστεί λιγότερο αυστηρά κριτήρια κατά την αρχική χορήγηση των δανείων και έχει αυξηθεί η δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών, ιδίως εκείνων που κατατάσσονται στα χαμηλότερα εισοδηματικά κλιμάκια.

σιάστηκε στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2007 σε σχέση με το τέλος του 2006 (Σεπτέμβριος 2007: 6,6%, Δεκέμβριος 2006: 1,7%). Ως προς τα δάνεια αυτά, οι τράπεζες οφείλουν, σύμφωνα και με τις υποδείξεις της Τράπεζας της Ελλάδος, πέραν της διαχείρισης κινδύνων στον τομέα αυτό, να ενημερώνουν αναλυτικά τους πελάτες τους για το συναλλαγματικό κίνδυνο που ενέχει ο δανεισμός σε ξένο νόμισμα.

4.2.1.2 Πιστωτικός κίνδυνος από δάνεια προς επιχειρήσεις

Κατά την υπό εξέταση περίοδο, βελτίωση εμφάνισε και ο λόγος των επιχειρηματικών δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των επιχειρηματικών δανείων (Σεπτέμβριος 2007: 5,6%, Δεκέμβριος 2006: 6%), εξέλιξη στην οποία συνέβαλε και η διατήρηση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα σε ικανοποιητικό επίπεδο.⁷³ Ευνοϊκές ενδείξεις παρέχουν και τα στοιχεία της οικονομικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων που συγκεντρώνει η "Τειρεσίας ΑΕ"⁷⁴ και συνδέονται με τον πιστωτικό κίνδυνο των τραπεζών, καθώς την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2007, σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006, παρατηρήθηκε μείωση της αξίας των ακάλυπτων επιταγών κατά 21,2%, του πλήθους των αιτήσεων πτώχευσης κατά 8,9% και των διαταγών πληρωμής κατά 3,8%, ενώ μικρή μόνο αύξηση κατά 3,5% παρουσίασε η αξία των απλήρωτων συναλλαγματικών.

Τα δεδομένα αυτά ωστόσο δεν θα πρέπει να οδηγούν τις τράπεζες σε εφησυχασμό και καθιέρωση χαλαρότερων πιστοδοτικών κριτηρίων, καθώς η αύξηση του κόστους δανεισμού λόγω της επανεκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου, η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου και η διατήρηση της τιμής του πετρελαίου σε υψηλό επίπεδο θα μπορούσαν να επηρεάσουν

αρνητικά την κερδοφορία και την πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων.

4.2.2 Κίνδυνοι αγοράς και ρευστότητας

Η προαναφερθείσα αναταραχή στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων, σε συνθήκες αυξανόμενης έκθεσης σε σύνθετα επενδυτικά προϊόντα και εντεινόμενου βαθμού διεθνοποίησης, ανέδειξε τη σημασία των κινδύνων αγοράς και ρευστότητας. Συγκεκριμένα, η αναταραχή στην αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ μεταδόθηκε αρχικά στις πιστωτικές αγορές και στη συνέχεια στη διατραπεζική αγορά, με συνέπεια ο πιστωτικός κίνδυνος των συγκεκριμένων χαρτοφυλακίων στεγαστικών δανείων αφενός να μετατραπεί σε κίνδυνο αγοράς, επηρεάζοντας την αποτίμηση των επενδυτικών προϊόντων που βασίζονταν στα εν λόγω στεγαστικά δάνεια, και αφετέρου να συμβάλει στην αύξηση της ζήτησης ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά (κίνδυνος ρευστότητας). Λόγω των ανωτέρω, σημαντικός αριθμός τραπεζών προσέφυγε στην παροχή ρευστότητας εκ μέρους των κεντρικών τραπεζών, ενώ ορισμένες προέβησαν και προβαίνουν σε σημαντικές διαγραφές και απομειώσεις στοιχείων του ενεργητικού τους, καθώς και σε αυξήσεις κεφαλαίου για την αποκατάσταση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειάς τους (βλ. και Κεφάλαιο II.5).

Όσον αφορά τις ελληνικές τράπεζες, η περιορισμένη έκθεσή τους σε σύνθετα επενδυτικά

⁷³ Όσον αφορά τα κέρδη των εταιριών του μη χρηματοπιστωτικού τομέα με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ, βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου. Θετικά είναι και τα αποτελέσματα ενός δείγματος εταιριών που μελετά η Τράπεζα της Ελλάδος, καθώς, εκτός από την αποδοτικότητα, και ο λόγος των ιδίων προς τα ξένα κεφάλαια διατηρείται σε σχετικά υψηλό επίπεδο, αν και εμφανίζει μικρή πτώση σε σχέση με το τέλος του 2006.

⁷⁴ Σημειώνεται ωστόσο ότι τα στοιχεία αυτά εμφανίζουν κατά κανόνα μεγάλη μεταβλητότητα και πρέπει να ερμηνεύονται με προσοχή.

προϊόντα είχε αποτέλεσμα να διατηρηθεί ο κίνδυνος αγοράς σε χαμηλό επίπεδο, παρά τις ανωτέρω δυσμενείς εξελίξεις στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον.

Αντίθετα, ο κίνδυνος ρευστότητας εμφανίζεται αυξημένος, αν και οι δείκτες ρευστότητας παρέμειναν σε ικανοποιητικό επίπεδο. Η διατήρηση της πιστωτικής επέκτασης σε υψηλό επίπεδο συνέβαλε στην αύξηση του λόγου των χορηγήσεων προς τις καταθέσεις (Σεπτέμβριος 2007: 111%, Δεκέμβριος 2006: 105%),⁷⁵ αλλά σε επίπεδο χαμηλότερο εκείνου των τραπεζικών ομίλων της ΕΕ-25 (2006: 130%). Παράλληλα, μικρή μείωση εμφάνισαν οι δείκτες ρευστών διαθεσίμων (Σεπτέμβριος 2007: 22%, Δεκέμβριος 2006: 24%)⁷⁶ και ασυμφωνίας ληκτότητας απαιτήσεων-υποχρεώσεων (Σεπτέμβριος 2007: -2,9%, Δεκέμβριος 2006: 0,7%),⁷⁷ παραμένοντας πάντως σε ικανοποιητικό επίπεδο σε σχέση με τα ελάχιστα απαιτούμενα όρια του 20% και -20% αντίστοιχα.⁷⁸

Οι προαναφερθείσες εξελίξεις στις διεθνείς αγορές δεν αφήνουν περιθώρια εφησυχασμού. Οι τράπεζες θα πρέπει να δώσουν μεγαλύτερη έμφαση στη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας, ελέγχοντας και βελτιώνοντας συνεχώς τα υποδείγματα διαχείρισης κινδύνου που εφαρμόζουν και λαμβάνοντας μέτρα για την αντιμετώπιση ακόμη και ακραίων καταστάσεων έλλειψης ρευστότητας (με εκπόνηση σχετικών σχεδίων, εξασφάλιση έκτακτων πηγών ρευστότητας κ.λπ.). Επίσης, κατά τη διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης καταστάσεων κρίσης θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους όχι μόνο τον κίνδυνο σε επίπεδο τράπεζας και ομίλου, αλλά και το συστημικό κίνδυνο που προκύπτει από τις αλληλεξαρτήσεις των διαφόρων τμημάτων των αγορών χρήματος και κεφαλαίων.

Εξάλλου, η πολιτική χρηματοδότησης της πιστωτικής επέκτασης μέσω της τιτλοποίησης

δανείων θα πρέπει να επανεξεταστεί για δύο λόγους. Η πώληση των δανείων σε επενδυτές αφενός μειώνει τα κίνητρα των τραπεζών για τήρηση αυστηρών πιστοδοτικών κριτηρίων και για στενή παρακολούθηση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών και αφετέρου εντείνει την εξάρτηση των τραπεζών από την εύρυθμη και ομαλή λειτουργία των διεθνών αγορών πιστώσεων και χρήματος, η οποία – όπως διαπιστώθηκε – δεν πρέπει να θεωρείται δεδομένη.⁷⁹

Επιπρόσθετα, οι τράπεζες, όπως άλλωστε οφείλουν, αλλά και οι επενδυτές θα πρέπει να διενεργούν πιο σχολαστικό έλεγχο των αναλαμβανόμενων κινδύνων από ό,τι στο παρελθόν και να μην προβαίνουν στις επιλογές τους με αποκλειστικό κριτήριο δημοσιευμένες συστάσεις και αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Η παρατήρηση αυτή ισχύει ακόμη περισσότερο για τοποθετήσεις σε σύνθετα επενδυτικά προϊόντα, δηλαδή προϊόντα με σύνθετες χρηματοροές, οι οποίες συνδέονται με άλλα χρεόγραφα, με δείκτες τιμών (π.χ. μετοχών, ομολόγων, εμπορευμάτων) ή με παράγωγα

⁷⁵ Ο λόγος αυτός διαφοροποιείται σημαντικά μεταξύ των τραπεζών και εξαρτάται από την έμφαση που δίνει η καθεμία στη λιανική τραπεζική και από την έκταση του δικτύου υποκαταστημάτων της.

⁷⁶ Λόγος των ρευστών και άμεσα ρευστοποιήσιμων διαθέσιμων στοιχείων του ενεργητικού με ληκτότητα μέχρι 30 ημέρες προς το σύνολο των υποχρεώσεων με ληκτότητα μέχρι ένα έτος.

⁷⁷ Λόγος της διαφοράς μεταξύ των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων με ληκτότητα μέχρι 30 ημέρες προς το σύνολο των υποχρεώσεων με ληκτότητα μέχρι ένα έτος.

⁷⁸ Κατά την ευρύτερη αξιολόγηση της ρευστότητας πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι εναλλακτικοί τρόποι άντλησης κεφαλαίων που έχουν στη διάθεσή τους οι τράπεζες, όπως π.χ. τιτλοποιήσεις ή καλυμμένες ομολογίες (σχετικά με το πλαίσιο εποπτείας των καλυμμένων ομολογιών – covered bonds – που εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα βλ. ΠΔ/ΤΕ 2598/2.11.2007).

⁷⁹ Πάντως, στην περίπτωση των ελληνικών τραπεζών που έχουν προβεί σε τιτλοποιήσεις, το ποσοστό των δανείων που έχουν τιτλοποιηθεί αποτελεί μικρό μόνο τμήμα (6-9%) του συνολικού χαρτοφυλακίου δανείων τους. Ειδικά όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια, το εν λόγω ποσοστό κυμαίνεται μεταξύ 27% και 31% για τις τράπεζες εκείνες που έχουν προβεί σε τιτλοποιήσεις.

(προθεσμιακές συμφωνίες, δικαιώματα προαίρεσης). Στα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα, η απόδοση για τον επενδυτή και οι υποχρεώσεις του εκδότη εξαρτώνται από τις μεταβολές της αξίας των υποκείμενων μέσων και των παραγόντων κινδύνου (επιτόκια, μεταβολή τιμής κ.λπ.) ή είναι ευαίσθητες στις εν λόγω μεταβολές. Τα στοιχεία αυτά καθιστούν δυσχερή την αξιόπιστη τιμολόγηση των εν λόγω προϊόντων, ιδίως όταν δεν υπάρχουν εναλλακτικές ευκαιρίες ρευστοποίησης με δημόσια διαθέσιμες τιμές ή η δυνατότητα επαρκούς πληροφόρησης για τα χαρακτηριστικά του κινδύνου.

Τέλος, θετική επίδραση εκτιμάται ότι θα έχει η εφαρμογή του νέου εποπτικού πλαισίου “Βασιλεία II”. Ειδικότερα, ο πρώτος πυλώνας του νέου πλαισίου περιέχει σαφείς διατάξεις όσον αφορά τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων για τα ανοίγματα που σχετίζονται με τιτλοποιήσεις, συμπεριλαμβανομένων των ανοιγμάτων έναντι των εταιριών ειδικού σκοπού. Οι διατάξεις αυτές είναι ιδιαίτερα αυστηρές ως προς τα κριτήρια που πρέπει να πληρούν οι τυχόν συμφωνίες χρηματοδότησης προκειμένου να θεωρηθούν ταμειακές διευκολύνσεις. Ο δεύτερος πυλώνας εισάγει την αξιολόγηση των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου από τις εποπτικές αρχές, ιδίως όσον αφορά τις διαδικασίες διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας, γεγονός που θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη των συμμετεχόντων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ιδίως όταν υπάρξει και σύγκλιση των βέλτιστων πρακτικών.

4.3 Αποδοτικότητα και κεφαλαιακή επάρκεια

4.3.1 Αποδοτικότητα

Σε υψηλό επίπεδο διατηρήθηκε η κερδοφορία των ελληνικών εμπορικών τραπεζών⁸⁰ και, ιδίως, των ομίλων τους την περίοδο Ιανουα-

ρίου-Σεπτεμβρίου 2007.⁸¹ Τα κέρδη (μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας) αυξήθηκαν κατά 30,6% για τις τράπεζες και κατά 49,1% για τους ομίλους σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006 και ανήλθαν σε 2.477 εκατ. ευρώ για τις τράπεζες και σε 3.644 εκατ. ευρώ για τους τραπεζικούς ομίλους.⁸² Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στη συνεχιζόμενη πιστωτική επέκταση, τη διευρυνόμενη παρουσία των ελληνικών εμπορικών τραπεζικών ομίλων στο εξωτερικό και τα έκτακτα κέρδη.

Ειδικότερα, τα καθαρά έσοδα από τόκους των ελληνικών εμπορικών τραπεζών ενισχύθηκαν κατά 12,6%, καθώς η πιστωτική επέκταση στην εγχώρια αγορά διατηρήθηκε σε σχετικά υψηλό επίπεδο. Τα έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες⁸³ αυξήθηκαν κατά 28,6%, επηρεαζόμενα θετικά από την αύξηση των καθαρών εσόδων από προμήθειες (10,8%), των εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις (48,3%),⁸⁴ και των “λοιπών” εσόδων (50,1%). Λόγω των ανωτέρω εξελίξεων, τα λειτουργικά έσοδα, τα οποία αντιστοιχούν στο 3,7% του συνολικού ενεργητικού, αυξήθηκαν κατά 16,9%.

⁸⁰ Το δείγμα αφορά τις ελληνικές εμπορικές τράπεζες με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

⁸¹ Σύμφωνα με διαθέσιμα στοιχεία για την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2007, ανάλογη εξέλιξη παρατηρήθηκε και στην κερδοφορία των μεγάλων τραπεζικών ομίλων των χωρών της ζώνης του ευρώ. Τονίζεται ωστόσο ότι δεν είχε ακόμη αποτυπωθεί σε αυτά η αρνητική επίδραση από την κρίση στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

⁸² Σημειώνεται ότι περίπου το 10% των κερδών των τραπεζικών ομίλων, τόσο το 2006 όσο και το 2007, αφορά έκτακτα κέρδη. Αν αυτά δεν συνυπολογιστούν, η αύξηση των κερδών ανέρχεται σε 47,4%.

⁸³ Όσον αφορά τη συμμετοχή των εν λόγω κατηγοριών εσόδων στα συνολικά έσοδα των τραπεζών, τα καθαρά έσοδα από προμήθειες αποτελούν το σημαντικότερο ποσοστό (13,5%) και ακολουθούν τα έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις (9,8%) και τα “λοιπά” έσοδα (6,1%). Ανάλογη είναι η εικόνα και σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων (καθαρά έσοδα από προμήθειες: 17,6%, έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις: 9,1%, λοιπά έσοδα: 6,9%).

⁸⁴ Στο τέλος του έτους ο ρυθμός αυτός ενδεχομένως θα επηρεαστεί από τους παράγοντες που συνδέονται με την αναταραχή στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων.

Με σημαντικά υψηλότερους ρυθμούς από ό,τι στην περίπτωση των τραπεζών αυξήθηκαν τα οικονομικά μεγέθη των τραπεζικών ομίλων. Τα καθαρά έσοδα από τόκους εμφάνισαν αύξηση κατά 26,4%, καθώς επηρεάστηκαν θετικά από τη σημαντική ενίσχυση του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, στις οποίες το επιτοκιακό περιθώριο διαμορφώνεται σε επίπεδο σημαντικά υψηλότερο από ό,τι στην εγχώρια αγορά. Τα έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες αυξήθηκαν κατά 36,9%, επηρεαζόμενα θετικά από την αύξηση των καθαρών εσόδων από προμήθειες (28,6%), των εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις (76,3%)⁸⁵ και των "λοιπών" εσόδων (19,9%). Τελικό αποτέλεσμα ήταν η άνοδος των λειτουργικών εσόδων⁸⁶ των τραπεζικών ομίλων κατά 29,7%.

Σημειώνεται ότι τα λειτουργικά έσοδα από τις δραστηριότητες στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, ιδίως στην Τουρκία, υπερδιπλασιάστηκαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006 και το ποσοστό συμμετοχής τους στο σύνολο ανήλθε σε 18% περίπου.

Η σημαντική διεύρυνση των δραστηριοτήτων εξωτερικού συνέβαλε και στην αύξηση των λειτουργικών εξόδων, των οποίων ωστόσο ο ρυθμός μεταβολής ήταν χαμηλότερος από εκείνον των λειτουργικών εσόδων, τόσο σε επίπεδο τραπεζών (15,5%) όσο και σε επίπεδο ομίλων (24,7%). Οι δαπάνες προσωπικού, που αποτελούν τα 3/5 του συνόλου των εξόδων αυτών, σημείωσαν άνοδο κατά 13,5% στις τράπεζες και κατά 20,5% στους ομίλους, ενώ τα άλλα έξοδα και οι αποσβέσεις αυξήθηκαν αντίστοιχα κατά 20,2% και 7,2% στις τράπεζες και κατά 33,2% και 21,4% στους ομίλους.

Λόγω της πορείας των λειτουργικών εσόδων και εξόδων, ο δείκτης αποτελεσματικότητας (λειτουργικά έξοδα προς λειτουργικά έσοδα)

μειώθηκε (δηλαδή βελτιώθηκε) και διαμορφώθηκε στο τέλος της υπό εξέταση περιόδου σε 49,6% για τους τραπεζικούς ομίλους, επίπεδο σημαντικά καλύτερο σε σχέση με τους μεγάλους τραπεζικούς ομίλους της ζώνης του ευρώ (Ιαν.-Ιούν. 2007: 60%), και σε 49,3% για τις τράπεζες, από 51,6% και 49,9% αντίστοιχα την ίδια περίοδο του 2006. Θετικά συνέβαλε στην εξέλιξη αυτή η σταδιακή ωρίμανση των επενδύσεων στο εξωτερικό, η οποία οδήγησε σε αυξημένα έσοδα.

Οι προβλέψεις χρήσης (απομείωση αξίας δανείων), οι οποίες αποσκοπούν στην κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου, αυξήθηκαν κατά 7,4% για τις τράπεζες και κατά 14,4% για τους ομίλους, διατηρούμενες και στις δύο περιπτώσεις στο 0,5% του συνολικού ενεργητικού, δηλαδή σε διπλάσιο ποσοστό από ό,τι στους μεσαίου μεγέθους τραπεζικούς ομίλους της ΕΕ.⁸⁷ Ο υψηλότερος λόγος στην Ελλάδα αντανακλά το υψηλότερο επίπεδο πιθανής ζημίας, καθιστώντας έτσι αναγκαία την περαιτέρω μείωση του ποσοστού των καθυστερήσεων. Τονίζεται επίσης ότι οι προβλέψεις ως ποσοστό των λειτουργικών εσόδων (τράπεζες: 12,6%, όμιλοι: 10,5%) εμφανίζουν μείωση κατά μιάμιση εκατοστιαία μονάδα περίπου την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

Όσον αφορά τους δείκτες αποδοτικότητας, την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο⁸⁸ σε επίπεδο ομί-

⁸⁵ Ορισμένες τράπεζες συμπεριλαμβάνουν στα κέρδη/ζημίες από χρηματοοικονομικές πράξεις και τα έσοδα από ρευστοποιήσεις συμμετοχών τους.

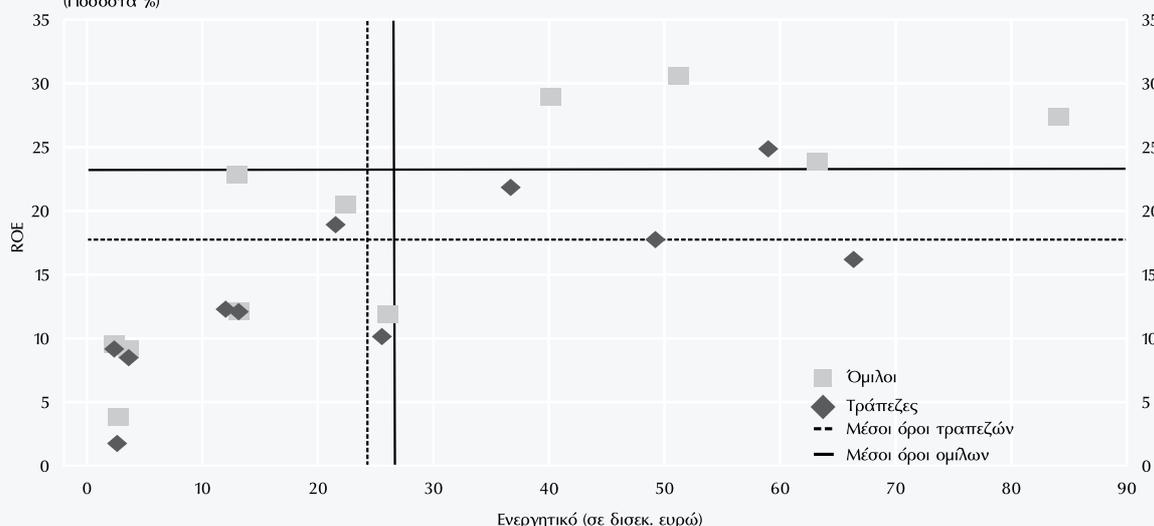
⁸⁶ Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 τα λειτουργικά έσοδα αντιστοιχούσαν στο 4,7% του συνολικού ενεργητικού των ελληνικών τραπεζικών ομίλων, έναντι 2,3% που ήταν ο μέσος όρος στην ΕΕ στο τέλος του 2006.

⁸⁷ Σύμφωνα με στοιχεία του τέλους του 2006 για την ΕΕ.

⁸⁸ Καθαρά έσοδα από τόκους ως ποσοστό του μέσου ενεργητικού.

Διάγραμμα III.19

Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ROE) μετά από φόρους και ενεργητικό των ελληνικών εμπορικών τραπεζών και των ομίλων τους (Ιανουάριος-Σεπτέμβριος 2007)
(Ποσοστά %)



λων (3,1%) ήταν οριακά αυξημένο σε σχέση με το 2006 (Ιαν.-Σεπτ. 2006: 3,0%), καθώς επηρεάστηκε θετικά από τις δραστηριότητες εξωτερικού. Αντίθετα, σε επίπεδο τραπεζών εμφανίζεται οριακά μειωμένο σε σχέση με το 2006 (Ιαν.-Σεπτ. 2007: 2,6%, Ιαν.-Σεπτ. 2006: 2,7%), αντανακλώντας τόσο τις αυξημένες συνθήκες ανταγωνισμού στην εγχώρια αγορά όσο και την αυξημένη χρήση των λογαριασμών προθεσμιακών καταθέσεων από τους πελάτες τους, καθώς οι λογαριασμοί αυτοί προσφέρουν σημαντικά υψηλότερο επιτόκιο κατά την υπό εξέταση περίοδο από ό,τι οι απλές αποταμιευτικές καταθέσεις.

Αύξηση σημείωσαν η αποδοτικότητα ενεργητικού (ROA, μετά από φόρους) και ιδίων κεφαλαίων (ROE, μετά από φόρους) τόσο σε επίπεδο τραπεζών όσο και σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων. Έτσι, κατά την υπό εξέταση περίοδο η αποδοτικότητα του ενεργητικού των τραπεζών διαμορφώθηκε σε 1,2% (Ιαν.-Σεπτ. 2006: 1.1%) και η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων σε 17,4% (Ιαν.-Σεπτ. 2006: 17,1%),

ενώ τα αντίστοιχα μεγέθη των τραπεζικών ομίλων ανήλθαν σε 1,6% (Ιαν.-Σεπτ. 2006: 1,3%) και 24,3% (Ιαν.-Σεπτ. 2006: 21%) και η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων των μεγάλου μεγέθους τραπεζικών ομίλων των χωρών της ΕΕ διαμορφώνεται σε ελαφρά χαμηλότερο επίπεδο (Ιαν.-Ιούν. 2007: 20% περίπου). Βελτίωση επίσης εμφάνισε και η αποδοτικότητα του σταθμισμένου ενεργητικού⁸⁹ (Ιαν.-Σεπτ. 2007: 2,5%, Ιαν.-Σεπτ. 2006: 2,1%), έναντι 1,9% στους μεγάλου μεγέθους τραπεζικούς ομίλους των χωρών της ζώνης του ευρώ το πρώτο εξάμηνο του 2007.

Τέλος, από τη μελέτη της συσχέτισης μεταξύ της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων και του ενεργητικού των ελληνικών τραπεζών και των ομίλων τους (βλ. Διάγραμμα III.19) παρατηρείται θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους των τραπεζών και της αποδοτικότητας

⁸⁹ Ο δείκτης αυτός απεικονίζει την αποδοτικότητα των στοιχείων του ενεργητικού σταθμισμένων ως προς τον κίνδυνό τους (risk-adjusted return).

Πίνακας III.10

Κατανομή των ελληνικών εμπορικών τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ σύμφωνα με την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE)

(Αριθμός τραπεζών)

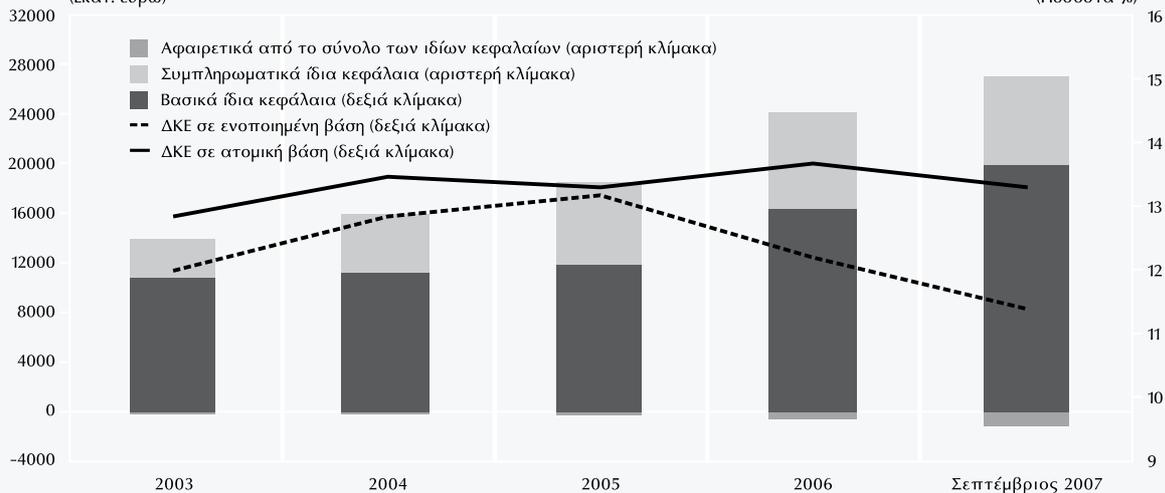
	Σεπτέμβριος 2006	Δεκέμβριος 2006	Σεπτέμβριος 2007
ROE < 0%	1	2	1
0% ≤ ROE < 5%	1	1	0
5% ≤ ROE < 10%	1	1	1
10% ≤ ROE < 15%	4	2	4
15% ≤ ROE < 20%	3	0	0
ROE ≥ 20%	2	6	6
Σύνολο	12	12	12

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα III.20

Ανάλυση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων σε ατομική βάση και εξέλιξη κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών εμπορικών τραπεζών

(Εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

των ιδίων κεφαλαίων, ενώ η αποδοτικότητα των ομίλων εμφανίζεται υψηλότερη από την αποδοτικότητα των τραπεζών, αντανακλώντας τη συμβολή των δραστηριοτήτων στο εξωτερικό και συνεπώς τα υψηλότερα περιθώρια κέρδους αλλά και τον αυξημένο κίνδυνό τους.⁹⁰ Εξάλλου, η κατανομή της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων κατά τράπεζα δείχνει μία τάση αύξησης του αριθμού των τραπεζών στο υψηλότερο επίπεδο αποδοτικότητας

(βλ. Πίνακα III.10). Η τάση αυτή παρατηρήθηκε και στις τραπεζικές αγορές της ΕΕ.

4.3.2 Κεφαλαιακή επάρκεια

Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζικών ομίλων, οι οποίοι, αν και παρέ-

⁹⁰ Επίσης, οι τραπεζικοί όμιλοι επωφελούνται από οικονομίες κλίμακας και φάσματος.

μειναν σε ικανοποιητικό επίπεδο, είχαν υποχωρήσει σημαντικά κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007,⁹¹ βελτιώθηκαν το τρίτο τρίμηνο του έτους, μετά και από την ολοκλήρωση των διαδικασιών αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου κατά το δίμηνο Αυγούστου-Σεπτεμβρίου από ορισμένες τράπεζες που κατέχουν σημαντικό μερίδιο αγοράς.

Σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων, ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας (ΔΚΕ) και ο Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων (ΔΒΚ) διαμορφώθηκαν το Σεπτέμβριο του 2007 σε 11,4% (έναντι ελάχιστου απαιτούμενου ορίου 8%) και 9,2% αντίστοιχα, εμφανίζοντας μείωση σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2006 (ΔΚΕ: 12,2%, ΔΒΚ: 9,9% – βλ. Διάγραμμα III.20).⁹² Η εξέλιξη αυτή προκύπτει από τη μεγαλύτερη αύξηση (17,6%) του σταθμισμένου ενεργητικού,⁹³ το οποίο ανήλθε στο 65,5% του συνολικού ενεργητικού στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2007 (Δεκέμβριος 2006: 62,9%), σε σχέση με την αύξηση (9,7%) των ιδίων κεφαλαίων.

Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας σε επίπεδο τραπεζών βελτιώθηκαν σημαντικά σε σχέση με το πρώτο εξάμηνο του 2007 και ανήλθαν περίπου στο επίπεδο του τέλους του 2006. Στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2007 ο ΔΚΕ διαμορφώθηκε σε 13,3% (Δεκέμβριος 2006: 13,7%) και ο ΔΒΚ σε 9,7% (Δεκέμβριος 2006: 9,5%).

91 Η εξέλιξη αυτή οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό στη μείωση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων της Εθνικής Τράπεζας λόγω της αφαίρεσης πρόσθετου τμήματος της υπεραξίας που προέκυψε από την ολοκλήρωση της εξαγοράς της Finansbank τον Ιανουάριο του 2007.

92 Οι αντίστοιχοι δείκτες για τους τραπεζικούς ομίλους της ΕΕ που εφαρμόζουν τα ΔΠΧΠ ανήλθαν στο τέλος του 2006 σε 11,1% και 8,1% αντίστοιχα, ενώ για τις 17 μεγαλύτερες τράπεζες της ζώνης του ευρώ σε 11,1% το πρώτο εξάμηνο του 2007 από 11,4% στο τέλος του 2006.

93 Η εκτίμηση του σταθμισμένου για τον πιστωτικό κίνδυνο ενεργητικού (Risk-Weighted Assets for Credit Risk) πραγματοποιείται για τον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας και προκύπτει από τη στάθμιση των επιμέρους στοιχείων του ενεργητικού με συντελεστές οι οποίοι προσδιορίζονται βάσει του πιστωτικού κινδύνου που ενέχουν τα εν λόγω στοιχεία ενεργητικού.

IV. Οι μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στην Ελλάδα

1. Εξέλιξη και προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού το 2007

1.1 Σύνοψη εξελίξεων

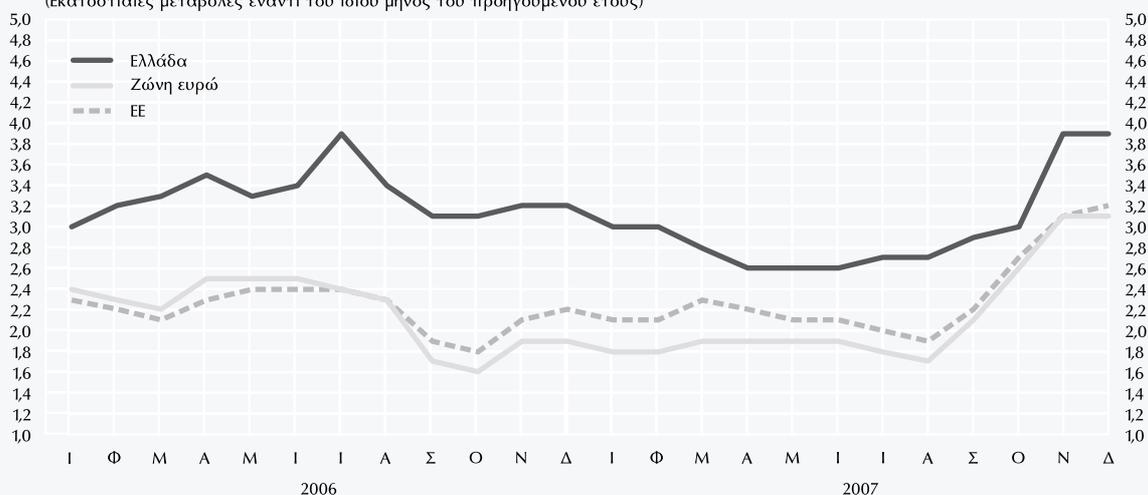
Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή – ΕνΔΤΚ) υποχώρησε στο 3,0% το 2007, από 3,3% το 2006. Αυτό οφείλεται κυρίως σε προσωρινούς ευνοϊκούς παράγοντες, ιδίως τη μείωση της τιμής των καυσίμων από τον Αύγουστο του 2006 έως και τον Ιανουάριο του 2007, οι οποίοι στη συνέχεια αντιστράφηκαν. Στην υποχώρηση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού συνέβαλε επίσης η επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής έως και το Σεπτέμβριο (αντίθετα, το τέταρτο τρίμηνο παρατηρήθηκε επιτάχυνση). Λόγω των εξελίξεων αυτών, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού το τελευταίο τρίμηνο του 2007 διαμορφώθηκε σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι το τελευταίο τρίμηνο του 2006 (3,6% έναντι 3,2% – βλ. Διάγραμμα IV.1).¹ Εξάλλου, ο πυρήνας του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής) αυξήθηκε ελαφρά (στο 3,2% σε μέση ετήσια βάση, από 2,9% το 2006 – βλ. Διάγραμμα IV.2), αντανακλώντας πληθωριστικές πιέσεις τόσο από τη πλευρά της συνολικής ζήτησης, η οποία εξακολούθησε να αυξάνεται με υψηλό ρυθμό, όσο και από την πλευρά της εγχώριας προσφοράς, καθώς το κόστος εργασίας ανά

¹ Το 2007 οι τιμές της ενέργειας αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,1% (έναντι 9,4% το 2006) και οι τιμές των επεξεργασμένων ειδών διατροφής με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,7% (έναντι 5,2%). Αντίθετα, επιτάχυνση του μέσου ετήσιου ρυθμού ανόδου (στο 2,2% από 1,9%) εμφάνισαν οι τιμές των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής (που περιλαμβάνουν και τα νωπά οπωροκηπευτικά – βλ. Διάγραμμα IV.4), οι τιμές των βιομηχανικών αγαθών εκτός ειδών διατροφής και ενέργειας (στο 2,2% από 1,6%) και οι τιμές των υπηρεσιών (στο 3,7% από 3,1%).

Διάγραμμα IV.1

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδος, ζώνης ευρώ και Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ιανουάριος 2006 - Δεκέμβριος 2007)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)

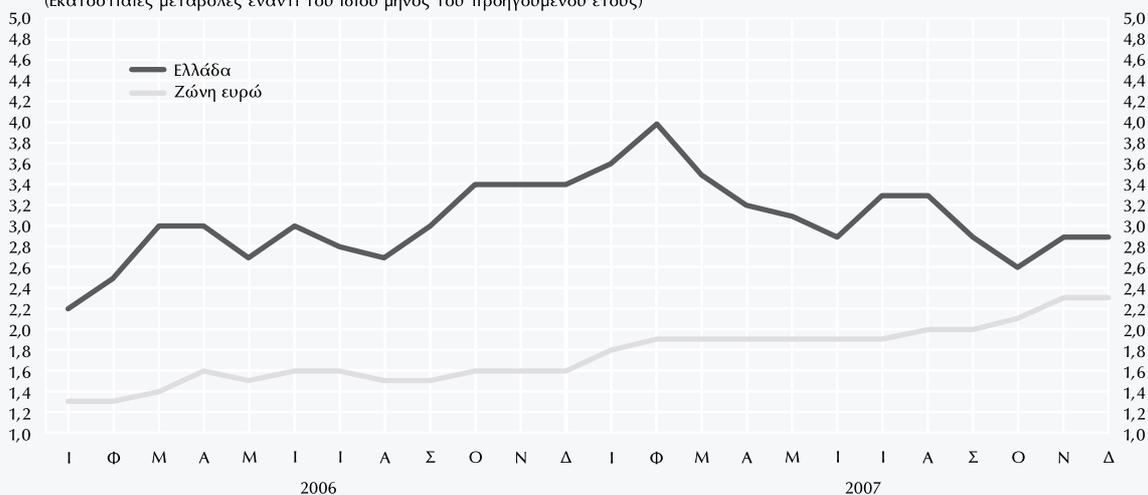


Πηγές: ΕΣΥΕ και Eurostat.

Διάγραμμα 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 (Ιανουάριος 2006 - Δεκέμβριος 2007)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: ΕΣΥΕ και Eurostat.

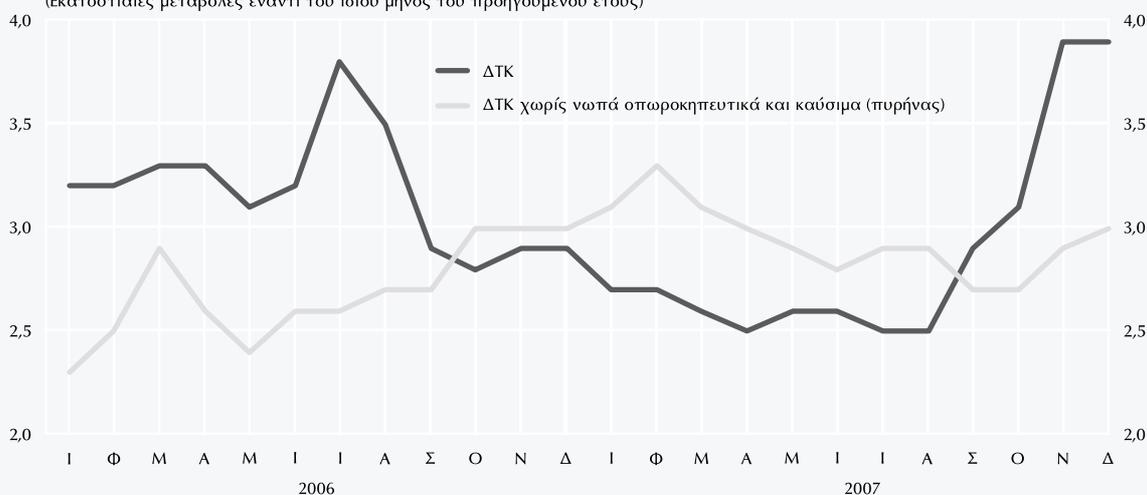
μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι συνέχισε να αυξάνεται με σχετικά υψηλό ρυθμό και μάλιστα ελαφρώς ταχύτερα από ό,τι το 2006. Από την άλλη πλευρά, οι επανειλημμένες αυξήσεις των επιτοκίων της ΕΚΤ από το Δεκέμβριο του 2005 έως και τον Ιούνιο του 2007 και η πολιτική

περαιτέρω περιορισμού των δημοσιονομικών ελλειμμάτων άσκησαν μειωτική επίδραση στις πληθωριστικές προσδοκίες. Επίσης, στη συγκράτηση του πληθωρισμού συνετέλεσαν η συνεχιζόμενη ανάπτυξη του ανταγωνισμού στον τομέα του λιανικού εμπορίου και η εισα-

Διάγραμμα IV.3

Δείκτης τιμών καταναλωτή και πυρήνας πληθωρισμού στην Ελλάδα
(Ιανουάριος 2006 - Δεκέμβριος 2007)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

γωγή τελικών καταναλωτικών αγαθών από χώρες με σχετικά χαμηλό κόστος παραγωγής.

Το 2007 παρατηρήθηκε και στη ζώνη του ευρώ υποχώρηση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού βάσει του ΕνΔTK (στο 2,1% από 2,2%) και αύξηση του μέσου ετήσιου επιπέδου του πυρήνα του πληθωρισμού (από 1,5% σε 2,0% – βλ. Πίνακα IV.1). Έτσι, το 2007 η απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο παρέμεινε μεγάλη, αν και μειώθηκε ελαφρά (σε 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας, από 1,1 εκατοστιαία μονάδα το 2006). Μεγάλη παρέμεινε και η απόκλιση του πυρήνα του πληθωρισμού, η οποία επίσης μειώθηκε ελαφρά (σε 1,2 εκατοστιαία μονάδα, από 1,4 εκατοστιαία μονάδα το 2006).²

Όπως έχει τονιστεί επανειλημμένα, η εμμονή του πληθωρισμού σε επίπεδα υψηλότερα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο οφείλεται τόσο σε μακροοικονομικούς παράγοντες (τις εξελίξεις της ζήτησης και του κόστους παρα-

γωγής) όσο και στις συνθήκες λειτουργίας των αγορών. Υπάρχουν αλληλεπιδράσεις μεταξύ των πληθωριστικών πιέσεων που προέρχονται από την υπερβάλλουσα ζήτηση στην Ελλάδα και της αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (που είναι σημαντικά ταχύτερη στην Ελλάδα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ). Επίσης, ορισμένες αγορές δεν λειτουργούν αποτελεσματικά, καθώς δεν είναι ικανοποιητικές οι συνθήκες ανταγωνισμού.

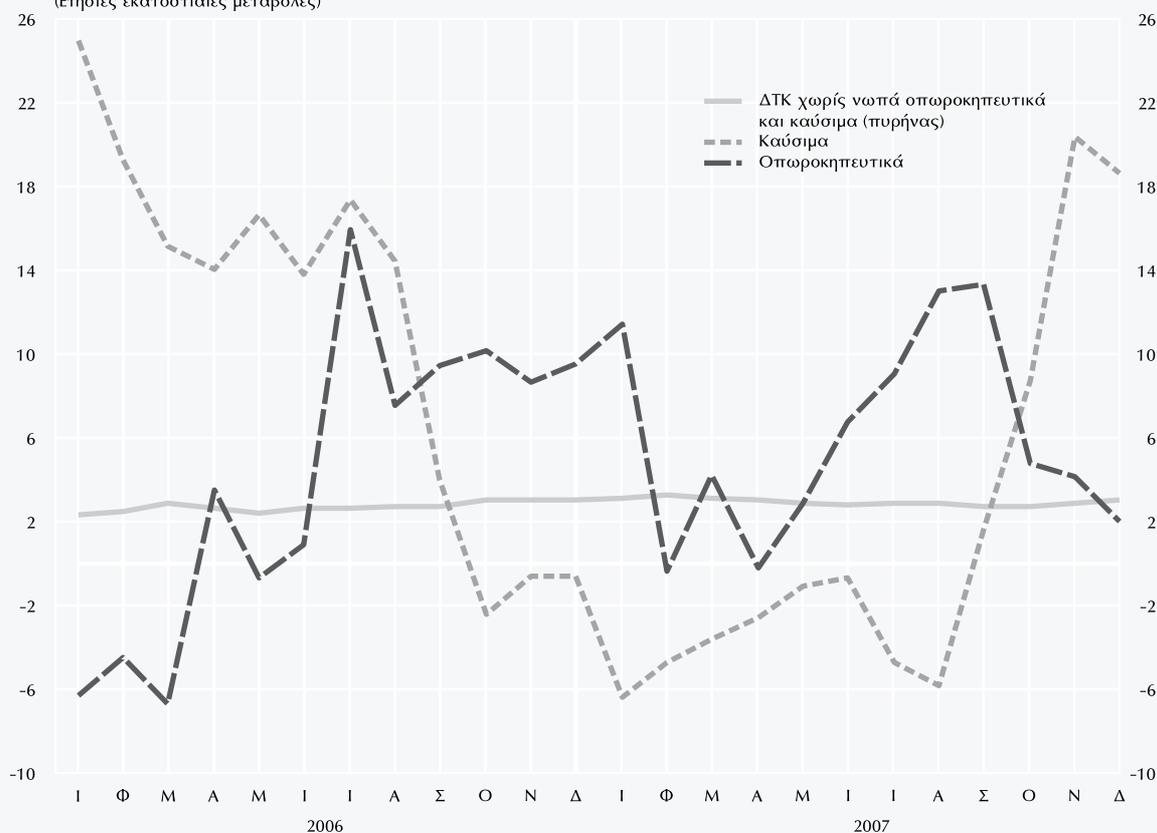
Λόγω της διαφοράς του πληθωρισμού, συνεχίστηκε η υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας ως προς τις τιμές, αν ληφθεί υπόψη η εξέλιξη τόσο των τιμών καταναλωτή όσο και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα και στους κυριότερους εμπορικούς εταίρους της, σε συν-

² Όσον αφορά τις τιμές των επιμέρους ομάδων αγαθών και υπηρεσιών που απαρτίζουν το “καλάθι” του πυρήνα του πληθωρισμού, το 2007 μειώθηκε η θετική απόκλιση του πληθωρισμού για τα επεξεργασμένα είδη διατροφής, αλλά αυξήθηκε για τα βιομηχανικά αγαθά εκτός ειδών διατροφής και ενέργειας και –σε πολύ μικρότερο βαθμό– για τις υπηρεσίες. Βλ. Πίνακα IV.2 και Διάγραμμα IV.5.

Διάγραμμα IV.4

Πυρήνας πληθωρισμού, τιμές οπωροκηπευτικών και καυσίμων
(Ιανουάριος 2006 - Δεκέμβριος 2007)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

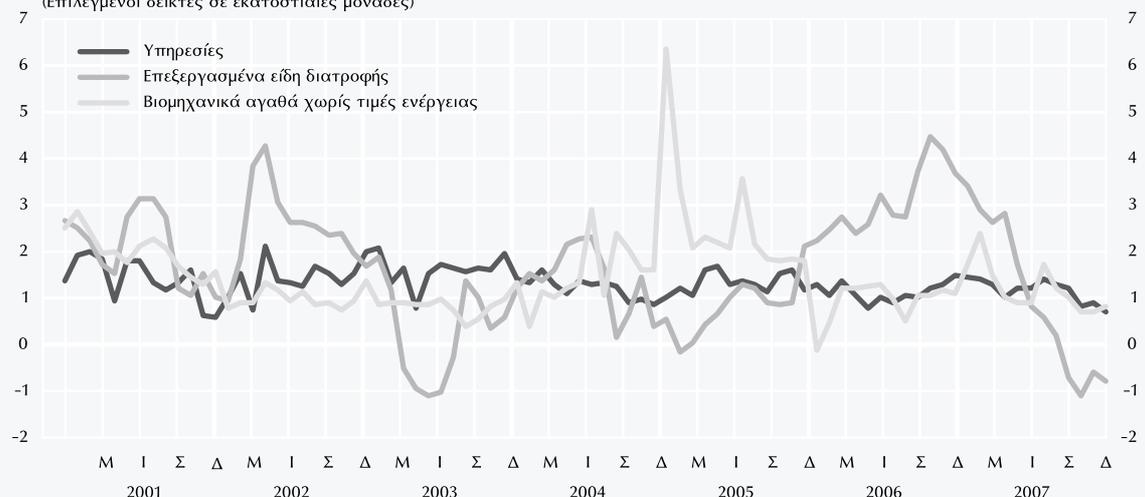


Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Διάγραμμα IV.5

Διαφορές ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού Ελλάδος και ζώνης του ευρώ
(Ιανουάριος 2001 - Δεκέμβριος 2007)

(Επιλεγμένοι δείκτες σε εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Πίνακας IV.1

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: Ελλάδα και ΕΕ (2006-2007)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

Χώρα	Μέσος όρος έτους 2006	Δεκέμβριος 2006	Μέσος όρος έτους 2007	Δεκέμβριος 2007
Αυστρία	1,7	1,6	2,2	3,5
Βέλγιο	2,3	2,1	1,8	3,1
Βουλγαρία	7,4	6,1	7,6	11,6
Γαλλία	1,9	1,7	1,6	2,8
Γερμανία	1,8	1,4	2,3	3,1
Δανία	1,9	1,7	1,7	2,4
Ελλάδα	3,3	3,2	3,0	3,9
Εσθονία	4,4	5,1	6,7	9,7
Ηνωμένο Βασίλειο	2,3	3,0	2,3	2,1
Ιρλανδία	2,7	3,0	2,9	3,2
Ισπανία	3,6	2,7	2,8	4,3
Ιταλία	2,2	2,1	2,0	2,8
Κύπρος	2,2	1,5	2,2	3,7
Λετονία	6,6	6,8	10,1	14,0
Λιθουανία	3,8	4,5	5,8	8,2
Λουξεμβούργο	3,0	2,3	2,7	4,3
Μάλτα	2,6	0,8	0,7	3,1
Ολλανδία	1,7	1,7	1,6	1,6
Ουγγαρία	4,0	6,6	7,9	7,4
Πολωνία	1,3	1,4	2,6	4,2
Πορτογαλία	3,0	2,5	2,4	2,7
Ρουμανία	6,6	4,9	4,9	6,7
Σλοβακία	4,3	3,7	1,9	2,5
Σλοβενία	2,5	3,0	3,8	5,7
Σουηδία	1,5	1,4	1,7	2,5
Τσεχία	2,1	1,5	3,0	5,5
Φινλανδία	1,3	1,2	1,6	1,9
Ευρωπαϊκή Ένωση-27	2,2	2,2	2,3	3,2
Ζώνη ευρώ	2,2	1,9	2,1	3,1

Πηγή: Eurostat.

δυσασμό με την εξέλιξη της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ (η στάθμιση γίνεται με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος με τις ίδιες χώρες). Συγκεκριμένα, υπολογίζεται ότι η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (έναντι 28 εμπορικών εταίρων της χώρας) με βάση τις τιμές καταναλωτή (δηλαδή οι τιμές καταναλωτή στην Ελλάδα σε σύγκριση με τις τιμές καταναλωτή στους εμπορικούς εταίρους της χώρας, εκφρασμένες σε κοινό νόμισμα) αυξήθηκε σωρευτικά κατά 15% μεταξύ του 2000 και

του 2007, ενώ το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, εκφρασμένο σε κοινό νόμισμα, αυξήθηκε σωρευτικά κατά 19% στο σύνολο της οικονομίας και κατά 41% στη μεταποίηση. Οι αυξήσεις αυτές ισοδυναμούν με αντίστοιχες απώλειες ανταγωνιστικότητας (βλ. Πίνακα IV.12). Στην επταετία 2001-2007 η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι των νομισμάτων των εμπορικών εταίρων της Ελλάδος (σταθμισμένη με βάση το εξωτερικό εμπόριο της χώρας) αυξήθηκε σωρευτικά κατά 9,9% (ανατίμηση του ευρώ).

Πίνακας IV.2

Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (2001-2007)

(Εκατοστιαίες μονάδες)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Διαφορά μέσων ετήσιων ρυθμών μεταβολής ΕνΔΤΚ	1,4	1,6	1,3	0,9	1,3	1,1	0,9
Συμβολές:							
Πυρήνας του πληθωρισμού	1,55	1,18	0,94	1,16	1,40	1,15	1,00
εκ του οποίου:							
Υπηρεσίες	0,56	0,50	0,60	0,48	0,51	0,43	0,50
Επεξεργασμένα είδη διατροφής	0,36	0,36	0,04	0,20	0,10	0,44	0,13
Βιομηχανικά αγαθά χωρίς τιμές ενέργειας	0,63	0,32	0,30	0,48	0,79	0,28	0,35
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	0,10	0,39	0,36	-0,36	-0,30	-0,12	-0,06
Ενέργεια	-0,25	0,03	0,00	0,10	0,20	0,11	-0,03

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

1.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού το 2007

Στην υποχώρηση του πληθωρισμού το 2007 συνέβαλε σημαντικά η μείωση του εισαγόμενου πληθωρισμού. Ειδικότερα, η διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent (σε ευρώ), αφού μειώθηκε αισθητά κατά την περίοδο Αυγούστου 2006-Ιανουαρίου 2007, άρχισε και πάλι να αυξάνεται από το Φεβρουάριο, παραμένοντας όμως (μέχρι και τον Αύγουστο) χαμηλότερη από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2006: τελικά το μέσο ετήσιο επίπεδο της υποχώρησε το 2007 μόλις κατά 0,2% έναντι του προηγούμενου έτους,³ ενώ είχε αυξηθεί κατά 18,6% το 2006 (βλ. Διαγράμματα IV.6 και IV.7).⁴ Επίσης, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών των άλλων πρώτων υλών σε ευρώ, αν και παρέμεινε υψηλός, υποχώρησε στο 9,2% το 2007, από 24,8% το 2006,⁵ ενώ οι τιμές των εισαγόμενων καταναλωτικών προϊόντων αυξή-

θηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,8% τους πρώτους ένδεκα μήνες του 2007 (έναντι αύξησης 2,0% το 2006).⁶ Είναι φανερό ότι η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου και άλλων νομισμάτων στη διάρκεια του 2007 συνέβαλε σημα-

³ Από 52,9 σε 52,8 ευρώ/βαρέλι.

⁴ Σύμφωνα με στοιχεία για την τιμή του πετρελαίου τύπου Brent, βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Στατιστικό Παράρτημα, Πίνακες 5.1.2 και 8.2). Στην Ελλάδα, σύμφωνα με το Δείκτη Τιμών Εισαγωγών στη Βιομηχανία (ΕΣΥΕ), οι τιμές των εισαγόμενων ενεργειακών πρώτων υλών (αργού πετρελαίου και φυσικού αερίου) αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό μόλις 0,1% τους πρώτους ένδεκα μήνες του 2007, έναντι 10,8% το 2006, ενώ οι τιμές των εισαγόμενων τελικών προϊόντων καυσίμων (βενζίνης καθώς και πετρελαίου θέρμανσης, ντήζελ και μαζούτ) μειώθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,4% (έναντι αύξησης 9,2% το 2006). Εξάλλου, στην εγχώρια αγορά και σε επίπεδο χονδρικής πώλησης, οι τιμές των καυσίμων (τελικών προϊόντων) που περιλαμβάνονται στο Δείκτη Τιμών Παραγωγού στη Βιομηχανία για την εγχώρια αγορά αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 5,3% το 2007 (έναντι αύξησης 12,9% το 2006). Τέλος, οι λιανικές τιμές των καυσίμων που περιλαμβάνονται στον ΔΤΚ αυξήθηκαν το 2007 με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,3% (έναντι 10,9% το 2006).

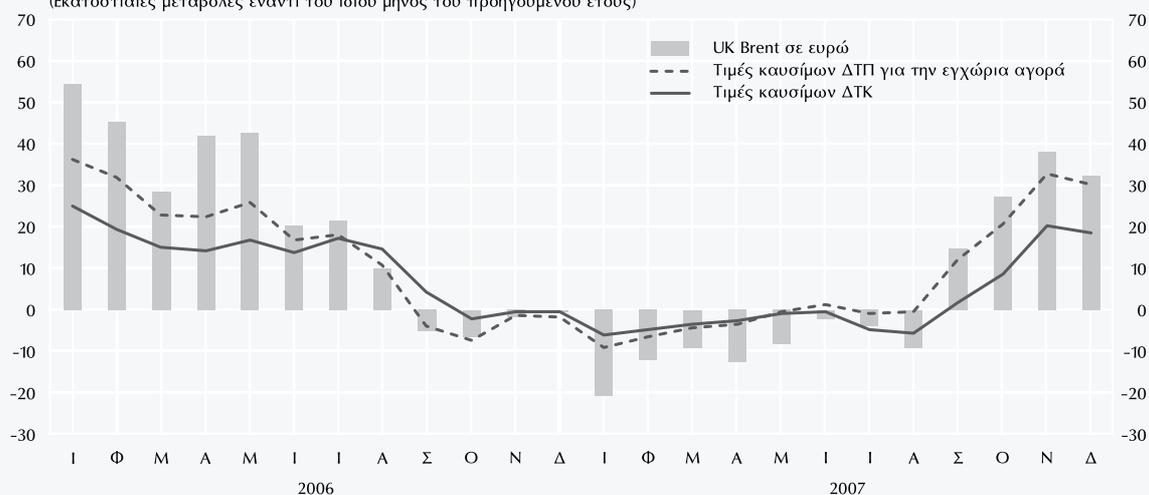
⁵ Βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Στατιστικό Παράρτημα, Πίνακες 5.1.2 και 8.2.

⁶ Σύμφωνα με το Δείκτη Τιμών Εισαγωγών στη Βιομηχανία της ΕΣΥΕ.

Διάγραμμα IV.6

Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔTK και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2006 - Δεκέμβριος 2007)

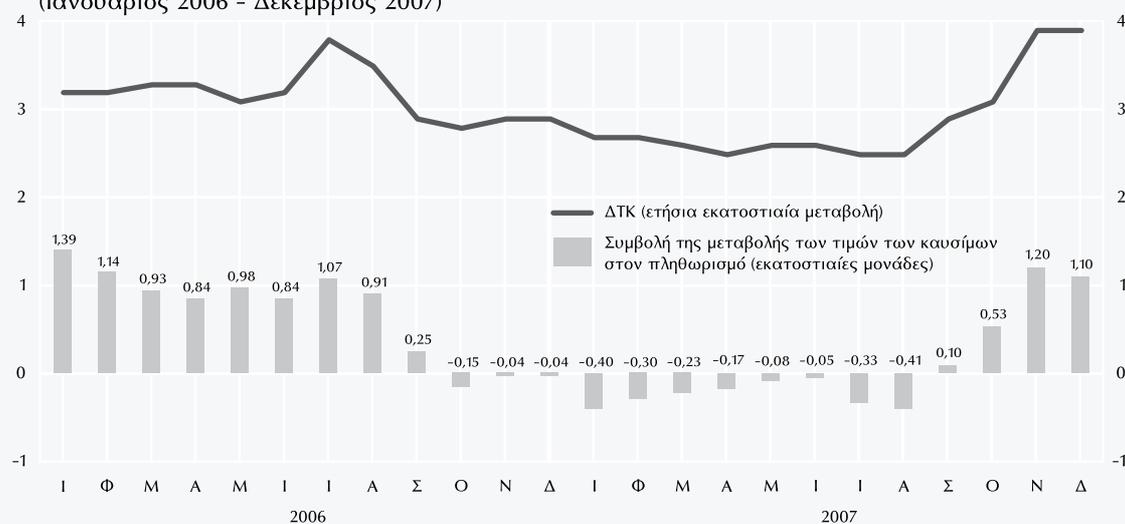
(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



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

Διάγραμμα IV.7

Συμβολή της μεταβολής των τιμών των καυσίμων στον πληθωρισμό (Ιανουάριος 2006 - Δεκέμβριος 2007)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

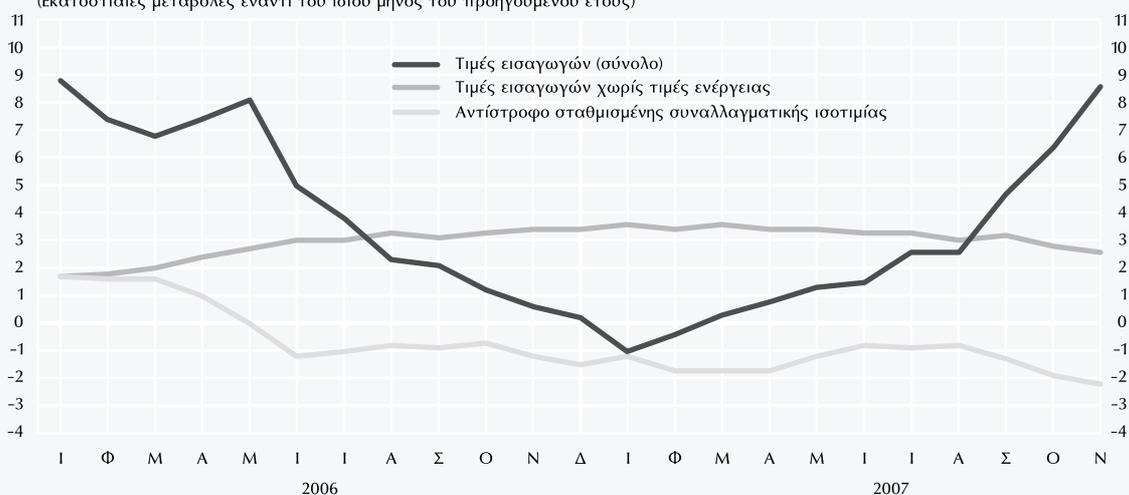
ντικά στη μείωση του εισαγόμενου πληθωρισμού (βλ. Διάγραμμα IV.8).⁷

Αντίθετα, οι πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης και η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος με υψηλό

⁷ Το ευρώ ανατιμήθηκε κατά 10,3% έναντι του δολαρίου μεταξύ Δεκεμβρίου του 2006 και Δεκεμβρίου του 2007, ενώ η μέση ετήσια ανατίμηση ήταν 9,1%. Εξάλλου, η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, όπου η στάθμιση γίνεται με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος, αυξήθηκε κατά 1,9% μεταξύ Δεκεμβρίου του 2006 και Δεκεμβρίου του 2007, ενώ η μέση ετήσια ανατίμηση ήταν 1,4% (βλ. Διάγραμμα IV.9).

Διάγραμμα IV.8

Δείκτης τιμών εισαγωγών στη βιομηχανία και αντίστροφο συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος (Ιανουάριος 2006 - Νοέμβριος 2007)
(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: ΕΣΥΕ και Τράπεζα της Ελλάδος.

ρυθμό, που ήταν ελαφρώς ταχύτερος από ό,τι το 2006, συνέβαλαν στην άνοδο του πυρήνα του πληθωρισμού το 2007.

Εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας (ο οποίος, όπως υπολογίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος, αποτελεί ικανοποιητική προσέγγιση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο μη αγροτικό τομέα της οικονομίας⁸) επιταχύνθηκε το 2007 στο 3,8%, από 3,5% το 2006. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον επιχειρηματικό τομέα,⁹ το οποίο επηρεάζει αμεσότερα τον πληθωρισμό, εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 4,2%, έναντι 4,1% το 2006. Ο ρυθμός αύξησης των μέσων ονομαστικών προ φορολογίας αποδοχών υπολογίζεται ότι έμεινε σταθερός στο 5,7% (όπως και το 2006), ενώ ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε γύρω στο 2%, έναντι 2,4% το 2006.¹⁰ (Αναλυτικότερα για την εξέλιξη των αποδοχών, βλ. Πίνακα IV.3.)

Σημειώνεται ότι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, σύμφωνα με τα διαθέσιμα εθνολογιστικά στοιχεία, τα πρώτα τρία τρίμηνα του 2007 η κατά κεφαλήν μισθολογική δαπάνη (συμπεριλαμβανομένων των εργοδοτικών εισφορών) αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,0%, η παραγωγικότητα κατά 0,9% και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος κατά 1,1%. Εξάλλου, για ολόκληρο το 2007 είχε γίνει η εκτίμηση ότι η

⁸ Υπενθυμίζεται ότι στις παρούσες εκτιμήσεις ο ρυθμός μεταβολής του (ονομαστικού) κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος υπολογίζεται συγκρίνοντας τη μεταβολή των συνολικών αμοιβών των εργαζομένων με τη μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ ή –ισοδύναμα– συγκρίνοντας τη μεταβολή της μέσης μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό με τη μεταβολή της παραγωγικότητας (η οποία υπολογίζεται συγκρίνοντας τη μεταβολή του ΑΕΠ με τη μεταβολή του αριθμού των απασχολούμενων μισθωτών). Στους Εθνικούς Λογαριασμούς η μεταβολή της παραγωγικότητας υπολογίζεται διαφορετικά, με βάση το ΑΕΠ ανά απασχολούμενο εν γένει, συμπεριλαμβανομένων των αυτοαπασχολούμενων). Το θέμα έχει παρουσιαστεί αναλυτικά στην Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, Απρίλιος 2007, Πλαίσιο IV.1, σελ. 157-160). Επιπλέον, σημειώνεται ότι από το 1977 η Τράπεζα της Ελλάδος δημοσιεύει δικές της εκτιμήσεις για την αύξηση της μέσης αμοιβής της εργασίας στο σύνολο της οικονομίας, οι οποίες δεν συμπίπτουν πάντοτε με τις αντίστοιχες εκτιμήσεις της Υπηρεσίας Εθνικών Λογαριασμών της ΕΣΥΕ.

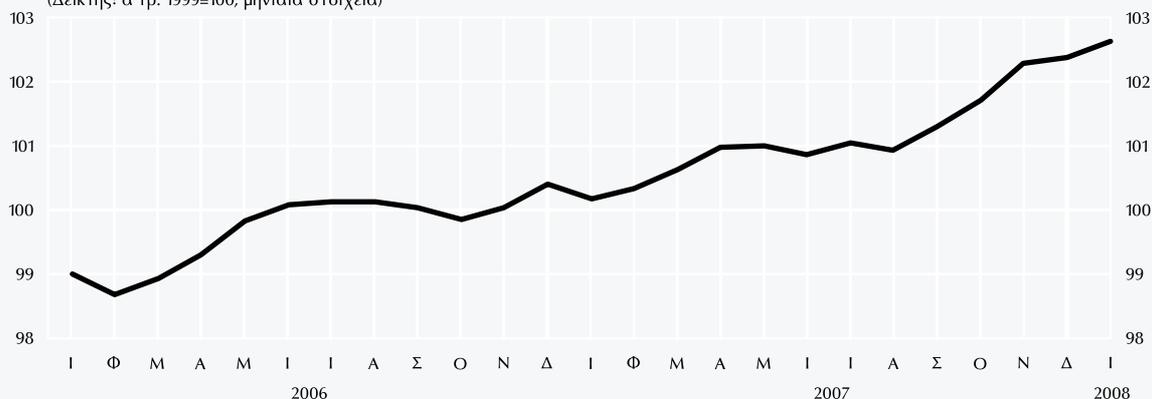
⁹ Περιλαμβάνει τις δημόσιες και τις ιδιωτικές επιχειρήσεις και τις τράπεζες, αλλά όχι το Δημόσιο.

¹⁰ Η μεταβολή της παραγωγικότητας υπολογίζεται με τον τρόπο που αναφέρεται στην υποσημείωση 8.

Διάγραμμα IV.9

Αναθεωρημένος δείκτης ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος (Ιανουάριος 2006 - Ιανουάριος 2008)

(Δείκτης: α' τρ. 1999=100, μηνιαία στοιχεία)



Σημείωση: Ο αναθεωρημένος δείκτης της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας περιλαμβάνει τους 28 κυριότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος (μεταξύ αυτών, και τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ εκτός της Μάλτας). Οι συντελεστές στάθμισης υπολογίζονται με βάση τις εισαγωγές και εξαγωγές των προϊόντων της μεταποίησης (κατηγορίες 5-8 της Τυποποιημένης Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου—SITC 5-8) κατά την τριετία 1999-2001 λαμβανομένου υπόψη και του ανταγωνισμού στις τρίτες αγορές.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας IV.3

Αποδοχές, παραγωγικότητα και κόστος εργασίας (2001-2008)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (πρόβλ.)
Ελλάδα								
Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (ονομαστικές):								
– στο σύνολο της οικονομίας	4,7	6,6	5,6	7,2	4,4	5,7	5,7	...
– στο Δημόσιο ¹	5,5	7,3	5,9	9,7	2,3	3,1	4,3	8,8
– στις επιχειρήσεις κοινής ωφελείας	7,0	10,6	10,9	9,9	7,6	7,0	7,1	...
– στις τράπεζες	6,4	2,9 ⁴	3,1 ⁴	8,0	1,5 ⁴	10,8	12,0	...
– στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα	5,3	6,5	5,8	5,8	5,6	6,8	6,1	...
Κατώτατες αποδοχές	3,5	5,4	5,1	4,8	4,9	6,2	5,4	...
Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (πραγματικές)	1,3	2,9	2,0	4,2	0,9	2,4	2,7	...
Καθαρό² εισόδημα μισθωτού με μέσες αποδοχές								
(ονομαστικό)	3,4	6,3 ⁵	6,3 ⁷	5,3	3,6	4,3	6,0	...
(πραγματικό)	0,0	2,6 ⁵	2,7 ⁷	2,3	0,1	1,1	3,0	...
Συνολική δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές	8,3	9,1⁶	8,3⁷	8,9	5,8	7,8	7,9	...
Δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό	4,8	5,9	5,5	7,6	3,9	5,9	5,8	...
ΑΕΠ⁸	4,5	3,9	5,0	4,6	3,8	4,2	4,0	3,7
Παραγωγή ανά ώρα εργασίας στη μεταποίηση	-0,6	0,6	1,2	1,2	-0,4	2,9	1,4	...
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος:								
– στο σύνολο της οικονομίας	3,6	5,0 ⁶	3,1 ⁷	4,2	1,9	3,5	3,8	4,2
– στον επιχειρηματικό τομέα ³	4,5	4,4 ⁶	3,5 ⁷	2,8	2,2	4,1	4,2	3,9
– στη μεταποίηση	6,1	5,3 ⁶	4,7 ⁷	4,5	6,0	3,8	4,6	...

1 Μέση μισθολογική δαπάνη.

2 Ακαθάριστες αποδοχές μείον εισφορές μισθωτού στην κοινωνική ασφάλιση μείον φόρος εισοδήματος.

3 Ο επιχειρηματικός τομέας περιλαμβάνει τις ιδιωτικές και τις δημόσιες επιχειρήσεις και τις τράπεζες.

4 Ο σχετικά χαμηλός ρυθμός αύξησης των μέσων αποδοχών στις τράπεζες αντανακλά κυρίως μεταβολές στη διάρθρωση του προσωπικού.

5 Έχει ληφθεί υπόψη η κατάργηση (από 1.1.2002) του τέλους χαρτοσήμου (0,6% των ακαθάριστων αποδοχών) που βάρυνε τους μισθωτούς.

6 Έχει ληφθεί υπόψη η κατάργηση (από 1.1.2002) του τέλους χαρτοσήμου (0,6% επί των αποδοχών) που βάρυνε τους εργοδότες στον επιχειρηματικό τομέα.

7 Έχει ληφθεί υπόψη η αύξηση τόσο της εργατικής όσο και της εργοδοτικής εισφοράς υπέρ της Εργατικής Εστίας κατά 0,1% επί των ακαθάριστων αποδοχών.

8 ΕΣΥΕ/Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών για τα έτη 2001-2006 (αναθεωρημένο ΑΕΠ). Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2007-2008.

Πηγές: ΕΣΥΕ/Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών (ΑΕΠ 2001-2006), εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος (για το ΑΕΠ το 2007-2008 και για τα υπόλοιπα ετήσια μεγέθη το 2001-2008).

Πίνακας IV.4

Μέσες αποδοχές και κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας:
Ελλάδα και ζώνη του ευρώ (2001-2008)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

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

Πηγές: Για την Ελλάδα, εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Για τη ζώνη του ευρώ: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Economic Forecasts, Autumn 2007*, και *Statistical Annex of European Economy*, Φθινόπωρο 2007.

κατά κεφαλήν μισθολογική δαπάνη αυξήθηκε κατά 2,6% (έναντι 2,4% το 2006), η παραγωγικότητα κατά 1,1% (έναντι 1,4% το 2006) και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος κατά 1,4% (έναντι 1,0% το 2006).¹¹ Καθώς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αποτελεί βασική συνιστώσα του ονομαστικού κόστους παραγωγής, η επί σειράν ετών ταχύτερη άνοδος του στην Ελλάδα σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ (στην επταετία 2001-2007 ο μέσος ετήσιος ρυθμός ήταν 3,6% και 1,6% αντίστοιχα – βλ. Πίνακα IV.4) αποτελεί βασική αιτία του υψηλότερου πληθωρισμού και της απώλειας ανταγωνιστικότητας.

Ως προς τα περιθώρια κέρδους, τα διαθέσιμα στοιχεία αφορούν μόνο τα πρώτα τρία τρίμηνα του 2007 και μόνο τις εταιρίες με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ. Επιπλέον, τα κέρδη αντανακλούν και έσοδα από εργασίες των εταιριών εκτός Ελλάδος, καθώς και έκτακτα έσοδα. Για τους λόγους αυτούς, τα στοιχεία δεν επαρκούν για την εξαγωγή αξιόπιστων

γενικών συμπερασμάτων. Φαίνεται πάντως ότι τα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα δεν μεταβλήθηκαν σημαντικά και ίσως μειώθηκαν ελαφρά.¹²

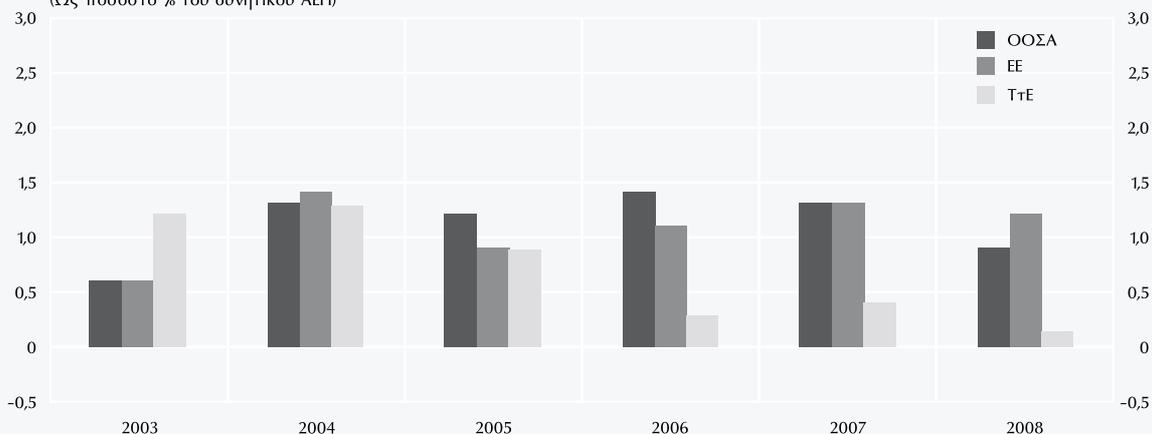
11 Βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Στατιστικό Παράρτημα, Πίνακα 5.1.4. Επίσης, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Economic Forecasts, Autumn 2007*, 9.11.2007, και *Statistical Annex of European Economy*, Φθινόπωρο 2007, Πίνακα 33, για τις ετήσιες εκτιμήσεις.

12 Σύμφωνα με τα δημοσιευμένα μέχρι στιγμής στοιχεία, τα καθαρά κέρδη (σε ενοποιημένο επίπεδο) του συνόλου των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ αυξήθηκαν περίπου κατά 29% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007. Στην άνοδο αυτή συνέβαλε κυρίως ο τραπεζικός κλάδος. Εάν εξαιρεθεί ο κλάδος των τραπεζών, τα κέρδη των *υπόλοιπων* εταιριών του ΧΑ εμφανίζουν αύξηση κατά 6% περίπου. Αν εξαιρεθούν όλες οι εισηγμένες εταιρίες που ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα, προκύπτει (σε ενοποιημένο επίπεδο) μείωση κερδών κατά 2,6%, η οποία όμως οφείλεται στις σημαντικές έκτακτες ζημιές ενός ομίλου (λόγω χρεωκοπίας μιας θυγατρικής του στις ΗΠΑ): σε επίπεδο μητρικών εταιριών, προκύπτει αύξηση κερδών 12% για τις υπόλοιπες εταιρίες (βλ. Κεφάλαιο III.3.2). Εξάλλου, ο κύκλος εργασιών των εταιριών που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα υπολογίζεται ότι αυξήθηκε κατά 11% σε ενοποιημένο επίπεδο και κατά 6% σε επίπεδο μητρικών εταιριών. Τέλος, σύμφωνα με μια μακροοικονομική προσέγγιση, εκτιμάται ότι το 2007 ο αποπληθωριστής του ΛΕΠ αυξήθηκε κατά τι λιγότερο από το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, γεγονός που υποδηλώνει μικρή μείωση των περιθωρίων κέρδους στο σύνολο της οικονομίας.

Διάγραμμα IV.10

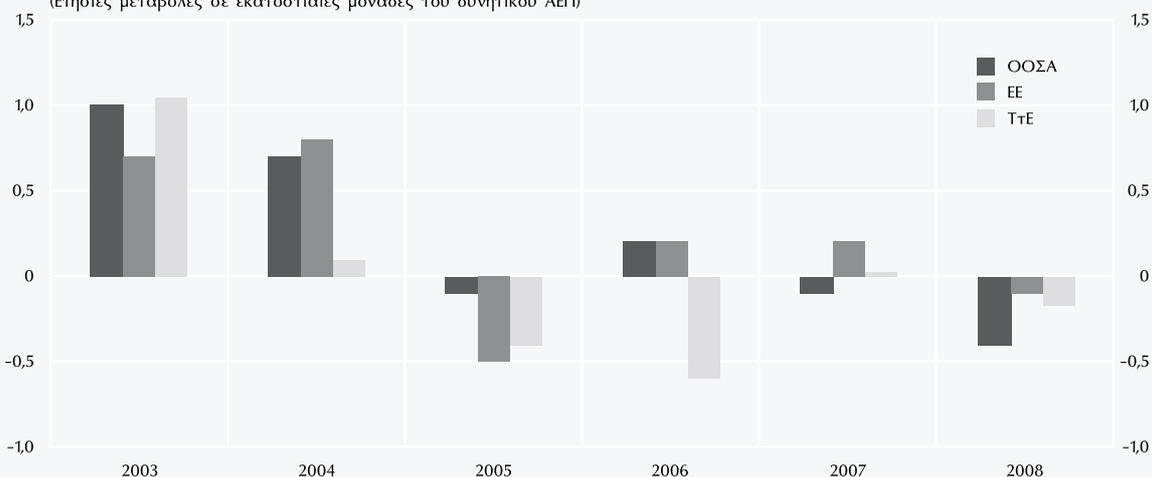
A. Το παραγωγικό κενό της ελληνικής οικονομίας (2003-2008)

(Ως ποσοστό % του δυνητικού ΑΕΠ)



B. Το παραγωγικό κενό της ελληνικής οικονομίας: μεταβολές (2003-2008)

(Ετήσιες μεταβολές σε εκατοστιαίες μονάδες του δυνητικού ΑΕΠ)



Πηγές: ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, No. 82, Δεκέμβριος 2007.

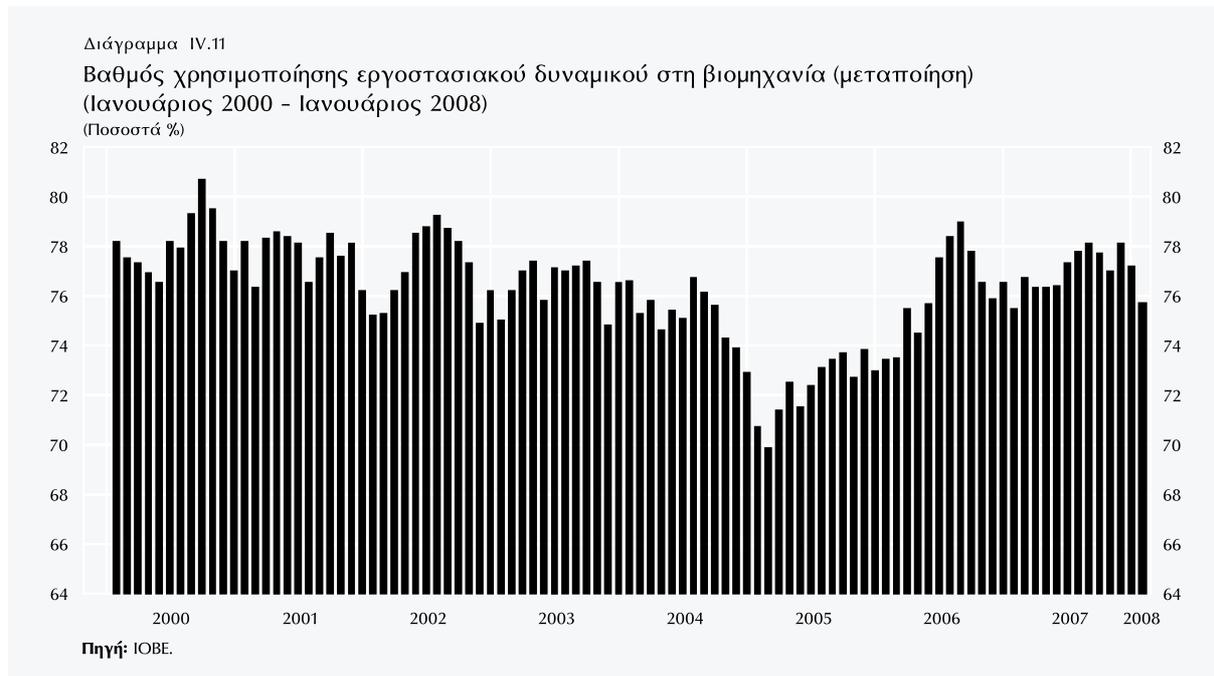
Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Economic Forecasts*, Autumn 2007.

Τράπεζα της Ελλάδος: Εκτιμήσεις υπηρεσιών Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών.

Οι πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης παρέμειναν ισχυρές το 2007. Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι οι ρυθμοί ανόδου της καταναλωτικής και της επενδυτικής ζήτησης διατηρήθηκαν υψηλοί το 2007, αν και σημείωσαν επιβράδυνση σε σχέση με το 2006 (βλ. το Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου). Όμως, το “παραγωγικό κενό”¹³ της ελληνικής οικονομίας, το οποίο είναι θετικό τα τελευταία χρόνια (δηλαδή το επίπεδο της τρέχουσας παραγωγής υπερβαίνει το επί-

πεδο της “δυναμικής”), εκτιμάται ότι δεν μεταβλήθηκε ουσιαστικά το 2007 (βλ. Διά-

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



γραμμα IV.10).¹⁴ Επομένως, η υπερβάλλουσα ζήτηση εξακολούθησε να συμβάλλει – περίπου όσο και το 2006 – στη διατήρηση του πληθωρισμού σε σχετικά υψηλό επίπεδο.

2. Προοπτικές του πληθωρισμού το 2008

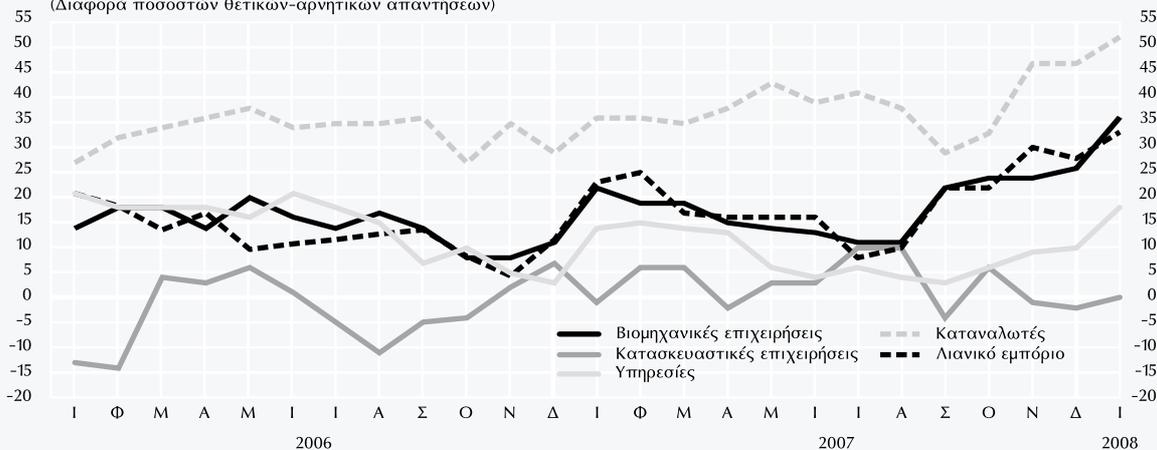
Με βάση τις τρέχουσες τάσεις των τιμών και λαμβάνοντας υπόψη τις επιδράσεις της οικονομικής πολιτικής, όπως αυτή έχει διαμορφωθεί έως σήμερα, εκτιμάται ότι ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) θα παραμείνει κοντά στο 4% τους αμέσως επόμενους μήνες του τρέχοντος έτους (όπως το Νοέμβριο και το 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 2007.¹⁵

14 Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (*Economic Forecasts, Autumn 2007*, Νοέμβριος 2007), το “παραγωγικό κενό” αυξήθηκε το 2007 στο 1,3, από 1,1 το 2006. Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (*Economic Outlook*, Δεκέμβριος 2007), μειώθηκε στο 1,3, από 1,4 το 2006. Σύμφωνα με εκτιμήσεις των υπηρεσιών της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος, οι οποίες λαμβάνουν υπόψη αυτά τα πιο πρόσφατα στοιχεία, το παραγωγικό κενό έμεινε περίπου σταθερό το 2007. Δύο άλλοι δείκτες κατ’ αρχήν υποδηλώνουν αύξηση του θετικού παραγωγικού κενού: (α) στη βιομηχανία (από την οποία όμως προέρχεται μόνο το 12-13% του ΑΕΠ) ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού αυξήθηκε το 2007 στο 77,0, από 76,2 το 2006 – βλ. Διάγραμμα IV.11) και (β) το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε και το ποσοστό απασχόλησης αυξήθηκε το 2007 – επομένως ο βαθμός αξιοποίησης του εργατικού δυναμικού αυξήθηκε (βλ. Τμήμα 4 του παρόντος κεφαλαίου και Διάγραμμα IV.19).

15 Όσον αφορά τις βραχυπρόθεσμες προβλέψεις των ιδίων των επιχειρήσεων για τις τιμές των προϊόντων ή των υπηρεσιών τους, οι έρευνες συγκυρίας του IOBE που διεξήχθησαν τον Ιανουάριο του 2008 δείχνουν ότι αυξήθηκε, σε σύγκριση με το τέταρτο τρίμηνο του 2007, το ποσοστό των επιχειρήσεων στους τομείς της μεταποίησης, του λιανικού εμπορίου, των υπηρεσιών (εκτός λιανικού εμπορίου και τραπεζών) και της κατασκευής κατοικιών οι οποίες προβλέπουν ότι κατά τους επόμενους 3-4 μήνες θα αυξηθούν οι τιμές των προϊόντων ή των υπηρεσιών που αυτές παρέχουν (για την ακρίβεια, αυξήθηκε η θετική διαφορά του ποσοστού των επιχειρήσεων που προβλέπουν άνοδο των τιμών τους από το ποσοστό εκείνων που προβλέπουν μείωση – βλ. Διάγραμμα IV.12), ενώ, αντίθετα, υποχώρησε το αντίστοιχο ποσοστό των κατασκευαστικών επιχειρήσεων ως συνόλου. Όσον αφορά τις προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό, η εξέλιξη του ποσοστού των καταναλωτών που προβλέπουν άνοδο του πληθωρισμού κατά το επόμενο δωδεκάμηνο (όπως αυτό καταγράφεται σε έρευνα που διεξάγεται για λογαριασμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής) επίσης υποδηλώνει ενίσχυση των προσδοκιών τον Ιανουάριο του 2008 (βλ. Διάγραμμα IV.12).

Διάγραμμα IV.12

Πληθωριστικές προσδοκίες¹ καταναλωτών και επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2006 - Ιανουάριος 2008)
(Διαφορά ποσοστών θετικών-αρνητικών απαντήσεων)



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

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

Ο πυρήνας του πληθωρισμού (όπως μετρείται βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής) αναμένεται να κινηθεί γύρω στο 3% τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους και στη συνέχεια να εμφανίσει σταδιακή αλλά περιορισμένη αύξηση, με αποτέλεσμα το μέσο ετήσιο επίπεδό του να διαμορφωθεί και αυτό στο 3,4%, δηλαδή να είναι υψηλότερο από ό,τι το 2007 (3,2%). Επισημαίνεται ότι η αναμενόμενη εξέλιξη του ετήσιου ρυθμού ανόδου του ΕνΔΤΚ στη διάρκεια του 2008 αντανακλά σε σημαντικό βαθμό την εξέλιξη των τιμών των καυσίμων, ενώ η αντίστοιχη εξέλιξη του πυρήνα του πληθωρισμού ενσωματώνει και τις έμμεσες – με χρονική υστέρηση – επιδράσεις που θα ασκήσει στη διαμόρφωση των τιμών των άλλων αγαθών και υπηρεσιών εφέτος η άνοδος των τιμών των καυσίμων κατά τους προηγούμενους μήνες. *Πρέπει να τονιστεί ότι εάν η μέση ετήσια μεταβολή των λιανικών τιμών των καυσίμων στην εγχώρια αγορά ήταν μηδενική το 2008, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ θα ήταν δυνατόν να διαμορφωθεί εφέτος ελαφρά κάτω του 3% και όχι στο 3,4%.*

Όπως πάντοτε, η πρόβλεψη για τον πληθωρισμό στηρίζεται σε ορισμένες τεχνικές υποθέσεις ή προβολές για τους εξωγενείς παράγοντες (τις διεθνείς τιμές του πετρελαίου και των άλλων πρώτων υλών, τη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ), σε υποθέσεις για το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, καθώς και σε εκτιμήσεις για τα περιθώρια κέρδους και το ρυθμό ανάπτυξης σε συνάρτηση με τις παραγωγικές δυνατότητες της οικονομίας. Ταυτόχρονα, λαμβάνονται υπόψη οι επιδράσεις της οικονομικής πολιτικής (όπως αυτή έχει διαμορφωθεί έως σήμερα). Ως συνήθως, η πρόβλεψη εμπεριέχει αβεβαιότητα, στο βαθμό που εξαρτάται από την επαλήθευση των υποθέσεων που έχουν γίνει για τους εξωγενείς παράγοντες που αναφέρθηκαν πιο πάνω. Εφέτος, η αβεβαιότητα είναι ιδιαίτερα αυξημένη όσον αφορά την εξέλιξη των διεθνών τιμών του πετρελαίου, των πρώτων υλών και των ειδών διατροφής, την πορεία των συναλλαγματικών ισοτιμιών, καθώς και την τελική διαμόρφωση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, η οποία θα εξαρτηθεί αφενός από

την έκβαση των συλλογικών διαπραγματεύσεων στον ιδιωτικό τομέα και τις δημόσιες επιχειρήσεις και αφετέρου από το ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας.

Ειδικότερα όσον αφορά την πρόβλεψη για τον πληθωρισμό, επισημαίνεται ότι εφέτος θα είναι σχετικά μεγάλη η “μεταφερόμενη επιβάρυνση” από το 2007. Λόγω της επιτάχυνσης του πληθωρισμού τους τελευταίους μήνες του 2007, ακόμη και αν ο Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή έμενε στη διάρκεια του 2008 σταθερός στο επίπεδο του Δεκεμβρίου του 2007, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός θα διαμορφωνόταν εφέτος στο 2,7%. Επίσης, αναμένεται σημαντική αύξηση – σε μέση ετήσια βάση – της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου τόσο σε δολάρια ΗΠΑ όσο και σε ευρώ, ενώ με βάση ορισμένα δεδομένα και υποθέσεις εκτιμάται ότι ενδέχεται να επιταχυνθεί ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας. Οι ρυθμοί ανόδου των τιμών των μη ενεργειακών πρώτων υλών και των βασικών εμπορευμάτων (συμπεριλαμβανομένων των τροφίμων), αναμενόταν – σύμφωνα με προβλέψεις των διεθνών οργανισμών που είχαν γίνει πριν από το τέλος του 2007 – ότι θα επιβραδυνθούν αισθητά, αλλά – αν ληφθούν υπόψη οι πιο πρόσφατες τάσεις – ενδέχεται τελικά να επιταχυνθούν (ιδίως οι ρυθμοί ανόδου των διεθνών τιμών των τροφίμων). Τέλος, η επίδραση του εισαγόμενου πληθωρισμού μάλλον θα είναι μεγαλύτερη από ό,τι το 2007, παρά την ανατίμηση του ευρώ έναντι των άλλων νομισμάτων (βάσει ορισμένων τεχνικών υποθέσεων).

Με βάση τις πιο πρόσφατες προθεσμιακές τιμές, γίνεται η υπόθεση ότι το μέσο ετήσιο επίπεδο της τιμής του αργού πετρελαίου τύπου Brent στην παγκόσμια αγορά θα διαμορφωθεί στα 85,5-88,5 δολάρια ΗΠΑ το βαρέλι το 2008

(από περίπου 72,5 δολάρια το 2007), δηλαδή θα αυξηθεί κατά 18-22%, έναντι αύξησης κατά 9% το 2007. Λόγω όμως της ανατίμησης του ευρώ,¹⁶ η αύξηση της μέσης ετήσιας τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ θα είναι 10-13,5% το 2008 (έναντι μείωσης κατά 0,2% το 2007). Η προβολή αυτή χαρακτηρίζεται από μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας, η οποία αφορά τόσο την τιμή του πετρελαίου σε δολάρια όσο και την ισοτιμία του δολαρίου έναντι του ευρώ.¹⁷

Επίσης, αν γίνει η τεχνική υπόθεση ότι οι ισοτιμίες του ευρώ έναντι όλων των άλλων νομισμάτων θα διατηρηθούν στα επίπεδα στα οποία διαμορφώθηκαν τις πρώτες 15 εργάσιμες ημέρες του Ιανουαρίου του 2008, υπολογίζεται ότι η μέση ετήσια ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ σταθμισμένη με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος θα αυξηθεί σχεδόν όσο και το 2007 (όταν αυξήθηκε κατά 1,4%).

Εξάλλου, λόγω των προοπτικών των διεθνών τιμών των τροφίμων (βλ. και Πλαίσιο II.2), ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής στην εγχώρια αγορά – που είχε υποχωρήσει στο 2,4% το

16 Με βάση την τεχνική υπόθεση ότι η συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ-δολαρίου θα παραμείνει σταθερή στο επίπεδο που κατά μέσον όρο διαμορφώθηκε τις πρώτες 15 εργάσιμες ημέρες του Ιανουαρίου του 2008 (1 ευρώ=1,471 δολάρια ΗΠΑ), υπολογίζεται ότι η μέση ετήσια ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου το 2008 θα είναι 7,3%.

17 Όσον αφορά τις εγχώριες λιανικές τιμές των καυσίμων, λαμβάνεται επίσης υπόψη η αύξηση του ειδικού φόρου καταπόνησης κατά 5,8% από 1.1.2008. Υπενθυμίζεται ότι στο άρθρο 10 του Ν. 3483/2006 προβλέφθηκε η αναπροσαρμογή, σταδιακά στην τετραετία έως και το 2009, των Ειδικών Φόρων Κατανάλωσης (ΕΦΚ) καυσίμων. Οι συντελεστές ΕΦΚ των καυσίμων στην Ελλάδα ήταν μέχρι τον Ιούνιο του 2006 κατά μέσον όρο 20% χαμηλότεροι από τους κατώτατους συντελεστές φορολογίας καυσίμων που θα ισχύουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση από το 2010. Η αναπροσαρμογή που προβλέπει ο νόμος γίνεται σταδιακά έως και το 2009 (προκειμένου να μειωθούν στο ελάχιστο οι επιπτώσεις στον πληθωρισμό), στο πλαίσιο της υποχρέωσης της χώρας έναντι της Ευρωπαϊκής Ένωσης να φθάσει στο κατώτατο επιτρεπτό όριο φορολογίας που θα επιβάλλεται στα καύσιμα στην Ευρωπαϊκή Ένωση από το 2010. Υπενθυμίζεται ότι η πρώτη αναπροσαρμογή του ΕΦΚ έγινε την 1.7.2006.

Σεπτέμβριο του 2007, αλλά στη συνέχεια επιταχύνθηκε σταδιακά στο 4,3% έως το Δεκέμβριο του 2007— αναμένεται να επιταχυνθεί περαιτέρω εφέτος.

Ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι είναι πιθανό να επιταχυνθεί σχεδόν κατά μισή εκατοστιαία μονάδα και να διαμορφωθεί στο 4,2% το 2008 (από 3,8% το 2007). Ο αντίστοιχος ρυθμός στον επιχειρηματικό τομέα ενδέχεται να παραμείνει υψηλός, γύρω στο 4% (έναντι 4,2% το 2007). Η πρόβλεψη αυτή λαμβάνει υπόψη ορισμένα δεδομένα και υποθέσεις για τη διαμόρφωση των μέσων αποδοχών, καθώς και την εκτίμηση ότι ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας (ΑΕΠ ανά μισθωτό) θα παραμείνει ουσιαστικά σταθερός.

Ειδικότερα, όσον αφορά το ρυθμό αύξησης των μέσων αποδοχών το 2008, εκτιμάται ότι στο Δημόσιο — με βάση τις προβλέψεις του Προϋπολογισμού — η ακαθάριστη μισθολογική δαπάνη ανά υπάλληλο θα αυξηθεί κατά 8,8% (έναντι 4,3% το 2007 — βλ. Πίνακα IV.3). Σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό του 2008, η συνολική αύξηση των μισθολογικών δαπανών εκτός συντάξεων θα φθάσει το 8,9% (έναντι 6,2% το 2007), ενώ η δαπάνη για αποδοχές και συντάξεις θα αυξηθεί επίσης κατά 8,9% (έναντι 6,8% το 2007). Εξάλλου, γίνεται η υπόθεση ότι ο αριθμός των δημοσίων υπαλλήλων δεν θα μεταβληθεί (αύξηση της τάξεως του 0,1%). Η σχετικά μεγάλη αύξηση των μισθολογικών δαπανών του Δημοσίου περιλαμβάνει — πέραν των γενικών αυξήσεων των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων, οι οποίες δεν έχουν ακόμη ανακοινωθεί — την έκτακτη παροχή στους δικαστικούς (χωρίς την τελευταία, η αύξηση των δαπανών περιορίζεται στο 7,7%), τις αυξήσεις των μισθών των αστυνομικών, λιμενικών και στρατιωτικών

λόγω της εφαρμογής νέου μισθολογίου από 1.1.2008, την αύξηση του ειδικού επιδόματος που χορηγείται στις ανωτέρω κατηγορίες υπαλλήλων, στους εκπαιδευτικούς και στο νοσηλευτικό προσωπικό, καθώς και τις δαπάνες μισθοδοσίας του προσωπικού που μονιμοποιήθηκε βάσει του Π.Δ. 164/2004 (βλ. και Τμήμα 6.4 του παρόντος κεφαλαίου).¹⁸

Στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα, στις τράπεζες και στις δημόσιες επιχειρήσεις οι συλλογικές διαπραγματεύσεις βρίσκονται ακόμη στην αρχή τους. Γι' αυτό έγινε η υπόθεση εργασίας ότι η μέση ετήσια αύξηση των συμβατικών αποδοχών το 2008 δεν θα είναι υψηλότερη από την αντίστοιχη του 2007. Ωστόσο, η υπόθεση αυτή χαρακτηρίζεται από μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας. Η τελική διαμόρφωση τόσο του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος όσο και του πληθωρισμού θα εξαρτηθεί από τα αποτελέσματα των συλλογικών διαπραγματεύσεων. Κατά τις διαπραγματεύσεις πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι — όπως προαναφέρθηκε — η προβλεπόμενη διαμόρφωση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού εφέτος σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι το 2007 οφείλεται κατά κύριο λόγο στην άνοδο της διεθνούς τιμής του πετρελαίου. Η άνοδος αυτή ισοδυναμεί με μεταφορά εισοδήματος προς τις χώρες που παράγουν πετρέλαιο και η επίπτωσή της στην αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων δεν είναι δυνατόν να αντισταθμιστεί κατά τρόπο διατηρήσιμο με ονομαστικές μισθολογικές αυξήσεις, επειδή αυτές θα οδηγούσαν σε ακόμη υψηλότερο πληθωρισμό, σε διάβρωση της αγοραστικής δύναμης των εγχώριων εισοδημάτων και τελικά σε μια δυναμική αλληπάλληλων αυξήσεων τιμών-μισθών. Εξάλλου, από τη σκοπιά

¹⁸ Η αύξηση της δαπάνης για συντάξεις οφείλεται και στις νέες συνταξιοδοτικές ρυθμίσεις από 1.1.2008 και κυρίως στην αύξηση των συντάξεων των στρατιωτικών.

της ανταγωνιστικότητας, επισημαίνεται ότι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο προβλέπεται ότι η κατά κεφαλήν μισθολογική δαπάνη (συμπεριλαμβανομένων των εργοδοτικών εισφορών) θα αυξηθεί εφέτος κατά 3,1% (έναντι 2,6% το 2007) και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος κατά 1,8% (έναντι 1,4% το 2007).¹⁹ Έτσι, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα συνεχίσει να αυξάνεται σημαντικά ταχύτερα στην Ελλάδα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, συντελώντας σε περαιτέρω υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας ως προς τις τιμές.

Τέλος, οι πληθωριστικές πιέσεις που συνδέονται με την υπερβάλλουσα ζήτηση εκτιμάται ότι θα υποχωρήσουν ελαφρά το 2008, δεδομένου ότι ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ (βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου) θα επιβραδυνθεί και το θετικό “παραγωγικό κενό” (βλ. Διάγραμμα IV.10) θα μειωθεί ελαφρά.²⁰ Παράλληλα, ο ρυθμός του πληθωρισμού θα εξακολουθήσει να επηρεάζεται ευνοϊκά από την πολιτική περαιτέρω μείωσης του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστού του ΑΕΠ.

3. Εξελίξεις της οικονομικής δραστηριότητας το 2007 και προοπτικές για το 2008

Η ελληνική οικονομία το πρώτο εξάμηνο του 2007 συνέχισε τη θετική πορεία των τελευταίων ετών, καθώς το ΑΕΠ κατέγραψε ετήσιο ρυθμό ανόδου 4,2%, έναντι 4,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2006.²¹ Όμως, το τρίτο τρίμηνο του 2007 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υποχώρησε στο 3,8% και για ολόκληρο το 2007 εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί γύρω στο 4%. Την εκτίμηση για περιορισμένη υποχώρηση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας στο δεύτερο ήμισυ του 2007 στηρίζουν οι πλέον πρόσφατοι βραχυχρόνιοι δείκτες δρα-

στηριότητας, καθώς και τα αποτελέσματα ερευνών που καταγράφουν αξιολογήσεις και προβλέψεις των επιχειρήσεων διαφόρων τομέων της οικονομίας και των καταναλωτών.²² Συγκεκριμένα, ο μηνιαίος Σύνθετος Δείκτης Οικονομικής Δραστηριότητας, ο οποίος καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος και αποτελεί τη συνιστώσα βραχυχρόνιων δεικτών που αντανακλούν επαρκώς την τρέχουσα δραστηριότητα, σημείωσε σχετικά σταθερό ρυθμό ανόδου (ανηγμένο σε ετήσια βάση) που υπερέβαινε οριακά το 4% σε όλο το πρώτο εξάμηνο του 2007. Ο δείκτης άρχισε να σημειώνει περιορισμένη επιβράδυνση από τον Ιούλιο και ο ρυθμός ανόδου του υποχώρησε στο 3,9% το Νοέμβριο. Επιπλέον, ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος για την Ελλάδα σημείωσε αισθητή υποχώρηση το τελευταίο τρίμηνο του 2007, παραμένει όμως σε επίπεδα σαφώς υψηλότερα του μέσου όρου των τελευταίων ετών²³ (βλ. Διάγραμμα IV.13).

Ο υψηλός ρυθμός ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας το 2007 οφείλεται, όπως και τα προηγούμενα έτη, στη θετική συμβολή της εγχώριας ζήτησης, ενώ η μεταβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου (δηλαδή της διαφοράς μεταξύ εξαγωγών και εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών σε σταθερές τιμές)

¹⁹ Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Economic Forecasts, Autumn 2007*.

²⁰ Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προβλέπει ότι το παραγωγικό κενό θα μειωθεί στο 1,2 (από 1,3 το 2007) και ο ΟΟΣΑ προβλέπει μείωση στο 0,9 (επίσης από 1,3 το 2007). Μικρή μείωση του παραγωγικού κενού προβλέπουν και οι υπηρεσίες της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος. Βλ. και υποσημείωση 14.

²¹ Αναθεωρημένες εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, που ανακοινώθηκαν στις 17.12.2007, μετά την οριστικοποίηση της αναθεώρησης των μεγεθών του ΑΕΠ από το 2000 και μετά (βλ. και Πλαίσιο IV.1 πιο κάτω).

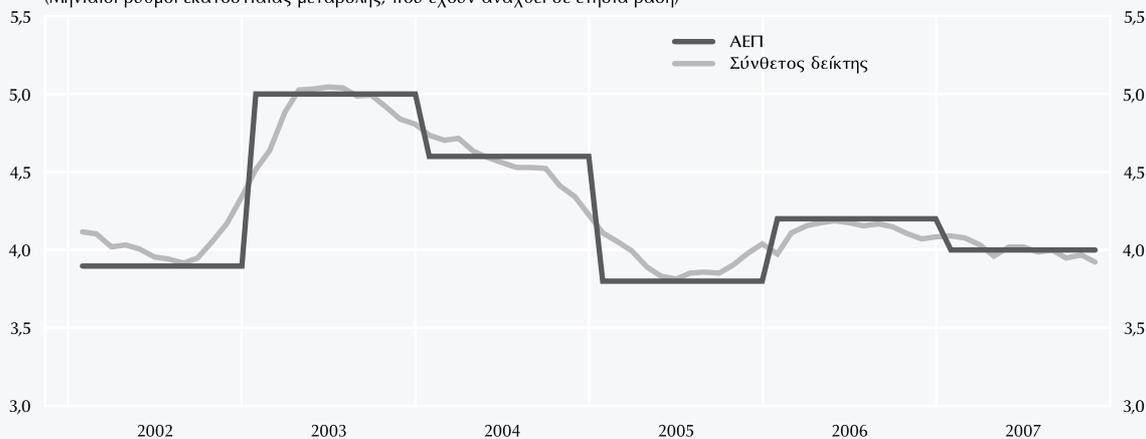
²² Οι προκαταρκτικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ για το ΑΕΠ το τέταρτο τρίμηνο του 2007 ανακοινώνονται στις 14.2.2008 και οι προσωρινές εκτιμήσεις στις 4.3.2008.

²³ Καταρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και στηρίζεται σε αποτελέσματα ερευνών συγκυρίας που αφορούν τόσο τις επιχειρήσεις όσο και τους καταναλωτές.

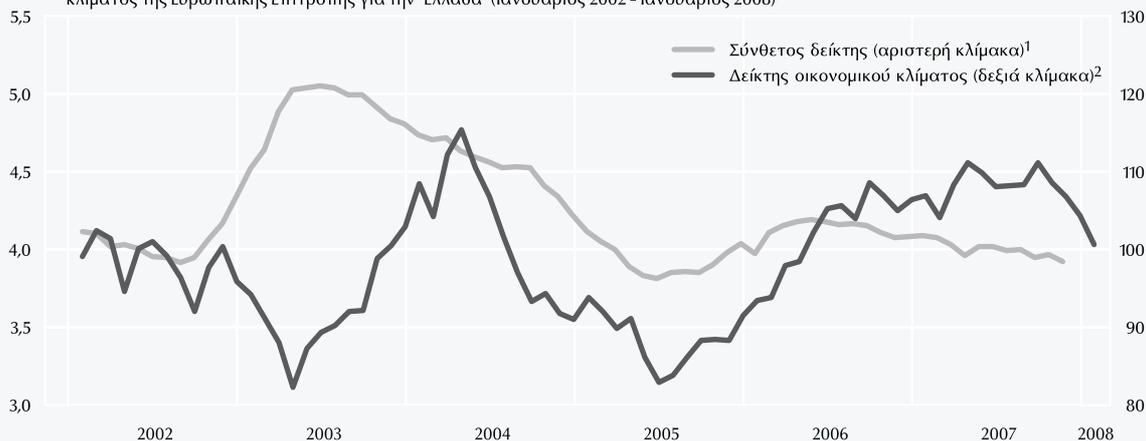
Διάγραμμα IV.13

Δείκτες οικονομικής δραστηριότητας

Α. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος (Ιανουάριος 2002 - Νοέμβριος 2007)
(Μηνιαίοι ρυθμοί εκατοστιαίας μεταβολής, που έχουν αναχθεί σε ετήσια βάση)



Β. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος και ο δείκτης οικονομικού κλίματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την Ελλάδα (Ιανουάριος 2002 - Ιανουάριος 2008)



¹ Μηνιαίοι ρυθμοί εκατοστιαίας μεταβολής, που έχουν αναχθεί σε ετήσια βάση.

² Μηνιαία στοιχεία.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (για το σύνθετο δείκτη, καθώς και για το ΑΕΠ του 2007), ΕΣΥΕ (για το ΑΕΠ 2002-2006) και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (για το δείκτη οικονομικού κλίματος).

εξακολούθησε να συμβάλλει αρνητικά στην άνοδο του ΑΕΠ. Παρά τις μεγάλες απώλειες που προκάλεσαν στο φυσικό κεφάλαιο και στην τρέχουσα γεωργική παραγωγή οι καταστροφικές πυρκαγιές του καλοκαιριού, η συνολική δραστηριότητα φαίνεται ότι δεν επηρεάστηκε σημαντικά και οι απώλειες αντισταθμίστηκαν ως ένα βαθμό από την ενισχυτική επίδραση που άσκησαν στη ζήτηση οι μεταβιαστικές πληρωμές κοινωνικού χαρακτήρα προς τον πληθυσμό των πληγεισών

περιοχών. Επίσης, λόγω της ελάχιστης έκθεσης των ελληνικών εμπορικών τραπεζών σε χρηματοοικονομικά προϊόντα αυξημένου κινδύνου, η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική αναταραχή ουσιαστικά δεν έχει μέχρι στιγμής επηρεάσει την ελληνική οικονομία (βλ. και Κεφάλαιο III.4). Έτσι, ο ρυθμός άνοδου του ΑΕΠ το 2007 υπερέβη αυτόν της ζώνης του ευρώ και η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να είναι μια από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες οικονομίες της ΕΕ.

Πίνακας IV.5

Ζήτηση και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (2005-2007)

(Σε σταθερές αγοραίες τιμές έτους 2000, ετήσιες εκατοσπαιές μεταβολές)

	2005	2006	2007 (εκτίμηση ΥΠΟΟ-ΕΠΣΑ)
Ιδιωτική κατανάλωση	4,2	4,2	3,2
Δημόσια κατανάλωση	1,4	-0,7	4,2
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	0,7	14,8	8,9
Κατοικίες	-1,1	21,5	1,0
Λοιπές κατασκευές	-0,9	21,7	15,5
Εξοπλισμός	1,7	6,5	10,0
Λοιπές	9,7	12,2	10,0
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	0,3	-0,2	-0,1
Εγχώρια τελική ζήτηση	3,0	5,4	4,7
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	2,7	5,1	8,0
Εξαγωγές αγαθών	7,5	11,5	6,3
Εξαγωγές υπηρεσιών	-0,6	-0,2	9,4
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	0,5	8,7	8,4
Εισαγωγές αγαθών	1,0	8,7	8,5
Εισαγωγές υπηρεσιών	-2,3	8,4	7,8
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	3,8	4,2	4,1

Πηγές: ΕΣΥΕ/Εθνικοί Λογαριασμοί, αναθεωρημένα στοιχεία για τα έτη 2005 και 2006 με βάση την αναθεώρηση του Δεκεμβρίου του 2007. Για το 2007, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών (ΥΠΟΟ), Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΕΠΣΑ) 2007-2010 (Δεκέμβριος 2007). *Για τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2007, βλ. το κυρίως κείμενο.*

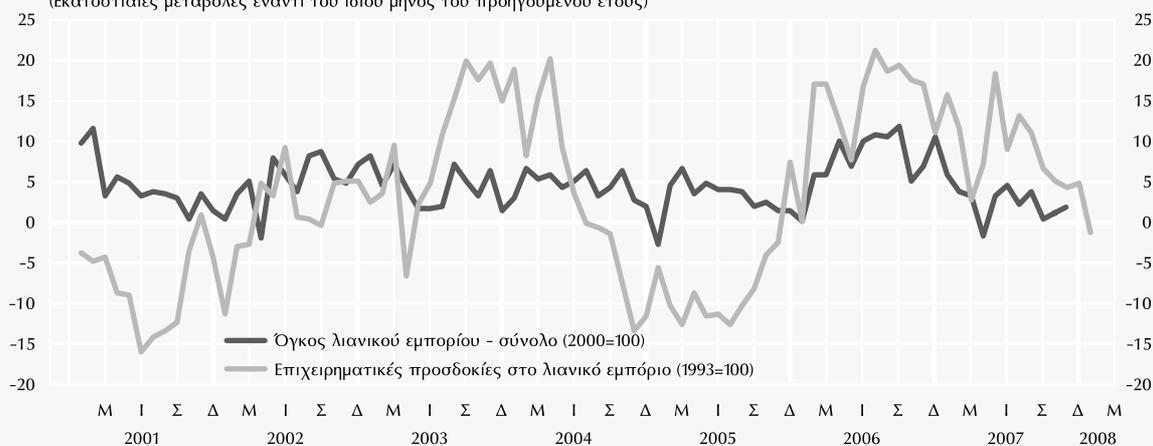
Η Τράπεζα της Ελλάδος, λαμβάνοντας υπόψη τις τρέχουσες εξελίξεις της ελληνικής οικονομίας και τις τάσεις στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, καθώς και τα μέτρα οικονομικής πολιτικής που έχουν ανακοινωθεί, εκτιμά ότι το 2008 ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί και θα διαμορφωθεί γύρω στο 3,7%. Η επιβράδυνση της αύξησης του ΑΕΠ το 2008 θα προέλθει από την υποχώρηση του ρυθμού ανόδου της εγχώριας ζήτησης στο 4,4% από 4,7% το 2007, ενώ η συμβολή της μεταβολής του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου της οικονομίας θα συνεχίσει να είναι αρνητική, αλλά όχι μεγαλύτερη από ό,τι τα προηγούμενα έτη. Οι παράγοντες που συνέβαλαν τα τελευταία χρόνια στη θετική εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας, όπως ο υψηλός ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών επενδύσεων, εκτιμάται ότι εξακολουθούν να επηρεάζουν θετικά την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, αν και προβλέπεται περαιτέρω επιβράδυνση του ρυθ-

μού ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης. Ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας θα συνεχίσει να υπερβαίνει το μέσο ρυθμό ανόδου των οικονομιών της ζώνης του ευρώ. 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 μεγαλύτερης, σε σύγκριση με ό,τι σήμερα αναμένεται, επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου της εξωτερικής ζήτησης και μεγαλύτερης αύξησης των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των βασικών εμπορευμάτων, καθώς και την περίπτωση να είναι χαμηλότερος από το αναμενόμενο ο ρυθμός της εγχώριας πιστωτικής επέκτασης.

Διάγραμμα IV.14

Καταναλωτική ζήτηση (Ιανουάριος 2001 - Ιανουάριος 2008)

Α. Όγκος λιανικού εμπορίου και επιχειρηματικές προσδοκίες
(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Β. Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. αυτοκινήτων

(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: ΕΣΥΕ (για το λιανικό εμπόριο και τα αυτοκίνητα) και ΙΟΒΕ (για τις προσδοκίες). Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών υπολογίζεται με βάση τις εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για τις πωλήσεις και το ύψος των αποθεμάτων και τις προβλέψεις για την επιχειρηματική δραστηριότητα στο επόμενο εξάμηνο.

Όσον αφορά τα βασικά μεγέθη της ζήτησης (βλ. Πίνακα IV.5), η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης εκτιμάται ότι επιβραδύνθηκε σημαντικά το 2007 στο 3,3% από 4,2% το 2006. Σύμφωνα με τις τριμηνιαίες εθνολογιστικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,1% τους πρώτους εννέα μήνες του 2007, έναντι αύξησης κατά 4,2% σε ολόκληρο το 2006. Ο όγκος των λιανικών πωλήσεων (εκτός πωλήσεων αυτοκινήτων και καυσίμων) αυξήθηκε τους

πρώτους ένδεκα μήνες του 2007 με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,6%, έναντι αύξησης κατά 8,0% για ολόκληρο το 2006 (βλ. Διαγράμματα IV.14 και Πίνακες IV.6 και IV.7),²⁴ ενώ ο αριθμός των αυτοκινήτων Ι.Χ. που τέθηκαν για πρώτη φορά

²⁴ Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών της έρευνας του ΙΟΒΕ στο λιανικό εμπόριο παρουσίασε αξιολογή αύξηση με μέσο ετήσιο ρυθμό 9,4% το 2007 (2006: +14,5%, 2005: -7,7%). Ο αντίστοιχος δείκτης για τις υπηρεσίες εκτός λιανικού εμπορίου και τραπεζών αυξήθηκε το 2007 με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,3% (2006: +10,7%, 2005: -1,0%).

Πίνακας IV.6

Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2006-2008)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2006	2007	2008 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου	8,0	2,6 (Ιαν.-Νοέμ.)	
Είδη διατροφής-ποτά-καπνός ¹	9,0	0,8 (» »)	
Ένδυση-υπόδηση	0,8	2,1 (» »)	
Έπιπλα-ηλεκτρ. είδη-οικιακός εξοπλισμός	17,7	7,4 (» »)	
Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	3,7	5,7 (» »)	
Έσοδα από ΦΠΑ (σταθερές τιμές)	8,5	6,4 (Ιαν.-Οκτ.)	
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	14,5	9,0	-0,1 (Ιαν.)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	0,5	4,3	4,1 (Ιαν.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	3,7	2,3 (Ιαν.-Οκτ.)	
Φορολογικά έσοδα από πάγια τέλη κινητής τηλεφωνίας ²	11,8	114,7 (Ιαν.-Νοέμ.)	
Υπόλοιπο συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης της κατανάλωσης ³	23,9 (Δεκ.)	22,4 (Δεκ.)	

1 Περιλαμβάνει τα μεγάλα καταστήματα τροφίμων και τα ειδικευμένα καταστήματα τροφίμων-ποτών-καπνού.

2 Αναπροσαρμογή των πάγιων μηνιαίων τελών από 1 Νοεμβρίου 2006.

3 Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη τα τιτλοποιημένα δάνεια και οι διαγραφές δανείων.

Πηγές: ΕΣΥΕ (λιανικό εμπόριο, αυτοκίνητα), Τράπεζα της Ελλάδος (έσοδα ΦΠΑ και καταναλωτική πίστη), ΙΟΒΕ (προσδοκίες), ΟΛΠ, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών (τέλη κινητής τηλεφωνίας).

Πίνακας IV.7

Δείκτης κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο – τρέχουσες τιμές (2007)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι της αντίστοιχης ενοποιημένης περιόδου του προηγούμενου έτους)

Κατηγορίες	Ιανουάριος-Νοέμβριος
1. Μεγάλα καταστήματα τροφίμων	6,0
2. Πολυκαταστήματα	4,4
3. Τρόφιμα-ποτά-καπνός	2,4
4. Φαρμακευτικά-καλλυντικά	2,9
5. Ένδυση-υπόδηση	5,3
6. Έπιπλα-ηλεκτρ. είδη-οικ. εξοπλισμός	8,1
7. Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	6,9
8. Πωλήσεις εκτός καταστημάτων	4,7
Γενικός δείκτης κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο	6,0

Πηγή: ΕΣΥΕ.

Ο σχετικά υψηλός, αν και επιβραδυνόμενος, ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης συνέχισε να στηρίζεται κυρίως στην αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και στην επέκταση της καταναλωτικής πίστης.

Η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών οφειλόταν κυρίως στην άνοδο των πραγματικών αμοιβών και της απασχόλησης, καθώς και στα μέτρα που ενίσχυσαν τα πιο χαμηλά εισοδήματα, όπως ήταν η αύξηση του Επιδόματος Κοινωνικής Αλληλεγγύης Συνταξιούχων-ΕΚΑΣ, η αύξηση των συντάξεων του ΟΓΑ και η αύξηση του επιδόματος ανεργίας. (Οι ρυθμίσεις μείωσης της φορολογικής επιβάρυνσης των φυσικών προσώπων θα γίνουν αισθη-

σε κυκλοφορία, αυξήθηκε το 2007 κατά 4,3% (2006: +0,5%).²⁵

²⁵ Το Δεκέμβριο του 2007 ο αριθμός των νέων αυτοκινήτων που τέθηκαν για πρώτη φορά σε κυκλοφορία μειώθηκε με ετήσιο ρυθμό 18%, αλλά τον Ιανουάριο του 2008 αυξήθηκε κατά 4,1%.

τές κυρίως από το 2008 – βλ. Τμήμα 6.2 του παρόντος κεφαλαίου.) Το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών εκτιμάται ότι αυξήθηκε το 2007 με μέσο ετήσιο ρυθμό (3,4%) ελαφρά υψηλότερο από ό,τι η καταναλωτική δαπάνη. Η εξέλιξη αυτή είχε αποτέλεσμα την ελαφρά αύξηση του πολύ χαμηλού ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών.²⁶

Η επέκταση της καταναλωτικής πίστης τα τελευταία χρόνια συνδέεται με την απελευθέρωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς, αλλά και τη διαμόρφωση θετικών προσδοκιών των νοικοκυριών για τα μελλοντικά τους εισοδήματα. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των καταναλωτικών δανείων επιβραδύνθηκε στο 22,4% το Δεκέμβριο του 2007, από 23,9% το Δεκέμβριο του 2006, αλλά διατηρήθηκε υψηλός παρά την αύξηση των επιτοκίων.

Στη διαμόρφωση και διατήρηση του ρυθμού αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης σε υψηλά επίπεδα τα τελευταία χρόνια έχουν συμβάλει και άλλοι παράγοντες, όπως η αύξηση του πληθυσμού λόγω της συνεχιζόμενης εισροής οικονομικών μεταναστών.²⁷

Οι παράγοντες οι οποίοι στήριξαν την ιδιωτική κατανάλωση το 2007 αναμένεται και το 2008 να συνεχίσουν να επιδρούν ευνοϊκά. Το 2008 εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης θα υποχωρήσει ελαφρά στο 3%. Στη στήριξη της ιδιωτικής κατανάλωσης θα συμβάλει επίσης η διατήρηση της καταναλωτικής πίστης σε σχετικά υψηλά επίπεδα, παρά την αναμενόμενη περαιτέρω επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των καταναλωτικών δανείων προς τα νοικοκυριά.

Η δημόσια κατανάλωση (σε σταθερές τιμές) αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,0% τους πρώτους εννέα μήνες του 2007 (έναντι μείωσης

κατά 0,7% σε ολόκληρο το 2006). Το τέταρτο τρίμηνο ο ρυθμός ανόδου της δημόσιας κατανάλωσης εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε, με αποτέλεσμα για ολόκληρο το 2007 να διαμορφωθεί σε επίπεδα που υπερβαίνουν το 4%. Η σημαντική αυτή άνοδος αντανακλά τις δαπάνες που συνδέονται με τις καταστροφικές πυρκαγιές του καλοκαιριού, καθώς και τις δαπάνες διεξαγωγής των βουλευτικών εκλογών του Σεπτεμβρίου του 2007. Το 2008, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις που περιέχονται στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΕΠΣΑ) 2007-2010 (του Δεκεμβρίου του 2007), ο ρυθμός ανόδου της δημόσιας κατανάλωσης (σε σταθερές τιμές) προβλέπεται να υποχωρήσει στο 0,7%.

Οι συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 9,3% τους πρώτους εννέα μήνες του 2007, ενώ για ολόκληρο το 2007 ο ρυθμός εκτιμάται ότι περιορίστηκε στο 8,5%, έναντι 14,8% για ολόκληρο το 2006 (βλ. και Πίνακα IV.9). Αυτή η αισθητή υποχώρηση συνδέεται κυρίως με την εκτιμώμενη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των επενδύσεων σε κατοικίες στο 3% το 2007 από 21,5% το 2006. Αντίθετα, ο ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών επενδύσεων εκτιμάται ότι παρέμεινε σε πολύ ικανοποιητικά επίπεδα το 2007, σημειώνοντας μόνο μικρή επιβρά-

²⁶ Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών αυξήθηκε από 1,2% το 2006 σε 1,3% το 2007, ενώ στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2007-2010 εκτιμάται ότι το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων από τα οποία εξυπηρετούνται τα νοικοκυριά αυξήθηκε από 1,2% το 2006 σε 2,1% το 2007.

²⁷ Σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις, ο αριθμός των οικονομικών μεταναστών που εισρέουν κάθε χρόνο στη χώρα μας ανέρχεται περίπου στις 40 χιλιάδες. Η εισροή των μεταναστών ήταν ο κύριος (ή και ο μόνος) παράγοντας αύξησης του πληθυσμού κατά την περίοδο 1994-2005 (βλ. ΕΣΥΕ, δελτίο τύπου, 2.4.2007), ενώ η επίδραση των οικονομικών μεταναστών στη συνολική κατανάλωση εκτιμάται ότι είναι σημαντική και έχει αντισταθίσει τα τελευταία έτη την επίδραση από τη χειροτέρευση της ηλικιακής διάρθρωσης του “γηγενούς” πληθυσμού.

Πίνακας IV.8

Δείκτης τιμών κατοικιών

Περίοδος	Αστικές περιοχές-σύνολο*			Αθήνα*			Λοιπές αστικές περιοχές		
	Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή		Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή		Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή	
	1997=100	Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντίστοιχης προηγούμενου έτους	1997=100	Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντίστοιχης προηγούμενου έτους	1993 IV=100	Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντίστοιχης προηγούμενου έτους
1994	76,1	...	...	73,4	9,5	9,5	106,0	...	...
1995	82,6	8,5	8,5	80,1	9,2	9,2	114,3	7,8	7,8
1996	91,2	10,5	10,5	88,9	11,0	11,0	125,7	10,0	10,0
1997	100,0	9,7	9,7	100,0	12,5	12,5	134,7	7,1	7,1
1998	114,4	14,4	14,4	115,5	15,5	15,5	152,6	13,3	13,3
1999	124,5	8,9	8,9	129,6	12,2	12,2	161,5	5,8	5,8
2000	137,7	10,6	10,6	149,1	15,1	15,1	171,3	6,1	6,1
2001	157,5	14,4	14,4	175,4	17,6	17,6	190,2	11,0	11,0
2002	179,3	13,9	13,9	203,8	16,2	16,2	211,7	11,3	11,3
2003	189,0	5,4	5,4	211,9	4,0	4,0	226,8	7,1	7,1
2004	193,4	2,3	2,3	212,4	0,3	0,3	237,4	4,7	4,7
2005	214,5	10,9	10,9	230,8	8,6	8,6	269,3	13,4	13,4
2006	240,6	12,2	12,2	256,7	11,3	11,3	304,2	13,0	13,0
1997 I	96,2	...	...	95,1	...	...	130,9	3,0	6,1
1997 II	98,2	2,1	...	97,8	2,9	...	132,6	1,3	6,2
1997 III	100,2	2,0	...	100,8	3,1	...	134,0	1,1	4,8
1997 IV	105,4	5,1	...	105,7	4,8	...	141,3	5,5	11,2
1998 I	110,1	4,5	14,4	109,3	3,4	14,9	149,4	5,7	14,1
1998 II	113,9	3,5	16,0	115,4	5,6	18,0	151,6	1,5	14,4
1998 III	115,0	0,9	14,8	116,5	1,0	15,6	153,0	0,9	14,2
1998 IV	118,4	2,9	12,3	120,9	3,7	14,4	156,3	2,1	10,6
1999 I	120,4	1,7	9,3	123,8	2,5	13,3	157,9	1,0	5,7
1999 II	123,6	2,7	8,5	128,1	3,4	11,0	161,0	2,0	6,2
1999 III	125,3	1,3	8,9	130,5	1,9	12,0	162,3	0,8	6,1
1999 IV	128,8	2,9	8,9	136,0	4,2	12,5	164,7	1,5	5,4
2000 I	132,1	2,5	9,7	141,6	4,1	14,3	166,1	0,8	5,2
2000 II	135,7	2,8	9,8	146,5	3,5	14,4	169,6	2,1	5,3
2000 III	138,8	2,2	10,8	150,4	2,7	15,3	172,6	1,8	6,4
2000 IV	144,2	3,9	11,9	158,0	5,0	16,2	177,1	2,6	7,5
2001 I	150,5	4,4	14,0	165,7	4,9	17,0	184,0	3,9	10,8
2001 II	156,1	3,7	15,0	174,2	5,1	18,9	188,0	2,2	10,8
2001 III	159,5	2,2	15,0	178,7	2,6	18,8	191,3	1,8	10,9
2001 IV	164,0	2,8	13,7	183,0	2,4	15,8	197,5	3,2	11,5
2002 I	171,5	4,6	14,0	193,6	5,8	16,8	204,0	3,3	10,8
2002 II	180,3	5,1	15,5	208,0	7,4	19,4	208,9	2,4	11,2
2002 III	180,7	0,2	13,3	205,4	-1,3	14,9	213,3	2,1	11,5
2002 IV	184,9	2,3	12,7	208,2	1,4	13,8	220,5	3,4	11,6
2003 I	188,6	2,0	10,0	214,6	3,1	10,8	222,5	0,9	9,1
2003 II	187,5	-0,6	4,0	210,6	-1,8	1,3	224,4	0,8	7,4
2003 III	189,0	0,8	4,6	210,6	0,0	2,6	228,1	1,7	7,0
2003 IV	190,9	1,0	3,3	211,5	0,4	1,6	232,1	1,7	5,3
2004 I	190,6	-0,2	1,0	209,7	-0,9	-2,3	233,6	0,6	5,0
2004 II	191,6	0,5	2,2	209,4	-0,2	-0,6	236,5	1,2	5,4
2004 III	193,3	0,9	2,3	211,1	0,8	0,2	238,8	1,0	4,7
2004 IV	198,0	2,4	3,7	219,4	3,9	3,7	240,9	0,9	3,8
2005 I	205,2	3,6	7,7	223,7	2,0	6,6	254,1	5,5	8,8
2005 II	211,6	3,1	10,5	228,9	2,3	9,3	264,1	3,9	11,7
2005 III	216,9	2,5	12,2	231,5	1,1	9,7	274,5	4,0	15,0
2005 IV	224,1	3,3	13,2	239,0	3,2	8,9	283,8	3,4	17,8
2006 I	232,2	3,6	13,1	247,5	3,6	10,6	294,1	3,6	15,7
2006 II	238,9	2,9	12,9	255,3	3,2	11,6	301,7	2,6	14,2
2006 III	242,5	1,5	11,8	258,1	1,1	11,5	307,4	1,9	12,0
2006 IV	248,6	2,5	11,0	266,0	3,0	11,3	313,7	2,0	10,5
2007 I	...	...	...	...	...	...	315,8	0,7	7,4
2007 II	...	...	...	...	...	...	314,3	-0,5	4,2
2007 III	...	...	...	...	...	...	314,5	0,1	2,3

* Τα στοιχεία για το 2006 είναι προσωρινά.

Πηγή: Για τις λοιπές αστικές περιοχές: Τράπεζα της Ελλάδος. Για την Αθήνα: επεξεργασία στοιχείων των εταιριών "Δανός και Συνεργάτες" (1993-97), "Property ΕΠΕ" (1997-2005) και "PropIndex ΑΕ" (2005-06). Για το σύνολο των αστικών περιοχών: σταθμισμένος δείκτης με βάση το απόθεμα των κατοικιών στην Αθήνα και τις λοιπές αστικές περιοχές.

Πίνακας IV.9

Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2006-2008)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)¹

	2006	2007	2008 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	1,3	-1,2 (Ιαν.-Νοέμ.)	
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	(76,7)	(80,4)	(78,1) (Ιαν.)
Υπόλοιπο δανείων διάρκειας μεγαλύτερης του έτους προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα ²	12,1 (Δεκ.)	25,7 (Δεκ.)	
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	8,9	7,6	69,3 (Ιαν.)
Όγκος νέων οικοδομών βάσει αδειών	-19,5	-5,1 (Ιαν.-Οκτ.)	
Παραγωγή τσιμέντου	3,1	-8,7 (Ιαν.-Νοέμ.)	
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	44,6	1,5	-7,9 (Ιαν.)
Υπόλοιπο συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης του οικισμού ³	25,8 (Δεκ.)	21,4 (Δεκ.)	

1 Με εξαίρεση το βαθμό χρησιμοποίησης.

2 Διορθωμένο κατά το ποσό των δανείων που διαγράφηκαν.

3 Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη τα τιτλοποιημένα δάνεια και οι διαγραφές δανείων.

Πηγές: ΕΣΥΕ (παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή τσιμέντου), ΙΟΒΕ (βαθμός χρησιμοποίησης, προσδοκίες), Τράπεζα της Ελλάδος (δάνεια προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα, εκταμιεύσεις ΠΔΕ, χρηματοδότηση οικισμού).

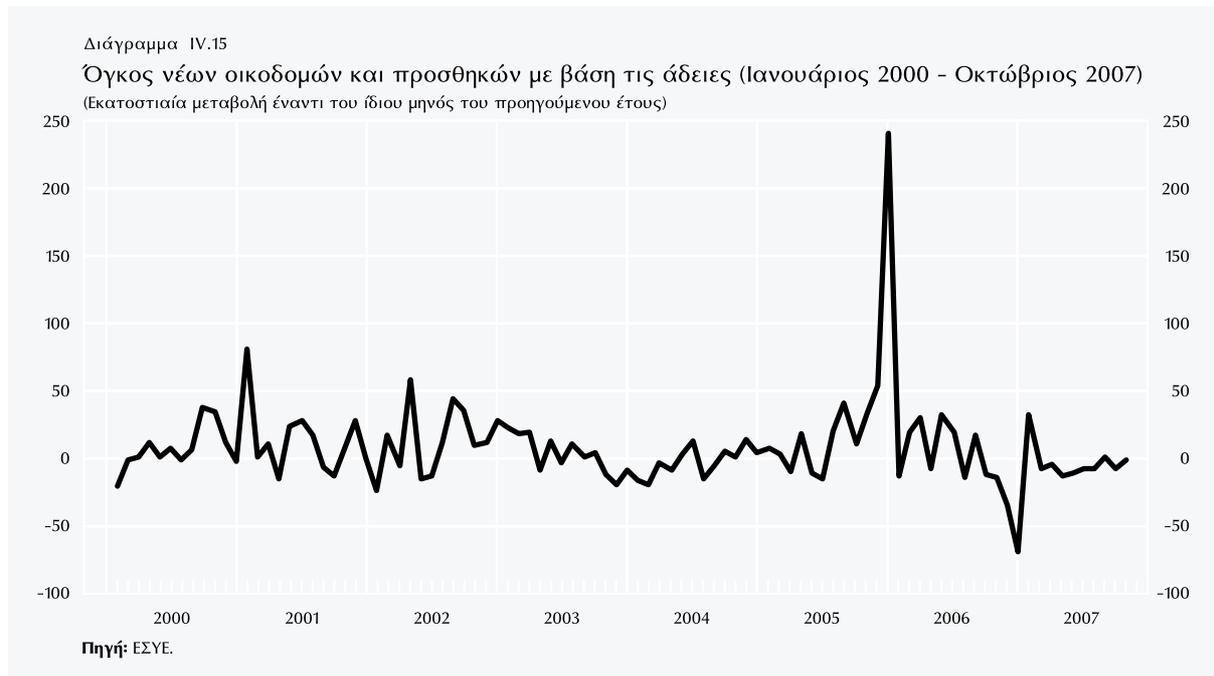
δυνση (περίπου στο 12%, από 13,4% το 2006). Για το 2008 προβλέπεται επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των συνολικών ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου γύρω στο 10%. Κύριος προωθητικός παράγοντας θα είναι οι επιχειρηματικές επενδύσεις (όπως αναφέρεται πιο κάτω).

Η μεγάλη υποχώρηση του ρυθμού αύξησης των επενδύσεων σε κατοικίες το 2007 συνδέεται κυρίως με τη μεγάλη αύξηση του αποθέματος των διαθέσιμων κατοικιών και την ικανοποίηση μεγάλου μέρους των στεγαστικών αναγκών του πληθυσμού, ύστερα από μια μακρά περίοδο έντονης κατασκευαστικής δραστηριότητας. Πάντως, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων παραμένει ακόμη υψηλός, αν και έχει επιβραδυνθεί (στο 21,4% το Δεκέμβριο του 2007, από 25,8% το

Δεκέμβριο του 2006).²⁸ Για το 2008 προβλέπεται ότι ο ρυθμός ανόδου των επενδύσεων σε κατοικίες θα διαμορφωθεί γύρω στο 3,5%, καθώς αναμένεται ότι η υπερβάλλουσα προσφορά κατοικιών θα απορροφηθεί σταδιακά, η αγορά θα αναζητήσει νέα επίπεδα ισορροπίας και ο ρυθμός ανόδου της στεγαστικής πίστης θα επιβραδυνθεί περαιτέρω.

Η συμβολή της αύξησης των επιχειρηματικών επενδύσεων στο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ το 2007 ήταν ιδιαίτερα σημαντική (της τάξεως των 2 εκατοστιαίων μονάδων). Η διατήρηση

²⁸ Ο όγκος της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας βάσει αδειών, που αποτελεί προπορευόμενο δείκτη, μειώθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 5,1% τους πρώτους δέκα μήνες του 2007 (έναντι μείωσης 19,5% το 2006 και αύξησης 35,2% το 2005 – βλ. Διάγραμμα IV.15). Επίσης, πτωτικά κινήθηκε και η παραγωγή τσιμέντου (Ιανουάριος-Νοέμβριος 2007: -8,7%, 2006: 3,1%).



της επενδυτικής ζήτησης της οικονομίας σε υψηλά επίπεδα συνδέεται με την περαιτέρω βελτίωση του γενικότερου επιχειρηματικού κλίματος,²⁹ όπως άλλωστε φαίνεται και από την ανταπόκριση του ιδιωτικού τομέα στις ευκαιρίες που παρέχουν οι ρυθμίσεις του αναπτυξιακού νόμου. Σύμφωνα με στοιχεία του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, από την έναρξη εφαρμογής του Αναπτυξιακού Νόμου 3299/2004 (το Μάρτιο του 2005) έως τα τέλη του 2007 έχουν εγκριθεί 3.807 επενδυτικά σχέδια συνολικού ύψους 8,78 δισεκ. ευρώ, τα οποία αναμένεται να δημιουργήσουν περισσότερες από 21.000 νέες θέσεις εργασίας άμεσα (και πολλαπλάσιο αριθμό έμμεσα).³⁰ Επιπλέον, μετά από τις νέες προσαρμογές του θεσμικού πλαισίου που αφορούν κυρίως τις περιφερειακές ενισχύσεις, έχουν ήδη κατατεθεί 667 επενδυτικές προτάσεις συνολικού ύψους 1,7 δισεκ. ευρώ. Στη χρηματοδότηση των επιχειρηματικών επενδύσεων το 2007 συνέβαλαν η ικανοποιητική κερδοφορία των περισσότερων επιχειρήσεων, η επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου του υπολοίπου των τραπεζικών

δανείων προς τις επιχειρήσεις και των εταιρικών ομολόγων (στο 19,9% το Δεκέμβριο του 2007, από 16,6% το Δεκέμβριο του 2006 – βλ. και Κεφ. III.2.1), καθώς και η μεγάλη αύξηση των κεφαλαίων που άντλησαν οι επιχειρήσεις από το Χρηματιστήριο Αθηνών (βλ. Κεφ. III.3).

Το 2008 ο ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών επενδύσεων αναμένεται να διαμορφωθεί γύρω στο 14%, καθώς θα προχωρεί η υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων που έχουν εγκριθεί βάσει των ρυθμίσεων του αναπτυξιακού νόμου ή αναλαμβάνονται βάσει του νόμου για τις συμπράξεις δημόσιου και ιδιωτικού

²⁹ Πράγματι, σε ικανοποιητικά επίπεδα συνέχισε να κινείται ο δείκτης οικονομικού κλίματος στην Ελλάδα το 2007 (108,0 κατά μέσον όρο, σύμφωνα με αναθεωρημένα στοιχεία), και πάντως υψηλότερα των τιμών του 2006 (102,3 κατά μέσον όρο). Τον Ιανουάριο του 2008 ο δείκτης υποχώρησε στο 100,6 (από 104,3 το Δεκέμβριο του 2007), δηλαδή διαμορφώθηκε σε επίπεδο ελαφρά υψηλότερο του μέσου όρου της περιόδου από το 1990 έως σήμερα (100,0). Η εξέλιξη αυτή όμως οφείλεται κυρίως στην υποχώρηση των προσδοκιών των καταναλωτών, ενώ η υποχώρηση των προσδοκιών των επιχειρήσεων ήταν πολύ περιορισμένη.

³⁰ Βλ. ομιλία του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών, 29.1.2008, και ομιλία του Γενικού Γραμματέα Επενδύσεων και Ανάπτυξης, 17.12.2007.

τομέα (ΣΔΙΤ).³¹ Παράλληλα, το γενικότερο επιχειρηματικό κλίμα επηρεάζεται θετικά από την ικανοποιητική κερδοφορία των περισσότερων επιχειρήσεων, τις ιδιωτικοποιήσεις δημόσιων οργανισμών και επιχειρήσεων και τη συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Βεβαίως, παράγοντα κινδύνου αποτελεί το ενδεχόμενο επιβράδυνσης του ρυθμού της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις.

Οι δημόσιες επενδύσεις συνέβαλαν και αυτές στην αύξηση των συνολικών ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου το 2007, αν και ο ρυθμός ανόδου τους (σε σταθερές τιμές) επιβραδύνθηκε στο 3,8%, από 7,1% το 2006. Εξάλλου, οι εκταμιεύσεις του Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων (ΠΔΕ) αυξήθηκαν το 2007 κατά 7,6% (σε τρέχουσες τιμές), έναντι 8,9% το 2006. Για το 2008, οι δημόσιες επενδύσεις (σε σταθερές τιμές) εκτιμάται –σύμφωνα με το ΕΠΣΑ– ότι θα αυξηθούν κατά 4,7%. Επίσης, σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2008, οι δαπάνες του ΠΔΕ (σε τρέχουσες τιμές) θα αυξηθούν εφέτος κατά 6,9%.

Η εξέλιξη του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου (σε εθνικολογιστική βάση) επέδρασε αρνητικά στην άνοδο του ΑΕΠ και το 2007. Ωστόσο, η περιορισμένη επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και η μικρή επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών συνέβαλαν ώστε η αρνητική επίδραση (-1,5 εκατοστιαία μονάδα) να είναι μικρότερη από ό,τι το 2006 (-2,0 εκατ. μονάδες).

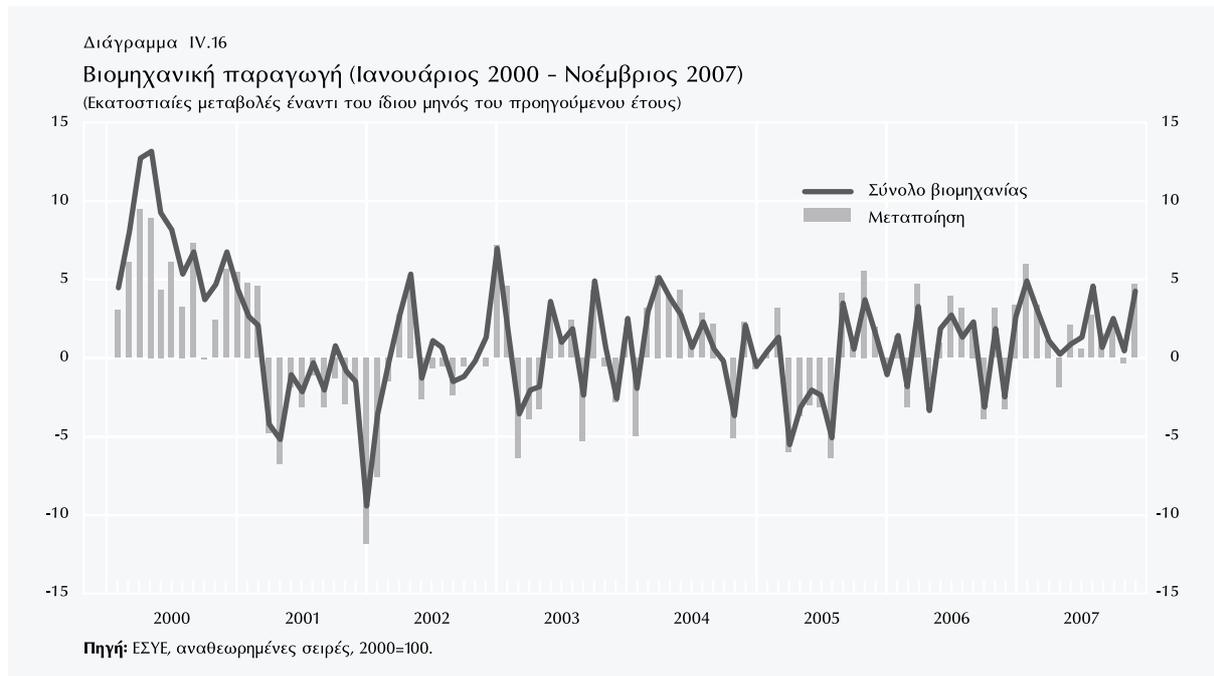
Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των εξαγωγών αγαθών (συμπεριλαμβανομένων των πετρελαιοειδών και της αξίας των πλοίων) σε τρέχουσες τιμές επιβραδύνθηκε στο 4,0% το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου του 2007 σύμφωνα με τα στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών της

ΕΣΥΕ, ενώ σύμφωνα με τα στοιχεία της στατιστικής ισοζυγίου πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος επιβραδύνθηκε στο 7,2% την ίδια περίοδο. Η εξέλιξη αυτή ασφαλώς αντανακλά την επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του παγκόσμιου εμπορίου και –κατ' επέκταση– της ζήτησης των ελληνικών εξαγωγών.³² Όμως η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών αγαθών (εκτιμώμενη σε σταθερές τιμές) είναι αισθητά μεγαλύτερη από ό,τι θα δικαιολογούσε η εξέλιξη της εξωτερικής ζήτησης. Αυτό θα πρέπει να αποδοθεί σε μεγάλο βαθμό στη σωρευτική μείωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας τα τελευταία χρόνια (βλ. Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου). Αντίθετα, οι εξαγωγές υπηρεσιών σε τρέχουσες τιμές αυξήθηκαν σημαντικά τους πρώτους ένδεκα μήνες του 2007 (μετά από μικρή αύξηση το 2006). Μεγάλη άνοδο παρουσίασαν οι εισπράξεις από υπηρεσίες ναυτιλιακών μεταφορών, κυρίως λόγω της αύξησης των ναύλων, ενώ οι εισπράξεις από τον τουρισμό αυξήθηκαν πολύ λίγο. Σε εθνικολογιστική βάση, ο όγκος των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκε με επιβραδυνόμενο ρυθμό στη διάρκεια του 2007: ωστόσο, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου τους πρώτους εννέα μήνες του 2007 ήταν 7,2%, δηλαδή υψηλότερος από ό,τι για ολόκληρο το 2006 (5,1%). Για ολόκληρο το 2007 εκτιμάται ότι ο όγκος των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκε κατά 6% περίπου.

Ο ρυθμός ανόδου των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών παρέμεινε το 2007 υψηλότερος από το ρυθμό ανόδου της εγχώριας ζήτησης. Σύμφωνα με τα στοιχεία εμπορευματικών συναλ-

³¹ Έως τις 30.1.2008 έχουν εγκριθεί 34 έργα ΣΔΙΤ ύψους 4 δισεκ. ευρώ. Από αυτά, 6 έργα (συνολικού προϋπολογισμού 549 εκατ. ευρώ) είναι υπό δημοπράτηση. Βλ. δήλωση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών, 30.1.2008.

³² Σύμφωνα με ορισμένες εκτιμήσεις, η εξωτερική ζήτηση για τις ελληνικές εξαγωγές αυξήθηκε κατά 6,5% το 2007, έναντι 9% περίπου το 2006.



λαγών της ΕΣΥΕ, οι συνολικές εισαγωγές αγαθών αυξήθηκαν, σε τρέχουσες τιμές, με ετήσιο ρυθμό 9,7% το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007, ενώ σύμφωνα με τα στοιχεία της στατιστικής ισοζυγίου πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 13,5% την ίδια περίοδο. Σε εθνικολογιστική βάση (σύμφωνα με την ΕΣΥΕ), οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών σε σταθερές τιμές αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 8,3% τους πρώτους εννέα μήνες του 2007 (έναντι αύξησης 8,7% σε ολόκληρο το 2006). Για ολόκληρο το 2007 η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι ο ρυθμός ανόδου των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών διαμορφώθηκε γύρω στο 7,5%.

Το 2008 η συμβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου στην αύξηση του ΑΕΠ προβλέπεται να παραμείνει αρνητική (αλλά θα μειωθεί ελαφρά στη -1,3 εκατοστιαία μονάδα). Ειδικότερα, ο ρυθμός ανόδου του όγκου των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών αναμένεται ότι θα επιβραδυνθεί στο 5,5% περίπου. Όπως εκτιμάται, οι εισπράξεις από υπηρεσίες (κυρίως από

θαλάσσιες μεταφορές) θα εξακολουθήσουν να συμβάλλουν στην άνοδο των εξαγωγών. Αντίθετα, η αύξηση των εξαγωγών αγαθών θα επιβραδυνθεί σημαντικά λόγω της κάμψης του ρυθμού ανόδου του παγκόσμιου εμπορίου, αλλά και λόγω της συνεχιζόμενης υποχώρησης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας.

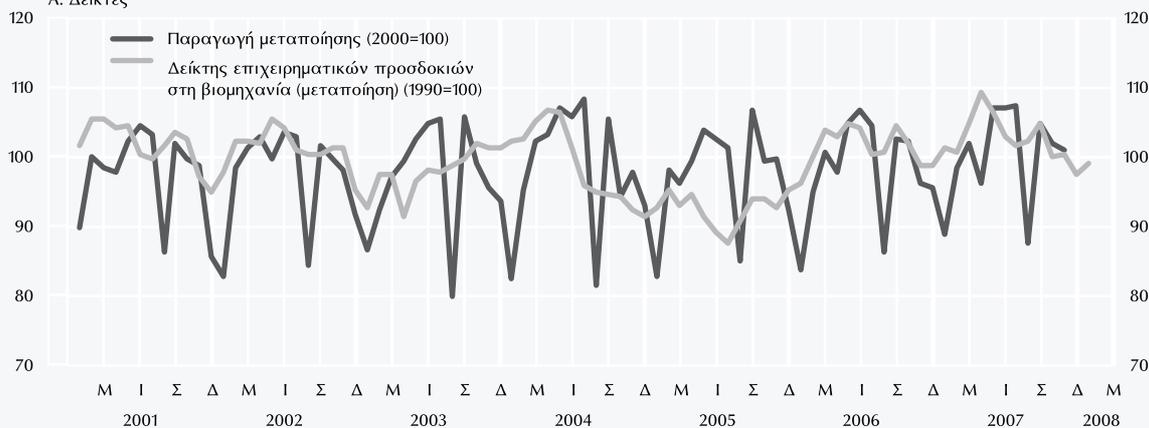
Η προβλεπόμενη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2008 εκτιμάται ότι θα συντελέσει σε υποχώρηση του ρυθμού ανόδου των εισαγωγών. Ταυτόχρονα όμως, η πραγματοποίηση των επενδυτικών σχεδίων των ιδιωτικών επιχειρήσεων σε τομείς (όπως της ενέργειας) που απαιτούν εισαγόμενο εξοπλισμό θα συμβάλει στη διατήρηση των εισαγωγών σε σχετικά υψηλά επίπεδα. Με βάση τα ανωτέρω, εκτιμάται ότι ο ρυθμός αύξησης του όγκου των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών θα σημειώσει μόνο περιορισμένη επιβράδυνση το 2008 (περίπου στο 6,5%).

Από την πλευρά της προσφοράς, η συνολική βιομηχανική παραγωγή και η μεταποιητική

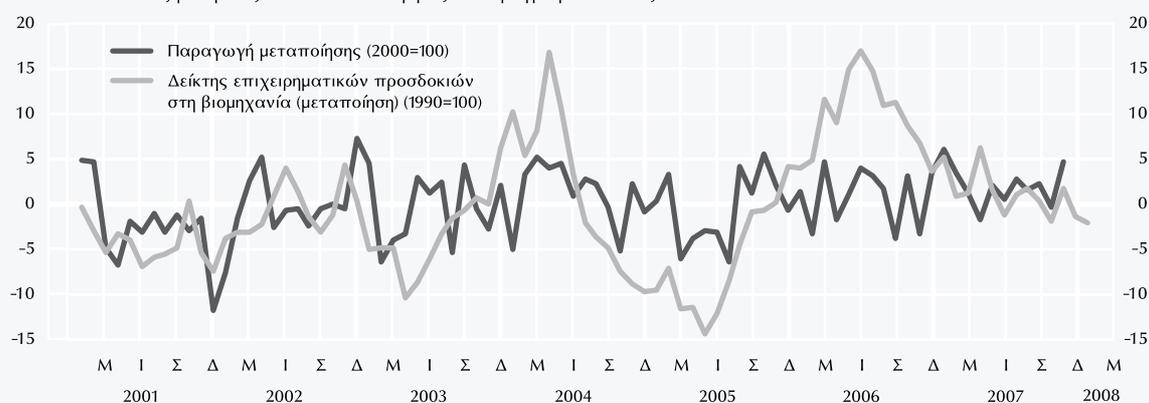
Διάγραμμα IV.17

Παραγωγή και επιχειρηματικές προσδοκίες στη μεταποίηση (Ιανουάριος 2001 - Ιανουάριος 2008)

Α. Δείκτες



Β. Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους



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

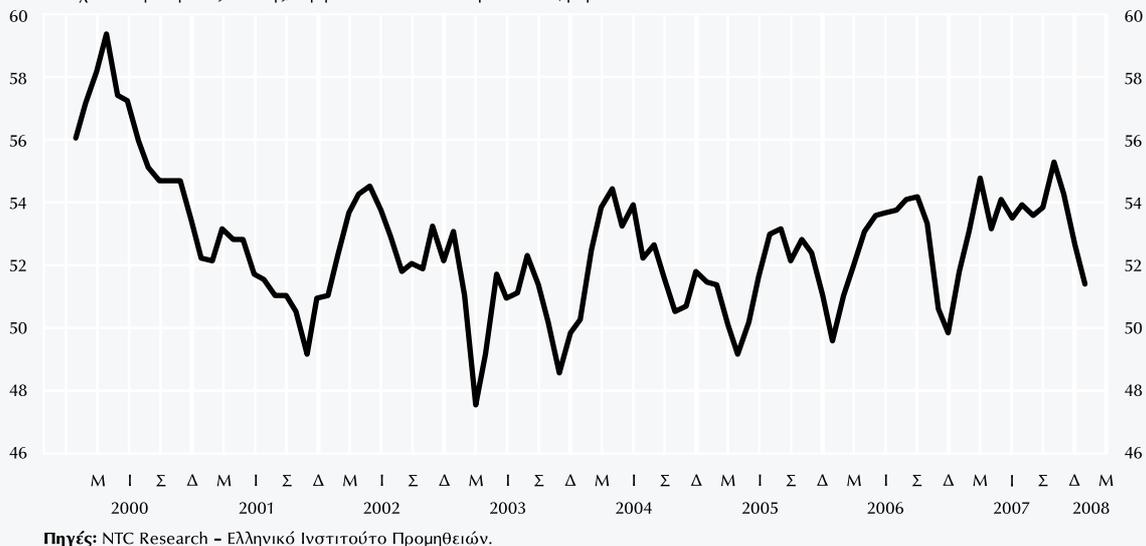
παραγωγή συνέχισαν να κινούνται ανοδικά κατά το 2007 (μετά την περιορισμένη ανάκαμψη που είχαν σημειώσει το 2006 – βλ. και Διάγραμμα IV.16). Σύμφωνα με την ΕΣΥΕ, η παραγωγή του συνόλου της βιομηχανίας κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,1% και η μεταποιητική παραγωγή κατά 1,9%, λόγω κυρίως της ανάκαμψης της παραγωγής μη διαρκών καταναλωτικών αγαθών (+4,2%), αλλά και της συνεχιζόμενης ανόδου της παραγωγής ενέργειας (+3,2%). Αντίθετα, η παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών μειώθηκε κατά 1,2%, ενώ η παραγωγή ενδιάμεσων και διαρκών καταναλωτικών αγαθών παρέμεινε σχεδόν στάσιμη.³³

Ανάλογη θετική εικόνα για τη δραστηριότητα της μεταποίησης αποτυπώνεται και στην έρευνα συγκυρίας του IOBE (βλ. Διάγραμμα IV.17). Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία (IOBE) συνέχισε να αυξάνεται το 2007 (με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,3%, μετά από αύξηση κατά 9,7% το 2006), αντανακλώντας την περαιτέρω βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος κυρίως κατά τους πρώτους τέσσερις

³³ Παράλληλα, άνοδο – αλλά με χαμηλότερο ρυθμό από ό,τι το 2006 – σημείωσε την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 ο κύκλος εργασιών στη βιομηχανία σε όρους αξίας (αύξηση 3,7%, έναντι αύξησης 12,6% σε ολόκληρο το 2006). Η άνοδος ήταν μεγαλύτερη στην εξωτερική αγορά (6,3%) από ό,τι στην εγχώρια αγορά (2,8%).

Διάγραμμα IV.18

Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για τη Μεταποίηση (PMI) (Ιανουάριος 2000 - Ιανουάριος 2008)
(Εποχικά διορθωμένος δείκτης, τιμή άνω του 50 υποδηλώνει αύξηση)



Πηγές: NTC Research - Ελληνικό Ινστιτούτο Προμηθειών.

μήνες του 2007, ενώ από το Μάιο και μετά οι προσδοκίες των επιχειρήσεων ήταν πιο συγκρατημένες. Επίσης, ενισχυμένο σε σχέση με το 2006 αλλά και τους μέσους όρους των τελευταίων ετών ήταν το ποσοστό χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού για το σύνολο της βιομηχανίας (77,0% κατά μέσον όρο το 2007, έναντι 76,2% το 2006). Εξάλλου, ακόμη πιο ευνοϊκή εικόνα για την πορεία της μεταποίησης κατά την ίδια περίοδο κατέγραψε ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI), ο οποίος από την αρχή του 2007 κινήθηκε σε επίπεδα που υπερβαίνουν το όριο των 50 μονάδων (βλ. Διάγραμμα IV.18). Ο δείκτης PMI κατέγραψε μέση τιμή 53,7 για το 2007 (την υψηλότερη των τελευταίων ετών), υποδηλώνοντας περαιτέρω αύξηση της παραγωγής και των νέων παραγγελιών, αλλά και άνοδο της απασχόλησης στο μεταποιητικό τομέα.

Οι περισσότεροι κλάδοι του τριτογενούς τομέα (τηλεπικοινωνίες, μεταφορές, χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, διαχείριση ακίνητης περιουσίας, εμπόριο) παρουσιάζουν ικανοποιητική δραστη-

ριότητα, με αποτέλεσμα να συνεχίζεται η διεύρυνση της συμμετοχής του τομέα στη συνολική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία. Ειδικότερα, σύμφωνα με την έρευνα συγκυρίας του ΙΟΒΕ, ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες (εκτός λιανικού εμπορίου και τραπεζών) αυξήθηκε το 2007 κατά 2,8%, έναντι ανόδου κατά 10,7% το 2006 και μείωσης κατά 1,0% το 2005. Επίσης, σύμφωνα με στοιχεία της ΕΣΥΕ, ο κύκλος εργασιών (σε τρέχουσες τιμές) τους πρώτους εννέα μήνες του 2007 αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 11,1% στις υπηρεσίες της πληροφορικής, 3,4% στις τηλεπικοινωνίες-ταχυδρομεία και 25,1% στις άλλες επιχειρηματικές δραστηριότητες (όπου το μεγαλύτερο ποσοστό προέρχεται από τις δραστηριότητες των αρχιτεκτόνων-μηχανικών, τις νομικές υπηρεσίες και τον κλάδο της διαφήμισης). Στις χερσαίες μεταφορές, σύμφωνα με στοιχεία της ΕΣΥΕ, ο κύκλος εργασιών (σε τρέχουσες τιμές) αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 22,9% την ίδια περίοδο, στις θαλάσσιες-ακτοπλοϊκές κατά 7,6% και στις εναέριες κατά 9,5%. Εξάλλου, η συνολική επιβατική κίνηση (εσωτερικού και

εξωτερικού) στο Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών αυξήθηκε κατά 9,7% το 2007. Η επιβατική κίνηση από και προς το λιμάνι του Πειραιά αυξήθηκε κατά 2,3% το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2007, σύμφωνα με στοιχεία του ΟΛΠ. Στον κλάδο του εμπορίου οι εξελίξεις ήταν καλές, αν ληφθούν υπόψη η αύξηση του όγκου των λιανικών πωλήσεων και η εξέλιξη του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών (που ήδη αναφέρθηκαν), η άνοδος της απασχόλησης

στον κλάδο (βλ. Τμήμα 4 του παρόντος κεφαλαίου) και η αύξηση του κύκλου εργασιών (σε τρέχουσες τιμές) στο χονδρικό εμπόριο (με μέσο ετήσιο ρυθμό 11% τους πρώτους εννέα μήνες του 2007, σύμφωνα με στοιχεία της ΕΣΥΕ). Τέλος, στον τουρισμό ο κύκλος εργασιών σε τρέχουσες τιμές αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 5,5% την ίδια περίοδο (βλ. επίσης Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου). Όσον αφορά τον τραπεζικό τομέα, βλ. Κεφάλαιο III.4.

ΠΛΑΙΣΙΟ IV.1

Η αναθεώρηση των στοιχείων των εθνικών λογαριασμών: κύρια χαρακτηριστικά – αποτελέσματα – συγκρίσεις

Η Εθνική Στατιστική Υπηρεσία (ΕΣΥΕ) στο τέλος του 2007 έδωσε στη δημοσιότητα αναθεωρημένα εθνικολογιστικά στοιχεία με έτος βάσης το 2000 που καλύπτουν την περίοδο 2000-2006.¹

Σύμφωνα με τον Κανονισμό 2223/96 περί Ευρωπαϊκού Συστήματος Λογαριασμών του 1995 (ESA 95), τα κράτη-μέλη της ΕΕ υποχρεούνται σε αλλαγή του έτους βάσης των εθνικών λογαριασμών τουλάχιστον κάθε πέντε χρόνια (με αποτέλεσμα να αναθεωρούνται τα στοιχεία). Στην περίπτωση της Ελλάδος, η αναθεώρηση έγινε και για να αρθούν ορισμένες επιφυλάξεις που είχαν διατυπωθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ακαθάριστου Εθνικού Εισοδήματος σχετικά με τον υπολογισμό του ελληνικού ακαθάριστου εθνικού εισοδήματος με βάση το ESA 95, καθώς και για να μειωθούν οι αποκλίσεις μεταξύ των στατιστικών του Ισοζυγίου Πληρωμών (το οποίο καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος) και των Λογαριασμών με την Αλλοδαπή (οι οποίοι καταρτίζονται από τη Διεύθυνση Εθνικών Λογαριασμών της ΕΣΥΕ).²

Η πρόσφατη αναθεώρηση των στοιχείων των εθνικών λογαριασμών, με έτος βάσης το 2000, στηρίχθηκε στη γενική απογραφή πληθυσμού και κατοικιών του 2001, στην έρευνα οικογενειακών προϋπολογισμών και στα αποτελέσματα μιας σειράς νέων πρωτογενών ερευνών, που αφορούν κυρίως τον τομέα των υπηρεσιών (το λιανικό και χονδρικό εμπό-

ριο, τις μεταφορές, τα ξενοδοχεία, κ.ά.), αλλά και τις κατασκευές. Παράλληλα, αξιοποιήθηκαν στοιχεία από το σύστημα TAXIS, καθώς και από άλλες διοικητικές πηγές.

Τα τελικά αποτελέσματα της αναθεώρησης, όπως επικυρώθηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ακαθάριστου Εθνικού Εισοδήματος και τη Eurostat τον Οκτώβριο του 2007, οδήγησαν σε αναπροσαρμογή του ΑΕΠ κατά 9,6% το 2000 σε τρέχουσες αγοραίες τιμές, σε σχέση με το παλαιό ΑΕΠ με βάση το ESA 95.

Αναλυτικότερα, από την πλευρά του προϊόντος η αύξηση της Ακαθάριστης Προστιθέμενης Αξίας (ΑΠΑ) σε τρέχουσες βασικές τιμές (βλ. τον Πίνακα Α του παρόντος Πλαισίου) έφθασε στο 10,9%.³ Η αναπροσαρμογή προήλθε κυρίως από τη σημαντική αναθεώρηση του προϊόντος του τριτογενούς τομέα (κατά →

¹ Εντός του 2008 αναμένεται να αναθεωρηθούν και τα στοιχεία για την περίοδο 1988-1999.

² Πρώτη εφαρμογή του ESA 95 έγινε από την ΕΣΥΕ το 1999, στα στοιχεία του έτους 1995. Η προηγούμενη σημαντική αναθεώρηση είχε γίνει το 1994, με έτος βάσης το 1988, όταν το ελληνικό Σύστημα Εθνικών Λογαριασμών εναρμονίστηκε με το Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών του 1979 (ΕΣΟΛ 79). Η αναθεώρηση είχε βασιστεί στη γενική απογραφή καταστημάτων βιομηχανίας-βιοτεχνίας, καθώς και στην έρευνα οικογενειακών προϋπολογισμών του 1988, και είχε οδηγήσει σε αναπροσαρμογή του ΑΕΠ κατά 20% το 1988 (σε σύγκριση με τα παλαιότερα στοιχεία).

³ Οι συγκρίσεις των αναθεωρημένων στοιχείων με τα παλαιότερα αφορούν το έτος βάσης (2000).

Πίνακας Α
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές για τα έτη 2000 και 2005: υπολογισμοί πριν από την αναθεώρηση (έτος βάσης 1995) και μετά την αναθεώρηση (έτος βάσης 2000)
(Εκατ. ευρώ, τρέχουσες τιμές)

	2000				2005*			
	Ποσοστό % ανάθεωρησης	Στοιχεία πριν από την αναθεώρηση	Αναθεω- ρημένα στοιχεία	Συμβολή στην αναθε- ώρηση της ακαθάριστης προστιθέμε- νης αξίας (εκατοστιαίες μονάδες)	Ποσοστό % ανάθεωρησης	Στοιχεία πριν από την αναθεώρηση	Αναθεω- ρημένα στοιχεία	Συμβολή στην αναθε- ώρηση της ακαθάριστης προστιθέμε- νης αξίας (εκατοστιαίες μονάδες)
1.1 Πρωτογενής τομέας	0,1	7.924	7.934	0,01	-8,6	8.427	7.698	-0,45
1.1α Γεωργία, θήρα και δασοκομία	-0,3	7.366	7.344	-0,02	-8,0	7.536	6.931	-0,38
1.1β Άλλια	5,8	558	590	0,03	-13,9	891	767	-0,08
1.2 Δευτερογενής τομέας	8,8	23.176	25.225	1,89	17,7	33.521	39.462	3,69
1.2α Ορυχεία και λατομεία	-1,2	691	682	-0,01	25,9	787	991	0,13
1.2β Μεταποίηση	7,0	12.520	13.392	0,80	24,6	17.799	22.170	2,71
1.2γ Παροχή ηλεκτρικού ρεύματος, φυσικού αερίου και νερού	39,6	1.921	2.681	0,70	36,6	2.616	3.572	0,59
1.2δ Κατασκευές	5,3	8.044	8.470	0,39	3,3	12.319	12.729	0,25
1.3 Τριτογενής τομέας	12,6	77.433	87.223	9,02	9,7	119.253	130.858	7,20
1.3α Χονδρικό και λιανικό εμπόριο: επισκευές οχημάτων και ειδών νοικοκυριού	29,4	13.767	17.815	3,73	10,6	23.255	25.725	1,53
1.3β Ξενοδοχεία και εστιατόρια	12,8	8.035	9.061	0,95	3,2	13.875	14.326	0,28
1.3γ Μεταφορές, αποθηκεύσεις και επικοινωνίες	-0,8	9.468	9.389	-0,07	7,6	14.129	15.198	0,66
1.3δ Ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί	-3,7	6.923	6.664	-0,24	-11,1	7.904	7.026	-0,54
1.3ε Διαχείριση ακίνητης περιουσίας, εκμισθώσεις και επιχειρηματικές δραστηριότητες	4,9	17.276	18.130	0,79	11,6	23.143	25.817	1,66
1.3ζ Δημόσια διοίκηση και άμυνα, υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση	29,6	7.693	9.972	2,10	17,8	12.808	15.093	1,42
1.3η Εκπαίδευση	20,9	5.114	6.182	0,98	25,6	7.922	9.947	1,26
1.3θ Υγεία και κοινωνική μέριμνα	-22,0	5.745	4.482	-1,16	-16,4	9.533	7.969	-0,97
1.3ι Άλλες υπηρεσίες υπέρ του κοινωνικού συνόλου	63,8	2.916	4.777	1,71	44,0	5.877	8.464	1,60
1.3κ Ιδιωτικά νοικοκυριά που απασχολούν οικιακό προσωπικό	51,4	496	751	0,23	60,2	807	1.293	0,30
1.4 Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία σε βασικές τιμές	10,92	108.533	120.382	10,92	10,43	161.202	178.017	10,43
1.5 Φόροι μείον επιδοτήσεις στα προϊόντα	0,3	15.855	15.899	...	3,5	19.886	20.592	...
1.6 Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε αγοραίες τιμές	9,56	124.388	136.281	...	9,68	181.088	198.609	...

* Για το 2006 η ΕΣΥΕ έχει δημοσιεύσει μόνο τα αναθεωρημένα στοιχεία και επομένως η σύγκριση με τα αντίστοιχα στοιχεία πριν από την αναθεώρηση δεν είναι εφικτή.
Πηγή: ΕΣΥΕ, Εθνικοί Λογαριασμοί. Για τα στοιχεία πριν από την αναθεώρηση, Απρίλιος 2006, για τα αναθεωρημένα στοιχεία, Δεκέμβριος 2007.

Πίνακας Β

Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν ετών 2000 και 2006: πριν από την αναθεώρηση (έτος βάσης: 1995) και μετά την αναθεώρηση (έτος βάσης: 2000)
(Εκατ. ευρώ, τρέχουσες τιμές)

	2000			2006			Συμβολή στην αναθεώρηση της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας (εκατοστιαίες μονάδες)	
	Ποσοστό % αναθεώρησης	Στοιχεία πριν από την αναθεώρηση	Αναθεωρημένα στοιχεία	Συμβολή στην αναθεώρηση της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας (εκατοστιαίες μονάδες)	Ποσοστό % αναθεώρησης	Στοιχεία πριν από την αναθεώρηση		Αναθεωρημένα στοιχεία
Ιδιωτική εθνική κατανάλωση	13,0	87.282	98.628	9,1	16,8	130.105	151.953	11,2
Δημόσια κατανάλωση	12,4	21.587	24.271	2,2	12,4	30.112	33.860	1,9
Ακαθ. επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	2,6	28.716	29.450	0,6	10,1	50.103	55.160	2,6
Κατασκευές	11,8	16.052	17.945	1,5	12,0	28.856	32.320	1,8
Εξοπλισμός	-6,0	11.075	10.416	-0,5	10,8	17.867	19.790	1,0
Λοιπές	-31,5	1.589	1.089	-0,4	-9,8	3.380	3.050	-0,2
Μεταβολή αποθεμάτων		377	2.327	1,6		1.715	-104	-0,9
Εξαγωγές αγαθών	9,9	12.973	14.253	1,0	21,8	16.768	20.424	1,9
Εξαγωγές υπηρεσιών	8,1	18.166	19.629	1,2	9,2	24.225	26.444	1,1
Εισαγωγές αγαθών	13,9	35.748	40.730	4,0	25,0	50.204	62.755	6,4
Εισαγωγές υπηρεσιών	28,8	8.965	11.547	2,1	44,5	7.612	10.997	1,7
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	9,6	124.388	136.281		9,6	195.213	213.985	
Αμοιβές εξηρημένης εργασίας	10,7	40.917	45.313		14,5	67.041	76.743	
Ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα	11,2	67.178	74.678		7,5	107.019	115.055	

Πηγή: ΕΣΥΕ, Εθνικοί Λογαριασμοί. Για τα στοιχεία πριν από την αναθεώρηση, Απρίλιος 2007, για τα αναθεωρημένα στοιχεία, Δεκέμβριος 2007.

Πίνακας Γ

Πληθυσμός, εργατικό δυναμικό, απασχόληση και ανεργία για τα έτη 2000 και 2006: πριν από την αναθεώρηση και μετά την αναθεώρηση του ΑΕΠ

(Χιλιάδες άτομα)

	2000			2006		
	Ποσοστό % αναθεώρησης	Στοιχεία πριν από την αναθεώρηση	Αναθεωρημένα στοιχεία	Ποσοστό % αναθεώρησης	Στοιχεία πριν από την αναθεώρηση	Αναθεωρημένα στοιχεία
1. Πληθυσμός	0,0	10.917,4	10.917,4	0,2	11.125,2	11.148,5
2. Ενεργός πληθυσμός (15-64 ετών)	0,0	7.038,4	7.038,4	0,0	7.157,8	7.157,8
3. Συνολικό εργατικό δυναμικό	7,2	4.458,2	4.778,6	8,5	4.683,9	5.081,7
4. Συνολική απασχόληση	8,1	3.934,7	4.255,1	9,4	4.247,8	4.647,2
4α. Μισθωτοί	16,3	2.231,4	2.595,1	20,8	2.505,6	3.026,9
4β. Αυτοαπασχολούμενοι	-2,5	1.703,3	1.660,0	-7,0	1.742,1	1.620,3
5. Άνεργοι (3-4)	0,0	523,5	523,5	-0,4	436,1	434,5

Πηγή: ΕΣΥΕ, Εθνικοί Λογαριασμοί. Για τα στοιχεία πριν από την αναθεώρηση, Απρίλιος 2007, για τα αναθεωρημένα στοιχεία, Δεκέμβριος 2007.

→ 12,6%), η συμβολή του οποίου στην αναπροσαρμογή της ΑΠΑ ξεπέρασε τις 9 εκατοστιαίες μονάδες. Συγκεκριμένα, η αξιοποίηση των νέων ερευνών λιανικού και χονδρικού εμπορίου, μεταφορών και ξενοδοχείων οδήγησε σε αύξηση του συντελεστή στάθμισης κυρίως των κλάδων του εμπορίου και των ξενοδοχείων-εστιατορίων (από τους οποίους προήλθαν 3,73 εκατοστιαίες μονάδες και 0,95 της εκατοστιαίας μονάδας της αναπροσαρμογής της ΑΠΑ, αντίστοιχα). Επίσης, μεθοδολογικές αλλαγές, όπως η αξιολόγηση στοιχείων μη κερδοσκοπικών οργανώσεων και ο νέος υπολογισμός των αποσβέσεων των δημόσιων υποδομών, οδήγησαν σε αναπροσαρμογή του προϊόντος των κλάδων της δημόσιας διοίκησης και άμυνας (κατά 29,6%) και της εκπαίδευσης (κατά 20,9%). Μικρότερη σε σύγκριση με τα ανωτέρω, αλλά διόλου αμελητέα, ήταν και η αναπροσαρμογή του προϊόντος του δευτερογενούς τομέα (κυρίως της μεταποίησης και της παροχής ηλεκτρικού ρεύματος-φυσικού αερίου-νερού) κατά 8,8%, η οποία συνέβαλε κατά 1,89 εκατ. μονάδα στην αναπροσαρμογή της συνολικής ΑΠΑ. Σημειώνεται ότι η αναπροσαρμογή του προϊόντος των κατασκευών κατά 5,3% αποδίδεται κυρίως στην αλλαγή του τρόπου υπολογισμού της τιμής των νέων κατοικιών.

Η αναθεώρηση του ΑΕΠ από την πλευρά της δαπάνης παρουσιάζεται στον Πίνακα Β του παρόντος Πλαισίου. Η πληρέστερη καταγραφή (από την πλευρά του προϊόντος) της δραστηριότητας των υπηρεσιών, μεταξύ άλλων, οδήγησε σε σημαντική αναπροσαρμογή της εθνικής ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 13% (η οποία είχε και τη μεγαλύτερη συμβολή – ίση με 9,1 εκατοστιαίες μονάδες – στην αναπροσαρμογή του ΑΕΠ), αλλά και της δημόσιας κατανάλωσης (κατά 12,4%). Η αναθεώρηση της δαπάνης για επενδύσεις επηρεάζεται κυρίως από τις μεθοδολογικές αλλαγές που αφορούν τις κατασκευές και ήδη αναφέρθηκαν, ενώ οι σημαντικές αναθεωρήσεις της δαπάνης για εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (κατά 13,9% και 28,8% αντίστοιχα), αλλά και των εισπράξεων από εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (κατά 9,9% και 8,1% αντίστοιχα) συνδέονται κυρίως με τη μείωση των αποκλίσεων και ασυμμετριών μεταξύ των στατιστικών του Ισοζυγίου Πληρωμών (που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος) και των Λογαριασμών με την Αλλοδαπή (που καταρτίζονται από την ΕΣΥΕ).

Στον Πίνακα Β φαίνονται επίσης οι αναπροσαρμογές των βασικών εισοδηματικών μεγεθών (των →

→ αμοιβών εξαρτημένης εργασίας και του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος). Η αναπροσαρμογή των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας συνδέεται με το μεγαλύτερο αριθμό εργαζομένων (βλ. τον Πίνακα Γ

του παρόντος Πλαισίου), όπως προκύπτει από την απογραφή του 2001, ενώ η αναπροσαρμογή του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος προήλθε από την αύξηση των αποσβέσεων και του προϊόντος.

4. Απασχόληση και ανεργία

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του συνολικού αριθμού των απασχολούμενων το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2007 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006 ήταν 1,2%,³⁴ δηλαδή χαμηλότερος από εκείνον του 2006 και περίπου ίσος με το ρυθμό του 2005. Όπως προκύπτει από τα διαθέσιμα τριμηνιαία στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ), τα οποία καλύπτουν έως και το τρίτο τρίμηνο του 2007 και επιτρέπουν εξέταση των μεταβολών της απασχόλησης κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας, η άνοδος της απασχόλησης κατά 1,3% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2006 προήλθε τόσο από το μη αγροτικό επιχειρηματικό τομέα της οικονομίας (1,9%) όσο και από τις μη αγοραίες υπηρεσίες (1,5%), ενώ η απασχόληση στον πρωτογενή τομέα μειώθηκε (-2,6%).³⁵

Η αύξηση της απασχόλησης το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 αντανάκλα την άνοδο του αριθμού των μισθωτών, ο αριθμός των οποίων αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,3%. Η αύξηση αυτή συνέβαλε κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα στην άνοδο της συνολικής απασχόλησης (βλ. Διάγραμμα IV.19). Αντίθετα, το άθροισμα του αριθμού των αυτοαπασχολούμενων και των βοηθών στις οικογενειακές επιχειρήσεις μειώθηκε κατά 0,4%, συμβάλλοντας αρνητικά (κατά -0,2 της εκατ. μονάδας) στη μεταβολή της συνολικής απασχόλησης, κυρίως λόγω της υποχώρησης της απασχόλη-

σης στον πρωτογενή (αγροτικό τομέα), όπου το ποσοστό των αυτοαπασχολούμενων είναι ιδιαίτερα υψηλό. Λόγω των μεταβολών αυτών, το ποσοστό των μισθωτών στο σύνολο των απασχολούμενων συνεχίζει να αυξάνεται, και το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 διαμορφώθηκε σε 64,2%, από 63,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2006 και 61,2% κατά μέσον όρο την εξαετία 2000-2005.³⁶

Αναλυτικότερα, τα στοιχεία κατά κλάδο (βλ. Πίνακα IV.10) για τα πρώτα τρία τρίμηνα του 2007 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006 δείχνουν μείωση της απασχόλησης στον πρωτογενή τομέα κατά 2,6%, όπως ήδη αναφέρθηκε, και στις μεταφορές-επικοινωνίες κατά 5,7%, η οποία αντισταθμίστηκε από άνοδο της απασχόλησης στις κατασκευές (9,1%), τα ξενο-

³⁴ Η ανάλυση που ακολουθεί στηρίζεται σε τριμηνιαία στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) για τα πρώτα τρίμηνα του 2007, στα μηνιαία στοιχεία (για το συνολικό αριθμό των απασχολούμενων και των ανέργων) της ΕΕΔ μέχρι και τον Οκτώβριο του 2007, στην ειδική έρευνα της ΕΣΥΕ σε επιχειρήσεις λιανικού εμπορίου, καθώς και σε μικρές κλίμακας έρευνες συγκυρίας, τις οποίες διεξάγουν σε δείγμα επιχειρήσεων το ΙΟΒΕ και το Ινστιτούτο Υπευθύνων Προμηθειών.

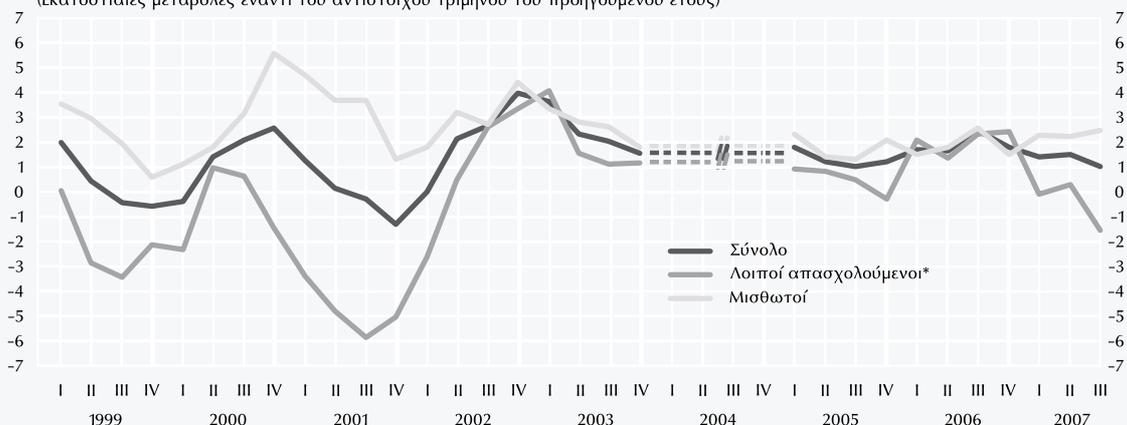
³⁵ Αν ληφθεί υπόψη η στατιστική ταξινόμηση των κλάδων οικονομικής δραστηριότητας ΣΤΑΚΟΔ-91, ο πρωτογενής τομέας περιλαμβάνει τους κλάδους της γεωργίας, κτηνοτροφίας, θήρας, δασοκομίας και αλιείας, ο μη αγροτικός επιχειρηματικός τομέας περιλαμβάνει το δευτερογενή τομέα (ορυχεία και λατομεία, μεταποίηση, παροχή ηλεκτρισμού, φωταερίου, νερού και κατασκευές) και όλες τις υπηρεσίες πλην εκείνων που χαρακτηρίζονται ως "μη αγοραίες". Οι "μη αγοραίες" υπηρεσίες περιλαμβάνουν τους εξής κλάδους: δημόσια διοίκηση, άμυνα και υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση, εκπαίδευση, υγεία και κοινωνική μέριμνα, ετερόδικους οργανισμούς και όργανα. Η διάκριση μεταξύ μη αγροτικού επιχειρηματικού τομέα και μη αγοραίων υπηρεσιών δεν συμπίπτει με εκείνη μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού τομέα της οικονομίας, καθώς αρκετές "μη αγοραίες" υπηρεσίες (π.χ. υπηρεσίες εκπαίδευσης και υγείας) παρέχονται και από τον ιδιωτικό τομέα.

³⁶ Το αντίστοιχο ποσοστό στη ζώνη του ευρώ ήταν 83,3% το 2006.

Διάγραμμα IV.19

Απασχόληση (1999 - 2007)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



* Λοιποί απασχολούμενοι= Αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό (εργοδότες) + Αυτοαπασχολούμενοι χωρίς προσωπικό + Βοηθοί στην οικογενειακή επιχείρηση.

Πηγή: ΕΣΥΕ, Έρευνες Εργατικού Δυναμικού. Νέα αναθεωρημένα στοιχεία 1998-2003, τα οποία δημοσιεύθηκαν τον Ιανουάριο του 2005. Για το 2004 δεν εμφανίζονται μεταβολές, επειδή τα στοιχεία δεν είναι απολύτως συγκρίσιμα με τα προηγούμενα, λόγω του νέου δείγματος με το οποίο έγινε η έρευνα.

δοχεία-εστιατόρια (4,6%), το εμπόριο (1,1%)³⁷ και τις μη αγοραίες υπηρεσίες (1,5%). Πέρα από την υποχώρηση της απασχόλησης στον πρωτογενή τομέα, η οποία συνεχίζει μια μακροχρόνια τάση, και την αύξηση της απασχόλησης στο εμπόριο και στα ξενοδοχεία-εστιατόρια, το μερίδιο των οποίων στην οικονομική δραστηριότητα και στην απασχόληση συνεχώς αυξάνεται, οι εξελίξεις της απασχόλησης στις μεταφορές-επικοινωνίες και στις κατασκευές μάλλον αντανakλούν βραχυχρόνιες διακυμάνσεις (αν ληφθούν υπόψη και οι σχετικές εξελίξεις το 2006).³⁸ Η άνοδος της απασχόλησης στις μη αγοραίες υπηρεσίες οφείλεται στην αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων στην υγεία-κοινωνική μέριμνα και στη δημόσια διοίκηση.³⁹

Οι μέσες εβδομαδιαίες ώρες εργασίας του συνόλου των απασχολούμενων (μισθωτών και αυτοαπασχολούμενων) μειώθηκαν κατά 1,3% (βλ. Πίνακα IV.10), αντανakλώντας την υποχώρηση του μέσου χρόνου εργασίας στον αγροτικό τομέα (-0,4%), στον επιχειρηματικό τομέα (-1,3%) και στις μη αγοραίες υπηρεσίες (-2,3%).

Η μείωση του μέσου χρόνου εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα αποδίδεται στην αύξηση του ποσοστού των απασχολούμενων με λιγότερες από 30 ώρες εργασίας την εβδομάδα σε όλους τους κλάδους πλην των κατασκευών, κυρίως όμως στους κλάδους του εμπορίου και των ξενοδοχείων-εστιατορίων. Στις μη αγοραίες υπηρεσίες η υποχώρηση των μέσων ωρών εργασίας εξηγείται κυρίως από τις μεταβολές στον κλάδο της εκπαίδευσης.

³⁷ Η ειδική έρευνα της ΕΣΥΕ στις επιχειρήσεις λιανικού εμπορίου δείχνει άνοδο της απασχόλησης κατά 1,2% στο εννεάμηνο του 2007 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2006. Ο ρυθμός αυτός είναι χαμηλότερος από ό,τι τα δύο προηγούμενα έτη, αλλά η κύρια διαφορά σε σύγκριση με το 2006 είναι η μικρή μεταβλητότητα της απασχόλησης στο λιανικό εμπόριο στη διάρκεια του 2007.

³⁸ Το εννεάμηνο του 2006 σε σύγκριση με το εννεάμηνο του 2005, ο μέσος αριθμός των απασχολούμενων στις κατασκευές είχε μειωθεί κατά 0,6%, ενώ στις μεταφορές-επικοινωνίες είχε αυξηθεί κατά 6,0%.

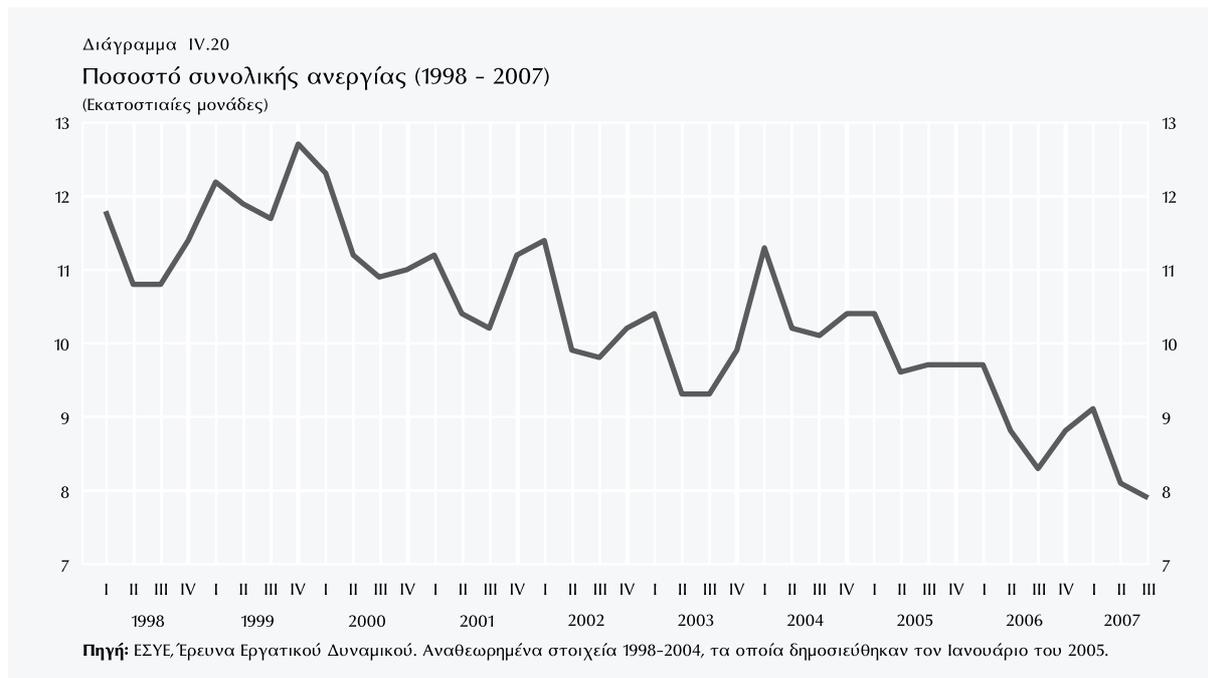
³⁹ Η άνοδος της απασχόλησης στη δημόσια διοίκηση κατά 1,6% προήλθε κυρίως από άνοδο της απασχόλησης στις δημόσιες υπηρεσίες, ενώ ο αριθμός των απασχολούμενων στην τοπική αυτοδιοίκηση, μετά τη σημαντική αύξησή του το 2006, φαίνεται ότι υποχώρησε το 2007. Οι εξελίξεις αυτές επιβεβαιώνονται, σε γενικές γραμμές, και από τα στοιχεία που παρουσιάζονται στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του έτους 2008 (Πίνακας 3.15).

Πίνακας IV.10

Αριθμός απασχολουμένων, μέσες εβδομαδιαίες ώρες εργασίας και ποσοστό απασχολουμένων με λιγότερες από 30 ώρες εργασίας την εβδομάδα, 2006 και 2007 (Ιανουάριος-Σεπτέμβριος)

Κλάδος οικονομικής δραστηριότητας	Απασχο- λούμενοι, 9μηνιο 2006 (σε χιλιάδες)	Απασχο- λούμενοι, 9μηνιο 2007 (σε χιλιάδες)	Εκποστισια μεταβολή (%)	Συμβολή στη συνολική μεταβολή της επασχόλησης (εκατ. μονάδες)	Εβδομαδιαίες ώρες εργασίας ανά απασχο- λούμενο, 9μηνιο 2006	Εβδομαδιαίες ώρες εργασίας ανά απασχο- λούμενο, 9μηνιο 2007	Εκποστισια μεταβολή (%)	Ποσοστό % απασχο- λούμενων με λιγότερες από 30 ώρες εργασίας, εβδομαδιαίως 9μηνιο 2006	Ποσοστό % απασχο- λούμενων με λιγότερες από 30 ώρες εργασίας, εβδομαδιαίως 9μηνιο 2007
Πρωτογενής τομέας	534,7	520,9	-2,6	-0,3	37,0	36,9	-0,4	29,0	29,8
Μη αγροτικός επιχειρηματικός τομέας									
Δευτερογενής τομέας	979,7	1.013,5	3,5	0,8	41,4	41,3	-0,3	6,5	6,5
Μεταποίηση	560,6	560,7	0,02	0,0	42	41,6	-1,0	5,1	5,6
Παροχή ηλεκτρισμού, φωταερίου και νερού	40,7	41,5	1,9	0,02	38,6	37,9	-1,8	3,0	5,3
Ορυχεία και λατομεία	18,0	18,3	1,8	0,01	42,1	41,7	-0,8	2,3	3,4
Κατασκευές	360,4	393,1	9,1	0,7	40,7	41,1	1,0	9,2	8,1
Τριτογενής τομέας	1.927,3	1.949,7	1,2	0,5	43,4	42,7	-1,7	7,4	8,5
Εμπόριο	790,2	798,6	1,1	0,2	43,6	43,0	-1,4	6,6	7,1
Ξενοδοχεία και εστιατόρια	299,4	313,2	4,6	0,3	47,2	46,5	-1,5	9,6	10,3
Μεταφορές και επικοινωνίες	283,8	267,5	-5,7	-0,4	45,3	44,7	-1,3	4,4	5,1
Ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, διαχείριση ακίνητης περιουσίας, άλλες επιχειρηματικές δραστηριότητες	553,9	570,4	3	0,4	40,1	39,1	-2,5	8,7	11,0
Σύνολο επιχειρηματικού τομέα	2.907,0	2.963,3	1,9	1,3	42,7	42,2	-1,3	7,1	7,8
Μη αγοραίες υπηρεσίες									
Δημόσια διοίκηση	380,2	386,2	1,6	0,1	37,6	37,1	-1,4	6,1	7,4
Εκπαίδευση	328,4	322,7	-1,7	-0,1	22,5	21,1	-6,1	56,8	61,5
Υγεία και κοινωνική μέριμνα	225,6	240,5	6,6	0,3	38	36,9	-2,7	7,5	10,0
Λοιπές μη αγοραίες υπηρεσίες	73,1	73,2	0,2	0,0	38,8	38,4	-1,1	21,5	22,9
Σύνολο μη αγοραίων υπηρεσιών	1.007,3	1.022,6	1,5	0,3	32,9	32,1	-2,3	24,1	26,2
Σύνολο οικονομίας	4.449,0	4.506,8	1,3	1,3	39,8	39,3	-1,3	13,6	14,5

Πηγή: Επεξεργασία τριμηνιαίων στοιχείων της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού της Γ.Γ. της ΕΣΥΕ.



Η αύξηση του συνολικού αριθμού των απασχολούμενων ηλικίας 15-64 ετών με υψηλότερο ρυθμό από ό,τι ο πληθυσμός των ηλικιών αυτών είχε συνέπεια το ποσοστό απασχόλησης (δηλαδή οι απασχολούμενοι ως ποσοστό του πληθυσμού της ίδιας ηλικίας) να διαμορφωθεί σε 61,3% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007, έναντι 61,0% την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Η άνοδος αυτή του ποσοστού απασχόλησης προήλθε από τα άτομα ηλικίας 30-64 ετών (των οποίων το ποσοστό απασχόλησης αυξήθηκε από 67,8% σε 68,0%), ενώ το ποσοστό απασχόλησης των νεότερων σε ηλικία ατόμων υποχώρησε οριακά (από 43,8% σε 43,6%).⁴⁰

Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΕΔ (για την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2007) και του ΟΑΕΔ (για τους εγγεγραμμένους ανέργους κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2007), ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε σε σύγκριση με το 2006. Βάσει του ορισμού και των στοιχείων της ΕΕΔ, ο μέσος αριθμός των ανέργων το δεκάμηνο του 2007 ήταν 408 χιλιάδες άτομα, δηλαδή μικρότερος κατά 23,6 χιλιάδες από ό,τι

την αντίστοιχη περίοδο του 2006, και το ποσοστό ανεργίας διαμορφώθηκε σε 8,3% την ίδια περίοδο του 2007, έναντι 8,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2006 (βλ. Διάγραμμα IV.20 για τις εξελίξεις με βάση τα τριμηνιαία στοιχεία).

Υποχώρηση του αριθμού των ανέργων το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 (για το οποίο είναι διαθέσιμα πιο αναλυτικά στοιχεία) παρατηρήθηκε σχεδόν σε όλες τις ηλικιακές ομάδες, με εξαίρεση την ηλικιακή ομάδα 25-29 ετών, όπου παρατηρήθηκε οριακή αύξηση.

Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές της απασχόλησης τόσο στο λιανικό εμπόριο όσο και στις υπηρεσίες,⁴¹ όπως εκτιμώνται από τις ίδιες τις επιχειρήσεις τον Ιανουάριο του 2008, φαίνεται να είναι έντονα θετικές, και μάλιστα πολύ πιο

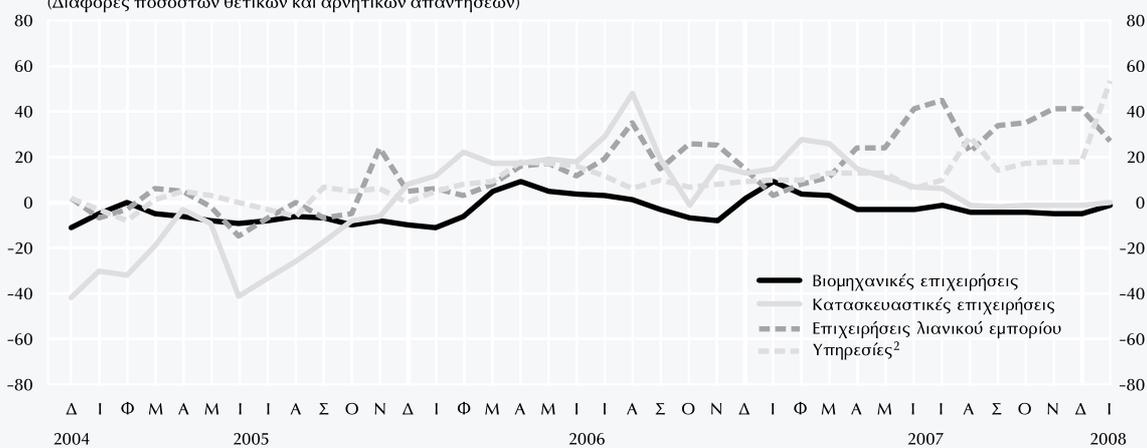
⁴⁰ Η συμβολή της ηλικιακής ομάδας 15-29 στη διαμόρφωση του συνολικού ποσοστού απασχόλησης είναι μικρή, καθώς το ποσοστό του πληθυσμού στις ηλικίες αυτές ήταν 27,3% το εννεάμηνο του 2007 (28,2% το εννεάμηνο του 2006).

⁴¹ Στη σχετική έρευνα συγκυρίας του ΙΟΒΕ οι υπηρεσίες δεν περιλαμβάνουν τις τράπεζες και το λιανικό εμπόριο.

Διάγραμμα IV.21

Προσδοκίες των επιχειρήσεων¹ για την απασχόληση
(Δεκέμβριος 2004 - Ιανουάριος 2008)

(Διαφορές ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων)



1 Οι απαντήσεις των επιχειρήσεων αφορούν την προοπτική αύξησης του αριθμού των απασχολουμένων κατά την προσεχή περίοδο.
2 Δεν περιλαμβάνονται οι τράπεζες και οι επιχειρήσεις λιανικού εμπορίου.

Πηγή: ΙΟΒΕ, Έρευνα Οικονομικής Συγκυρίας.

Πίνακας IV.11

Προσδοκίες των επιχειρήσεων για την απασχόληση

(Διαφορές σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων)

	Ιανουάριος 2008	Ιανουάριος 1998 – Ιανουάριος 2008		
		Μέση τιμή	Μέγιστη τιμή	Ελάχιστη τιμή
Βιομηχανία	-1	-2	14 (Μάιος 2002)	-17 (Δεκ. 2004)
Κατασκευές	0	19	60 (Μάρτ. 2000)	-64 (Σεπτ. 2004)
Υπηρεσίες (εκτός λιανικού εμπορίου-τραπεζών)	27	5	38 (α' τρ. 2000)	-37 (β' τρ. 2001)
Λιανικό εμπόριο	53	14	56 (Νοέμ. 1998)	-15 (Ιουλ. 2005)

Πηγή: Έρευνες Συγκυρίας ΙΟΒΕ.

θετικές από ό,τι το 2007 ή κατά μέσον όρο στην περίοδο 1998-2007. Στη βιομηχανία και τις κατασκευές όμως, οι επιχειρήσεις αναμένουν μικρή μείωση και στασιμότητα της απασχόλησης αντίστοιχα. Οι προοπτικές στον κλάδο των κατασκευών είναι σημαντικά δυσμενέστερες από ό,τι κατά μέσον όρο στην περίοδο 1998-2007 (βλ. Διάγραμμα IV.21 και Πίνακα IV.11).

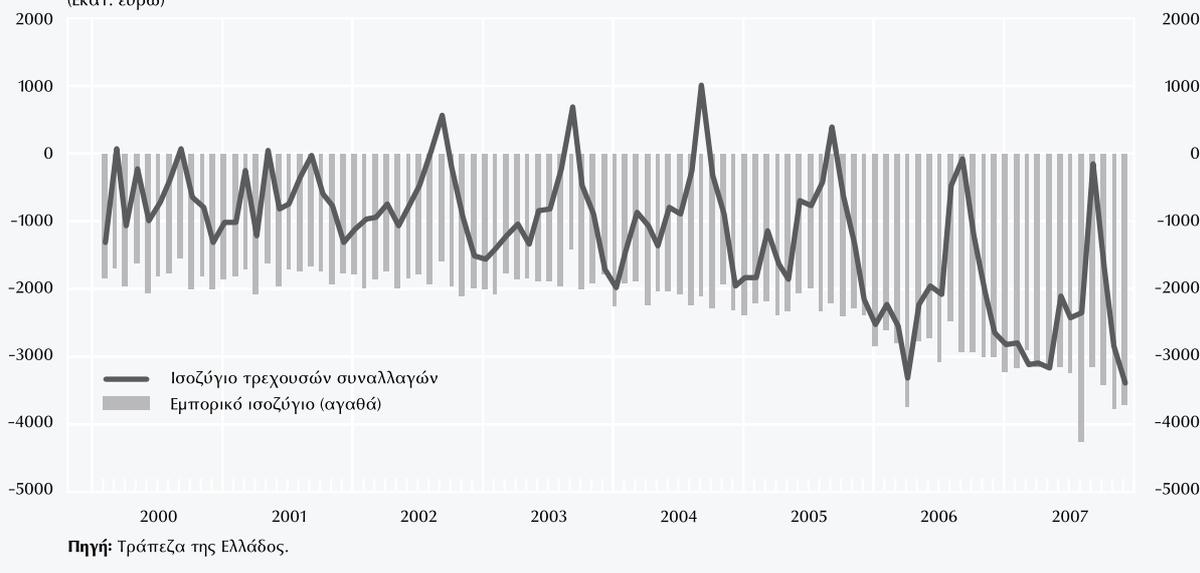
Παρά τις θετικές εξελίξεις το 2007 όσον αφορά την απασχόληση και την ανεργία, φαίνεται ότι

η ελληνική οικονομία χαρακτηρίζεται ακόμη από μικρότερη δυνατότητα δημιουργίας θέσεων εργασίας σε σύγκριση με άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ.⁴² Πιθανές εξηγήσεις για

⁴² Το συμπέρασμα αυτό προκύπτει από τη σύγκριση των ρυθμών ανάπτυξης με τους ρυθμούς άνοδου της απασχόλησης. Ειδικότερα, στη ζώνη του ευρώ το εννεάμηνο του 2007 ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης 2,8% συνοδεύθηκε από άνοδο της απασχόλησης με ετήσιο ρυθμό 1,9%. Στην Ελλάδα, παρότι στο ίδιο διάστημα ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν σημαντικά υψηλότερος (4,1%), η άνοδος της απασχόλησης ήταν μικρότερη (1,3%).

Διάγραμμα IV.22

Εμπορικό ισοζύγιο και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (Ιανουάριος 2000 - Νοέμβριος 2007)
(Εκατ. ευρώ)



την απόκλιση αυτή είναι η συνεχιζόμενη αναδιάρθρωση της ελληνικής οικονομίας, με κυριότερο χαρακτηριστικό τη σημαντική συρρίκνωση της αγροτικής οικονομίας που έχει οδηγήσει σε απώλεια μεγάλου αριθμού θέσεων εργασίας⁴³ (απώλεια που δεν έχει ακόμη αντισταθμιστεί από τη δημιουργία θέσεων σε άλλους τομείς), η σχετικά λιγότερο εκτεταμένη χρήση των ευέλικτων μορφών απασχόλησης,⁴⁴ καθώς και ορισμένες αναντιστοιχίες μεταξύ της ζήτησης και της προσφοράς στην αγορά εργασίας.⁴⁵

5. Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών: εξελίξεις και προοπτικές

5.1 Προσδιοριστικοί παράγοντες του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών

Η διαμόρφωση του ελλείμματος του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών σε υψηλά επίπεδα τα τελευταία χρόνια (βλ. Διάγραμμα IV.22) αντανακλά εξ ορισμού τη σημαντική υστέρηση της

εγχώριας αποταμίευσης έναντι των εγχώριων επενδύσεων, δηλαδή την υπερβάλλουσα εγχώρια ζήτηση που υπάρχει στην ελληνική οικονομία την ίδια περίοδο, σε αντίθεση με ό,τι συμβαίνει στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Πρέπει να σημειωθεί ότι ως ποσοστό του ΑΕΠ η μεν αποταμίευση είναι σημαντικά χαμηλότερη από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, οι δε επενδύσεις είναι αισθητά

⁴³ Η μέτρηση του ετήσιου ρυθμού μεταβολής της απασχόλησης στον πρωτογενή τομέα για μεγάλη χρονική περίοδο δυσχεραίνεται από τις ασυνέχειες που παρουσιάζει η ΕΕΔ. Όμως, από τα στοιχεία της απογραφής πληθυσμού προκύπτει ότι τη δεκαετία 1991-2001 ο μέσος ετήσιος ρυθμός μείωσης του αριθμού των απασχολούμενων στον πρωτογενή τομέα ήταν της τάξεως του -0,8%, ενώ για την περίοδο 2005-2007 από τα στοιχεία της ΕΕΔ προκύπτει ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός μείωσης ήταν ακόμη μεγαλύτερος (της τάξεως του -1,4%).

⁴⁴ Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το ποσοστό της μερικής απασχόλησης στην Ελλάδα διαμορφώθηκε σε 5,7% το 2006, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό στη ζώνη του ευρώ ήταν 19,6% και στην ΕΕ-15 18,1%.

⁴⁵ Η αναντιστοιχία προκύπτει από το γεγονός ότι, παρά το σχετικά υψηλό ποσοστό ανεργίας, φαίνεται ότι υπάρχουν ακόμη κενές θέσεις εργασίας (στο εννεάμηνο του 2007 οι κενές θέσεις στο μη αγροτικό επιχειρηματικό τομέα αντιστοιχούσαν σε ποσοστό 2,7% των θέσεων μισθωτής απασχόλησης του τομέα αυτού), ενώ ταυτόχρονα αυξάνεται το ποσοστό των επιχειρήσεων που αναφέρουν ότι η έλλειψη του κατάλληλου εργατικού δυναμικού παρεμποδίζει την παραγωγική δραστηριότητά τους (το ποσοστό αυτό στις υπηρεσίες ήταν 7% το 2007 έναντι 3% στο διάστημα 2004-2006).

Πίνακας IV.12

Ελλάδα: αναθεωρημένοι δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)¹

(Μέσα επίπεδα έτους, ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Πραγματική ΣΣΙ			
	Ονομαστική ΣΣΙ	Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή	Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση	Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας
2001	1,1	1,0	3,4	0,6
2002	1,9	2,8	4,5	3,7
2003	4,5	5,3	7,9	4,9
2004	1,4	1,9	6,0	4,2
2005	-0,7	0,3	4,9	-0,5
2006	0,1	1,0	4,3	2,1
2007 ²	1,4	1,9	4,4	2,8
Σωρευτική εκατοστιαία μεταβολή επταετίας 2001-2007	9,9	15,0	41,1	19,2

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

2 Προσωρινά στοιχεία και εκτιμήσεις.

Πηγές: Συναλλαγματικές ισοτιμίες: ΕΚΤ, ισοτιμίες αναφοράς του ευρώ.

Τιμές καταναλωτή ΔΤΚ: ΕΚΤ, εναρμονισμένος ΔΤΚ όπου υπάρχει.

Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση και στο σύνολο της οικονομίας: Για την Ελλάδα: εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος και για τις άλλες χώρες: ΕΚΤ.

υψηλότερες. Στη διαμόρφωση του ελλείμματος σε υψηλά επίπεδα συντελούν ταυτόχρονα το χαμηλό επίπεδο της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας και η συνεχής υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας ως προς τις τιμές, κυρίως λόγω της διαφοράς του πληθωρισμού και, σε μικρότερη έκταση, λόγω της ανατίμησης του ευρώ.⁴⁶ Επιπρόσθετα, η μεγάλη αύξηση του ελλείμματος μεταξύ του 2005 και του 2007 οφείλεται στην αύξηση των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων, των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων, καθώς και των καθαρών πληρωμών τόκων-μερισμάτων-κερδών. Σύμφωνα με τις υπάρχουσες ενδείξεις, οι ανωτέρω παράγοντες τείνουν να

διαμορφώσουν ένα περιβάλλον τουλάχιστον εξ ίσου δυσμενές για τις εξωτερικές συναλλαγές της Ελλάδος και κατά το τρέχον έτος.

46 Η επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας ως προς τις τιμές είναι μεγάλη τα τελευταία χρόνια, δεδομένου ότι η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τις τιμές καταναλωτή αυξήθηκε σωρευτικά κατά 15% μεταξύ του 2000 και του 2007, ενώ μόνο για το 2007 η επιδείνωση ανήλθε σε 1,9%. Επίσης, το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, εκφρασμένο σε κοινό νόμισμα, αυξήθηκε σωρευτικά κατά 19% στο σύνολο της οικονομίας (2,8% μόνο το 2007) και κατά 41% στη μεταποίηση (4,4% μόνο το 2007). Οι αυξήσεις αυτές ισοδυναμούν με αντίστοιχες απώλειες ανταγωνιστικότητας (βλ. Πίνακα IV.12). Την επταετία 2001-2007 η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (σταθμισμένη με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος) αυξήθηκε σωρευτικά κατά 9,9% (ανατίμηση του ευρώ), ενώ μόνο το 2007 η ανατίμηση ήταν 1,4%. Βλ. και Τμήμα 1 του παρόντος κεφαλαίου.

5.2 Σύνοψη εξελίξεων του 2007⁴⁷ και προοπτικές για το 2008

Το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ανήλθε σε 27,3 δισεκ. ευρώ έναντι 20,9 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2006, δηλαδή αυξήθηκε κατά 31,1%, έναντι εκτιμώμενης αύξησης του ετήσιου ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές κατά 7,2%. Έτσι το έλλειμμα κατά το ενδεκάμηνο διαμορφώθηκε σε 11,9% του ετήσιου ΑΕΠ, έναντι 9,7% την αντίστοιχη περίοδο του 2006.⁴⁸

Στη διεύρυνση κατά 6,5 δισεκ. ευρώ του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών συνέβαλαν κατά 50,4% η αύξηση του εμπορικού ελλείμματος εκτός καυσίμων και πλοίων, κατά 29,3% η αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου των πλοίων και κατά 26,5% η άνοδος του ελλείμματος του ισοζυγίου των εισοδημάτων (σχεδόν αποκλειστικά των καθαρών πληρωμών τόκων μερισμάτων-κερδών). Στην άνοδο του ελλείμματος συνέβαλαν επίσης κατά 11,3% η μείωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών μεταβιβάσεων και, σε πολύ περιορισμένη έκταση (1,6%), η μικρή αύξηση των καθαρών πληρωμών για καύσιμα. Αντίθετα, σημειώθηκε αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου των υπηρεσιών, η οποία εν μέρει αντιστάθμισε τις εξελίξεις αυτές, συμβάλλοντας κατά 19,1% σε μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Ταυτόχρονα, το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαιακών μεταβιβάσεων αυξήθηκε κατά 396 εκατ. ευρώ. Έτσι, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων διευρύνθηκε κατά 6,1 δισεκ. ευρώ και ανήλθε στα 24,4 δισεκ. ευρώ.

Για ολόκληρο το 2007 εκτιμάται ότι το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τελικά

θα φθάσει περίπου το 14% του αναθεωρημένου ΑΕΠ, έναντι 11,1% το 2006, δηλαδή σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, ενώ το έλλειμμα του συνολικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων θα φθάσει το 12%, έναντι 9,6% το 2006.⁴⁹ Οι εκτιμήσεις αυτές λαμβάνουν υπόψη ότι το Δεκέμβριο του 2007 διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα η διεθνής τιμή του πετρελαίου, καταβλήθηκε η αναδρομική εισφορά της Ελλάδος στον Κοινοτικό Προϋπολογισμό (ύψους 1,1 δισεκ. ευρώ, λόγω της αναθεώρησης του ΑΕΠ), η οποία επιβαρύνει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών,⁵⁰ ενώ καταγράφηκαν σημαντικές εισροές πόρων από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της ΕΕ, οι οποίες αύξησαν το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαιακών μεταβιβάσεων (βλ. παρακάτω).

Οι προοπτικές μείωσης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά τα αμέσως επόμενα έτη δεν είναι ιδιαίτερα ευοίωνες και εκτιμάται ότι το έλλειμμα ενδέχεται να αυξηθεί περαιτέρω ως ποσοστό του ΑΕΠ το 2008. Η εκτίμηση αυτή λαμβάνει υπόψη το χαμηλό επίπεδο της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας και τη συνεχιζόμενη υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας ως προς τις τιμές, καθώς και ορισμένους ειδικότερους παράγοντες. Συγκεκριμένα, όπως αναφέρθηκε στο Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου, η αύξηση των εξαγωγών αγαθών θα επιβραδυνθεί το 2008, μεταξύ άλλων λόγω της αναμενόμενης κάμψης του ρυθμού ανόδου του παγκόσμιου εμπορίου, ενώ το υψηλό επίπεδο των

47 Η ανάλυση αφορά το ενδεκάμηνο επειδή τα στοιχεία του μηνός Δεκεμβρίου δεν είναι ακόμη διαθέσιμα.

48 Τα ποσοστά αυτά υπολογίζονται βάσει του αναθεωρημένου ΑΕΠ.

49 Υπενθυμίζεται ότι το ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων παρουσιάζει πλεόνασμα.

50 Χωρίς την επιβάρυνση αυτή, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εκτιμάται ότι θα διαμορφωνόταν στο 13,5% του ΑΕΠ.

τιμών των καυσίμων και η δαπάνη για αγορές πλοίων θα αποτελούν παράγοντες σημαντικής επιβάρυνσης του εμπορικού ισοζυγίου. Βεβαίως, η δαπάνη για αγορές πλοίων είναι επενδυτική και αναμένεται ότι θα οδηγήσει σε άνοδο των εισπράξεων από μεταφορικές υπηρεσίες κατά τα επόμενα έτη και συνεπώς σε περιορισμό του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μεσοπρόθεσμα. Ταυτόχρονα, το ισοζύγιο εισοδημάτων θα επιβαρύνεται συνεχώς περισσότερο από την καταβολή τόκων, καθώς διευρύνεται το τμήμα του χρέους που διακρατείται από ξένους επενδυτές.

5.3 Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007

5.3.1 Εμπορικό ισοζύγιο

Η διεύρυνση του συνολικού ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου κατά 5,3 δισεκ. ευρώ οφείλεται στην αύξηση κυρίως του εμπορικού ελλείμματος των αγαθών εκτός καυσίμων και πλοίων και δευτερευόντως των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων, ενώ οι καθαρές πληρωμές για εισαγωγές καυσίμων αυξήθηκαν ελάχιστα.

Όσον αφορά το εμπορικό ισοζύγιο εκτός πλοίων και καυσίμων, η σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των εισπράξεων από εξαγωγές εκτός καυσίμων και πλοίων στο 4,9% (από 14,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2006) οφείλεται στη συνεχή επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων και στη, λόγω αυτής, απώλεια μεριδίων σε σημαντικές διεθνείς αγορές, στις οποίες τα ελληνικά προϊόντα δεν κατόρθωσαν να επωφεληθούν από τους υψηλούς ρυθμούς ανόδου της συνολικής εξωτερικής ζήτησης. Αν μάλιστα ληφθεί υπόψη και η μικρή μόνο επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των πληρωμών για αντίστοιχες εισαγωγές στο 11,9% (από 14,1% την

αντίστοιχη περίοδο του 2006), σε συνδυασμό με το γεγονός ότι η αξία των εισαγωγών είναι πολλαπλάσια εκείνης των εξαγωγών, η διεύρυνση του εμπορικού ελλείμματος συνεχίζεται με αμείωτο ρυθμό.⁵¹

Σύμφωνα με τα αναλυτικά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος για το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 (βλ. Πίνακα IV.13), επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου ή μείωση των εισπράξεων από εξαγωγές παρατηρείται στις περισσότερες κατηγορίες προϊόντων. Σημαντική επιτάχυνση της αύξησης των εισπράξεων παρατηρείται στην κατηγορία “μηχανές-συσσκευές”, ενώ ειδική περίπτωση αποτελεί η κατηγορία “μεταφορικά μέσα εκτός πλοίων”. Στην τελευταία, η σημαντική άνοδος των εισπράξεων οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην πρακτική επανεξαγωγής προς τις χώρες της ευρύτερης περιοχής καινούργιων αυτοκινήτων που εισάγονται στην Ελλάδα από τις χώρες παραγωγής τους, καθώς και στην εξαγωγή μεταχειρισμένων αυτοκινήτων, με συνέπεια η συγκεκριμένη κατηγορία να εμφανίζει παράλληλα και σημαντική άνοδο των πληρωμών για εισαγωγές.

Ο ρυθμός ανόδου των πληρωμών για εισαγωγές συνολικά επιβραδύνθηκε. Σημαντική επιτάχυνση εμφάνισε όμως ο ρυθμός ανόδου της δαπάνης για εισαγωγές στην κατηγορία “μηχανές-συσσκευές”, η οποία περιλαμβάνει τόσο

⁵¹ Η εικόνα των εμπορευματικών συναλλαγών είναι γενικά παρόμοια και βάσει των διαθέσιμων προσωρινών στοιχείων της ΕΣΥΕ (για το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007). Υπενθυμίζεται ότι οι διαφορές μεταξύ των στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος για τις εμπορευματικές συναλλαγές και εκείνων της ΕΣΥΕ οφείλονται σε πολλούς παράγοντες, κυριότερος των οποίων είναι ότι τα πρώτα αφορούν εισπράξεις και πληρωμές κυρίως μέσω του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, ενώ τα στοιχεία της ΕΣΥΕ βασίζονται σε τελωνειακά στοιχεία για τις συναλλαγές με χώρες εκτός ΕΕ, και σε φορολογικά στοιχεία (INTRASTAT) για τις συναλλαγές εντός της ΕΕ και, παράλληλα, υπόκεινται στο ενδεχόμενο αναθεώρησης επί μεγάλο χρονικό διάστημα.

Πίνακας IV.13

Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά κατηγορία προϊόντων (εκτός καυσίμων και πλοίων)
(Ιανουάριος – Νοέμβριος)

A. Εισπράξεις από εξαγωγές

	Εκατοστιαία συμμετοχή κάθε κατηγορίας προϊόντος στο σύνολο των εισπράξεων από εξαγωγές			Εκατοστιαία μεταβολή των εισπράξεων από εξαγωγές	
	2005	2006	2007*	2006/2005	2007*/2006
Αγροτικά προϊόντα	20,7	19,9	18,3	10,1	-3,7
Χημικά, πλαστικά	13,8	13,5	12,1	11,9	-5,8
Μεταλλουργία ¹	14,6	18,3	20,2	43,5	15,6
Μηχανές, συσκευές	6,5	6,4	10,2	11,9	68,6
Μεταφορικά μέσα εκτός πλοίων	1,8	2,2	3,3	38,9	57,9
Λοιποί κλάδοι μεταποίησης ¹	18,7	15,7	15,2	-3,8	1,5
Μη ταξινομημένα αγαθά ²	23,9	24,0	21,3	15,2	-9,4
Σύνολο (χωρίς καύσιμα και πλοία)	100,0	100,0	100,6	14,5	4,9

B. Δαπάνη για εισαγωγές

	Εκατοστιαία συμμετοχή κάθε κατηγορίας προϊόντος στο σύνολο της δαπάνης για εισαγωγές			Εκατοστιαία μεταβολή της δαπάνης για εισαγωγές	
	2005	2006	2007*	2006/2005	2007*/2006
Αγροτικά προϊόντα	14,2	13,9	14,1	11,9	13,3
Χημικά, πλαστικά	17,0	16,1	15,5	8,2	7,7
Μεταλλουργία ¹	10,5	11,5	11,8	25,4	15,0
Μηχανές, συσκευές	19,1	17,8	18,7	5,8	17,6
Διαρκή καταναλωτικά αγαθά	3,2	2,8	3,4	-0,1	36,4
Κεφαλαιακά αγαθά	11,5	10,9	11,5	8,3	17,4
H/Y	2,1	1,9	1,8	4,7	6,4
Ενσύρματη & κινητή τηλεφωνία	2,3	2,1	1,9	2,7	3,8
Μεταφορικά μέσα εκτός πλοίων	14,9	16,1	16,6	23,6	15,2
Επιβατικά αυτοκίνητα	7,6	7,6	7,7	15,1	12,7
Λοιποί κλάδοι μεταποίησης ¹	23,3	22,4	22,2	9,9	10,8
Λοιπά αγαθά	0,2	0,1	0,1	-32,8	-15,2
Μη ταξινομημένα αγαθά ²	0,9	2,1	1,1	163,3	-40,9
Σύνολο (χωρίς καύσιμα και πλοία)	100,0	100,0	100,0	14,1	11,9

1 Περιλαμβάνονται και οι χρησιμοποιούμενες πρώτες ύλες.

2 Προϊόντα για τα οποία δεν αναφέρεται κωδικός.

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

διαρκή καταναλωτικά όσο και κεφαλαιακά αγαθά και καλύπτει σχεδόν το 20% της συνολικής δαπάνης για εισαγωγές (βλ. Πίνακα IV.13). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη συνεχιζόμενη αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων με υψηλό ρυθμό.

Όσον αφορά τη σύνθεση των εξαγωγών κατά τόπο προορισμού σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα αναλυτικά στοιχεία της ΕΣΥΕ (που αναφέρονται στην περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου

2007 – βλ. Πίνακα IV.14), οι εισπράξεις από εξαγωγές προς τις περισσότερες αγορές εμφάνισαν επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου τους ή μειώθηκαν. Μεταξύ άλλων, αυξήθηκαν με πολύ χαμηλό ρυθμό οι εισπράξεις από εξαγωγές προς τη ζώνη του ευρώ, ενώ η αύξηση των εισπράξεων από εξαγωγές προς την ΕΕ-27 οφείλεται κυρίως στην άνοδο των εξαγωγών προς τις 12 νέες χώρες-μέλη της ΕΕ. Αξίζει να σημειωθεί ότι με την ένταξη της Βουλγαρίας και της Ρουμανίας στην ΕΕ το μερίδιο των ελληνικών εξαγωγών που

Πίνακας IV.14

Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά γεωγραφική περιοχή*

(Ιανουάριος - Νοέμβριος)

A. Εξαγωγές

	Εκατοστιαία συμμετοχή στο σύνολο της αξίας των εξαγωγών			Εκατοστιαία μεταβολή της αξίας των εξαγωγών	
	2005	2006	2007	2005/2006	2006/2007
Ευρωπαϊκή Ένωση-27	62,0	63,1	64,9	21,6	7,0
Ευρωπαϊκή Ένωση-15	45,7	44,4	43,1	16,2	1,0
Ζώνη του ευρώ	37,2	37,9	37,1	21,9	1,9
Βουλγαρία	5,8	6,4	6,4	30,1	4,9
Ρουμανία	2,9	3,5	4,5	45,5	33,3
ΟΟΣΑ ¹	8,4	6,9	7,1	-1,0	6,3
ΗΠΑ	5,3	4,3	4,0	-1,6	-4,2
Βαλκανικές χώρες ²	9,3	9,5	8,3	23,1	-8,9
Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών	2,8	3,0	3,2	29,2	9,7
Χώρες Β. Αφρικής & Μέσης Ανατολής ³	7,5	8,6	5,3	37,7	-36,0
Κίνα & Νοτιοανατολική Ασία ⁴	2,4	2,0	1,5	-0,8	-18,7
Άλλες χώρες	7,8	6,9	9,7	6,1	46,4
Σύνολο	100,0	100,0	100,0	19,5	4,0

B. Εισαγωγές

	Εκατοστιαία συμμετοχή στο σύνολο της αξίας των εισαγωγών			Εκατοστιαία μεταβολή της αξίας των εισαγωγών	
	2005	2006	2007	2005/2006	2006/2007
Ευρωπαϊκή Ένωση-27	58,8	56,4	57,4	12,0	11,7
Ευρωπαϊκή Ένωση-15	54,1	51,3	51,6	10,7	10,2
Ζώνη του ευρώ	48,2	45,7	46,3	10,4	11,2
Βουλγαρία	1,3	1,5	1,5	32,5	6,6
Ρουμανία	1,0	1,0	1,0	12,2	9,1
ΟΟΣΑ ¹	10,5	10,3	10,9	13,7	16,5
ΗΠΑ	3,6	1,8	2,3	-42,0	43,8
Βαλκανικές χώρες ²	3,1	3,6	4,0	32,4	24,9
Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών	9,0	8,9	7,8	15,3	-4,4
Χώρες Β. Αφρικής & Μέσης Ανατολής ³	9,8	10,7	8,9	27,3	-9,1
Κίνα & Νοτιοανατολική Ασία ⁴	5,5	5,1	6,8	8,8	45,5
Άλλες χώρες	3,2	5,0	4,1	78,9	-8,8
Σύνολο	100,0	100,0	100,0	16,6	9,7

1 Οι χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ οι οποίες δεν περιλαμβάνονται σε μια από τις άλλες κατηγορίες.

2 Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Κροατία, ΠΓΔΜ, Σερβία-Μαυροβούνιο και Τουρκία.

3 Οι κυριότεροι εμπορικοί εταίροι της Ελλάδος στη Βόρεια Αφρική και τη Μέση Ανατολή.

4 Οι κυριότεροι εμπορικοί εταίροι της Ελλάδος στη Νοτιοανατολική Ασία.

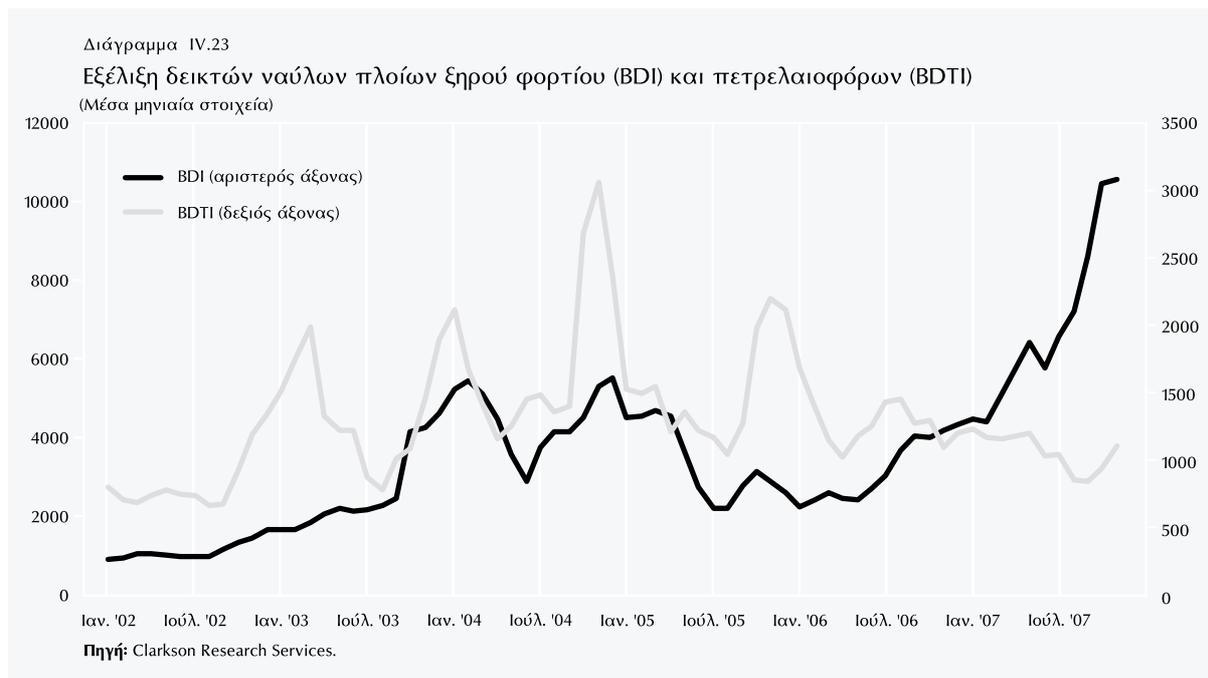
* Όλα τα στοιχεία είναι προσωρινά.

Πηγή: ΕΣΥΕ.

κατευθύνεται προς την ΕΕ φθάνει το 65%. Η σύνθεση της δαπάνης για εισαγωγές κατά τόπο προέλευσης δεν παρουσιάζει αξιόλογη μεταβολή διαχρονικά. Περισσότερο από το 55% των εισαγωγών προέρχεται από τις χώρες της ΕΕ-27.

5.3.2 Ισοζύγιο υπηρεσιών

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου των υπηρεσιών αυξήθηκε κατά 1,2 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007, κυρίως λόγω της



σημαντικής ανόδου των καθαρών εισπράξεων από υπηρεσίες μεταφορών. Οι καθαρές εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες παρέμειναν σχεδόν στάσιμες σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006, ενώ ταυτόχρονα αυξήθηκαν οι καθαρές πληρωμές για λοιπές υπηρεσίες.

Συγκεκριμένα, οι ακαθάριστες εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών αυξήθηκαν κατά 16,6%. Ειδικά οι ακαθάριστες εισπράξεις από την παροχή ναυτιλιακών υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 16,1%, λόγω της ανόδου των ναύλων πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου και της αύξησης της μεταφορικής ικανότητας του ελληνόκτητου στόλου, και παρά την καθοδική τάση των ναύλων πλοίων μεταφοράς πετρελαίου.⁵² Η άνοδος των ναύλων ξηρού φορτίου συνδέεται τόσο με την αύξηση της ζήτησης για θαλάσσιες μεταφορικές υπηρεσίες, κυρίως από την Κίνα και δευτερευόντως από την Ινδία, όσο και με τη “συμφόρηση” που σημειώνεται κυρίως στους λιμένες της Αυστραλίας και συντελεί στον περιορισμό των διαθέσιμων πλοίων. Πρέπει όμως να ληφθεί υπόψη ότι, λόγω των προσδοκιών για επιβρά-

δυνση της ανόδου της παγκόσμιας οικονομίας, οι ναύλοι πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου ενδέχεται να υποχωρήσουν από τα υψηλά επίπεδα στα οποία κυμάνθηκαν τους τελευταίους μήνες του 2007, ενώ και οι ναύλοι των πλοίων μεταφοράς πετρελαίου είναι πιθανό να παρουσιάσουν περαιτέρω μικρή μείωση, λόγω της συνεχιζόμενης αύξησης του παγκόσμιου στόλου των πετρελαιοφόρων (βλ. Διάγραμμα IV.23).

Οι ακαθάριστες εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες έμειναν σχεδόν στάσιμες. Αν και οι αφίξεις αλλοδαπών τουριστών αυξήθηκαν κατά 7%, ο αριθμός των διανυκτερεύσεων ανά άφιξη μειώθηκε κατά 9,8%, ενώ η δαπάνη ανά διανυκτέρευση αυξήθηκε κατά 3,7%.⁵³ Η στασιμότητα των

⁵² Το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007, ο δείκτης ναύλων για πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου BDI (Baltic Dry Index) αυξήθηκε κατά 122%, ενώ ο δείκτης ναύλων για πλοία μεταφοράς πετρελαίου BDTI (Baltic Dirty Tanker Index) μειώθηκε κατά 17% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

⁵³ Τα στοιχεία αυτά προκύπτουν από τη δειγματοληπτική έρευνα συνόρων που διενεργείται για την Τράπεζα της Ελλάδος (περίοδος Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007). Βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Δεκ. 2007, Πίνακες VI.13-15.

εσόδων από τουριστικές υπηρεσίες συνδέεται ταυτόχρονα με τη μεταβολή της σύνθεσης των αλλοδαπών τουριστών,⁵⁴ τη συμπίεση των τιμών του τουριστικού προϊόντος μέσω της καθιέρωσης προσφορών τύπου “all inclusive packages”⁵⁵ και ενδεχομένως την τιμολόγηση μέρους των κρατήσεων σε δολάρια ΗΠΑ. Εξάλλου, η ανατίμηση του ευρώ καθιστά άλλους προορισμούς (εκτός της ζώνης του ευρώ) πιο ανταγωνιστικούς.

5.3.3 Ισοζύγιο εισοδημάτων

Το έλλειμμα του ισοζυγίου των εισοδημάτων αυξήθηκε κατά 1,7 δισεκ. ευρώ, λόγω των αυξημένων καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται κυρίως με την αύξηση του τμήματος του δημόσιου χρέους που διακρατείται από κατοίκους εξωτερικού.

5.3.4 Ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων

Η μείωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου των τρεχουσών μεταβιβάσεων κατά 730 εκατ. ευρώ οφείλεται στη μείωση των καθαρών εισπράξεων του τομέα της γενικής κυβέρνησης από την ΕΕ κατά 387 εκατ. ευρώ και των καθαρών εισπράξεων των λοιπών τομέων (κυρίως μεταναστευτικών εμβασμάτων) κατά 343 εκατ. ευρώ. Σημειώνεται ότι οι τρέχουσες μεταβιβάσεις από την ΕΕ προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης μειώθηκαν κατά 150 εκατ. ευρώ, ενώ οι πληρωμές προς την ΕΕ αυξήθηκαν κατά 237 εκατ. ευρώ.⁵⁶

5.4 Το ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007

Το ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων⁵⁷ εμφάνισε πλεόνασμα 3,0 δισεκ. ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο, το οποίο είναι μεγαλύτερο κατά 396 εκατ. ευρώ από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2006 και αντανάκλα την αύξηση των κεφα-

λαιακών μεταβιβάσεων από την ΕΕ προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην επιτάχυνση του ρυθμού απορρόφησης των πόρων των Διαρθρωτικών Ταμείων βάσει του Γ' ΚΠΣ και συνδέεται με τα μέτρα που είχαν καθοριστεί κατά την αναθεώρησή του.⁵⁸

⁵⁴ Παρατηρείται μείωση των αφίξεων από τις χώρες υψηλού εισοδήματος, ενώ παρουσιάζουν σημαντική αύξηση οι αφίξεις από χώρες των Βαλκανίων και γενικά της ανατολικής Ευρώπης.

⁵⁵ Βλ. ΙΤΕΠ, *Ελληνική οικονομία και τουρισμός*, Τεύχος 24, Νοέμβριος 2007. Τα “ολοκληρωμένα πακέτα” (all inclusive packages) συνήθως περιλαμβάνουν τη μεταφορά, τη διαμονή και τη διατροφή των επισκεπτών, καθώς και ορισμένες επιπλέον υπηρεσίες (π.χ. νυκτερινή διασκέδαση, αθλητικές δραστηριότητες), και αποσκοπούν στη συγκράτηση του κόστους παροχής των υπηρεσιών.

⁵⁶ Οι τρέχουσες μεταβιβάσεις από την ΕΕ, περιλαμβάνουν κυρίως τις απολήψεις από το Τμήμα Εγγυήσεων του Ευρωπαϊκού Γεωργικού Ταμείου Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΕΓΓΠΕ) βάσει της λειτουργίας της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (ΚΑΠ), οι οποίες δεν έχουν σταθερή κατανομή κατά τη διάρκεια του έτους, και τις απολήψεις από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο, ενώ οι μεταβιβάσεις προς την ΕΕ περιλαμβάνουν κυρίως τις αποδόσεις προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό. Οι τρέχουσες μεταβιβάσεις σε μηνιαία και ετήσια βάση δεν αντιστοιχούν πάντοτε στα ποσά των άμεσων ενισχύσεων της ΚΑΠ ούτε στις τακτικές αποδόσεις προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό (ΚΠ), δεδομένου ότι διακινούνται και ορισμένα άλλα κονδύλια, όπως έκτακτες εισφορές, καθώς και επιστροφές κονδυλίων. Επισημαίνεται ότι η πρόσφατη αναθεώρηση του ΑΕΠ της Ελλάδος κατά 9,6%, πέραν της μόνιμης αύξησης της ετήσιας εισφοράς προς τον ΚΠ, συνεπάγεται και αναδρομικές εισφορές ύψους 1,1 δισεκ. ευρώ, οι οποίες επιβάρυναν –σε εθνολογιστική βάση– το δημοσιονομικό έλλειμμα του 2007. Το ποσό αυτό καταβλήθηκε στην ΕΕ στις αρχές Δεκεμβρίου και συνεπάγεται επίσης αντίστοιχη μείωση των καθαρών τρεχουσών μεταβιβάσεων του ισοζυγίου πληρωμών του έτους 2007.

⁵⁷ Οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις από την ΕΕ περιλαμβάνουν κυρίως τις απολήψεις από τα Διαρθρωτικά Ταμεία –πλην του Ευρωπαϊκού Κοινωνικού Ταμείου– και από το Ταμείο Συνοχής βάσει των ΚΠΣ.

⁵⁸ Τα μέτρα περιλαμβάνουν την αναθεώρηση ορισμένων προγραμμάτων του Γ' ΚΠΣ, τη μεταφορά στο Εθνικό Στρατηγικό Πλαίσιο Αναφοράς-ΕΣΠΑ 2007-2013 ορισμένων έργων τα οποία δεν θα έχουν ολοκληρωθεί μέχρι το 2008 και την αύξηση του ποσοστού της κοινοτικής χρηματοδότησης σε συγκεκριμένα έργα και προγράμματα του Γ' ΚΠΣ, η οποία συνεπάγεται θετική επίδραση στον εθνικό προϋπολογισμό. (Βλ. Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, 10η Επιτροπή Παρακολούθησης ΚΠΣ 2000-2006, Ιούνιος 2007). Υπενθυμίζεται ότι, σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές της ΕΕ σχετικά με το κλείσιμο των επιχειρησιακών προγραμμάτων (βλ. Απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής “Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με το κλείσιμο των παρεμβάσεων (2000-2006) των Διαρθρωτικών Ταμείων” (COM (2006) 3424), το Γ' ΚΠΣ έχει ήδη ολοκληρωθεί σε προγραμματικό επίπεδο, ενώ έως τις 31.12.2008 θα πρέπει να έχει ολοκληρωθεί και σε επίπεδο υλοποίησης. Για την πλήρη απορρόφηση των υπόλοιπων κοινοτικών κονδυλίων των προγραμμάτων του Γ' ΚΠΣ, η ελληνική κυβέρνηση έλαβε παράταση της προθεσμίας έως το 2009 για τα περιφερειακά προγράμματα που αφορούν τις πυρόπληκτες περιοχές και διαπραγματεύεται αντίστοιχη παράταση και για τα τομεακά προγράμματα (βλ. ομιλία Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών στη Βουλή για το ΕΣΠΑ 2007-2013, 1.11.2007). Επίσης, εντός του 2008 θα εισρεύσουν 100 εκατ. ευρώ από το Ταμείο Αλληλεγγύης ως συνδρομή για την αποκατάσταση πυρόπληκτων περιοχών.

Από την έναρξη υλοποίησης του Γ' ΚΠΣ το 2001 μέχρι τέλος Νοεμβρίου του 2007 είχαν εκταμιευθεί από τα Διαρθρωτικά Ταμεία 15,4 δισεκ. ευρώ, δηλαδή το 68% της προβλεπόμενης συνολικής κοινοτικής χρηματοδότησης (22,7 δισεκ. ευρώ), έναντι 52% της συνολικής κοινοτικής χρηματοδότησης μέχρι τέλος Νοεμβρίου του 2006, ενώ μέχρι τέλος του 2007 το ποσοστό αυτό εκτιμάται ότι έφθασε σε 75% περίπου.

Οι απολήψεις από το Τμήμα Εγγυήσεων του Ευρωπαϊκού Γεωργικού Ταμείου Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΕΓΤΠΕ) βάσει της αναθεωρημένης ΚΑΠ (η οποία στην Ελλάδα εφαρμόζεται σταδιακά από 1.1.2006) προσεγγίζουν τα 2,5 δισεκ. ευρώ ετησίως. Αν ληφθούν υπόψη και οι αποδόσεις της Ελλάδος προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό, προκύπτει ότι οι συνολικές καθαρές ετήσιες μεταβιβάσεις πόρων από την ΕΕ, τρέχουσες και κεφαλαιακές, θα κυμανθούν σε ταμειακή βάση στα 4,5 δισεκ. ευρώ το 2007, συμπεριλαμβανομένων των προκαταβολών του Εθνικού Στρατηγικού Πλαισίου Αναφοράς (ΕΣΠΑ), δηλαδή του Δ' ΚΠΣ 2007-2013, και στα 5 δισεκ. ευρώ το 2008. Τα ποσά αυτά αντιστοιχούν στο 2% του ΑΕΠ.⁵⁹

Όσον αφορά συνολικά τη δημοσιονομική περίοδο 2007-2013, η Ελλάδα έχει εξασφαλίσει κοινοτική χρηματοδότηση 24,3 δισεκ. ευρώ⁶⁰ για την εφαρμογή του ΕΣΠΑ, συμπεριλαμβανομένων των πόρων για την αγροτική ανάπτυξη.⁶¹ Παράλληλα, διαφαίνεται ότι οι άμεσες ενισχύσεις και επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ θα διατηρηθούν ως έχουν μέχρι το 2013, εκτός εάν ισχύσουν, πριν από το 2013, νέα μέτρα εφαρμογής της ΚΑΠ, δεδομένου ότι το μέλλον της θα επανεξεταστεί, στη διάρκεια του 2008, κατά τις διαπραγματεύσεις για τον Προϋπολογισμό της Ευρωπαϊκής

Ένωσης της προγραμματικής περιόδου 2014-2020.⁶² Όπως προαναφέρθηκε, η πρόσφατη αναθεώρηση του ΑΕΠ της Ελλάδος συνεπάγεται από το 2007 μόνιμη αύξηση της ετήσιας εισφοράς προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό, με ανάλογη επίπτωση στο δημόσιο έλλειμμα, ενώ δεν θα επηρεάσει το ύψος των ήδη συμφωνημένων ποσών μεταβιβάσεων από την ΕΕ για την περίοδο 2007-2013.⁶³ Δεδομένου ότι οι μεταβιβάσεις κοινοτικών πόρων βάσει του ΕΣΠΑ είναι σημαντικές, η πλήρης απορρόφηση και η αποτελεσματική χρήση τους θα συμβάλουν ουσιαστικά στην επίτευξη των αναπτυξιακών στόχων της χώρας, βάσει των προτεραιοτήτων που από κοινού έχουν τεθεί σε επίπεδο ΕΕ για τη νέα προγραμματική περίοδο.

⁵⁹ Τους μήνες Νοέμβριο και Δεκέμβριο του 2007 εισπράχθηκαν προκαταβολές από το ΕΣΠΑ 2007-2013 ύψους 401 εκατ. ευρώ. Υπενθυμίζεται ότι, σύμφωνα με τους σχετικούς κανονισμούς, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή καταβάλλει στην Ελλάδα και στα υπόλοιπα κράτη-μέλη της ΕΕ ως προκαταβολή του ΕΣΠΑ 2007-2013 το 5% της συνολικής χρηματοδότησης από τα Διαρθρωτικά Ταμεία τη διετία 2007-2008 και το 7,5% της συνολικής χρηματοδότησης του Ταμείου Συνοχής την τριετία 2007-2009.

⁶⁰ Το ποσό εκτιμάται σε τρέχουσες τιμές της περιόδου την οποία καλύπτει το Δ' ΚΠΣ.

⁶¹ Το ΕΣΠΑ, το οποίο περιλαμβάνει το εθνικό σχέδιο και τις εθνικές προτεραιότητες κατά την προγραμματική περίοδο 2007-2013, καθώς και το Εθνικό Στρατηγικό Σχέδιο Αγροτικής Ανάπτυξης και το Εθνικό Στρατηγικό Σχέδιο Ανάπτυξης Αλιείας εγκρίθηκαν στο τέλος Νοεμβρίου του 2007. Το 80% των παρεχόμενων κοινοτικών πόρων έχει προγραμματιστεί να διατεθούν στην περιφέρεια. Οι βασικές αρχές διαχείρισης και οι μηχανισμοί υλοποίησης του ΕΣΠΑ περιλαμβάνονται στον Ν. 3614/2007, που ψηφίστηκε στις 21.11.2007. Μέχρι το 2010 η Ελλάδα δικαιούται να απορροφά ετησίως 3 δισεκ. ευρώ, ενώ από το 2011 το ετήσιο ποσό μειώνεται ελαφρώς στα 2,8 δισεκ. ευρώ περίπου. Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων επιδιώκει μεγαλύτερη συμμετοχή στη χρηματοδότηση έργων του ΕΣΠΑ, ενώ στην υλοποίηση μέρους των έργων θα συμβάλει και ο ιδιωτικός τομέας σε σύμπραξη με τον δημόσιο (βάσει του Ν. 3389/2005).

⁶² Βλ. Commission of the European Communities, Communication from the Commission, "Preparing for the 'Health Check' of the CAP reform", COM (2007) 722, 20.11.2007.

⁶³ Όσον αφορά τις εισροές από το Ταμείο Συνοχής, υπενθυμίζεται ότι είναι επιλέξιμα τα κράτη-μέλη των οποίων το κατά κεφαλήν ΑΕΠ είναι χαμηλότερο από το 90% του αντίστοιχου κοινοτικού μέσου όρου. Η επιλεξιμότητα όλων των κρατών-μελών θα επανεξεταστεί το 2010 βάσει οικονομικών δεδομένων που θα αφορούν την ΕΕ-27 και ενδέχεται η Ελλάδα να αποτελέσει μέρος του συνολικού ποσού που έχει προβλεφθεί να λάβει από το Ταμείο Συνοχής για όλη την επταετία.

5.5 Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών
συναλλαγών την περίοδο
Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007

Οι χρηματοοικονομικές επενδύσεις, δηλαδή το άθροισμα των άμεσων επενδύσεων, των επενδύσεων χαρτοφυλακίου και των “λοιπών” επενδύσεων, παρουσίασαν καθαρή εισροή ύψους 24,1 δισεκ. ευρώ κατά το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007, έναντι 18,6 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου (καθαρή εισροή 13,4 δισεκ. ευρώ) και στις “λοιπές” επενδύσεις (καθαρή εισροή 13,1 δισεκ. ευρώ). Οι άμεσες επενδύσεις είχαν αρνητική συμβολή (καθαρή εκροή 2,4 δισεκ. ευρώ, έναντι καθαρής εισροής 1,2 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο το 2006).

Η σχετικά μεγάλη εκροή κεφαλαίων για άμεσες επενδύσεις (ύψους 3,4 δισεκ. ευρώ) οφείλεται κατά το ήμισυ στην ολοκλήρωση της εξαγοράς της Finansbank (Τουρκία) από την Εθνική Τράπεζα, ύψους 1,7 δισεκ. ευρώ.⁶⁴ Η εισροή κεφαλαίων για άμεσες επενδύσεις διαμορφώθηκε σε 992 εκατ. ευρώ, δηλαδή σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2006 (4,0 δισεκ. ευρώ).⁶⁵

Η καθαρή εισροή κεφαλαίων για επενδύσεις χαρτοφυλακίου σημείωσε μεγάλη αύξηση σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο το 2006. Ειδικότερα, οι τοποθετήσεις μη κατοίκων σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου κατά το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 ανήλθαν σε 23,9 δισεκ. ευρώ, έναντι 9,5 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Σημαντική αύξηση παρουσίασαν και οι αγορές μετοχών ελληνικών επιχειρήσεων από μη κατοίκους, οι οποίες αυξήθηκαν σε 7,7 δισεκ. ευρώ, από 5,1 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο το 2006. Επίσης, σημαντικές ήταν και οι τοποθετήσεις κατοίκων Ελλά-

δος σε ομόλογα του εξωτερικού, ύψους 14,2 δισεκ. ευρώ, οι οποίες αυξήθηκαν σε σχέση με το αντίστοιχο δεκάμηνο του 2006 (5,8 δισεκ. ευρώ), ενώ αντίθετα οι αγορές μετοχών του εξωτερικού από κατοίκους Ελλάδος περιορίστηκαν σε 0,8 δισεκ. ευρώ, από 2,3 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Τέλος, αξιοσημείωτη ήταν η αύξηση των τοποθετήσεων κεφαλαίων των κατοίκων Ελλάδος σε έντοκα γραμμάτια του εξωτερικού (3,1 δισεκ. ευρώ, έναντι 1,6 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2006).

Στην κατηγορία των “λοιπών” επενδύσεων, η καθαρή εισροή ύψους 13,1 δισεκ. ευρώ αντανάκλα το γεγονός ότι η εισροή κεφαλαίων μη κατοίκων, κυρίως για τοποθετήσεις σε καταθέσεις και γeros στην Ελλάδα, ήταν διπλάσια της εκροής κεφαλαίων κατοίκων, κατά κύριο λόγο για τοποθετήσεις σε καταθέσεις και γeros του εξωτερικού.

64 Άλλες σημαντικές επενδύσεις στο εξωτερικό από κατοίκους αφορούν την εκροή συνολικά 278 εκατ. ευρώ για την κεφαλαιακή ενίσχυση από την EFG Eurobank-Εργασίας ΑΕ των υποκαταστημάτων της στην Πολωνία καθώς και την αύξηση, ύψους 142 εκατ. ευρώ, της συμμετοχής της ίδιας τράπεζας (από 30% στο 70%) στο μετοχικό κεφάλαιο της τουρκικής Tekfenbank AS. Επιπλέον, σημαντικές επενδύσεις ελληνικών τραπεζών αφορούν εκροές ύψους 50, 38 και 26 εκατ. ευρώ στα Βαλκάνια για τη συμμετοχή της Τράπεζας Πειραιώς στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου των θυγατρικών της Piraeus Bank Romania στη Ρουμανία και Piraeus Bank στη Σερβία και της Tirana Bank στην Αλβανία, αντίστοιχα, καθώς και εκροή ύψους 55 εκατ. ευρώ για την εξαγορά της International Commerce Bank στην Ουκρανία από την ίδια τράπεζα.

65 Η σημαντικότερη επένδυση μη κατοίκων στην Ελλάδα αφορά την εισροή 322 εκατ. ευρώ για την απόκτηση από την Lafarge SA της συμμετοχής της Εθνικής Τράπεζας στο μετοχικό κεφάλαιο της ΑΓΕΤ Ηρακλής ΑΕ. Άλλες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα περιλαμβάνουν την εισροή: (α) 169 εκατ. ευρώ για τη συμμετοχή της Endesa Europe (Ισπανία) στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Endesa Hellas, (β) 110 εκατ. ευρώ για κάλυψη της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της Γενικής Τράπεζας από τη Société Générale (Γαλλία), (γ) 40 εκατ. ευρώ για την κάλυψη της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της ING Ελληνική Ασφάλειες Ζωής από τη μητρική της ING Continental (Ολλανδία), (δ) 30 εκατ. ευρώ που αφορούσαν τη συμμετοχή της TBU International (Λουξεμβούργο) στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Dionysus Leisure ΑΕ και (ε) 26 εκατ. ευρώ για την εξαγορά της Siemens Enterprises Communication ΑΕ από τη Nokia. Αρνητική εξέλιξη αποτέλεσε η εκροή 104 εκατ. ευρώ λόγω της αποχώρησης της General Biscuit SA από το μετοχικό κεφάλαιο της Μπισκότα Παπαδοπούλου ΑΕ.

Τέλος, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας αυξήθηκαν κατά 181 εκατ. ευρώ στη διάρκεια του ενδεκαμήνου Ιανουαρίου-Νοεμβρίου του τρέχοντος έτους, με αποτέλεσμα να διαμορφωθούν σε 2,35 δισεκ. ευρώ στο τέλος Νοεμβρίου του 2007. (Υπενθυμίζεται ότι από την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ τον Ιανουάριο του 2001 τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χρυσό, τη “συναλλαγματική θέση” στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα “ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα” και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συνάλλαγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.)

6. Δημοσιονομικές εξελίξεις

6.1 Τα δημοσιονομικά μεγέθη σε εθνολογιστική βάση

Το 2007 το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση διαμορφώθηκε σε 2,7% του ΑΕΠ, έναντι ελλείματος 2,5% του ΑΕΠ το 2006 και στόχου⁶⁶ για έλλειμμα 2,2% του ΑΕΠ. Παράλληλα, το πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης (σε εθνολογιστική βάση) μειώθηκε από 1,6% του ΑΕΠ το 2006 σε 1,2% το 2007.

Το ύψος του ελλείματος του 2007 προσδιορίστηκε σε σημαντικό βαθμό από μια σειρά έκτακτων παραγόντων και εξελίξεων, όπως π.χ. οι αναδρομικές εισφορές προς τον Κοινοτικό Προϋ-

πολογισμό λόγω της αναθεώρησης του ΑΕΠ, οι καταστροφικές πυρκαγιές του καλοκαιριού και οι έκτακτες εισπράξεις από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Μετά την αναθεώρηση του ΑΕΠ, το ενοποιημένο χρέος της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε κατά 9 εκατοστιαίες μονάδες και στο τέλος του 2007 διαμορφώθηκε στο 93,4% του ΑΕΠ,⁶⁷ έναντι 95,3% το 2006. Παρά τη σημαντική αυτή μείωση λόγω της αναθεώρησης του ΑΕΠ, το χρέος παραμένει το δεύτερο υψηλότερο στην ΕΕ.

6.2 Οι δημοσιονομικές εξελίξεις του ενδεκαμήνου Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 με βάση τα δημοσιονομικά στοιχεία

Σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους, στο ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 το έλλειμμα του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ) αυξήθηκε σε 4,2% του ΑΕΠ, έναντι 3,1% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Η διεύρυνση του ελλείματος αντανακλά τη μείωση του πρωτογενούς πλεονάσματος του ΚΠ, το οποίο, από 1,3% του ΑΕΠ το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2006, μηδενίστηκε το αντίστοιχο ενδεκάμηνο του 2007 (βλ. Πίνακα IV.15).

Κατά την υπό εξέταση περίοδο η διεύρυνση του ελλείματος του ΚΠ οφείλεται στην υπέρβαση των δαπανών τόσο του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ) όσο και του Προϋπολογισμού Δημόσιων Επενδύσεων (ΠΔΕ). Στην αύξηση του ελλείματος συνέβαλε επίσης κατά 0,2%

⁶⁶ Ο αρχικός στόχος για το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2007 ήταν 2,4% του ΑΕΠ, αλλά μετά την αναθεώρηση του ΑΕΠ αντιστοιχούσε πλέον σε 2,2%.

⁶⁷ Εάν λαμβανόταν υπόψη το μη αναθεωρημένο ΑΕΠ, τότε ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ για το 2007 θα διαμορφωνόταν σε 102,4%.

Πίνακας IV.15

Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού

(Εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος - Νοέμβριος				Εκατοστιαίες μεταβολές				Ετήσια στοιχεία				Εκατοστιαίες μεταβολές							
	2005		2006		2007*		2007*/06		2004		2005		2006		2007		2007/06		2008/Εκτ. 2007	
	2005	2006	2007*	2007*/06	2006/05	2007*/06	2004	2005	2006	2007	2007/06	2008	2005/04	2006/05	2007/06	2008/Εκτ. 2007				
I. Έσοδα¹	42.304	46.641	49.486	6,1	10,3	6,1	6,1	47.446	52.460	55.260	62.602	5,6	10,6	5,3	10,3					
1. Τακτικός προϋπολογισμός (εξ αν έσοδα)	40.029	43.600	46.254	6,1	8,9	6,1	44.949	44.760	48.685	51.370	58.070	6,4	8,8	5,5	12,1					
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	2.275	3.041	3.232	6,3	33,7	6,3	2.894	2.686	3.775	3.890	4.532	-7,2	40,5	3,0	-9,0					
— Έσοδα από ΕΕ	...	...	...	...	...	...	83	63	212	140	240	-24,1	236,5	-34,0	84,6	
— Έσοδα από ΕΕ	...	...	...	...	...	...	2.811	2.623	3.563	3.750	4.292	-6,7	35,8	5,2	-11,5	
II. Δαπάνες²	50.869	53.325	59.189	11,0	4,8	9,6	57.810	58.763	60.692	64.310	70.908	1,6	3,3	6,0	7,2					
1. Τακτικός προϋπολογισμός	45.544	47.017	51.539	9,6	3,2	9,6	48.288*	51.239 ⁵	52.508	55.560	61.608	6,1	2,5	5,8	7,2					
— Τόκοι ²	9.515	9.422	9.686	2,8	-1,0	2,8	9.464	9.774	9.589	9.750	10.500	3,3	-1,9	1,7	7,7					
— Προπογενείς δαπάνες	36.029	37.595	41.853	11,3	4,3	11,3	38.824 ⁴	41.465 ⁵	42.919	45.810	51.108	6,8	3,5	6,7	7,1					
τακτικού προϋπολογισμού (εξ αν επιστροφές φόρων)	2.222	2.170	2.605	20,0	-2,3	20,0	2.799	2.554	2.392	2.200	2.550	-8,8	-6,3	-8,0	4,1					
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	5.325	6.308	7.650	21,3	18,5	21,3	9.522	7.524	8.184	8.750	9.300	-21,0	8,8	6,9	6,9					
III. Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ) III/ΑΕΠ (%)	-8.565	-6.684	-9.704				-12.861	-11.318	-8.232	-9.050	-8.306									
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-4,3	-3,1	-4,2				-6,9	-5,7	-3,8	-4,0	-3,4									
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	-5,15	-3,41	-5,285				-6,233	-6,479	-3,823	-4,190	-3,538									
IV. Προπογενείς πλεονάσματα ΚΠ IV/ΑΕΠ (%)	950	2.738	-18				-3.397	-1.544	1.357	700	2.194									
	0,5	1,3	0,0				-1,8	-0,8	0,6	0,3	0,9									
V. Έλλειμμα γενικής κυβέρνησης V/ΑΕΠ (%) (εθνικολογιστική βάση)							7,3	5,1	2,5	2,2	1,6									
Χρεολύσια ²	19.140	16.659	21.915	31,6	-13,0	31,6	20.356	21.752	16.954	24.247	26.211	6,9	-22,1	43,0	11,3					
Εξοπλιστικά προγράμματα Υπουργείου Εθνικής Άμυνας ²	817	961	953	-0,8	17,6	-0,8	1.792	1.394	2.076	1.700	1.800	-22,2	48,9	-18,1	5,9					
ΑΕΠ (τρέχουσες τιμές)	198.609	213.985	229.392	7,2	7,7	7,2	185.225	198.609	213.985	228.779	245.449	7,2	7,7	6,9	7,0					

1 Για λόγους συγκρισιμότητας οι επιστροφές φόρων περιλαμβάνονται στις δαπάνες και δεν έχουν εκπέσει από τα έσοδα, πρακτική που ακολουθείται από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών τα τελευταία έτη.

2 Από το 2003 και μετά, οι τόκοι και τα χρεολύσια που εξυπηρετούνται από το Υπουργείο Εθνικής Άμυνας εμφανίζονται στην εκτός προϋπολογισμού αλλά υπό κατανομή κατηγορία "Εξοπλιστικά προγράμματα Υπουργείου Εθνικής Άμυνας".

3 Περιλαμβάνονται ποσά 149,7 εκατ. ευρώ από εκκαθάριση εσόδων της ΕΕΤΤ, 299,3 εκατ. ευρώ (που δεν είχαν προβλεφθεί στον προϋπολογισμό του 2006) από τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου, 34 εκατ. ευρώ από τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΤΕ και 290 εκατ. ευρώ από πρόσθετα μερίσματα του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων.

4 Περιλαμβάνεται επιχορήγηση στο ΤΑΠ-ΟΤΕ ύψους 220 εκατ. ευρώ.

5 Περιλαμβάνεται επιχορήγηση στο ΤΑΠ-ΟΤΕ ύψους 330 εκατ. ευρώ, καθώς και εξόφληση οφελών του Ελληνικού Δημοσίου προς την ΑΤΕ ύψους 345 εκατ. ευρώ. Οι δαπάνες αυτές δεν περιλαμβάνονταν στις εκτιμήσεις του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών για το 2005, όπως αυτές δημοσιεύθηκαν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2006, τελικά όμως εμφανίστηκαν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2007.

6 Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού 2008.

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

του ΑΕΠ η διευθέτηση εκκρεμοτήτων μεταξύ του Δημοσίου και της Ολυμπιακής Αεροπορίας.⁶⁸ Στην περίπτωση του ΤΠ, η υπέρβαση των δαπανών οφείλεται σχεδόν κατά το ήμισυ σε έκτακτα γεγονότα, όπως οι καταστροφικές πυρκαγιές του καλοκαιριού και η διενέργεια των εκλογών, ενώ στην περίπτωση του προϋπολογισμού επενδύσεων οφείλεται στην επιτάχυνση της υλοποίησης των έργων (βλ. Πίνακα IV.15).

Διευκρινίζεται ότι οι αναδρομικές εισφορές της Ελλάδος προς τον κοινοτικό προϋπολογισμό⁶⁹ λόγω της αναθεώρησης του ΑΕΠ, οι οποίες διαμορφώθηκαν σε 1.108 εκατ. ευρώ, καταχωρήθηκαν εκτός ΚΠ, επηρέασαν όμως το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση.

- Έσοδα Τακτικού Προϋπολογισμού

Σύμφωνα με προσωρινά αναλυτικά στοιχεία του ενδεκαμήνου Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007, τα έσοδα του ΤΠ αυξήθηκαν κατά 6,1%. Όπως προαναφέρθηκε, στο ποσό αυτό περιλαμβάνονται και έκτακτα (λογιστικά) έσοδα (ύψους 437 εκατ. ευρώ) από την ΟΑ. Εάν αφαιρεθούν αυτά τα έσοδα, η αύξηση περιορίζεται σε 5,1%, έναντι ετήσιου στόχου 5,5%. Η πορεία των εσόδων θεωρείται ικανοποιητική, δεδομένου ότι το 2006 υπήρχαν σημαντικά έκτακτα έσοδα⁷⁰ και ο στόχος του 2007 για αύξηση 5,5% είχε τεθεί επί του συνόλου των εσόδων. Από τα στοιχεία του ενδεκαμήνου διαφαίνεται ότι δεν θα υπάρξουν σημαντικές αποκλίσεις και τα έσοδα θα διαμορφωθούν σύμφωνα με τις προβλέψεις του προϋπολογισμού.

Όπως και το 2006, η καλή πορεία των εσόδων εντοπίζεται στους έμμεσους φόρους, όπου ο ρυθμός αύξησης (χωρίς τα έσοδα από την ΟΑ) έφθασε το 8,5%, έναντι 11,8% την αντίστοιχη

περίοδο του 2006. Τα έσοδα από την άμεση φορολογία αυξήθηκαν λιγότερο (κατά 3,9%), ενώ τα μη φορολογικά έσοδα μειώθηκαν κατά 12,7%.

Η αύξηση των εσόδων από τους έμμεσους φόρους οφείλεται εν μέρει στα μέτρα που είχαν ληφθεί κατά τη διάρκεια του 2006⁷¹ και απέδωσαν για πρώτη φορά σε ετήσια βάση το 2007, εντοπίζεται δε στις εξής κυρίως κατηγορίες:

- Στα έσοδα από τον ειδικό φόρο κατανάλωσης καυσίμων, τα οποία αυξήθηκαν κατά 10,8%, έναντι αύξησης 5,0% την αντίστοιχη περίοδο του 2006, λόγω της αναπροσαρμογής των σχετικών συντελεστών.

- Στις εισπράξεις από το φόρο επί των χρηματιστηριακών συναλλαγών (άνοδος 41,7%), καθώς συνεχίστηκε η άνοδος των τιμών και του όγκου των συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αθηνών και κατά το 2007.

68 Σύμφωνα με πληροφορίες από το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, το Δημόσιο, κατόπιν δικαστικής απόφασης, κατέβαλε στην Ολυμπιακή Αεροπορία 803 εκατ. ευρώ, ενώ η ΟΑ κατέβαλε στο Δημόσιο οφειλόμενους φόρους ύψους 437 εκατ. ευρώ, οφειλές από καταπτώσεις εγγυήσεων (τις οποίες είχε ήδη καταβάλει το Δημόσιο στις τράπεζες) ύψους 99 εκατ. ευρώ, εισφορές στο ΙΚΑ ύψους 176 εκατ. ευρώ και τέλη αεροδρομίων ύψους 84,5 εκατ. ευρώ και εξόφλησε υποχρέωση προς την εταιρία Ολυμπιακή Τουριστική, ύψους 6,5 εκατ. ευρώ. Επομένως, έγινε συμψηφισμός υποχρεώσεων και απαιτήσεων, ο οποίος δεν είχε ουσιαστική επίπτωση στο έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, το οποίο αυξήθηκε μόνο κατά 6,5 εκατ. ευρώ ή 0,03% του ΑΕΠ. Το έλλειμμα του ΚΠ όμως αυξήθηκε κατά 366 εκατ. ευρώ (ή 0,2% του ΑΕΠ).

69 Πρόκειται για αναδρομική εισφορά, με βάση το αναθεωρημένο ΑΕΠ ύψους 750 εκατ. ευρώ, που καλύπτει την περίοδο 1995-2006, καθώς και για αναδρομική εισφορά ύψους 358 εκατ. ευρώ που υπολογίζεται επί της φορολογικής βάσης του ΦΠΑ και αφορά την περίοδο 1989-2006.

70 Σε ετήσια βάση τα έκτακτα έσοδα του ΤΠ το 2006 ανήλθαν σε 1.539 εκατ. ευρώ. Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, σελ. 244.

71 Ο ειδικός φόρος κατανάλωσης υγρών καυσίμων αυξήθηκε κατά 5,8% τόσο την 1η Ιουλίου 2006 όσο και την 1η Ιανουαρίου 2007. Επίσης, στις 27 Ιουλίου 2006 αυξήθηκε ο ελάχιστος ειδικός φόρος κατανάλωσης τσιγάρων από 65% σε 75% του ποσού του φόρου που αντιστοιχεί στην πλέον ζητούμενη κατηγορία τιμής. Τέλος, από 1ης Οκτωβρίου 2006 αυξήθηκε το τέλος κινητής τηλεφωνίας από 36% έως 127%.

– Στα έσοδα από τη φορολογία μεταβίβασης ακινήτων, τα οποία αυξήθηκαν κατά 23,3%, λόγω και της καταβολής έως και το τέλος Φεβρουαρίου 2007 του φόρου που αντιστοιχούσε σε μεταβιβάσεις που έγιναν το Δεκέμβριο του 2006. Επίσης, η υψηλή ζήτηση ακινήτων που παρατηρήθηκε το 2005 και το 2006 συνεχίστηκε και τους πρώτους μήνες του 2007, πιθανότατα λόγω της επικείμενης τότε αύξησης των αντικειμενικών τιμών,⁷² των προσδοκίων για αύξηση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων και του ενδιαφέροντος για αγορά νεόδμητων κατοικιών οι οποίες δεν θα επιβαρύνονταν με ΦΠΑ.

– Στις εισπράξεις από τον ΦΠΑ, οι οποίες στο ενδεκάμηνο αυξήθηκαν κατά 9,7%, έναντι ανόδου 12,4% την αντίστοιχη περίοδο του 2006.⁷³ Η ικανοποιητική αύξηση των εισπράξεων από ΦΠΑ οφείλεται στην άνοδο των ειδικών φόρων κατανάλωσης καυσίμων και τσιγάρων,⁷⁴ καθώς και στους εντατικούς φορολογικούς ελέγχους καθ' όλη τη διάρκεια του 2007.

– Στα έσοδα από το τέλος ταξινόμησης αυτοκινήτων (τον πρώην ειδικό φόρο κατανάλωσης αυτοκινήτων), τα οποία αυξήθηκαν κατά 12,2%, λόγω της αύξησης της αξίας των εισαγωγών αυτοκινήτων κατά 12,7% στο ενδεκάμηνο σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

– Τέλος, στα έσοδα από τη φορολογία καπνού (άνοδος 7,5%) και από το τέλος κινητής τηλεφωνίας (αύξηση 113,2%), λόγω της αναπροσαρμογής των σχετικών συντελεστών κατά τη διάρκεια του 2006.

Όσον αφορά τους άμεσους φόρους, η περιορισμένη αύξηση των εσόδων κατά 3,9% οφείλεται στη μείωση του συντελεστή της φορολογίας εισοδήματος νομικών προσώπων,⁷⁵ καθώς και στη μικρή μείωση των συντελεστών της

φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων⁷⁶ από 1.1.2007. Στην περιορισμένη αύξηση συνέβαλε επίσης σε πολύ σημαντικό βαθμό η εξασθένηση της απόδοσης των ρυθμίσεων του 2004 για την περαιώση εκκρεμών φορολογικών υποθέσεων και την είσπραξη των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο.⁷⁷ Είναι χαρακτηριστικό ότι τα έσοδα αυτά στο ενδεκάμηνο παρουσίασαν μείωση 13,3%, ενώ ο Προϋπολογισμός του 2007 προέβλεπε αύξηση 12,5% (σε ετήσια βάση). Τέλος, μείωση κατά 4,8% εμφάνισαν στο ενδεκάμηνο τα έσοδα από τη φορολογία κληρονομιών, δωρεών και γονικών παροχών, λόγω της αύξησης του αφορολόγητου ποσού και των άλλων ευνοϊκών ρυθμίσεων για τους φορολογουμένους που ίσχυσαν από την αρχή του 2006.⁷⁸

⁷² Αυτή τελικά έγινε την 1.3.2007.

⁷³ Ο υψηλός ρυθμός ανόδου των εσόδων από ΦΠΑ το 2006 οφειλόταν στην αύξηση των συντελεστών του ΦΠΑ από την 1.4.2005. Η αναπροσαρμογή των συντελεστών απέδωσε για πρώτη φορά σε ετήσια βάση το 2006.

⁷⁴ Ο ΦΠΑ επιβάλλεται στο άθροισμα της "τιμής εργοστασίου" και του ειδικού φόρου κατανάλωσης.

⁷⁵ Σύμφωνα με τον Ν. 3296/2004, η μείωση του συντελεστή της φορολογίας εισοδήματος νομικών προσώπων από 35% σε 25% έγινε σταδιακά σε διάστημα τριών ετών. Το 2005 ο συντελεστής μειώθηκε από 35% σε 32%, το 2006 από 32% σε 29% και το 2007 από 29% σε 25%. Σημειώνεται ότι οι επιπτώσεις στα έσοδα εμφανίζονται με χρονική υστέρηση ενός έτους, δηλαδή το 2006, 2007 και 2008 αντίστοιχα.

⁷⁶ Σύμφωνα με τον Ν. 3522/2006, από 1.1.2007 καταργείται το κλιμάκιο της φορολογικής κλίμακας (11.000-13.000 ευρώ) με συντελεστή 15%, ο συντελεστής 30% μειώνεται σε 29% το 2007, 27% το 2008 και 25% το 2009 και ο συντελεστής 40% μειώνεται αντίστοιχα σε 39%, 37% και 35%. Ο συντελεστής 40% διατηρείται για τα εισοδήματα άνω των 75.000 ευρώ. Σημειώνεται ότι το 2007 έχουν επηρεαστεί μόνο τα έσοδα από την παρακράτηση του φόρου εισοδήματος από μισθωτούς και συνταξιούχους, ενώ από το 2008 θα καταγραφεί η επίδραση της μείωσης των συντελεστών στο σύνολο των εσόδων από αυτό το φόρο.

⁷⁷ Οι ρυθμίσεις αυτές του Ιουλίου του 2004 (Ν. 3252/2004) απέδωσαν σημαντικά έσοδα το 2005, αλλά από το δεύτερο τρίμηνο του 2006 και ιδίως κατά το 2007 η απόδοσή τους περιορίστηκε δραστικά.

⁷⁸ Πέραν του τετραπλασιασμού του αφορολόγητου ποσού για τα τέκνα του κληρονομούμενου (από 20.000 σε 80.000 ευρώ), αυξάνεται και το αφορολόγητο για γονικές παροχές, διπλασιάζεται από 2 σε 4 έτη ο χρόνος καταβολής του φόρου (με δόσεις), τα εγγόνια εξομοιώνονται φορολογικά με τα τέκνα, κ.λπ. Οι μεταβολές αυτές, που εισήχθησαν με τον Ν. 3427/2005, τέθηκαν σε ισχύ από 1.1.2006.

Όπως προαναφέρθηκε, μείωση παρουσίασαν και τα μη φορολογικά έσοδα, επειδή το αντίστοιχο ενδεκάμηνο του 2006 είχαν εισπραχθεί σημαντικά έκτακτα μη φορολογικά έσοδα (ύψους 673 εκατ. ευρώ). Εάν αφαιρεθεί⁷⁹ το ποσό αυτό από τα έσοδα του 2006, τότε τα μη φορολογικά έσοδα παρουσιάζουν αύξηση 9,5% στο ενδεκάμηνο.

- Δαπάνες Τακτικού Προϋπολογισμού

Οι δαπάνες του ΤΠ (στις οποίες περιλαμβάνονται και οι επιστροφές φόρων) αυξήθηκαν κατά 9,6% στο ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 έναντι των αντίστοιχων πληρωμών του 2006 (βλ. Πίνακα IV.15). Όπως προαναφέρθηκε, στις δαπάνες αυτές περιλαμβάνονται και (λογιστικές) δαπάνες που αφορούν τακτοποίηση οφειλών του Δημοσίου προς την ΟΑ. Εάν αφαιρεθεί το ποσό αυτό, τότε ο ρυθμός ανόδου των δαπανών του ΤΠ επιβραδύνεται στο 7,9%, έναντι στόχου για (ετήσια) αύξηση 5,8%. Η υπέρβαση των δαπανών εντοπίζεται ουσιαστικά στις πρωτογενείς δαπάνες του ΤΠ, οι οποίες αυξήθηκαν (χωρίς την ΟΑ) κατά 9,2% στο ενδεκάμηνο, έναντι αντίστοιχης αύξησης 4,3% την ίδια περίοδο του 2006 και πρόβλεψης του προϋπολογισμού για άνοδο 6,7%.

Σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία,⁸⁰ η υπέρβαση των πρωτογενών δαπανών οφείλεται κατά τα 2/5 περίπου σε έκτακτα γεγονότα – στις πληρωμές για την αντιμετώπιση των καταστροφικών πυρκαγιών του καλοκαιριού και την άμεση ανακούφιση των πυροπαθών, καθώς και στις δαπάνες διεξαγωγής των βουλευτικών εκλογών. Όμως, σημαντική υπέρβαση παρατηρήθηκε και στις δαπάνες για επιστροφές φόρων, οι οποίες στο ενδεκάμηνο αυξήθηκαν κατά 20,0%, έναντι στόχου για μείωση 8,0%, καθώς και στις δαπάνες για συντά-

ξεις του Δημοσίου (άνοδος 10,8%, στόχος 7,1%) και για την υγειονομική περίθαλψη των υπαλλήλων και συνταξιούχων του Δημοσίου (άνοδος 21,2%, έναντι στόχου για αύξηση 1,1%). Επίσης, οι επιχορηγήσεις προς ασφαλιστικά ταμεία και οι πληρωμές για επιδόματα πολυτέκνων, επιστροφές ΛΑΦΚΑ κ.λπ. αυξήθηκαν λίγο περισσότερο από το στόχο του προϋπολογισμού (14,6%), λόγω της μεγάλης αύξησης των συντάξεων του ΟΓΑ και του ΕΚΑΣ, καθώς και της σημαντικής επιχορήγησης προς το ΙΚΑ και το ΝΑΤ.

Οι δαπάνες για τόκους αυξήθηκαν κατά 2,8% στο ενδεκάμηνο, έναντι (ετήσιου) στόχου για αύξηση 1,7%. Ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι πληρωμές τόκων στο ενδεκάμηνο εμφάνισαν μικρή περαιτέρω μείωση, από 4,4% του ΑΕΠ το 2006 σε 4,2% το 2007.

- Προϋπολογισμός Δημόσιων Επενδύσεων

Το έλλειμμα του ΠΔΕ στο ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 έφθασε τα 4.418 εκατ. ευρώ, έναντι ελλείμματος 3.267 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Η αύξηση του ελλείμματος οφείλεται στην επιτάχυνση των έργων και την αύξηση των πληρωμών κατά 21,3% στο ενδεκάμηνο. Στις αρχές Δεκεμβρίου όμως πραγματοποιήθηκαν πολύ σημαντικές εισροές κοινοτικών πόρων (το 1/3 περίπου των ετήσιων εσόδων του ΠΔΕ), με αποτέλεσμα να εκτιμάται ότι το ετήσιο έλλειμμα του ΠΔΕ θα είναι σημαντικά μικρότερο από αυτό του ενδεκαμήνου (βλ. Πίνακα IV.15).

⁷⁹ Θα πρέπει να σημειωθεί ότι, αν και τα έσοδα του 2006 περιλάμβαναν και πολύ σημαντικά έκτακτα (φορολογικά και μη) έσοδα, οι στόχοι στον Προϋπολογισμό για τις επιμέρους κατηγορίες εσόδων για το 2007 τέθηκαν συμπεριλαμβανομένων των έκτακτων εσόδων.

⁸⁰ Τα στοιχεία αυτά δημοσιεύονται μηνιαίως από το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (Δελτίο Εκτέλεσης Προϋπολογισμού).

Πίνακας IV.16

Καθαρές δανειακές ανάγκες κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση¹

(Εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος - Δεκέμβριος		
	2005	2006	2007*
Κεντρική κυβέρνηση	14.424	10.467	13.592
– Κρατικός προϋπολογισμός	14.793	11.500	12.432
(Τακτικός προϋπολογισμός) ²	10.033 ⁴	7.020 ⁵	8.512 ⁶
(Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων)	4.760	4.480	3.920
– ΟΠΕΚΕΠΕ ³	-369	-1.033	1.160
Ποσοστά % του ΑΕΠ	7,3	4,9	5,9

1 Όπως προκύπτει από την κίνηση των σχετικών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος και τα πιστωτικά ιδρύματα.

2 Περιλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους.

3 Οργανισμός Πληρωμών και Ελέγχου Κοινωνικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων. Αντικατέστησε τη ΔΙΔΑΓΕΠ από 3.9.01.

4 Περιλαμβάνεται επιχορήγηση στα νοσηλευτικά ιδρύματα ύψους 2.586 εκατ. ευρώ περίπου και δαπάνη για κάλυψη υποχρεώσεων προς την ΑΤΕ και τον ΟΓΑ ύψους 402 εκατ. και 425 εκατ. ευρώ αντίστοιχα, καθώς και δαπάνη για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΤΕ ύψους 1.055,2 εκατ. ευρώ. Επίσης περιλαμβάνονται εισπράξεις από αποκρατικοποιήσεις ύψους 1.239,3 εκατ. ευρώ από τη διάθεση του 16,4% των μετοχών του ΟΠΑΠ και 826 εκατ. ευρώ από τη διάθεση του 10% των μετοχών του ΟΤΕ.

5 Περιλαμβάνονται έκτακτα έσοδα από εκκαθάριση εσόδων της ΕΕΤΤ ύψους 149,7 εκατ. ευρώ, 299,3 εκατ. ευρώ από τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου του Ταχυδρομικού Ταμειτηρίου, 34 εκατ. ευρώ από τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΤΕ και 290 εκατ. ευρώ από πρόσθετα μερίσματα του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων. Επίσης περιλαμβάνονται έσοδα από αποκρατικοποιήσεις ύψους 323 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών της ΑΤΕ, 597,4 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών του Ταχυδρομικού Ταμειτηρίου, 364,4 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας, καθώς και δαπάνη για επιχορήγηση ύψους 422,9 εκατ. ευρώ προς τον ΟΓΑ.

6 Περιλαμβάνονται εισπράξεις από αποκρατικοποιήσεις ύψους 1.107,5 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών του ΟΤΕ και 502,8 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών του Ταχυδρομικού Ταμειτηρίου. Επίσης περιλαμβάνεται δαπάνη ύψους 264,9 εκατ. ευρώ για ενίσχυση των πυροπλήκτων, καθώς και δαπάνη για επιχορήγηση προς τον ΟΓΑ ύψους 465,7 εκατ. ευρώ.

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

6.3 Οι δημοσιονομικές εξελίξεις του 2007 σύμφωνα με στοιχεία σε ταμειακή βάση

Τα ταμειακά στοιχεία για το σύνολο του έτους επιβεβαιώνουν την εικόνα που προκύπτει από τα δημοσιονομικά στοιχεία. Συγκεκριμένα, το ταμειακό έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε 5,9% του ΑΕΠ το 2007,⁸¹ έναντι 4,9% του ΑΕΠ το 2006 (βλ. Πίνακα IV.16).

Η διεύρυνση του ταμειακού ελλείμματος εντοπίζεται αποκλειστικά στον ΤΠ, ενώ το έλλειμμα του ΠΔΕ (3.920 εκατ. ευρώ) είναι σημαντικά μειωμένο τόσο σε σχέση με το αντίστοιχο μέγεθος του 2006 (4.480 εκατ. ευρώ) όσο και με το στόχο του Προϋπολογισμού (4.860 εκατ. ευρώ). Το έλλειμμα του ΠΔΕ μειώθηκε δραστικά το Δεκέμβριο χάρη στις εισροές κονδυλίων ύψους 1.653 εκατ. ευρώ από τα Ταμεία της ΕΕ.

Μετά τις εισροές αυτές, τα έσοδα του ΠΔΕ αυξήθηκαν τελικά κατά 31,8%, υπερβαίνοντας κατά 1.100 εκατ. ευρώ περίπου τις σχετικές προβλέψεις του προϋπολογισμού του 2007. Η εξέλιξη αυτή συνέβαλε σημαντικά στη συγκράτηση του ταμειακού ελλείμματος του ΚΠ, το οποίο διαφορετικά θα ήταν μεγαλύτερο. Ουσιαστικά, τα πρόσθετα, μη προβλεπόμενα έσοδα από την ΕΕ αντιστάθμισαν την υπέρβαση των πρωτογενών δαπανών του ΤΠ.

Τέλος, το ταμειακό έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης διευρύνθηκε λόγω της σημαντικής μείωσης του υπολοίπου του λογαριασμού εισο-

⁸¹ Σημειώνεται ότι η τακτοποίηση των εκκρεμοτήτων με την ΟΑ αύξησε το ταμειακό έλλειμμα κατά 182,5 εκατ. ευρώ (ή 0,1% του ΑΕΠ), δηλαδή κατά το ποσό που δόθηκε στο ΙΚΑ και στην Ολυμπιακή Τουριστική, τα οποία είναι εκτός κεντρικής κυβέρνησης.

δηματικής ενίσχυσης των αγροτών (ΟΠΕΚΕΠΕ) που τηρείται στην Αγροτική Τράπεζα (βλ. Πίνακα IV.16).

6.4 Ο Προϋπολογισμός του 2008

Σύμφωνα με το νέο Προϋπολογισμό, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής το 2008 θα είναι περιοριστική. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (σε εθνολογιστική βάση) προβλέπεται ότι θα μειωθεί σημαντικά, από 2,7% του ΑΕΠ το 2007 σε 1,6% το 2008. Η βελτίωση αυτή εντοπίζεται κυρίως στον ΚΠ, το έλλειμμα του οποίου (σε δημοσιονομική βάση – βλ. Πίνακα IV.15) αναμένεται να μειωθεί από 4,1% του ΑΕΠ το 2007 σε 3,4% του ΑΕΠ το 2008, ενώ το πρωτογενές πλεόνασμα του αναμένεται να αυξηθεί από 0,2% του ΑΕΠ σε 0,9% το 2008. Στη μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης θα συμβάλει και η σημαντική αύξηση του πλεονάσματος των ασφαλιστικών οργανισμών.

Ο περιορισμός του ελλείμματος του ΚΠ αναμένεται να προέλθει από τη σημαντική αύξηση των εσόδων του ΤΠ (13,0%). Αντίθετα, οι δαπάνες του ΤΠ θα αυξηθούν κατά 8,7%,⁸² δηλαδή περισσότερο από ό,τι το ονομαστικό ΑΕΠ (7,0%).

Η μεγάλη αύξηση των εσόδων του ΤΠ, τα οποία αναμένεται να φθάσουν τα 58.070 εκατ. ευρώ, συνδέεται εν μέρει με την εισαγωγή του φόρου επί της ακίνητης περιουσίας, καθώς και με την εξίσωση του ειδικού φόρου κατανάλωσης στο πετρέλαιο θέρμανσης με τον αντίστοιχο φόρο στο πετρέλαιο κίνησης. Εκτός όμως από τις δύο αυτές κύριες φορολογικές μεταβολές, οι οποίες εκτιμάται ότι θα αποφέρουν έσοδα ύψους 1.650 εκατ. ευρώ, υπάρχουν και άλλες ρυθμίσεις που θα έχουν θετικές επιπτώσεις στα έσοδα. Συγκεκριμένα, μετά την ψήφιση του νέου Προϋπολογισμού ψηφίστηκε από τη

Βουλή (22 Ιανουαρίου 2008) και ο νόμος για τον φόρο ακίνητης περιουσίας,⁸³ στον οποίο περιλαμβάνονται και άλλες ρυθμίσεις που είναι δυνατόν να συμβάλουν σε σημαντική αύξηση των εσόδων. Γενικότερα, πέραν των δύο κύριων φορολογικών μεταβολών που προαναφέρθηκαν, τα έσοδα του ΤΠ αναμένεται να επηρεαστούν θετικά και από τα εξής:

– την αύξηση, ειδικά για τα τραπεζικά ιδρύματα, της προκαταβολής του φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων από 80% σε 100% του ποσού του φόρου, καθώς και τη φορολόγηση με συντελεστή 25% – αρχής γενομένης από τη χρήση του 2007 – των αφορολόγητων αποθεματικών των τραπεζών που είχαν σχηματιστεί σύμφωνα με τον Ν. 3522/2006 και περιείχαν μόνο τα κέρδη από χρηματοοικονομικές και διαπραγματευτικές δραστηριότητες,

– τη φορολόγηση των αφορολόγητων αποθεματικών που είχαν σχηματίσει ορισμένες ανώνυμες εταιρίες (συγκεκριμένων κλάδων οικονομικής δραστηριότητας), με βάση τον Ν. 3220/2004, προκειμένου να προβούν σε επενδύσεις σε εγκαταστάσεις και μηχανολογικό εξοπλισμό⁸⁴ (ως γνωστόν, η δημιουργία αυτών των αφορολόγητων αποθεματικών δεν κρίθηκε συμβατή με το Κοινοτικό Δίκαιο),

– την τρίτη αύξηση του ειδικού φόρου κατανάλωσης υγρών καυσίμων κατά 5,8%, από 1.1.2008, προκειμένου το ύψος των φορολογι-

⁸² Ο ρυθμός μεταβολής των εσόδων και των δαπανών του ΤΠ για το 2008 έχει υπολογιστεί μετά την αφαίρεση από τα έσοδα και τις δαπάνες του 2007 των ποσών που αντιστοιχούν στη ρύθμιση των εκκρεμοτήτων με την ΟΑ.

⁸³ Ν. 3634/2008 (“Κατάργηση φόρου κληρονομιάς και γονικών παροχών – Απαλλαγή πρώτης κατοικίας – Ενιαίο τέλος ακινήτων – Αντιμετώπιση λαθρεμπορίου και λοιπές διατάξεις”).

⁸⁴ Οι εν λόγω επιχειρήσεις υπέβαλαν δηλώσεις για τα αποθεματικά τους το Δεκέμβριο του 2007 και ταυτόχρονα κατέβαλαν και την πρώτη δόση του φόρου. Οι υπόλοιπες τρεις δόσεις όμως θα καταβληθούν το πρώτο τρίμηνο του 2008.

κών συντελεστών να φθάσει στα επίπεδα που προβλέπει η ΕΕ,

– την αύξηση του ελάχιστου ειδικού φόρου κατανάλωσης καπνού (ουσιαστικά τσιγάρων) κατά 4 ευρώ περίπου ανά 50 πακέτα, λόγω της ανόδου της τιμής του πλέον ζητούμενου εμπορικού σήματος τσιγάρων,

– την προαναγγελθείσα τρίτη αναπροσαρμογή των αντικειμενικών τιμών των ακινήτων, και

– την εφαρμογή των διατάξεων του πρόσφατου νόμου για την αντιμετώπιση και τον περιορισμό της φοροδιαφυγής (Ν. 3610/2007), σε συνδυασμό με την περαιτέρω ένταση των φορολογικών ελέγχων.

Στον Προϋπολογισμό του 2008 οι δαπάνες του ΤΠ (συμπεριλαμβανομένων των επιστροφών φόρων) προβλέπεται να αυξηθούν κατά 8,7% και να φθάσουν τα 61.608 εκατ. ευρώ, έναντι 56.664⁸⁵ εκατ. ευρώ το 2007. Οι πρωτογενείς δαπάνες αναμένεται να αυξηθούν κατά 8,9%, ενώ οι δαπάνες για τόκους θα σημειώσουν άνοδο 7,7%.

Η σημαντική αύξηση των πρωτογενών δαπανών⁸⁶ προέρχεται πρωτίστως από την αύξηση των κοινωνικών δαπανών. Συγκεκριμένα, από 1.1.2008 αυξάνονται η σύνταξη του ΟΓΑ, το ΕΚΑΣ και το επίδομα ανεργίας, ενώ το επίδομα πολυτέκνων επεκτείνεται και στις τρίτεκνες οικογένειες. Επίσης, αυξάνονται οι μισθοί των στρατιωτικών και του προσωπικού των σωμάτων ασφαλείας (κατά 8% έως 9%), ενώ παράλληλα χορηγείται η πρώτη δόση (ύψους 180 εκατ. ευρώ) των αναδρομικών στους δικαστικούς. Αναπροσαρμόζεται επίσης το “ειδικό επίδομα” που χορηγείται στους στρατιωτικούς, στο προσωπικό των σωμάτων ασφαλείας, στους εκπαιδευτικούς

και στο νοσηλευτικό προσωπικό, ενώ αναπροσαρμόζονται και οι συντάξεις των στρατιωτικών και ορισμένων άλλων κατηγοριών συνταξιούχων. Επιπλέον, για το νεοϊδρυθέν Εθνικό Ταμείο Κοινωνικής Συνοχής προβλέπεται πίστωση 100 εκατ. ευρώ. Τέλος, αυξημένες κατά 20,9% είναι και οι αποδόσεις στην ΕΕ, λόγω της αναθεώρησης του ΑΕΠ.

Αντίθετα με τις ανωτέρω κατηγορίες δαπανών, οι πιστώσεις για τις υπόλοιπες κατηγορίες είναι ιδιαίτερα συμπιεσμένες. Οι επιχορηγήσεις π.χ. προς τους συγκοινωνιακούς και άλλους φορείς, οι οποίες το 2007 αυξήθηκαν⁸⁷ κατά 8,9%, προβλέπεται να αυξηθούν το 2008 κατά 0,8% μόνο. Ανάλογες είναι και οι προβλεπόμενες αυξήσεις στις “καταναλωτικές δαπάνες”⁸⁸ και στις πιστώσεις για την περίθαλψη των δημοσίων υπαλλήλων. Ιδιαίτερα συμπιεσμένες επίσης είναι οι δαπάνες για επιστροφές φόρων, οι οποίες έχουν προϋπολογιστεί σε 2.550 εκατ. ευρώ, όταν το αντίστοιχο μέγεθος στο ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2007 έχει ήδη φθάσει τα 2.605 εκατ. ευρώ.

Οι δαπάνες για τόκους προβλέπεται να αυξηθούν κατά 7,7% το 2008, έναντι (εκτιμώμενης) αύξησης 1,7% το 2007 και μείωσης 1,9% το 2006. Ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι πληρωμές αυτές διαμορφώνονται στο 4,28% του ΑΕΠ έναντι 4,25% το 2007. Η διαφανιζόμενη αναστροφή της πτωτικής τάσης των δαπανών αυτών (ως

⁸⁵ Για λόγους συγκρισιμότητας, στο ποσό του 2007 δεν περιλαμβάνονται δαπάνες ύψους 803 εκατ. ευρώ για την τακτοποίηση οφειλών του Δημοσίου προς την ΟΑ.

⁸⁶ Η αύξηση φθάνει το 10,0% εάν από τις αντίστοιχες δαπάνες του 2007 αφαιρεθούν οι έκτακτες πληρωμές για την αντιμετώπιση των πυρκαγιών και την άμεση ανακούφιση των πληγέντων, καθώς και για τη διενέργεια των βουλευτικών εκλογών.

⁸⁷ Για λόγους συγκρισιμότητας, από τις δαπάνες αυτής της κατηγορίας για το 2007 έχουν αφαιρεθεί 230 εκατ. ευρώ που αφορούσαν την άμεση οικονομική ενίσχυση των πυροπαθών.

⁸⁸ Η κατηγορία των “καταναλωτικών δαπανών” του ΤΠ περιλαμβάνει δαπάνες για μετακινήσεις, προμήθειες, λειτουργικές δαπάνες κ.λπ.

ποσοστού του ΑΕΠ) από το 2008 οφείλεται στην αύξηση των επιτοκίων που άρχισε στο τέλος του 2005.

Τέλος, όσον αφορά τον ΠΔΕ, το 2008 προβλέπεται αύξηση των δαπανών κατά 6,9% και μείωση των εσόδων κατά 9,0%. Ουσιαστικά

τα έσοδα δεν μειώνονται, αλλά επανέρχονται στα συνήθη επίπεδα, μετά την είσπραξη των έκτακτων εσόδων το 2007. Έτσι, και το έλλειμμα του ΠΔΕ, μετά τη μείωσή του σε 1,6% του ΑΕΠ το 2007, επανέρχεται ουσιαστικά στα επίπεδα του 2006 (2008: 1,9%, 2006: 2,0%).

V. Οικονομικές προοπτικές και προκλήσεις για την οικονομική πολιτική και τους κοινωνικούς εταίρους

1. Οικονομικές προοπτικές

Όπως αναφέρθηκε στο Κεφάλαιο IV, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το τρέχον έτος προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει ελαφρά από το υψηλό επίπεδο του 2007, αλλά θα εξακολουθήσει να υπερβαίνει σημαντικά το ρυθμό ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ. Ο πληθωρισμός αναμένεται να υποχωρήσει σταδιακά μετά τους αμέσως επόμενους μήνες, αλλά προβλέπεται ότι το μέσο ετήσιο επίπεδό του το 2008, καθώς και αυτό του πυρήνα του πληθωρισμού, θα αυξηθούν σε σύγκριση με το 2007, κυρίως λόγω των άμεσων και των έμμεσων επιδράσεων που η άνοδος της διεθνούς τιμής του πετρελαίου θα ασκήσει στο γενικό επίπεδο των τιμών, και θα διαμορφωθούν γύρω στους αντίστοιχους μέσους όρους της επταετίας 2001-2007 (οι οποίοι ήταν υψηλότεροι από τα αντίστοιχα μεγέθη στη ζώνη του ευρώ). Ο υψηλός ρυθμός ανόδου 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.

Οι προβλέψεις για το ρυθμό ανάπτυξης βασίζονται στην υπόθεση ότι η διεθνής χρηματοπιστωτική αναταραχή θα προκαλέσει μεν αισθητή επιβράδυνση στους ρυθμούς ανόδου της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και του παγκόσμιου εμπορίου, αλλά οι ρυθμοί αυτοί θα παραμείνουν υψηλοί. Ωστόσο, υπάρχουν ενδείξεις ότι η επιβράδυνση της οικονομικής ανόδου στις ΗΠΑ μπορεί να είναι σημαντικά εντονότερη από ό,τι αναμενόταν μέχρι πρόσφατα, με ενδεχόμενες επιπτώσεις τόσο για

την παγκόσμια οικονομία όσο και για τη ζώνη του ευρώ. Γενικότερα, 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.

Οι πιο μακροχρόνιες αναπτυξιακές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με την αποτελεσματική αντιμετώπιση των χρόνιων μακροοικονομικών ανισορροπιών και διαρθρωτικών αδυναμιών της οικονομίας, οι οποίες αντικατοπτρίζονται, μεταξύ άλλων, στον υψηλό πληθωρισμό καθώς και τα υψηλά επίπεδα του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, της ανεργίας και του δημόσιου χρέους. Εξάλλου, η δημοσιονομική θέση της χώρας, αν και επιδιώκεται να βελτιωθεί περαιτέρω έως το 2010 σύμφωνα με την τρέχουσα οικονομική πολιτική, μακροπρόθεσμα θα επιδεινωθεί λόγω των δυσμενών επιπτώσεων της γήρανσης του

πληθυσμού στις δαπάνες για συντάξεις και υγειονομική περίθαλψη, εάν δεν ληφθούν εγκαίρως διορθωτικά μέτρα. Παράλληλα, οι διαδικασίες της παγκοσμιοποίησης και της διεύρυνσης της ΕΕ συνεπάγονται ένταση του ανταγωνισμού στην παγκόσμια αγορά και συνεπώς όχι μόνον ευκαιρίες, αλλά και σοβαρές προκλήσεις για την Ελλάδα. Για τους λόγους αυτούς, η διασφάλιση των μακροχρόνιων αναπτυξιακών προοπτικών της ελληνικής οικονομίας θα απαιτήσει συνέχιση της δημοσιονομικής εξυγίανσης, συμβολή των κοινωνικών εταίρων για την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών και αποφασιστικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας και προϊόντων καθώς και στο δημόσιο τομέα (διοίκηση, παιδεία, συστήματα συντάξεων και υγείας), προκειμένου να παγιωθεί ένα σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον και να βελτιωθούν η παραγωγικότητα και η διεθνής ανταγωνιστικότητα της χώρας.

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. Ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται να επιβραδυνθεί ελαφρά στο 3,0%, από 3,3% το 2007, αλλά θα εξακολουθήσει να είναι βασικός προωθητικός παράγοντας της εγχώριας ζήτησης. Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης θα υποστηριχθεί από την προβλεπόμενη άνοδο των μέσων πραγματικών αποδοχών και της απασχόλησης, τη μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης των εισοδημάτων των νοικοκυριών, την ενίσχυση των κοινωνικών μεταβιβάσεων

προς τις ομάδες χαμηλού εισοδήματος και τη συνεχιζόμενη – αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό – αύξηση των καταναλωτικών δανείων. 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 από 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). Ο ρυθμός ανόδου της δημόσιας κατανάλωσης, ο οποίος ήταν ιδιαίτερα υψηλός το 2007 λόγω των έκτακτων δαπανών για τους πυρόπληκτους και τη διεξαγωγή των βουλευτικών εκλογών, προβλέπεται – σύμφωνα με το επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης – να επιβραδυνθεί το τρέχον έτος. Τέλος, η συμβολή της μεταβολής του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών στο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα παραμείνει αρνητική το 2008 (σχεδόν στο επίπεδο του 2007). Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να συνοδευθεί από περαιτέρω αύξηση της απασχόλησης και μείωση της ανεργίας. Η ανεργία πάντως παραμένει υψηλή.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο εκτιμάται ότι τελικά έφθασε περι-

που το 14% του αναθεωρημένου ΑΕΠ το 2007,¹ ενδέχεται να αυξηθεί περαιτέρω το 2008. Συγκεκριμένα, προβλέπεται ότι 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 της 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

¹ 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.

(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 σε ευρώ (κατά 10-13,5% το 2008, έναντι οριακής μείωσης το 2007). Ο πυρήνας του πληθωρισμού (ο οποίος δεν περιλαμβάνει τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής) αναμένεται να επιταχυνθεί και αυτός στη διάρκεια του 2008, με αποτέλεσμα το μέσο ετήσιο επίπεδό του να διαμορφωθεί επίσης στο 3,4%, έναντι 3,2% το 2007 και 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.

2. Προκλήσεις και κατευθύνσεις της οικονομικής πολιτικής

Η ελληνική οικονομία, παρά την επίτευξη υψηλών ρυθμών ανάπτυξης και τη σημαντική πρόοδο ως προς την πραγματική σύγκλιση της προς τις πιο ανεπτυγμένες οικονομίες της ΕΕ

κατά την τελευταία δωδεκαετία, αντιμετωπίζει σοβαρές προκλήσεις προκειμένου να διατηρήσει ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Όπως ήδη αναφέρθηκε, οι μακροοικονομικές ανισορροπίες και οι διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας αντικατοπτρίζονται στην εμμονή του πληθωρισμού σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, καθώς και στα υψηλά επίπεδα του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, της ανεργίας και του δημόσιου χρέους. Ειδικότερα:

— Η συμμετοχή της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ έχει συμβάλει στη δημιουργία ενός ευνοϊκού μακροοικονομικού περιβάλλοντος που βασίζεται στη νομισματική σταθερότητα και ενισχύει το κλίμα εμπιστοσύνης. Όμως, ο πληθωρισμός στην Ελλάδα εξακολουθεί να είναι υψηλός, επτά χρόνια μετά την υιοθέτηση του ευρώ. Κατά μέσον όρο την περίοδο 2001-2007, ο ετήσιος πληθωρισμός στην Ελλάδα (3,4%) υπερέβαινε τον αντίστοιχο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ (2,2%) κατά 1,2 εκατοστιαία μονάδα και η διαφορά πληθωρισμού αναμένεται ότι θα εξακολουθήσει να υπάρχει και το 2008. Η διαφορά του πληθωρισμού αντανακλά κατά κύριο λόγο την ακόμη μεγαλύτερη διαφορά μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ως προς την μέση ετήσια άνοδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος την περίοδο 2001-2007 (3,6% έναντι 1,6%, δηλαδή διαφορά ίση με 2 εκατοστιαίες μονάδες). Αυτό συνδέεται με το γεγονός ότι η πρακτική των κοινωνικών εταίρων και του Δημοσίου κατά τον προσδιορισμό των αυξήσεων των αποδοχών στην Ελλάδα —σε αντίθεση με ό,τι συνέβη στις άλλες οικονομίες της ζώνης του ευρώ— δεν έχει προσαρμοστεί στο νέο οικονομικό περιβάλλον σταθερότητας τιμών που συνεπάγεται η υιοθέτηση του ευρώ και οι ονομαστικοί μισθοί έχουν αυξηθεί με ρυθμούς που, αφού ληφθεί υπόψη η άνοδος της παραγωγικότητας, δεν είναι συμβα-

τοί με το στόχο της σταθερότητας των τιμών (δηλαδή πληθωρισμό κάτω αλλά πλησίον του 2%). Επίσης, στην Ελλάδα πολλές αγορές προϊόντων εξακολουθούν να μη λειτουργούν ανταγωνιστικά, με αποτέλεσμα να παρατηρούνται και κερδοσκοπικές αυξήσεις τιμών.

– Το ποσοστό ανεργίας, αν και μειώθηκε περαιτέρω το 2007, παραμένει υψηλό, ιδίως για τους νέους και τις γυναίκες. Το πρόβλημα συνδέεται με τις διαρθρωτικές αδυναμίες των αγορών εργασίας και προϊόντων, με αδυναμίες του εκπαιδευτικού συστήματος, καθώς και με φορολογικές και κοινωνικοασφαλιστικές ρυθμίσεις που λειτουργούν ως αντικίνητρα για την αύξηση της απασχόλησης.

– Το έλλειμμα του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ έχει διευρυνθεί τα τελευταία έτη σε ιστορικά υψηλά επίπεδα στην Ελλάδα, ενώ η ζώνη του ευρώ ως σύνολο παρουσιάζει μικρό πλεόνασμα στο ισοζύγιο αυτό. 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 μόνο εν μέρει μπορεί να αποδοθεί στον παράγοντα αυτό. Πράγματι, ενώ το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν το 2007 υψηλότερο στην Ελλάδα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ κατά 14 εκατοστιαίες μονάδες, οι επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν υψηλότερες στην Ελλάδα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ μόνο κατά 5 εκατοστιαίες μονάδες. Επομένως, το υψηλό έλλειμμα του ισοζυγίου μπορεί, σε σημαντικό βαθμό, να αποδοθεί στο σχετικά χαμηλό επίπεδο της αποταμίευσης (ως ποσοστού του ΑΕΠ), το οποίο έχει δυσμενείς

συνέπειες για τις αναπτυξιακές προοπτικές της χώρας. Όπως είναι γνωστό, 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. Πράγματι, η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε υψηλά επίπεδα την επταετία 2001-2007 έχει οδηγήσει σε σημαντική επιδείνωση της αρνητικής διεθνούς επενδυτικής θέσης της Ελλάδος (δηλαδή των καθαρών χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα έναντι μη κατοίκων) από 43,4% του ΑΕΠ στο τέλος του 2000 σε 83,3% του ΑΕΠ στο τέλος του 2006 και –όπως εκτιμάται– σε περισσότερο από 90% του ΑΕΠ στο τέλος του 2007. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά κυρίως την αύξηση του χρέους του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα που διακρατείται από μη κατοίκους. Έτσι, εκτιμάται ότι οι καθαρές πληρωμές τόκων, μερισμάτων και κερδών επί των εξωτερικών χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των κατοίκων της Ελλάδος έφθασαν περίπου το 4% του ΑΕΠ το 2007.

Από την ανάλυση που προηγήθηκε προκύπτει ότι το εξαιρετικά υψηλό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών πρέπει να βρεθεί στο επίκεντρο της προσοχής της οικονομικής πολιτι-

κής, 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 συνακόλουθη 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 (όπως εξάλλου προβλέπει, για τα έτη 2008-2010, το επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2007). Όσον αφορά την πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά, οι τράπεζες πρέπει —όπως έχει τονιστεί επανειλημμένα στο παρελθόν από την Τράπεζα της Ελλάδος— 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 υποχρεώσεων (βλ. και παρακάτω). Γενικότερα, είναι αναγκαίος, όπως έχει αναφερθεί σε προηγούμενες Εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο μετασχηματισμός της ελληνικής οικονομίας, προκειμένου η μελλοντική ανάπτυξή της να στηρίζεται κυρίως στις εξαγωγές και τις επιχειρηματικές επενδύσεις. Ο μετασχηματισμός της οικονομίας 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.

Δημοσιονομική πολιτική

Σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό του 2008, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής το 2008 θα είναι περιοριστική. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (σε εθνικολογιστική 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 σε 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 υιοθέτησε και η Ελλάδα τον Απρίλιο του 2007 στο άτυπο Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομικών της ζώνης του ευρώ (Eurogroup) στο Βερολίνο και που περιλαμβάνεται στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2007.

Η μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος το 2008 αναμένεται να βασιστεί στη σημαντική

αύξηση των εσόδων του τακτικού προϋπολογισμού (κατά 13%), η οποία θα προέλθει κυρίως από μεταρρυθμίσεις της φορολογίας ακινήτων και καυσίμων, φορολόγηση των αφορολόγητων αποθεματικών των τραπεζών και ορισμένων κατηγοριών ανώνυμων εταιριών, αυξήσεις ορισμένων ειδικών φόρων κατανάλωσης, καθώς και από τον περιορισμό της φοροδιαφυγής. Παράλληλα, για το 2008 προβλέπεται σημαντική αύξηση των πρωτογενών δαπανών, η οποία οφείλεται στη μεγάλη άνοδο των μεταβιβαστικών πληρωμών κοινωνικού χαρακτήρα (των συντάξεων του ΟΓΑ, του ΕΚΑΣ, των επιδομάτων πολυτέκνων, των επιδομάτων ανεργίας κ.λπ.), καθώς και των μισθολογικών δαπανών για ορισμένες κατηγορίες προσωπικού του Δημοσίου. Αντίθετα, οι πιστώσεις για άλλες κατηγορίες δαπανών (π.χ. καταναλωτικές δαπάνες και επιχορηγήσεις προς συγκοινωνιακούς και άλλους δημόσιους φορείς) θα είναι συμπίεσμένες. Επομένως, η επιτυχής εκτέλεση του προϋπολογισμού το 2008 θα απαιτήσει εντατικές προσπάθειες για την επίτευξη του στόχου για τα φορολογικά έσοδα. Εξάλλου, η συμπίεση των καταναλωτικών δαπανών και των επιχορηγήσεων προς δημόσιους φορείς θα πρέπει να υποστηριχθεί από βελτίωση της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της δημόσιας διοίκησης και των συγκοινωνιακών και άλλων δημόσιων φορέων, ώστε να αποφευχθούν δυσμενείς συνέπειες για την ποιότητα των παρεχόμενων υπηρεσιών και τη χρηματοοικονομική κατάσταση των εν λόγω φορέων.

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 δημόσιο χρέος (93,4% του ΑΕΠ το 2007, όπως προαναφέρθηκε), παρά τη μείωσή του λόγω και της αναθεώρησης του ΑΕΠ, παραμένει το δεύτερο μεγαλύτερο στην ΕΕ (μετά από εκείνο της Ιταλίας) και υπερβαίνει

σημαντικά την τιμή αναφοράς της Συνθήκης του Μάαστριχτ (60% του ΑΕΠ). Εξάλλου, 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. Σύμφωνα με τις διαθέσιμες προβολές, η συνολική δαπάνη για συντάξεις θα αυξηθεί από 12,4% του ΑΕΠ το 2005 σε 22,6% του ΑΕΠ το 2050.² Οι συνολικές δαπάνες που επηρεάζονται από τη γήρανση του πληθυσμού (εκτός από τις δαπάνες για τη μακροχρόνια φροντίδα/περίθαλψη) θα αυξηθούν από 21,2% του ΑΕΠ το 2005 σε 32,7% το 2050.³ Έτσι, η καθαρή αύξηση μεταξύ του 2005 και του 2050 προβλέπεται να είναι 11,5 εκατο-

² Αυτές οι προβολές δημοσιεύθηκαν για πρώτη φορά στην *Ελληνική Έκθεση Στρατηγικής για τις Συντάξεις* (Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών-Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων, Σεπτέμβριος 2002) και αναδημοσιεύθηκαν στο *Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης της Ελλάδας 2004-2007 – Αναθεωρημένο* (Μάρτιος 2005). Αρχικά είχε προβλεφθεί ότι η δαπάνη για συντάξεις θα έφθανε το 24,8% του ΑΕΠ το 2050 (βλ. Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων, *Αναλογιστική ανασκόπηση του ελληνικού ασφαλιστικού συστήματος – Έκθεση του Τμήματος του Κυβερνητικού Αναλογιστή του Ηνωμένου Βασιλείου*, 19 Απριλίου 2001, καθώς και European Commission, Economic Policy Committee, *Budgetary Challenges Posed by Ageing Populations*, EPC/ECFIN/655/01, Βρυξέλλες, Οκτώβριος 2001). Η προς τα κάτω αναθεώρηση το 2002 έλαβε υπόψη τα ευνοϊκότερα δημογραφικά δεδομένα που προέκυψαν από την απογραφή πληθυσμού του 2001, εκτιμήσεις και υποθέσεις για ταχύτερη μείωση του αγροτικού πληθυσμού, υποθέσεις για ταχύτερη μείωση της ανεργίας, πιο συντηρητικές υποθέσεις για την επίσημη αναπροσαρμογή των συντάξεων, καθώς και τις παραμετρικές αλλαγές που εισήγαγε ο Ν. 3029/2002. Τα νέα δεδομένα δεν επιδρούν μονοσήμαντα στο τελικό αποτέλεσμα, λ.χ. η παρουσία των μεταναστών και η μετατόπιση αγροτικού πληθυσμού προς τις πόλεις, σημαίνουν ότι αυξάνονται τόσο τα τρέχοντα έσοδα του ΙΚΑ όσο και οι μελλοντικές δαπάνες του.

³ Εκτός από τις προβολές της δαπάνης για συντάξεις, λαμβάνεται υπόψη ότι οι δαπάνες υγειονομικής περίθαλψης αναμένεται να αυξηθούν από 5,1% σε 6,6% του ΑΕΠ, ενώ οι δαπάνες για εκπαίδευση θα μειωθούν από 3,4% σε 3,1% του ΑΕΠ και οι δαπάνες για επιδόματα ανεργίας θα μειωθούν από 0,3% σε 0,2% του ΑΕΠ. Βλ. Economic Policy Committee and European Commission, "The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)", *European Economy*, special report no. 1/2006 (Φεβρουάριος).

στιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Επιπλέον, σύμφωνα με προβολές του ΟΟΣΑ,⁴ η δημόσια δαπάνη για μακροχρόνια φροντίδα/περίθαλψη θα αυξηθεί από 0,2% του ΑΕΠ το 2005 σε 2,8% του ΑΕΠ το 2050, αν δεν ληφθούν μέτρα πολιτικής. Από τις υπάρχουσες εκτιμήσεις και προβολές προκύπτει ότι οι δημοσιονομικές πιέσεις από τη γήρανση του πληθυσμού στην Ελλάδα θα είναι από τις πιο έντονες μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ.⁵

Σύμφωνα με ορισμένους υπολογισμούς, ακόμη και αν επιτευχθεί αύξηση του πρωτογενούς πλεονάσματος στο 3,8% του ΑΕΠ το 2010 (από 1,2% το 2007), όπως προβλέπει το ΕΠΣΑ, και το πρωτογενές πλεόνασμα διατηρηθεί στο επίπεδο αυτό και όλα τα έτη μετά το 2010, η δημοσιονομική προσαρμογή δεν θα είναι επαρκής⁶ για τη μείωση του δημόσιου χρέους στο 60% του ΑΕΠ έως το 2015, έτος από το οποίο αναμένεται να αυξηθεί περαιτέρω η επιβάρυνση του προϋπολογισμού από δαπάνες για συντάξεις και υγειονομική περίθαλψη. 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 να αυξάνονται με ρυθμό χαμηλότερο από ό,τι το ονομαστικό ΑΕΠ. (Είναι χαρακτηριστικό ότι, παρά τους σχετικά υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και το μηδενισμό του ελλείμματος έως το 2010 που προβλέπει το ΕΠΣΑ 2007-2010, οι συνολικές δαπάνες της γενικής κυβέρνησης ουσιαστικά δεν μεταβάλλονται ως ποσοστό του ΑΕΠ μεταξύ του 2007 και του 2010 (2007: 42,8% του ΑΕΠ, 2010: 42,5% του ΑΕΠ).

Η σχεδιαζόμενη ενσωμάτωση των ειδικών λογαριασμών στον κρατικό προϋπολογισμό και γενικότερα η βελτίωση της διαδικασίας κατάρτισης του προϋπολογισμού μπορούν να συμβά-

λουν 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 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 προέλθουν από τη γήρανση του

4 OECD, *Economic Outlook*, No. 79, Ιούνιος 2006, ειδικό κεφάλαιο: "Future budget pressures arising from spending on health and long-term care", σελ. 145-156.

5 Μεταξύ του 2005 και του 2050, η αύξηση των δαπανών για συντάξεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 25 προβλέπεται να είναι 2,2 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ και στη ζώνη του ευρώ 2,6 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Οι συνολικές δαπάνες που συνδέονται με τη γήρανση προβλέπεται να αυξηθούν κατά 3,4 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ στην ΕΕ-25 και κατά 3,7 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ.

6 Οι υπολογισμοί έγιναν για την περίοδο 2011-2015 με τεχνικές υποθέσεις για μέσο επιτόκιο δανεισμού του Δημοσίου 4,5%, ονομαστική αύξηση του ΑΕΠ 7,0% και προσαρμογή ελλείμματος-χρέους 1% του ΑΕΠ ετησίως.

πληθυσμού να αντιμετωπιστούν με τρόπο που θα είναι αποτελεσματικός και δίκαιος.

Σε δημόσια εκδήλωση που οργανώθηκε πρόσφατα από την Τράπεζα της Ελλάδος,⁷ τονίστηκε ότι στην Ελλάδα οι συνέπειες της γήρανσης του πληθυσμού θα είναι εντονότερες από ό,τι στις περισσότερες άλλες χώρες της ΕΕ, μεταξύ άλλων και επειδή ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ βρίσκεται σήμερα σε πολύ υψηλό επίπεδο. Επίσης τονίστηκε ότι η αναβολή της εφαρμογής πολιτικών (όπως είναι οι μεταρρυθμίσεις για τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του ασφαλιστικού συστήματος, η εξυγίανση των δημόσιων οικονομικών, η ενίσχυση της απασχόλησης) για την αντιμετώπιση των συνεπειών της γήρανσης του πληθυσμού μεταθέτει και επιδεινώνει το πρόβλημα που θα κληθούν να αντιμετωπίσουν οι επόμενες γενεές.

Μισθολογικές εξελίξεις και συνθήκες ανταγωνισμού

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. Όπως αναφέρθηκε στο Κεφάλαιο IV, η διεθνής ανταγωνιστικότητα της Ελλάδος ως προς τις τιμές έναντι των κυριότερων εμπορικών εταίρων της —όπως αυτή μετρείται με τους δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΠΣΣΙ)— επιδεινώθηκε σημαντικά την επταετία 2001-2007: 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. Επομένως, 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 στις αγορές που 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.

Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις

Παρά τη σημαντική πρόοδο που έχει επιτευχθεί από τις αρχές της δεκαετίας του '90 στο πεδίο των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, η

⁷ Δημόσια συζήτηση στην Τράπεζα της Ελλάδος μεταξύ των διοικητών των κεντρικών τραπεζών της Ελλάδος, κ. Νικολάου Χ. Γκαργκάνα, του Λουξεμβούργου, κ. Yves Mersch, και της Φινλανδίας, κ. Erkki Liikanen, με θέμα "Γήρανση του πληθυσμού της Ευρώπης: συνέπειες και μεταρρυθμίσεις" (17 Ιανουαρίου 2008).

ελληνική οικονομία εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από σοβαρές διαρθρωτικές αδυναμίες στις αγορές εργασίας και προϊόντων καθώς και στο επιχειρηματικό περιβάλλον και τη δημόσια διοίκηση, όπως επιβεβαιώνεται από διεθνείς συγκρίσεις της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.⁸ 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, ιδίως αν ληφθεί υπόψη ότι η διαδικασία της παγκοσμιοποίησης έχει επηρεάσει ιδιαίτερα δυσμενώς την ανταγωνιστικότητα ορισμένων κλάδων της ελληνικής οικονομίας και τις συνθήκες απασχόλησης του ανειδίκευτου εργατικού δυναμικού. Για την αντιμετώπιση των διαρθρωτικών αδυναμιών της οικονομίας, τα νομοθετικά μέτρα του τελευταίου τετραμήνου αφορούν, μεταξύ άλλων, την αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής,⁹ τη διαχείριση, τον έλεγχο και την εφαρμογή των αναπτυξιακών παρεμβάσεων κατά την προγραμματική περίοδο 2007-2013,¹⁰ τη σύσταση του Εθνικού Ταμείου Κοινωνικής Συνοχής,¹¹ καθώς και τη συνέχιση της φορολογικής μεταρρύθμισης (κατάργηση του φόρου κληρονομιών και γονικών παροχών, φοροαπαλλαγή της πρώτης κατοικίας, εισαγωγή ενιαίου τέλους ακινήτων και αντιμετώπιση του λαθρεμπορίου καυσίμων).¹²

Στο πεδίο των αποκρατικοποιήσεων, σχεδιάζονται¹³ να παραχωρηθούν σε στρατηγικούς επενδυτές (παγκόσμιους λιμενικούς διαχειριστές) οι δραστηριότητες στον ΟΛΠ και στον ΟΛΘ που αφορούν τη διαμετακόμιση εμπορευματοκιβωτίων (containers). Επιδίωξη είναι να καταστεί

δυνατή η πραγματοποίηση των επενδύσεων που απαιτούνται για τον εκσυγχρονισμό των εν λόγω λιμένων και να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητά τους στον ραγδαία αναπτυσσόμενο τομέα των διεθνών μεταφορών.

Εξάλλου, το Νοέμβριο του 2007 το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών εισήγαγε και ένα διαφορετικό τρόπο κατάρτισης, εκτέλεσης, παρακολούθησης και αξιολόγησης του κρατικού προϋπολογισμού – με την ειδική έκδοση με τίτλο *Προϋπολογισμός Προγραμμάτων 2008*, η οποία συνοδεύει τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2008. Οι δαπάνες του προϋπολογισμού έχουν αποτυπωθεί ανά πρόγραμμα, ενώ έχει γίνει και αντιστοίχιση ανάμεσα στα προγράμματα και στους φορείς που είναι υπεύθυνοι για την υλοποίησή τους. Με αυτή τη νέα μορφή προϋπολογισμών επιδιώκεται να βελτιωθούν η καταγραφή και ο έλεγχος της αποδοτικότητας των δημόσιων δαπανών και της αποτελεσματικότητας των διαφόρων δράσεων. Ο “προϋπολογισμός προγραμμάτων” επιτρέπει τον πολυετή προγραμματισμό και ενισχύει τη διαφάνεια στη διαχείριση των δημόσιων οικονομικών. Ακόμη, όπως προαναφέρθηκε, μελετάται η ενσωμάτωση των ειδικών εκτός προϋπολογισμού λογαριασμών στον κρατικό προϋπολογισμό.

Σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος

Οι νέες συνθήκες που έχουν διαμορφωθεί μετά την αναταραχή στις αγορές χρήματος και

⁸ Βλ. (α) World Economic Forum, *Global Competitiveness Report 2007-2008*, Οκτώβριος 2007, (β) World Bank, *Doing Business 2008*, Οκτώβριος 2007.

⁹ Ν. 3610/2007.

¹⁰ Ν. 3614/2007.

¹¹ Ν. 3631/2008

¹² Ν. 3634/2008.

¹³ Βλ. το αναπτυξιακό σχέδιο 2008-2015 για τους ελληνικούς λιμένες που παρουσίασε ο Υπουργός Εμπορικής Ναυτιλίας, Λιγαίου και Νησιωτικής Πολιτικής το Δεκέμβριο του 2007.

κεφαλαίων διεθνώς επηρεάζουν την αξιολόγηση των τραπεζικών κινδύνων και πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την ανάλυση της σταθερότητας του πιστωτικού συστήματος. Η επίδραση της εν λόγω αναταραχής στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα μέχρι σήμερα ήταν πολύ περιορισμένη και κυρίως έμμεση.

Η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή επάρκεια διατηρήθηκαν σε ικανοποιητικό επίπεδο, συμβάλλοντας στη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος (βλ. Κεφάλαιο III.4). Όσον αφορά τους τραπεζικούς κινδύνους, μειώθηκε ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων, αλλά παρέμεινε σημαντικά υψηλότερος από το μέσο όρο της ΕΕ, καθιστώντας επιβεβλημένη την περαιτέρω μείωσή του, σύμφωνα και με τους στόχους που έχει θέσει η Τράπεζα της Ελλάδος. Σε ικανοποιητικό επίπεδο διατηρήθηκαν οι κίνδυνοι αγοράς και ρευστότητας, αν και ο τελευταίος σημείωσε μικρή αύξηση.

Η έντονη αναταραχή 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. Εξάλλου, πρέπει να επισημανθεί, όπως έχει γίνει κατ' επανάληψη στο παρελθόν από την Τράπεζα της Ελλάδος, ότι τα νοικοκυριά οφείλουν να εκτιμούν ακόμη πιο προσεκτικά τις δυνατότητές τους για την εξυπηρέτηση των δανειακών τους υποχρεώσεων λαμβάνοντας υπόψη το μελλοντικό διαθέσιμο εισόδημά τους, καθώς και τις επιπτώσεις που τυχόν θα έχουν στο κόστος εξυπηρέτησης των υποχρεώσεών τους η επανεκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες και το

ενδεχόμενο περαιτέρω αύξησης των επιτοκίων της αγοράς.

* * *

Οι προοπτικές για την ελληνική οικονομία το 2008 είναι βασικά ευνοϊκές ως προς το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, ο οποίος αναμένεται να είναι μόνο ελαφρά χαμηλότερος από τα εξαιρετικώς υψηλά επίπεδα του παρελθόντος έτους και του μέσου όρου της τελευταίας δωδεκαετίας. Όμως, η οικονομία εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από σοβαρές μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες, οι οποίες αντικατοπτρίζονται στον υψηλό πληθωρισμό και τα υψηλά επίπεδα του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, της ανεργίας και του δημόσιου χρέους. Ο πληθωρισμός θα επανέλθει περίπου στα σχετικώς υψηλά μέσα επίπεδα της περασμένης επταετίας μετά από τη βελτίωση το 2007 που οφειλόταν κυρίως σε εξωγενείς και προσωρινούς παράγοντες. Ούτε για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, του οποίου το έλλειμμα έχει διαμορφωθεί σε εξαιρετικώς υψηλά επίπεδα, διαφαίνεται βελτίωση το 2008, λόγω της ισχυρής ανόδου της εγχώριας ζήτησης, της συνεχιζόμενης διάβρωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας και της υψηλότερης τιμής του πετρελαίου. Επομένως, όσον αφορά τις πιο μακροχρόνιες προοπτικές, η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σοβαρές προκλήσεις. Παρά τη σημαντική μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος τα τελευταία έτη, οι δημοσιονομικές ανισορροπίες εξακολουθούν να είναι σοβαρές, καθώς το δημόσιο χρέος παραμένει εξαιρετικά υψηλό και η δημοσιονομική θέση θα επιβαρυνθεί μακροπρόθεσμα από τις δυσμενείς επιπτώσεις της γήρανσης του πληθυσμού στις δαπάνες για συντάξεις και υγειονομική περίθαλψη. Ταυτόχρονα, οι διαδικασίες της παγκοσμιοποίησης και της

διεύρυνσης της ΕΕ παρουσιάζουν ευκαιρίες, αλλά δημιουργούν και σοβαρές προκλήσεις για την Ελλάδα. Οι συνθήκες αυτές απαιτούν 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 προκειμένου να διαφυλαχθούν η μακροοικονομική σταθερότητα και οι αναπτυξιακές προοπτικές της χώρας.

Μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος

11 Ιανουαρίου, 8 Φεβρουαρίου 2007

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, καθώς και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 3,50%, 4,50% και 2,50% αντίστοιχα.

8 Μαρτίου 2007

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 14 Μαρτίου 2006:

1. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 3,75%.
2. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 4,75%.
3. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 2,75%.

12 Απριλίου, 10 Μαΐου 2007

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, καθώς και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 3,75%, 4,75% και 2,75% αντίστοιχα.

6 Ιουνίου 2007

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 13 Ιουνίου 2007:

1. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 4%.

2. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 5%.
3. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 3%.

**5 Ιουλίου, 2 Αυγούστου, 6 Σεπτεμβρίου,
4 Οκτωβρίου, 8 Νοεμβρίου και
6 Δεκεμβρίου 2007**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, καθώς και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 4%, 5% και 3% αντίστοιχα.

Αύγουστος - Δεκέμβριος 2007

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να διενεργήσει πρόσθετες πράξεις ανοικτής αγοράς, επιπλέον των προγραμματισμένων πράξεων κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, με σκοπό την εξομάλυνση της λειτουργίας της αγοράς χρήματος σε ευρώ.

10 Ιανουαρίου και 7 Φεβρουαρίου 2008

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, καθώς και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 4%, 5% και 3% αντίστοιχα.

Γλωσσάριο

Βασικά επιτόκια της ΕΚΤ: τα επιτόκια της *Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)*, τα οποία ορίζουν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Αυτά είναι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των *πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης*, το επιτόκιο της *διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης* και το επιτόκιο της *διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων*.

Γενική κυβέρνηση: όπως ορίζεται στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών του 1995 (ESA 95), αποτελείται από την κεντρική κυβέρνηση, την περιφερειακή ή τοπική αυτοδιοίκηση και τους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης.

Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων: *πάγια διευκόλυνση του Ευρωσυστήματος*, την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι αντισυμβαλλόμενοι για να πραγματοποιούν καταθέσεις μίας ημέρας σε μια εθνική κεντρική τράπεζα, εκτοκιζόμενες με προκαθορισμένο επιτόκιο.

Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης: *πάγια διευκόλυνση του Ευρωσυστήματος*, την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι αντισυμβαλλόμενοι για να λαμβάνουν πίστωση διάρκειας μίας ημέρας από μια εθνική κεντρική τράπεζα με προκαθορισμένο επιτόκιο, έναντι αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων.

Διοικητικό Συμβούλιο: ένα από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της *Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)*. Απαρτίζεται από όλα τα μέλη της *Εκτελεστικής Επιτροπής* και τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

Εκτελεστική Επιτροπή: ένα από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της *Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)*. Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και άλλα τέσσερα μέλη, τα οποία διορίζονται, κατόπιν κοινής συμφωνίας, από τους αρχηγούς κρατών ή κυβερνήσεων των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ): δείκτης τιμών καταναλωτή που καταρτίζεται από την Eurostat και είναι εναρμονισμένος για όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

ΕΟΝΙΑ (euro overnight index average): δείκτης του επιτοκίου που επικρατεί στη διατραπεζική αγορά της ζώνης του ευρώ για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας, όπως διαμορφώνεται με βάση τις συναλλαγές.

EURIBOR (euro interbank offered rate): το επιτόκιο με το οποίο μια τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας (prime bank) είναι διατεθειμένη να δανείσει κεφάλαια σε ευρώ σε άλλη τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας. Το EURIBOR υπολογίζεται καθημερινά για τις διατραπεζικές καταθέσεις με διάφορες διάρκειες έως 12 μηνών.

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ): η ΕΚΤ είναι το κέντρο του *Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών* (ΕΣΚΤ) και του *Ευρωσυστήματος* και διαθέτει νομική προσωπικότητα σύμφωνα με το κοινοτικό δίκαιο. Μεριμνά ώστε τα καθήκοντα που ανατίθενται στο Ευρωσύστημα και στο ΕΣΚΤ να εκτελούνται είτε μέσω των δικών της δραστηριοτήτων είτε μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών, σύμφωνα με το Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ. Η ΕΚΤ διοικείται από το *Διοικητικό Συμβούλιο* και την *Εκτελεστική Επιτροπή* και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το Γενικό Συμβούλιο.

Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ): απαρτίζεται από την *Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)* και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των 27 κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δηλ. περιλαμβάνει, εκτός από τα μέλη του *Ευρωσυστήματος*, και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Το ΕΣΚΤ διοικείται από το *Διοικητικό Συμβούλιο* και την *Εκτελεστική Επιτροπή* της ΕΚΤ και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το Γενικό Συμβούλιο.

Ευρωσύστημα: αποτελείται από την *Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)* και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Στο Ευρωσύστημα συμμετέχουν 15 εθνικές κεντρικές τράπεζες. Το Ευρωσύστημα διοικείται από το *Διοικητικό Συμβούλιο* και την *Εκτελεστική Επιτροπή* της ΕΚΤ.

Ζώνη του ευρώ: η περιοχή η οποία αποτελείται από τα κράτη-μέλη που έχουν υιοθετήσει το ευρώ ως κοινό νόμισμά τους σύμφωνα με τη Συνθήκη και στην οποία ασκείται ενιαία νομισματική πολιτική με ευθύνη του *Διοικητικού Συμβουλίου* της *Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)*. Η ζώνη του ευρώ περιλαμβάνει 15 χώρες: την Αυστρία, το Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ισπανία, την Ιταλία, την Κύπρο, το Λουξεμβούργο, τη Μάλτα, την Ολλανδία, την Πορτογαλία, τη Σλοβενία και τη Φινλανδία.

Καταθέσεις μίας ημέρας: καταθέσεις που λήγουν την επόμενη εργάσιμη ημέρα. Αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει καταθέσεις πλήρως μεταβιβάσιμες (μέσω επιταγής κ.λπ.). Περιλαμβάνει επίσης μη μεταβιβάσιμες καταθέσεις που είναι μετατρέψιμες σε μετρητά ευθύς ως ζητηθεί ή έως το τέλος της επόμενης εργάσιμης ημέρας. Ειδικότερα στην περίπτωση της Ελλάδος, η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει τις καταθέσεις όψεως, τις καταθέσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς και τις καταθέσεις απλού ταμιευτηρίου.

Καταθέσεις προθεσμίας: καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια, οι οποίες, ανάλογα με την εθνική πρακτική, είτε δεν είναι μετατρέψιμες σε μετρητά πριν από τη λήξη τους είτε μπορούν να μετατραπούν υπό τον όρο καταβολής ποινής. Επίσης περιλαμβάνονται ορισμένα μη διαπραγματεύσιμα μέσα, όπως μη διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (ιδιωτών).

Καταθέσεις υπό προειδοποίηση: η κατηγορία αυτή αποτελείται από καταθέσεις ταμιευτηρίου τις οποίες ο καταθέτης μπορεί να αναλάβει εφόσον ειδοποιήσει πριν από ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα. Σε μερικές περιπτώσεις, υπάρχει δυνατότητα ανάληψης ενός ορισμένου ποσού συγκεκριμένης προθεσμίας ή και νωρίτερα, υπό τον όρο καταβολής ποινής.

Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης (ΚΠΣ): καταρτίζεται από την Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων σε συνεργασία με το κράτος-μέλος και εγκρίνεται από την Επιτροπή. Περιλαμβάνει τη στρατηγική ανάπτυξης της χώρας, τις προτεραιότητες δράσης και τις πηγές χρηματοδότησης (κοινοτική συμμετοχή, εθνική δημόσια δαπάνη, ιδιωτική συμμετοχή).

Νομισματικά μεγέθη: ως νομισματικό μέγεθος ορίζεται το άθροισμα του νομίσματος σε κυκλοφορία συν τα ανεξόφλητα ποσά ορισμένων υποχρεώσεων των *νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (ΝΧΙ)* και των κεντρικών κυβερνήσεων οι οποίες έχουν σε υψηλό βαθμό “χαρακτήρα χρήματος” (ή υψηλό βαθμό ρευστότητας με ευρεία έννοια). Το στενό νομισματικό μέγεθος Μ1, όπως το ορίζει το *Ευρωσύστημα*, περιλαμβάνει το νόμισμα σε κυκλοφορία συν τις καταθέσεις μίας ημέρας τις οποίες τηρούν σε ιδρύματα της ζώνης του ευρώ που εκδίδουν χρήμα κάτοικοι της ζώνης του ευρώ εκτός των ΝΧΙ, στους οποίους δεν περιλαμβάνεται ο τομέας της κεντρικής κυβέρνησης. Το νομισματικό μέγεθος Μ2 αποτελείται από το Μ1 συν καταθέσεις προθεσμίας έως δύο ετών και καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών. Το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος Μ3 περιλαμβάνει το Μ2 και επιπλέον συμφωνίες επαναγοράς (repos), μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και τίτλους της αγοράς χρήματος, καθώς και χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών.

Νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (ΝΧΙ): τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία αποτελούν τον τομέα που εκδίδει χρήμα στη ζώνη του ευρώ. Περιλαμβάνουν την *Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)*, τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των χωρών της ζώνης του ευρώ, καθώς και τα πιστωτικά ιδρύματα και τα αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος που είναι εγκατεστημένα στη ζώνη του ευρώ.

Πάγια διευκόλυνση: διευκόλυνση που παρέχει μια εθνική κεντρική τράπεζα στους αντισυμβαλλομένους και την οποία χρησιμοποιούν με δική τους πρωτοβουλία. Το *Ευρωσύστημα* προσφέρει δύο πάγιες διευκολύνσεις διάρκειας μίας ημέρας: τη *διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης* και τη *διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων*.

Πράξη κύριας αναχρηματοδότησης: Πράξη ανοικτής αγοράς που διενεργείται από το *Ευρωσύστημα* κάθε εβδομάδα. Οι πράξεις διενεργούνται ως δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου με προαναγγελλόμενο ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς και έχουν διάρκεια μίας εβδομάδας.

Σταθμισμένες (ονομαστικές/πραγματικές) συναλλαγματικές ισοτιμίες: Οι ονομαστικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες αποτελούν το σταθμικό μέσο όρο των διαφόρων διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Οι πραγματικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι οι ονομαστικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες αποπληθωρισμένες με ένα σταθμικό μέσο όρο των τιμών ή του κόστους της ξένης χώρας σε σχέση με τις τιμές ή το κόστος στην εγχώρια αγορά. Για το λόγο αυτό, μετρούν την ανταγωνιστικότητα μιας χώρας ως προς τις τιμές και το κόστος.

Στατιστικό παράρτημα

Πίνακες

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	197
2	Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	198-199
3	Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εγχώρια αγορά: γενικός και βασικές κατηγορίες	200
4	Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εξωτερική αγορά και δείκτης τιμών εισαγομένων στη βιομηχανία	201
5	Απασχολούμενοι ηλικίας 15 ετών και άνω, κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας	202
6	Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών	203
7	Νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	204
8	Η ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	205
9	Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά ΝΧΙ, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	206
10	Επιτόκια της ΕΚΤ και της Τράπεζας της Ελλάδος	207
11	Επιτόκια της αγοράς χρήματος	208
12	Αποδόσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου	209
13	Δάνεια προς τις εγχώριες επιχειρήσεις και νοικοκυριά κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ	210
14	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ κατοίκων της ζώνης του ευρώ	211
15	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	212

Πίνακας 1

Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νοπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς ειδη διατροφής και καύσιμα	
	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2004	96,6	2,9	96,7	2,3	96,4	3,8	97,0	3,3	96,9	3,2
2005	100,0	3,5	100,0	3,4	100,0	3,7	100,0	3,1	100,0	3,2
2006	103,2	3,2	103,4	3,4	103,0	3,0	102,7	2,7	102,5	2,5
2007	106,2	2,9	105,9	2,5	106,5	3,5	105,7	2,9	105,5	3,0
2006 I	101,7	3,3	101,5	3,3	101,8	3,2	101,1	2,5	100,8	2,3
II	103,6	3,2	104,4	3,6	102,5	2,7	102,8	2,5	102,6	2,3
III	103,0	3,4	102,9	3,9	103,1	2,8	102,4	2,7	102,0	2,4
IV	104,5	2,9	104,6	2,7	104,4	3,1	104,5	3,0	104,4	2,8
2007 I	104,4	2,7	103,7	2,1	105,3	3,4	104,3	3,2	104,1	3,3
II	106,3	2,6	106,4	1,9	106,2	3,6	105,7	2,9	105,7	3,1
III	105,7	2,7	104,9	2,0	106,8	3,6	105,3	2,8	105,1	3,0
IV	108,3	3,6	108,7	3,9	107,8	3,2	107,5	2,8	107,0	2,5
2005 Ιαν.	98,5	4,0	98,4	4,3	98,6	3,7	99,1	4,2	99,2	4,5
Φεβρ.	97,3	3,1	96,5	2,8	98,5	3,6	97,3	3,0	97,0	3,2
Μάρτ.	99,5	2,9	100,0	2,4	98,8	3,6	99,3	2,7	99,4	2,9
Απρ.	100,3	3,4	100,7	3,1	99,6	3,8	100,0	3,0	100,0	3,1
Μάιος	100,6	3,2	101,1	2,7	99,9	4,0	100,3	3,2	100,4	3,3
Ιούν.	100,4	3,3	100,7	3,1	99,9	3,7	100,4	3,0	100,5	3,0
Ιούλ.	99,1	3,9	98,5	4,1	100,1	3,7	99,6	3,3	99,5	3,5
Αύγ.	98,7	3,7	97,7	3,8	100,2	3,6	98,7	2,9	98,4	3,0
Σεπτ.	100,9	3,9	101,0	4,2	100,7	3,6	100,9	2,8	100,9	2,9
Οκτ.	101,5	3,8	102,0	3,8	100,9	3,9	101,2	3,0	101,4	3,1
Νοέμ.	101,3	3,5	101,5	3,4	101,0	3,7	101,4	3,0	101,5	3,0
Δεκ.	101,8	3,6	101,9	3,7	101,7	3,5	101,8	2,9	101,9	2,9
2006 Ιαν.	101,7	3,2	101,6	3,3	101,8	3,2	101,3	2,3	101,3	2,0
Φεβρ.	100,5	3,2	99,7	3,3	101,7	3,2	99,7	2,5	99,2	2,3
Μάρτ.	102,8	3,3	103,3	3,3	102,1	3,3	102,2	2,9	102,0	2,6
Απρ.	103,6	3,3	104,3	3,6	102,5	2,9	102,5	2,6	102,3	2,3
Μάιος	103,7	3,1	104,7	3,6	102,4	2,6	102,8	2,4	102,6	2,1
Ιούν.	103,6	3,2	104,3	3,6	102,7	2,7	103,1	2,6	102,8	2,3
Ιούλ.	103,0	3,8	103,1	4,6	102,8	2,7	102,2	2,6	101,8	2,3
Αύγ.	102,2	3,5	101,5	3,9	103,1	2,9	101,4	2,7	100,8	2,4
Σεπτ.	103,8	2,9	104,1	3,0	103,5	2,8	103,6	2,7	103,4	2,5
Οκτ.	104,4	2,8	104,7	2,7	104,0	3,0	104,3	3,0	104,2	2,8
Νοέμ.	104,3	2,9	104,3	2,8	104,2	3,2	104,4	3,0	104,3	2,8
Δεκ.	104,8	2,9	104,7	2,7	104,9	3,2	104,8	3,0	104,8	2,9
2007 Ιαν.	104,5	2,7	103,9	2,3	105,2	3,3	104,5	3,1	104,4	3,1
Φεβρ.	103,2	2,7	101,7	2,0	105,2	3,4	103,1	3,3	102,6	3,5
Μάρτ.	105,5	2,6	105,5	2,1	105,5	3,4	105,3	3,1	105,2	3,2
Απρ.	106,2	2,5	106,2	1,8	106,1	3,5	105,6	3,0	105,6	3,2
Μάιος	106,5	2,6	106,7	1,9	106,1	3,6	105,7	2,9	105,7	3,1
Ιούν.	106,3	2,6	106,3	1,9	106,4	3,6	105,9	2,8	105,9	3,0
Ιούλ.	105,5	2,5	104,8	1,6	106,6	3,7	105,1	2,9	105,0	3,2
Αύγ.	104,8	2,5	103,3	1,7	106,8	3,6	104,3	2,9	103,9	3,1
Σεπτ.	106,9	2,9	106,7	2,6	107,0	3,4	106,4	2,7	106,3	2,8
Οκτ.	107,6	3,1	107,8	3,0	107,3	3,3	107,0	2,7	106,7	2,5
Νοέμ.	108,4	3,9	109,0	4,5	107,6	3,2	107,4	2,9	106,9	2,5
Δεκ.	108,8	3,9	109,2	4,3	108,4	3,3	107,9	3,0	107,4	2,5

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 2

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΕνΔΤΚ (Γενικός)		Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής		Επεξεργασμένα είδη διατροφής		Βιομηχανικά αγαθά πλην ενέργειας	
	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2004	96,6	3,0	101,5	-2,9	97,2	4,8	97,3	2,3
2005	100,0	3,5	100,0	-1,5	100,0	2,8	100,0	2,8
2006	103,3	3,3	101,9	1,9	105,2	5,2	101,6	1,6
2007	106,4	3,0	104,2	2,2	109,1	3,7	103,8	2,2
2006 I	101,5	3,2	103,3	-0,1	102,6	4,5	99,0	0,8
II	103,9	3,4	102,7	0,4	104,5	4,9	103,1	1,9
III	103,0	3,5	98,8	3,9	106,0	5,2	99,8	1,5
IV	104,8	3,2	102,9	3,8	107,8	6,3	104,3	2,0
2007 I	104,5	2,9	104,0	0,7	107,7	5,0	101,9	2,9
II	106,6	2,6	104,2	1,4	108,4	3,7	105,1	2,0
III	105,9	2,8	103,0	4,3	108,7	2,5	102,0	2,3
IV	108,6	3,6	105,5	2,5	111,8	3,7	106,2	1,8
2005 Ιαν.	98,7	4,2	101,6	-3,0	98,1	3,4	100,3	6,9
Φεβρ.	97,0	3,1	104,1	-4,6	98,1	2,5	94,0	3,5
Μάρτ.	99,5	2,8	104,5	-4,4	98,3	1,7	100,4	2,4
Απρ.	100,3	3,3	103,8	-2,6	98,9	2,1	100,8	2,6
Μάιος	100,6	3,2	104,0	-2,5	99,7	2,1	101,4	2,5
Ιούν.	100,4	3,2	99,2	-3,1	100,2	2,5	101,4	2,3
Ιούλ.	99,1	3,9	93,1	-1,2	100,6	2,9	98,2	3,5
Αύγ.	98,6	3,6	95,5	0,2	100,7	2,9	95,1	2,1
Σεπτ.	100,9	3,8	96,6	1,3	101,0	3,2	101,4	2,0
Οκτ.	101,6	3,7	98,7	2,4	101,1	3,2	102,3	2,0
Νοέμ.	101,3	3,4	98,8	2,1	101,4	3,5	102,3	2,1
Δεκ.	101,9	3,5	99,9	-1,5	101,8	3,8	102,4	2,1
2006 Ιαν.	101,7	3,0	101,2	-0,4	102,1	4,1	100,4	0,1
Φεβρ.	100,1	3,1	104,5	0,3	102,4	4,4	94,7	0,7
Μάρτ.	102,8	3,3	104,2	-0,2	103,2	4,9	102,1	1,6
Απρ.	103,8	3,5	105,4	1,5	103,4	4,5	102,6	1,8
Μάιος	104,0	3,3	103,3	-0,7	104,5	4,9	103,3	1,9
Ιούν.	103,9	3,4	99,5	0,3	105,6	5,4	103,4	1,9
Ιούλ.	103,0	3,9	98,0	5,2	105,7	5,0	99,8	1,6
Αύγ.	102,0	3,4	98,4	3,0	105,7	5,0	96,2	1,1
Σεπτ.	104,1	3,1	99,9	3,4	106,6	5,5	103,3	1,9
Οκτ.	104,7	3,1	103,0	4,3	107,9	6,7	104,2	2,0
Νοέμ.	104,6	3,2	102,1	3,3	107,9	6,4	104,3	2,0
Δεκ.	105,2	3,2	103,5	3,6	107,7	5,8	104,4	2,0
2007 Ιαν.	104,8	3,0	104,8	3,5	107,8	5,6	103,0	2,5
Φεβρ.	103,1	3,0	103,2	-1,2	107,5	5,0	98,0	3,5
Μάρτ.	105,7	2,8	104,2	0,0	107,9	4,5	104,8	2,7
Απρ.	106,5	2,6	105,6	0,2	108,3	4,7	104,8	2,1
Μάιος	106,7	2,6	104,9	1,6	108,3	3,6	105,3	1,9
Ιούν.	106,6	2,6	102,0	2,6	108,5	2,8	105,4	1,9
Ιούλ.	105,8	2,7	101,3	3,4	108,4	2,5	102,4	2,6
Αύγ.	104,8	2,7	102,9	4,6	108,5	2,7	98,3	2,2
Σεπτ.	107,1	2,9	104,8	4,9	109,2	2,4	105,4	2,0
Οκτ.	107,9	3,0	105,7	2,6	110,8	2,7	106,1	1,8
Νοέμ.	108,7	3,9	105,0	2,8	112,2	4,0	106,2	1,8
Δεκ.	109,2	3,9	105,8	2,2	112,4	4,3	106,4	1,8

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 2 (συνέχεια)

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	Ενέργεια		Υπηρεσίες		ΕνΔΤΚ χωρίς μη επεξεργασμένα είδη διατροφής & ενέργεια	
	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2004	88,0	6,4	96,5	3,8	96,9	3,4
2005	100,0	13,6	100,0	3,6	100,0	3,2
2006	109,4	9,4	103,1	3,1	102,9	2,9
2007	111,8	2,1	106,9	3,7	106,2	3,2
2006 I	106,0	14,8	101,8	3,2	100,9	2,5
II	112,9	12,9	102,8	3,0	103,2	2,9
III	114,2	10,3	103,2	3,0	102,4	2,8
IV	104,7	0,5	104,6	3,4	105,1	3,4
2007 I	103,4	-2,4	105,6	3,7	104,7	3,7
II	112,3	-0,5	106,7	3,7	106,4	3,1
III	112,2	-1,8	107,2	3,9	105,7	3,2
IV	119,3	14,0	108,1	3,3	108,0	2,8
2005 Ιαν.	88,8	7,9	98,7	3,5	99,2	4,7
Φεβρ. ..	91,8	12,1	98,5	3,6	96,8	3,4
Μάρτ. ..	96,2	13,4	98,8	3,6	99,3	2,8
Απρ.	99,7	14,7	99,8	3,7	100,0	3,0
Μάιος ..	99,2	10,8	100,0	4,1	100,4	3,2
Ιούν.	101,0	14,9	99,9	3,6	100,5	2,9
Ιούλ.	101,7	15,0	100,1	3,6	99,5	3,4
Αύγ.	103,3	15,8	100,2	3,5	98,4	2,9
Σεπτ. ...	105,7	18,8	100,6	3,4	100,9	2,8
Οκτ.	106,9	13,6	100,8	3,7	101,4	3,0
Νοέμ. ...	102,5	9,3	100,9	3,7	101,5	3,1
Δεκ.	103,1	16,6	101,8	3,3	102,0	3,0
2006 Ιαν.	105,4	18,6	101,9	3,2	101,4	2,2
Φεβρ. ...	105,1	14,4	101,5	3,1	99,2	2,5
Μάρτ. ...	107,5	11,8	102,0	3,3	102,2	3,0
Απρ.	112,0	12,3	103,0	3,3	103,0	3,0
Μάιος ..	113,4	14,3	102,6	2,6	103,2	2,7
Ιούν.	113,2	12,0	102,9	3,0	103,5	3,0
Ιούλ.	116,7	14,8	103,1	3,0	102,3	2,8
Αύγ.	116,0	12,3	103,2	3,0	101,1	2,7
Σεπτ. ...	110,0	4,1	103,5	2,9	103,9	3,0
Οκτ.	106,2	-0,6	104,1	3,3	104,8	3,4
Νοέμ. ...	103,7	1,2	104,3	3,4	104,9	3,4
Δεκ.	104,2	1,1	105,4	3,5	105,4	3,4
2007 Ιαν.	101,4	-3,8	105,7	3,7	105,1	3,6
Φεβρ. ...	102,6	-2,3	105,4	3,8	103,2	4,0
Μάρτ. ...	106,2	-1,2	105,8	3,7	105,8	3,5
Απρ.	110,3	-1,5	106,7	3,5	106,3	3,2
Μάιος ..	113,2	-0,2	106,5	3,8	106,4	3,1
Ιούν.	113,3	0,1	106,8	3,8	106,6	2,9
Ιούλ.	112,9	-3,2	107,2	4,0	105,7	3,3
Αύγ.	111,6	-3,7	107,2	3,9	104,4	3,3
Σεπτ. ...	112,0	1,7	107,3	3,7	107,0	2,9
Οκτ.	114,4	7,7	107,6	3,3	107,6	2,6
Νοέμ. ...	121,9	17,6	107,8	3,4	108,0	2,9
Δεκ.	121,7	16,8	108,8	3,2	108,5	2,9

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 3

Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εγχώρια αγορά:
γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΠ – εγχώρια αγορά (Γενικός)		Ενέργεια (σύνολο)		Καύσιμα		Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας	
	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2004	112,3	3,5	105,0	4,0	95,6	4,3	115,4	4,7
2005	118,9	5,9	118,9	13,2	119,5	25,1	118,9	3,0
2006	127,1	6,9	128,5	8,1	135,0	12,9	126,5	6,3
2007	131,3	3,3	135,4	5,3	142,1	5,3	129,5	2,4
2006 I	125,5	9,2	127,0	15,4	133,9	30,0	124,8	6,8
II	127,9	8,6	130,8	12,0	141,1	21,6	126,7	7,2
III	128,7	6,8	131,5	6,1	140,1	8,1	127,5	7,2
IV	126,3	3,0	124,7	0,0	124,7	-3,6	126,9	4,3
2007 I	126,3	0,7	125,2	-1,4	124,7	-6,9	126,8	1,6
II	130,3	1,9	133,9	2,4	139,6	-1,1	128,8	1,6
III	132,1	2,6	136,8	4,0	144,5	3,1	130,0	2,0
IV	136,4	8,0	145,5	16,7	159,5	27,9	132,5	4,4
2005 Ιαν.	113,6	3,9	107,0	7,1	96,9	12,5	116,4	2,7
Φεβρ. ...	114,5	4,6	109,1	10,0	101,2	19,8	116,9	2,5
Μάρτ. ...	116,4	5,3	114,2	12,6	110,9	24,6	117,4	2,5
Απρ.	117,6	5,1	116,6	12,8	115,9	24,9	118,1	2,2
Μάιος ...	117,1	3,7	114,7	7,8	112,0	13,2	118,1	2,1
Ιούν. ...	118,6	5,7	118,9	14,3	120,3	28,0	118,5	2,4
Ιούλ. ...	119,2	5,6	120,6	13,9	123,8	26,9	118,5	2,4
Αύγ.	120,2	6,0	123,5	14,9	129,2	28,3	118,8	2,5
Σεπτ. ...	122,0	7,3	127,9	18,6	136,0	34,0	119,5	2,8
Οκτ.	123,0	7,0	128,0	14,5	136,1	24,3	120,9	4,0
Νοέμ. ...	122,0	7,0	122,9	13,6	125,7	26,1	121,6	4,3
Δεκ.	122,8	9,1	123,2	17,9	126,3	36,9	122,6	5,7
2006 Ιαν.	124,9	9,9	126,0	17,8	132,0	36,2	124,4	6,9
Φεβρ. ...	125,4	9,5	126,8	16,2	133,6	32,0	124,9	6,8
Μάρτ. ...	126,1	8,3	128,2	12,3	136,1	22,7	125,2	6,6
Απρ.	127,8	8,6	131,1	12,4	142,0	22,5	126,3	7,0
Μάιος ...	128,0	9,3	130,8	14,0	141,0	25,9	126,8	7,3
Ιούν. ...	128,0	8,0	130,5	9,7	140,4	16,7	127,0	7,2
Ιούλ. ...	129,1	8,3	133,4	10,6	146,3	18,2	127,2	7,3
Αύγ.	129,5	7,7	133,6	8,2	143,2	10,9	127,7	7,4
Σεπτ. ...	127,6	4,5	127,6	-0,3	130,8	-3,8	127,6	6,8
Οκτ.	126,7	3,0	125,2	-2,1	126,0	-7,4	127,3	5,3
Νοέμ. ...	126,1	3,4	124,5	1,3	124,2	-1,2	126,7	4,3
Δεκ.	126,1	2,7	124,4	1,0	123,9	-1,9	126,8	3,4
2007 Ιαν.	125,4	0,4	122,6	-2,7	119,6	-9,4	126,6	1,8
Φεβρ. ...	126,1	0,6	125,0	-1,4	124,5	-6,8	126,6	1,4
Μάρτ. ...	127,5	1,1	128,0	-0,2	129,9	-4,6	127,3	1,7
Απρ.	129,9	1,7	132,6	1,1	136,8	-3,6	128,7	1,9
Μάιος ...	130,4	1,9	134,2	2,6	140,1	-0,7	128,8	1,6
Ιούν. ...	130,6	2,0	135,0	3,4	141,9	1,1	128,7	1,4
Ιούλ. ...	131,3	1,7	136,3	2,2	144,7	-1,1	129,2	1,5
Αύγ.	131,7	1,7	136,1	1,8	142,5	-0,5	129,8	1,7
Σεπτ. ...	133,2	4,4	138,1	8,2	146,4	11,9	131,1	2,8
Οκτ.	134,7	6,4	140,9	12,5	152,2	20,8	132,1	3,8
Νοέμ. ...	137,1	8,7	147,4	18,3	164,8	32,7	132,7	4,7
Δεκ.	137,4	9,0	148,4	19,3	161,4	30,2	132,7	4,7

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 4

Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εξωτερική αγορά και δείκτης τιμών εισαγομένων στη βιομηχανία

Περίοδος	ΔΤΠ – εξωτερική αγορά				Δείκτης τιμών εισαγομένων		Δείκτης τιμών εισαγομένων χωρίς τιμές ενέργειας	
	Γενικός		Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας					
	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2004	106,6	5,0	106,3	1,8	107,4	3,1	105,2	0,8
2005	110,6	3,7	106,6	0,3	116,9	8,8	106,5	1,2
2006	115,2	4,2	109,5	2,7	122,0	4,4	109,5	2,8
2007	117,3	1,8	111,6	1,9	...	...	...	...
2006 I	114,7	7,0	108,7	2,7	121,4	7,7	107,9	1,8
II	115,9	5,9	109,3	2,9	123,1	6,8	109,2	2,7
III	116,2	3,2	109,9	2,7	122,5	2,7	110,0	3,1
IV	113,9	0,8	109,9	2,3	120,9	0,7	110,8	3,4
2007 I	113,8	-0,8	110,5	1,6	121,0	-0,4	111,7	3,5
II	116,9	0,9	111,5	2,0	124,6	1,2	112,9	3,3
III	117,7	1,3	111,8	1,8	126,6	3,3	113,4	3,1
IV	120,6	5,9	112,5	2,4	...	...	...	...
2005 Ιαν.	106,2	2,0	105,7	0,1	111,0	6,6	105,8	1,4
Φεβρ. ..	106,9	2,9	106,0	0,2	113,1	9,0	106,1	1,5
Μάρτ. ..	108,5	3,1	105,9	-0,3	114,3	9,1	106,1	1,4
Απρ.	109,1	2,4	106,0	-0,9	114,4	8,4	106,2	1,1
Μάιος ..	109,1	1,2	106,3	-0,6	113,9	6,5	106,3	0,9
Ιούν.	110,1	3,3	106,5	-0,2	117,4	10,3	106,5	1,2
Ιούλ.	111,5	3,9	106,8	0,2	118,8	10,3	106,5	1,1
Αύγ.	112,5	4,4	106,9	0,5	120,1	10,7	106,6	1,1
Σεπτ. ..	113,8	5,2	107,1	0,6	119,0	8,5	106,9	1,2
Οκτ.	113,6	4,4	107,1	0,8	119,9	7,9	107,0	1,1
Νοέμ. ..	113,1	5,3	107,5	1,3	120,3	9,1	107,2	1,4
Δεκ.	112,6	6,5	107,7	1,9	120,1	9,8	107,2	1,6
2006 Ιαν.	114,2	7,5	108,3	2,5	120,8	8,8	107,6	1,7
Φεβρ. ..	114,6	7,2	108,8	2,7	121,4	7,4	108,0	1,8
Μάρτ. ..	115,4	6,4	109,1	3,0	122,1	6,8	108,2	2,0
Απρ.	116,0	6,3	109,3	3,1	122,9	7,4	108,8	2,4
Μάιος ..	115,8	6,2	109,3	2,8	123,1	8,1	109,2	2,7
Ιούν.	115,8	5,2	109,3	2,7	123,3	5,0	109,7	3,0
Ιούλ.	116,3	4,3	109,3	2,4	123,3	3,8	109,8	3,0
Αύγ.	117,3	4,2	110,1	3,0	122,8	2,3	110,0	3,3
Σεπτ. ..	115,0	1,0	110,2	2,9	121,5	2,1	110,2	3,1
Οκτ.	114,3	0,6	110,1	2,8	121,3	1,2	110,6	3,3
Νοέμ. ..	114,0	0,8	110,1	2,5	121,0	0,6	110,9	3,4
Δεκ.	113,5	0,9	109,6	1,7	120,4	0,2	110,9	3,4
2007 Ιαν.	112,7	-1,3	110,1	1,7	119,6	-1,0	111,4	3,6
Φεβρ. ..	113,9	-0,6	110,4	1,5	120,9	-0,4	111,7	3,4
Μάρτ. ..	114,9	-0,5	110,9	1,7	122,4	0,3	112,1	3,6
Απρ.	116,8	0,7	111,6	2,1	123,9	0,8	112,5	3,4
Μάιος ..	116,7	0,8	111,3	1,8	124,6	1,3	112,9	3,4
Ιούν.	117,1	1,1	111,5	2,0	125,2	1,5	113,3	3,3
Ιούλ.	117,7	1,2	111,6	2,1	126,6	2,6	113,4	3,3
Αύγ.	117,1	-0,2	111,6	1,4	126,0	2,6	113,3	3,0
Σεπτ. ..	118,3	2,9	112,1	1,8	127,2	4,7	113,6	3,2
Οκτ.	119,5	4,6	112,6	2,3	129,1	6,4	113,7	2,8
Νοέμ. ..	121,4	6,5	112,4	2,1	131,4	8,6	113,8	2,6
Δεκ.	121,0	6,6	112,6	2,7	...	...	...	...

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 5

Απασχολούμενοι ηλικίας 15 ετών και άνω, κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας

(Χιλιάδες άτομα)

	γ' τρίμηνο 2007	
	Σύνολο απασχολουμένων	Μισθωτοί με μισθό ή ημερομίσθιο
Σύνολο	4.539,3	2.938,5
Γεωργία, κτηνοτροφία, θήρα και δασοκομία	496,7	30,6
Αλιεία	15,5	4,5
Ορυχεία και λατομεία	19,9	18,2
Μεταποίηση	562,4	417,8
Παροχή ηλεκτρικού ρεύματος, φυσικού αερίου και νερού	42,8	42,7
Κατασκευές	401,8	269,9
Χονδρικό και λιανικό εμπόριο, επισκευή αυτοκινήτων, οχημάτων, μοτοσυκλετών και ειδών προσωπικής και οικιακής χρήσης	800,9	426,5
Ξενοδοχεία και εστιατόρια	340,6	206,6
Μεταφορές, αποθήκευση και επικοινωνίες	264,3	194,2
Ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί	113,5	102,1
Διαχείριση ακίνητης περιουσίας, εκμισθώσεις και επιχειρησιακές δραστηριότητες	298,7	163,3
Δημόσια διοίκηση και άμυνα, υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση	384,0	384,0
Εκπαίδευση	311,4	287,9
Υγεία και κοινωνική μέριμνα	239,4	198,4
Άλλες δραστηριότητες παροχής υπηρεσιών υπέρ του κοινωνικού συνόλου και άλλων υπηρεσιών κοινωνικού ή ατομικού χαρακτήρα	168,7	118,4
Ιδιωτικά νοικοκυριά που απασχολούν οικιακό προσωπικό	77,1	71,9
Ετερόδοκοι οργανισμοί και όργανα	1,5	1,5

Πηγή: ΕΣΥΕ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

Πίνακας 6

Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών

(Εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος – Νοέμβριος			Νοέμβριος		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)	-12.222,4	-20.855,2	-27.334,5	-2.161,6	-2.658,1	-3.399,9
I.A ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ (I.A.1–I.A.2)	-24.717,6	-32.061,0	-37.327,0	-2.384,4	-3.002,4	-3.711,6
Ισοζύγιο καυσίμων	-5.652,5	-7.982,1	-8.087,0	-564,4	-719,0	-887,0
Εμπορικό ισοζύγιο χωρίς καύσιμα	-19.065,1	-24.078,9	-29.240,0	-1.820,0	-2.283,4	-2.824,6
Ισοζύγιο πλοίων	-528,6	-2.968,9	-4.865,1	-119,1	-350,2	-567,4
Εμπορικό ισοζύγιο χωρίς καύσιμα και πλοία	-18.536,5	-21.110,0	-24.374,9	-1.700,9	-1.933,2	-2.257,2
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	12.872,1	14.910,0	15.987,1	1.333,2	1.347,2	1.630,8
Καύσιμα	2.095,1	2.778,5	2.738,6	241,1	158,4	293,1
Πλοία (εισπράξεις)	1.540,9	1.558,3	2.156,9	65,8	124,3	299,3
Λοιπά αγαθά	9.236,1	10.573,2	11.091,6	1.026,3	1.064,5	1.038,4
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	37.589,6	46.971,0	53.314,1	3.717,7	4.349,6	5.342,4
Καύσιμα	7.747,6	10.760,6	10.825,6	805,5	877,4	1.180,1
Πλοία (πληρωμές)	2.069,5	4.527,2	7.022,0	184,9	474,5	866,7
Λοιπά αγαθά	27.772,5	31.683,2	35.466,5	2.727,3	2.997,7	3.295,6
I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1–I.B.2)	14.788,4	14.899,9	16.136,8	514,8	629,7	937,6
I.B.1 Εισπράξεις	25.489,8	26.721,1	29.358,0	1.552,0	1.772,3	2.203,8
Ταξιδιωτικό	10.499,5	11.157,5	11.180,4	253,0	236,9	305,0
Μεταφορές	12.591,8	13.194,2	15.387,8	1.069,8	1.282,3	1.631,3
Λοιπές υπηρεσίες	2.398,5	2.369,5	2.789,7	229,2	253,1	267,4
I.B.2 Πληρωμές	10.701,4	11.821,2	13.221,1	1.037,1	1.142,6	1.266,2
Ταξιδιωτικό	2.205,7	2.130,6	2.141,9	205,0	198,3	200,0
Μεταφορές	5.600,7	6.377,6	7.021,7	530,8	601,0	698,3
Λοιπές υπηρεσίες	2.895,1	3.313,0	4.057,5	301,3	343,3	367,9
I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1–I.Γ.2)	-5.046,4	-6.430,7	-8.150,3	-444,2	-494,9	-636,9
I.Γ.1 Εισπράξεις	2.981,1	3.252,0	4.224,9	289,4	390,2	390,0
Αμοιβές, μισθοί	257,6	287,3	335,2	25,0	28,2	31,6
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	2.723,5	2.964,6	3.889,7	264,5	361,9	358,4
I.Γ.2 Πληρωμές	8.027,5	9.682,6	12.375,2	733,7	885,1	1.026,9
Αμοιβές, μισθοί	192,4	253,7	299,1	18,2	19,5	28,5
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	7.835,1	9.429,0	12.076,1	715,4	865,5	998,4
I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I.Δ.1–I.Δ.2)	2.753,1	2.736,5	2.006,0	152,3	209,5	11,1
I.Δ.1 Εισπράξεις	6.276,6	5.922,6	5.641,3	461,0	441,6	294,2
Γενική κυβέρνηση (κυρίως εισπράξεις από ΕΕ)	4.238,8	3.730,3	3.580,5	266,8	274,3	94,1
Λοιποί τομείς (μεταναστευτικά εμβάσματα κ.λπ.)	2.037,8	2.192,3	2.060,9	194,2	167,3	200,1
I.Δ.2 Πληρωμές	3.523,5	3.186,1	3.635,4	308,7	232,1	283,1
Γενική κυβέρνηση (κυρίως πληρωμές προς ΕΕ)	2.724,8	2.294,0	2.530,7	252,4	154,6	182,4
Λοιποί τομείς	798,6	892,2	1.104,7	56,3	77,5	100,7
II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (II.1–II.2)	1.686,7	2.586,9	2.983,1	298,8	451,8	459,8
II.1 Εισπράξεις	1.938,0	2.833,6	3.294,9	321,1	472,9	486,2
Γενική κυβέρνηση (κυρίως εισπράξεις από ΕΕ)	1.767,3	2.659,7	3.061,7	307,5	456,9	462,2
Λοιποί τομείς	170,8	173,9	233,3	13,6	16,0	24,0
II.2 Πληρωμές	251,4	246,6	311,8	22,3	21,0	26,4
Γενική κυβέρνηση (κυρίως πληρωμές προς ΕΕ)	19,3	29,2	26,0	2,0	1,3	1,5
Λοιποί τομείς	232,1	217,4	285,8	20,3	19,7	24,9
III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I+II)	-10.535,8	-18.268,3	-24.351,4	-1.862,7	-2.206,2	-2.940,1
IV ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (IV.A+IV.B+IV.Γ+IV.Δ)	10.613,9	18.215,6	23.960,8	1.635,3	2.510,9	2.418,8
IV.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-726,7	1.225,7	-2.389,4	-56,3	457,7	70,6
Κατοίκων στο εξωτερικό	-1.088,7	-2.785,1	-3.381,2	-47,3	201,4	-88,0
Μη κατοίκων στην Ελλάδα	362,0	4.010,8	991,8	-9,1	256,3	158,6
IV.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ²	7.535,0	5.463,9	13.395,3	355,5	2.322,4	-2.341,9
Απαιτήσεις	-17.283,0	-9.037,2	-18.602,0	-1.254,9	-1.204,2	-2.508,3
Υποχρεώσεις	24.818,0	14.501,1	31.997,2	1.610,4	3.526,6	166,4
IV.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ³	3.789,6	11.900,0	13.135,9	1.264,2	-64,3	4.700,2
Απαιτήσεις	-13.108,5	-8.508,5	-13.052,5	-1.506,3	-2.402,7	-1.592,5
Υποχρεώσεις	16.898,1	20.408,4	26.188,4	2.770,5	2.338,4	6.292,7
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	-117,0	-210,1	-2.261,7	-33,3	-14,3	-125,3
IV.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ³	16,0	-374,0	-181,0	72,0	-205,0	-10,0
V ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	-78,1	52,7	390,6	227,4	-304,6	521,3
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ³				1.978,0	2.319,0	2.350,0

1 (+) καθαρή εισροή, (-) καθαρή εκροή.

2 (+) μείωση, (-) αύξηση.

3 Από την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ τον Ιανουάριο του 2001, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χρυσό, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραπεζικά δικαιώματα" και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συναλλάγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 7

Νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ¹

(Υπόλοιπα σε δισεκ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Νόμισμα σε κυκλοφορία (1)	Καταθέσεις μίας ημέρας (2)	M1 (3)=(1)+(2)	Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών (4)	Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών (5)	M2 (6)=(3)+(4)+ (5)	Συμφωνίες επαναγοράς (repos) (7)	Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρημάτων (8)	Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών (9)	M3 ² (10)=(6)+(7)+ (8)+(9)
2003	397,9	2.329,2	2.727,1	1.039,2	1.529,6	5.295,8	208,7	581,5	92,7	6.178,7
2004	468,4	2.480,5	2.948,9	1.040,5	1.642,9	5.632,2	229,7	604,9	102,3	6.568,2
2005	532,8	2.946,8	3.479,6	1.123,7	1.549,6	6.152,9	221,9	615,8	126,2	7.116,8
2006	592,2	3.164,3	3.756,5	1.414,8	1.557,1	6.728,4	248,0	614,1	198,7	7.789,3
2007	638,5	3.270,0	3.908,5	1.984,7	1.539,5	7.432,7	281,3	661,0	317,3	8.692,4
2005 Ιαν.	459,9	2.506,1	2.966,0	1.015,4	1.655,9	5.637,3	228,7	616,4	99,2	6.581,6
Φεβρ.	463,6	2.506,6	2.970,7	1.013,0	1.660,3	5.643,4	227,0	615,4	114,1	6.599,9
Μάρτ.	471,8	2.525,8	2.997,6	1.017,7	1.665,2	5.680,4	227,0	614,5	106,0	6.627,8
Απρ.	481,1	2.550,0	3.031,1	1.034,8	1.672,5	5.738,4	226,3	627,8	121,0	6.713,4
Μάιος	485,8	2.578,3	3.064,1	1.035,7	1.678,7	5.778,4	239,2	634,8	113,5	6.766,0
Ιούν.	496,6	2.807,8	3.304,4	1.027,4	1.520,2	5.851,9	238,8	621,1	118,8	6.830,7
Ιούλ.	506,4	2.815,3	3.321,8	1.042,5	1.525,7	5.890,0	238,6	635,1	119,2	6.882,9
Αύγ.	500,9	2.767,7	3.268,6	1.054,3	1.530,0	5.852,9	249,2	639,7	121,0	6.862,8
Σεπτ.	507,1	2.815,4	3.322,5	1.078,4	1.532,0	5.933,0	234,4	631,5	119,9	6.918,7
Οκτ.	510,5	2.838,8	3.349,3	1.088,7	1.532,2	5.970,3	241,4	629,0	121,4	6.962,0
Νοέμ.	514,5	2.864,0	3.378,5	1.085,9	1.531,3	5.995,7	239,3	629,6	130,0	6.994,7
Δεκ.	532,8	2.946,8	3.479,6	1.123,6	1.549,6	6.152,9	221,9	615,8	126,2	7.116,8
2006 Ιαν.	520,8	2.922,2	3.443,1	1.113,7	1.565,7	6.122,5	237,0	608,4	143,4	7.111,3
Φεβρ.	524,8	2.917,2	3.442,0	1.134,8	1.569,2	6.146,1	235,0	610,2	152,7	7.143,9
Μάρτ.	532,3	2.936,0	3.468,2	1.162,0	1.570,9	6.201,2	235,9	603,1	163,1	7.203,3
Απρ.	540,3	2.992,0	3.532,3	1.201,5	1.569,3	6.303,1	249,7	613,1	163,9	7.329,7
Μάιος	543,6	3.006,5	3.550,1	1.189,1	1.568,5	6.307,7	258,2	621,6	173,7	7.361,2
Ιούν.	553,7	3.044,4	3.598,1	1.208,7	1.565,7	6.372,5	245,1	616,5	161,8	7.395,9
Ιούλ.	562,7	3.009,8	3.572,5	1.232,9	1.562,6	6.368,0	250,5	627,4	160,3	7.406,2
Αύγ.	559,0	2.956,9	3.515,9	1.267,8	1.562,6	6.346,3	264,9	639,7	179,1	7.430,0
Σεπτ.	563,2	3.018,2	3.581,4	1.304,8	1.558,9	6.445,1	263,8	645,6	178,7	7.533,2
Οκτ.	567,1	2.996,5	3.563,5	1.341,7	1.551,8	6.457,1	261,2	644,7	194,3	7.557,3
Νοέμ.	571,5	3.038,2	3.609,7	1.367,3	1.543,5	6.520,5	260,8	636,9	199,4	7.617,6
Δεκ.	592,2	3.164,3	3.756,5	1.414,8	1.557,1	6.728,4	248,0	614,1	198,7	7.789,3
2007 Ιαν.	575,6	3.106,1	3.681,8	1.446,4	1.558,4	6.686,5	262,3	641,5	220,7	7.811,1
Φεβρ.	578,7	3.095,3	3.674,0	1.469,6	1.547,0	6.690,6	268,8	652,5	231,8	7.843,7
Μάρτ.	588,3	3.146,9	3.735,3	1.534,1	1.544,8	6.814,2	282,0	666,3	239,9	8.002,5
Απρ.	594,7	3.157,9	3.752,7	1.572,7	1.537,2	6.862,5	281,6	681,9	242,4	8.068,4
Μάιος	597,6	3.179,3	3.776,9	1.599,7	1.533,4	6.910,0	285,2	702,5	255,0	8.152,7
Ιούν.	604,9	3.240,2	3.845,1	1.634,3	1.526,3	7.005,7	282,2	699,1	242,8	8.229,8
Ιούλ.	612,9	3.217,9	3.830,8	1.694,8	1.516,1	7.041,7	287,1	712,6	240,2	8.281,6
Αύγ.	610,5	3.137,8	3.748,3	1.765,5	1.508,1	7.021,9	297,6	706,1	260,8	8.286,6
Σεπτ.	610,4	3.212,7	3.823,1	1.795,6	1.501,6	7.120,3	293,7	680,7	282,4	8.377,2
Οκτ.	613,5	3.176,6	3.790,1	1.890,9	1.525,1	7.206,1	291,9	684,1	299,8	8.482,0
Νοέμ.	618,6	3.211,9	3.830,5	1.916,0	1.518,8	7.265,3	300,2	696,7	312,4	8.574,6
Δεκ.*	638,5	3.270,0	3.908,5	1.984,7	1.539,5	7.432,7	281,3	661,0	317,3	8.692,4

1 Τα νομισματικά μεγέθη αποτελούνται από τις νομισματικές υποχρεώσεις των ΝΧΙ και της κεντρικής κυβέρνησης (Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, Υπουργείο Οικονομικών) έναντι κατοίκων της ζώνης του ευρώ που δεν είναι ΝΧΙ εκτός της κεντρικής κυβέρνησης.

2 Στο M3 και τις συνιστώσες του δεν περιλαμβάνονται τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και τα χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών που κατέχουν μη κάτοικοι της ζώνης του ευρώ.

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: ΕΚΤ.

Πίνακας 8

Η ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ

(Υπόλοιπα σε δισεκ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Καταθέσεις μίας ημέρας		Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών ¹	Συμφωνίες επαναγοράς (repos)	Μεριδία αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών ²	Σύνολο ³ (Μ3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία)	
	Όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί	Απλού ταμειυτηρίου							
(1)	(1.1)	(1.2)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)=(1)+(2)+ +(3)+(4)+ +(5)+(6)	
2003	79,5	17,6	61,9	32,3	2,0	10,8	15,7	0,5	140,8
2004	91,7	20,7	71,0	33,4	1,9	9,5	15,2	0,5	152,3
2005	99,2	24,8	74,4	51,8	4,4	2,7	4,9	0,4	163,4
2006	100,1	26,0	74,1	69,3	2,9	1,6	5,8	0,5	180,2
2007	98,8	28,2	70,6	97,6	2,3	0,7	7,9	-1,6	205,7
2005 Ιαν.	90,4	19,8	70,6	37,8	2,0	5,6	14,9	0,5	151,2
Φεβρ.	91,9	20,8	71,1	39,4	2,0	4,4	14,6	0,5	152,8
Μάρτ.	90,9	20,4	70,6	41,0	2,0	4,2	14,2	0,4	152,6
Απρ.	91,1	20,2	70,9	42,3	2,6	3,8	13,0	0,5	153,4
Μάιος	91,5	20,2	71,2	42,6	2,8	4,1	12,5	0,5	153,9
Ιούν.	96,8	23,9	72,9	42,2	3,1	3,7	10,9	0,4	157,2
Ιούλ.	93,8	21,8	72,0	44,4	3,3	3,3	10,7	0,4	155,9
Αύγ.	93,5	21,2	72,3	45,6	3,6	3,3	10,1	0,3	156,4
Σεπτ.	94,8	22,5	72,3	46,2	3,9	3,3	7,3	0,4	155,9
Οκτ.	95,5	23,2	72,3	49,2	4,1	2,6	6,2	0,4	158,0
Νοέμ.	94,9	23,1	71,8	50,6	4,5	2,7	5,5	0,4	158,6
Δεκ.	99,2	24,8	74,4	51,8	4,4	2,7	4,9	0,4	163,4
2006 Ιαν.	95,8	22,7	73,1	53,8	4,4	2,6	4,7	0,4	161,7
Φεβρ.	95,3	22,6	72,7	55,1	4,5	2,5	4,7	0,4	162,5
Μάρτ.	95,3	22,7	72,6	56,8	4,1	2,5	4,6	0,5	163,9
Απρ.	95,6	22,3	73,3	57,9	4,0	2,4	4,6	0,6	165,1
Μάιος	95,8	22,6	73,2	59,0	3,7	2,4	4,9	0,6	166,5
Ιούν.	99,2	25,1	74,0	60,4	3,6	2,5	5,2	0,6	171,5
Ιούλ.	98,0	24,2	73,8	61,7	3,5	2,1	5,3	0,6	171,1
Αύγ.	97,0	23,4	73,6	63,3	3,4	2,0	5,4	0,6	171,7
Σεπτ.	96,8	23,4	73,3	63,7	3,3	2,1	5,5	0,5	171,9
Οκτ.	95,3	23,1	72,3	65,4	3,2	1,9	5,6	0,5	171,9
Νοέμ.	95,3	23,4	71,9	66,8	3,0	1,6	5,7	0,5	173,0
Δεκ.	100,1	26,0	74,1	69,3	2,9	1,6	5,8	0,5	180,2
2007 Ιαν.	95,5	23,9	71,7	72,9	2,9	1,5	5,9	0,4	179,1
Φεβρ.	95,0	24,0	71,0	73,7	2,8	1,4	6,2	0,3	179,5
Μάρτ.	96,7	25,3	71,4	76,0	2,7	1,2	6,5	0,3	183,4
Απρ.	96,2	24,4	71,8	77,3	2,7	1,1	6,7	0,2	184,2
Μάιος	94,3	24,4	69,8	79,4	2,7	1,3	7,0	-0,5	184,2
Ιούν.	99,8	27,6	72,2	80,8	2,7	1,4	7,5	-1,1	191,0
Ιούλ.	96,7	25,3	71,4	87,8	2,6	1,0	7,6	-1,8	194,0
Αύγ.	96,5	25,4	71,1	88,4	2,6	0,9	7,8	-1,9	194,3
Σεπτ.	96,1	25,3	70,8	89,1	2,5	0,8	7,8	-1,7	194,6
Οκτ.	94,3	25,3	69,0	92,0	2,4	0,9	8,0	-1,8	195,8
Νοέμ.	94,6	26,5	68,1	94,9	2,3	0,8	8,1	-1,6	199,0
Δεκ.	98,8	28,2	70,6	97,6	2,3	0,7	7,9	-1,6	205,7

1 Περιλαμβάνονται και καταθέσεις ταμειυτηρίου σε λοιπά νομίσματα (εκτός ευρώ).

2 Το μέγεθος αυτό υπολογίζεται σε ενοποιημένη βάση με τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Επομένως, από τα χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών που έχουν εκδοθεί από τα εγχώρια ΝΧΙ στην Ελλάδα αφαιρούνται οι τοποθετήσεις τους σε χρεόγραφα έως δύο ετών που εκδίδονται από τα ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ.

3 Το νομισματικό μέγεθος Μ3 της Ελλάδος, αλλά και κάθε άλλης χώρας της ζώνης του ευρώ, δεν μπορεί πλέον να υπολογιστεί με ακρίβεια, καθώς η ποσότητα των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ που έχουν τεθεί σε κυκλοφορία σε κάθε χώρα διακρατείται και από κατοίκους άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ (όπως και από κατοίκους τρίτων χωρών). Εξαιτίας αυτών των τεχνικών προβλημάτων, η κατάρτιση των ελληνικών μεγεθών Μ0, Μ1, Μ2 και Μ3 διακόπηκε τον Ιανουάριο του 2003.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 9

Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα Λοιπά ΝΧΙ,¹ κατά νόμισμα και κατά κατηγορία

(Υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία		
		Καταθέσεις σε ευρώ	Καταθέσεις σε λοιπά νομίσματα	Ώφειας	Ταμιευτηρίου	Προθεσμίας ²
2003	115.750,1	98.119,3	17.630,8	15.395,8	65.141,1	35.213,2
2004	128.424,6	110.206,7	18.217,9	18.274,2	73.954,2	36.196,1
2005	156.857,7	135.797,3	21.060,4	22.180,2	79.800,8	54.876,1
2006	173.370,4	151.321,5	22.048,9	23.525,0	77.858,2	71.987,2
2007	197.233,6	173.493,8	23.739,8	25.014,1	73.561,9	98.657,6
2005 Ιαν.	131.749,7	114.232,0	17.517,7	17.586,6	73.515,5	40.647,6
Φεβρ.	134.088,9	116.771,1	17.317,8	17.866,2	74.096,0	42.126,7
Μάρτ.	134.801,8	116.303,2	18.498,7	17.521,9	73.527,1	43.752,9
Απρ.	136.854,8	118.087,9	18.766,9	17.333,7	74.453,1	45.068,0
Μάιος	137.472,3	118.223,8	19.248,5	17.189,9	75.046,6	45.235,8
Ιούν.	142.951,8	123.548,2	19.403,6	20.868,4	77.036,6	45.046,9
Ιούλ.	142.705,3	122.700,2	20.005,1	19.144,9	76.318,4	47.241,9
Αύγ.	143.733,0	123.239,3	20.493,7	18.436,6	76.764,9	48.531,5
Σεπτ.	146.180,7	125.211,8	20.968,9	19.789,0	77.143,1	49.248,6
Οκτ.	150.136,2	129.055,6	21.080,6	20.542,2	77.351,8	52.242,2
Νοέμ.	151.140,9	129.736,1	21.404,8	20.228,8	77.297,6	53.614,4
Δεκ.	156.857,7	135.797,3	21.060,4	22.180,2	79.800,8	54.876,7
2006 Ιαν.	155.334,6	134.509,7	20.824,9	20.097,8	78.361,8	56.875,1
Φεβρ.	156.125,0	134.733,6	21.391,4	19.797,5	78.114,4	58.213,2
Μάρτ.	157.740,9	136.352,9	21.388,0	20.229,3	77.611,2	59.900,5
Απρ.	158.730,2	137.689,9	21.040,3	19.707,4	78.160,7	60.862,1
Μάιος	159.942,6	138.812,0	21.130,6	20.063,9	77.829,2	62.049,5
Ιούν.	164.328,2	143.200,2	21.128,0	22.398,2	78.543,2	63.386,8
Ιούλ.	164.473,3	143.231,3	21.242,0	21.667,6	78.137,8	64.667,9
Αύγ.	164.706,1	143.088,1	21.618,0	20.710,5	77.844,8	66.150,8
Σεπτ.	164.750,2	143.309,9	21.440,3	20.693,0	77.479,1	66.578,1
Οκτ.	164.848,2	143.096,0	21.752,2	20.410,6	76.266,5	68.171,1
Νοέμ.	166.195,3	144.335,6	21.859,7	21.116,2	75.520,4	69.558,6
Δεκ.	173.370,4	151.321,5	22.048,9	23.525,0	77.858,2	71.987,2
2007 Ιαν.	171.937,9	149.321,7	22.616,2	20.943,4	75.322,8	75.671,7
Φεβρ.	172.166,2	150.424,2	21.742,0	21.109,9	74.619,3	76.437,1
Μάρτ.	176.068,3	154.217,8	21.850,5	22.393,5	74.931,5	78.743,4
Απρ.	177.261,9	155.599,4	21.662,5	21.878,6	75.236,8	80.146,5
Μάιος	177.486,2	154.859,0	22.627,2	21.160,9	73.954,4	82.370,9
Ιούν.	184.148,2	161.027,9	23.120,2	24.695,0	75.647,6	83.805,6
Ιούλ.	188.181,4	164.079,4	24.102,0	22.986,3	74.519,2	90.675,9
Αύγ.	188.054,4	163.993,2	24.061,2	22.398,6	74.358,8	91.297,0
Σεπτ.	188.469,8	164.667,0	23.802,8	22.697,5	73.977,4	91.794,9
Οκτ.	187.503,6	163.407,0	24.096,6	22.480,6	72.098,4	92.924,6
Νοέμ.	190.515,3	166.375,1	24.140,2	23.484,5	71.094,5	95.936,3
Δεκ.	197.233,6	173.493,8	23.739,8	25.014,1	73.561,9	98.657,6

1 Τα Λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (Λοιπά ΝΧΙ) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων.

2 Περιλαμβάνονται και οι δεσμευμένες καταθέσεις.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 10

Επιτόκια της ΕΚΤ και της Τράπεζας της Ελλάδος

(Ποσοστά % ετησίως)

1. Επιτόκια της ΕΚΤ				2. Επιτόκια της Τράπεζας της Ελλάδος				
Από: ¹	Αποδοχή καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης ³	Οριακή χρηματοδότηση	Από:	Αποδοχή καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας, πρώτο κλιμάκιο ⁴	Αποδοχή καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας, δεύτερο κλιμάκιο ⁴	Πράξεις διάρκειας 14 ημερών	Χρηματοδότηση με ενέχυρο τίτλους Ελληνικού Δημοσίου
1999 1 Ιαν.	2,00	3,00	4,50	1999 14 Ιαν.	11,50	9,75	12,00	13,50
4 Ιαν. ²	2,75	3,00	3,25	21 Οκτ.	11,00	9,75	11,50	13,00
22 Ιαν.	2,00	3,00	4,50	16 Δεκ.	10,25	9,25	10,75	12,25
9 Απρ.	1,50	2,50	3,50	27 Δεκ.	10,25	9,00	10,75	11,50
5 Νοεμ.	2,00	3,00	4,00					
2000 4 Φεβρ.	2,25	3,25	4,25	2000 27 Ιαν.	9,50	8,50	9,75	11,00
17 Μαρτ.	2,50	3,50	4,50	9 Μαρτ.	8,75	8,00	9,25	10,25
28 Απρ.	2,75	3,75	4,75	20 Απρ.	8,00	7,50	8,75	9,50
9 Ιουν.	3,25	4,25	5,25	29 Ιουν.	7,25	–	8,25	9,00
28 Ιουν. ³	3,25	4,25	5,25	6 Σεπτ.	6,50	–	7,50	8,25
1 Σεπτ.	3,50	4,50	5,50	15 Νοεμ.	6,00	–	7,00	7,75
6 Οκτ.	3,75	4,75	5,75	29 Νοεμ.	5,50	–	6,50	7,25
				13 Δεκ.	4,75	–	5,75	6,50
				27 Δεκ.	3,75	–	4,75	5,75
2001 11 Μαΐου	3,50	4,50	5,50					
31 Αυγ.	3,25	4,25	5,25					
18 Σεπτ.	2,75	3,75	4,75					
9 Νοεμ.	2,25	3,25	4,25					
2002 6 Δεκ.	1,75	2,75	3,75					
2003 7 Μαρτ.	1,50	2,50	3,50					
6 Ιουν.	1,00	2,00	3,00					
2005 6 Δεκ.	1,25	2,25	3,25					
2006 8 Μαρτ.	1,50	2,50	3,50					
15 Ιουν.	1,75	2,75	3,75					
9 Αυγ.	2,00	3,00	4,00					
11 Οκτ.	2,25	3,25	4,25					
13 Δεκ.	2,50	3,50	4,50					
2007 14 Μαρτ.	2,75	3,75	4,75					
13 Ιουν.	3,00	4,00	5,00					

1 Από την 1η Ιανουαρίου 1999 μέχρι την 9η Μαρτίου 2004, η ημερομηνία αφορά τις διευκολύνσεις αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης. Για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, οι μεταβολές των επιτοκίων ισχύουν από την πρώτη πράξη μετά την αναφερόμενη ημερομηνία. Η μεταβολή της 18ης Σεπτεμβρίου 2001 τέθηκε σε ισχύ αυθημερόν. Από τις 10 Μαρτίου 2004 και εξής, η ημερομηνία αφορά τις διευκολύνσεις αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης και τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (μεταβολές που θα τίθενται σε ισχύ από την πράξη κύριας αναχρηματοδότησης που ακολουθεί τη σχετική απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου), εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά.

2 Στις 22 Δεκεμβρίου 1998 η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι στο διάστημα 4-21 Ιανουαρίου 1999 θα εφαρμόζεται κατ' εξαίρεση μικρό εύρος διακύμανσης (50 μονάδες βάσης) μεταξύ των επιτοκίων της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, έτσι ώστε οι συμμετέχοντες στην αγορά να προσαρμοστούν ευκολότερα στο νέο νομισματικό καθεστώς.

3 Στις 8 Ιουνίου 2000 η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι, αρχής γενομένης από την πράξη που θα διακανονιστεί στις 28 Ιουνίου 2000, οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα διεξάγονται μέσω δημοπρασίας ανταγωνιστικού επιτοκίου. Το ελάχιστο επιτόκιο προσαφοράς είναι το ελάχιστο επιτόκιο με το οποίο οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να υποβάλλουν τις προσφορές τους.

4 Στις 29 Ιουνίου 2000 καταργήθηκε το δεύτερο κλιμάκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και το επιτόκιο αφορά πλέον τον ενιαίο λογαριασμό αποδοχής καταθέσεων.

Πηγές: ΕΚΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 11

Επιτόκια της αγοράς χρήματος

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	Καταθέσεις μίας ημέρας ¹	Καταθέσεις ενός μηνός ²	Καταθέσεις 3 μηνών ²	Καταθέσεις 6 μηνών ²	Καταθέσεις 9 μηνών ²	Καταθέσεις 12 μηνών ²
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,31	2,34
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,20	2,27
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,28	2,33
2006	2,84	2,94	3,08	3,23	3,35	3,44
2007	3,86	4,08	4,28	4,35	4,41	4,45
2005 Ιαν.	2,08	2,11	2,15	2,19	2,25	2,31
Φεβρ.	2,06	2,10	2,14	2,18	2,24	2,31
Μάρτ.	2,06	2,10	2,14	2,19	2,25	2,33
Απρ.	2,08	2,10	2,14	2,17	2,21	2,27
Μάιος	2,07	2,10	2,13	2,14	2,16	2,19
Ιούν.	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	2,10
Ιούλ.	2,07	2,11	2,12	2,13	2,15	2,17
Αύγ.	2,06	2,11	2,13	2,16	2,19	2,22
Σεπτ.	2,09	2,12	2,14	2,17	2,19	2,22
Οκτ.	2,07	2,12	2,20	2,27	2,34	2,41
Νοέμ.	2,09	2,22	2,36	2,50	2,60	2,68
Δεκ.	2,28	2,41	2,47	2,60	2,70	2,78
2006 Ιαν.	2,33	2,39	2,51	2,65	2,75	2,83
Φεβρ.	2,35	2,46	2,60	2,72	2,83	2,91
Μάρτ.	2,52	2,63	2,72	2,87	3,00	3,11
Απρ.	2,63	2,65	2,79	2,96	3,11	3,22
Μάιος	2,58	2,69	2,89	3,06	3,20	3,31
Ιούν.	2,70	2,87	2,99	3,16	3,29	3,40
Ιούλ.	2,81	2,94	3,10	3,29	3,43	3,54
Αύγ.	2,97	3,09	3,23	3,41	3,53	3,62
Σεπτ.	3,04	3,16	3,34	3,53	3,64	3,72
Οκτ.	3,28	3,35	3,50	3,64	3,74	3,80
Νοέμ.	3,33	3,42	3,60	3,73	3,81	3,86
Δεκ.	3,50	3,64	3,68	3,79	3,87	3,92
2007 Ιαν.	3,56	3,62	3,75	3,89	3,99	4,06
Φεβρ.	3,57	3,65	3,82	3,94	4,03	4,09
Μάρτ.	3,69	3,84	3,89	4,00	4,06	4,11
Απρ.	3,82	3,86	3,98	4,10	4,19	4,25
Μάιος	3,79	3,92	4,07	4,20	4,30	4,37
Ιούν.	3,96	4,10	4,15	4,28	4,40	4,51
Ιούλ.	4,06	4,11	4,22	4,36	4,47	4,56
Αύγ.	4,05	4,30	4,54	4,59	4,63	4,67
Σεπτ.	4,03	4,43	4,74	4,75	4,73	4,72
Οκτ.	3,94	4,24	4,69	4,66	4,65	4,65
Νοέμ.	4,02	4,22	4,64	4,63	4,62	4,61
Δεκ.	3,88	4,71	4,85	4,82	4,80	4,79
2008 Ιαν.	4,02	4,20	4,48	4,50	4,50	4,50

1 Μέσος όρος του δείκτη επιτοκίων μίας ημέρας στη ζώνη του ευρώ (EONIA).

2 Διατραπεζικά επιτόκια προσφοράς στη ζώνη του ευρώ (EURIBOR).

Πηγή: Bloomberg.

Πίνακας 12

Αποδόσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	Απόδοση ετήσιων έντοκων γραμματίων	Απόδοση ομολόγων						
		3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών ¹	32 ετών
2003	2,34	2,82	3,37	3,83	4,27	4,32	4,91	...
2004	2,27	2,87	3,37	3,81	4,26	4,53	4,77	...
2005	2,33	2,65	2,92	3,22	3,59	3,80	3,92	4,14
2006	3,44	3,58	3,72	3,87	4,07	4,16	4,23	4,42
2007	4,45	4,21	4,30	4,34	4,50	4,67	-	4,81
2005 Ιαν.	2,31	2,72	2,96	3,29	3,69	3,99	4,12	...
Φεβρ.	2,31	2,80	2,97	3,34	3,69	3,94	4,04	...
Μάρτ.	2,34	2,88	3,06	3,56	3,92	4,12	4,24	4,49
Απρ.	2,27	2,70	3,06	3,37	3,76	3,98	4,11	4,38
Μάιος	2,19	2,55	2,89	3,21	3,60	3,82	3,95	4,21
Ιούν.	2,10	2,35	2,70	3,02	3,44	3,66	3,79	4,05
Ιούλ.	2,17	2,42	2,75	3,06	3,46	3,71	3,84	4,10
Αύγ.	2,22	2,49	2,79	3,07	3,47	3,69	3,82	4,08
Σεπτ.	2,22	2,42	2,66	2,92	3,30	3,52	3,64	3,91
Οκτ.	2,41	2,66	2,88	3,11	3,45	3,64	3,75	4,00
Νοέμ.	2,69	2,91	3,15	3,36	3,67	3,84	3,94	4,14
Δεκ.	2,78	2,95	3,14	3,31	3,57	3,73	3,82	4,02
2006 Ιαν.	2,84	2,99	3,17	3,32	3,60	3,71	3,79	3,98
Φεβρ.	2,91	3,09	3,30	3,50	3,77	3,86	3,94	4,14
Μάρτ.	3,11	3,38	3,50	3,74	3,95	4,02	4,11	4,29
Απρ.	3,22	3,61	3,72	4,01	4,23	4,32	4,41	4,60
Μάιος	3,31	3,63	3,80	4,05	4,30	4,38	4,48	4,69
Ιούν.	3,41	3,70	3,93	4,07	4,31	4,41	4,50	4,72
Ιούλ.	3,54	3,78	3,98	4,10	4,33	4,42	4,50	4,72
Αύγ.	3,61	3,72	3,88	3,98	4,19	4,29	4,37	4,58
Σεπτ.	3,72	3,71	3,81	3,89	4,06	4,15	4,21	4,39
Οκτ.	3,80	3,77	3,87	3,93	4,08	4,15	4,21	4,35
Νοέμ.	3,87	3,77	3,82	3,86	3,98	4,05	4,09	4,23
Δεκ.	3,92	3,84	3,89	3,93	4,04	4,12	4,17	4,30
2007 Ιαν.	4,06	4,01	4,08	4,13	4,28	4,33	4,38	4,51
Φεβρ.	4,09	4,03	4,09	4,14	4,30	4,35	4,40	4,54
Μάρτ.	4,11	4,00	4,04	4,08	4,20	4,27	4,33	4,49
Απρ.	4,25	4,17	4,24	4,28	4,40	4,46	4,52	4,70
Μάιος	4,37	4,31	4,37	4,40	4,51	4,59	-	4,77
Ιούν.	4,51	4,52	4,65	4,68	4,80	4,97	-	5,05
Ιούλ.	4,56	4,54	4,64	4,67	4,79	4,96	-	5,02
Αύγ.	4,67	4,28	4,41	4,47	4,62	4,85	-	4,91
Σεπτ.	4,72	4,20	4,34	4,39	4,56	4,82	-	4,92
Οκτ.	4,65	4,19	4,34	4,39	4,58	4,82	-	4,92
Νοέμ.	4,61	4,08	4,16	4,20	4,43	4,73	-	4,88
Δεκ.	4,80	4,16	4,28	4,30	4,53	4,83	-	4,97
2008 Ιαν.	4,50	3,88	4,02	4,17	4,40	4,76	-	4,95

¹ Από το Μάιο του 2007 δεν υπάρχει στην αγορά ομόλογο με εναπομένονσα διάρκεια κοντά στα 20 έτη.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 13

Δάνεια προς τις εγχώριες επιχειρήσεις και νοικοκυριά κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ

(Υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ)

Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις						Νοικοκυριά			
		Σύνολο	Γεωργία	Βιομηχανία ¹	Εμπόριο	Τουρισμός	Λοιποί κλάδοι	Σύνολο	Στεγαστικά	Καταναλωτικά	Λοιπά
2000	59.330,0	42.360,3	3.884,9	11.823,7	12.374,2	1.814,3	12.463,2	16.969,7	11.271,9	5.511,3	186,5
2001	74.027,4	50.198,7	3.724,2	12.614,9	15.524,3	2.171,3	16.164,0	23.828,7	15.652,2	7.852,0	324,5
2002	86.510,5	55.012,2	3.224,7	14.364,0	15.670,8	2.903,2	18.849,5	31.498,3	21.224,7	9.755,4	518,2
2003	101.178,1	60.979,3	3.082,7	15.865,1	16.514,4	3.488,2	22.028,9	40.198,8	26.534,2	12.409,6	1.255,0
2004	117.201,7	65.566,3	3.248,0	15.675,6	18.821,6	4.040,0	23.781,1	51.635,4	33.126,8	17.053,8	1.454,8
2005	136.981,1	71.282,9	2.954,0	15.753,8	19.958,4	4.189,8	28.426,9	65.698,2	43.199,4	20.850,0	1.648,8
2006	156.896,4	76.659,8	3.051,0	16.371,4	20.572,0	4.194,1	32.471,3	80.236,6	52.502,5	25.599,2	2.134,9
2007	183.722,2	89.755,1	3.228,1	17.347,0	23.603,7	4.637,7	40.938,6	93.967,1	63.613,1	27.543,3	2.810,7
2005 Ιαν.	118.387,3	65.985,6	3.237,8	15.645,2	18.921,1	4.079,3	24.102,2	52.401,7	33.672,4	17.275,8	1.453,5
Φεβρ.	118.906,4	65.521,9	3.161,6	15.623,8	19.104,7	4.129,9	23.501,9	53.384,5	34.281,6	17.610,7	1.492,2
Μάρτ.	120.704,9	66.096,9	3.079,3	15.565,9	19.309,8	4.180,8	23.961,1	54.608,0	35.091,5	17.995,6	1.520,9
Απρ.	123.037,2	67.097,9	3.059,3	15.926,1	19.565,9	4.211,2	24.335,4	55.939,3	35.878,7	18.550,0	1.510,6
Μάιος	124.228,8	67.257,5	3.038,1	15.872,9	19.520,5	4.225,7	24.600,3	56.971,3	36.610,2	18.896,4	1.464,7
Ιούν.	125.452,3	68.474,1	3.096,1	15.918,8	20.142,8	4.293,7	25.022,7	56.978,2	36.102,8	19.386,6	1.488,8
Ιουλ.	127.215,3	69.613,6	3.119,2	16.123,2	20.352,3	4.135,7	25.883,2	57.601,7	37.238,6	18.897,0	1.466,1
Αύγ.	127.788,5	69.212,3	3.123,3	15.838,2	20.027,5	4.110,4	26.112,9	58.576,2	37.850,0	19.245,1	1.481,1
Σεπτ.	129.507,9	69.305,5	2.939,4	15.674,2	19.985,6	4.073,7	26.632,6	60.202,4	39.022,1	19.628,5	1.551,8
Οκτ.	131.111,7	69.462,4	2.884,1	15.757,2	19.905,6	4.089,4	26.826,1	61.649,3	40.000,4	20.080,7	1.568,2
Νοέμ.	133.136,0	69.791,5	2.919,6	15.712,5	19.717,1	4.184,2	27.258,1	63.344,5	41.244,2	20.511,7	1.588,6
Δεκ.	136.981,1	71.282,9	2.954,0	15.753,8	19.958,4	4.189,8	28.426,9	65.698,2	43.199,4	20.850,0	1.648,8
2006 Ιαν.	137.731,3	70.999,2	2.948,7	15.690,0	19.672,8	4.205,7	28.482,0	66.732,1	44.010,6	21.047,7	1.673,8
Φεβρ.	139.714,7	71.491,8	2.957,3	15.747,6	19.389,1	4.248,8	29.149,0	68.222,9	44.873,8	21.637,5	1.711,6
Μάρτ.	142.633,3	72.960,5	3.086,1	15.955,2	19.843,2	4.356,4	29.719,6	69.672,8	45.919,6	22.045,2	1.708,0
Απρ.	144.593,1	73.944,8	3.098,7	16.399,3	20.160,3	4.352,3	29.934,2	70.648,3	46.612,7	22.344,3	1.691,3
Μάιος	145.477,7	74.372,3	3.105,7	16.661,9	19.876,8	4.377,7	30.350,2	71.105,2	46.539,9	22.815,5	1.749,8
Ιούν.	148.322,9	76.259,8	3.192,4	16.900,2	20.531,4	4.416,8	31.219,0	72.063,1	46.929,0	23.275,7	1.858,4
Ιουλ.	150.012,0	76.374,7	3.203,6	16.706,6	20.573,2	4.350,0	31.541,3	73.637,3	48.165,4	23.610,7	1.861,2
Αύγ.	150.031,2	76.033,8	3.204,1	16.658,0	20.371,5	4.301,8	31.498,4	73.997,4	48.138,4	23.956,0	1.903,0
Σεπτ.	152.943,1	77.450,6	3.239,2	16.769,4	20.916,6	4.337,6	32.187,8	75.492,5	49.140,0	24.394,4	1.958,1
Οκτ.	153.584,8	76.893,8	3.226,8	16.627,6	20.662,5	4.346,0	32.030,9	76.691,0	49.923,5	24.709,6	2.057,9
Νοέμ.	152.551,9	74.519,8	3.141,2	16.223,8	19.823,8	4.213,5	31.117,5	78.032,1	50.672,3	25.283,7	2.076,1
Δεκ.	156.896,4	76.659,8	3.051,0	16.371,4	20.572,0	4.194,1	32.471,3	80.236,6	52.502,5	25.599,2	2.134,9
2007 Ιαν.	157.445,6	75.917,1	3.021,6	16.099,9	20.119,0	4.218,6	32.458,0	81.528,5	53.517,4	25.881,3	2.129,8
Φεβρ.	159.987,8	77.080,3	3.039,1	16.168,8	20.500,8	4.327,7	33.043,9	82.907,5	54.619,9	26.114,4	2.173,2
Μάρτ.	164.281,1	79.285,9	3.049,5	16.366,8	21.120,2	4.355,7	34.393,7	84.995,2	56.200,1	26.572,7	2.222,4
Απρ.	165.479,2	79.008,3	3.005,9	16.364,7	21.008,8	4.361,1	34.267,8	86.470,9	57.218,4	27.071,9	2.180,6
Μάιος	168.128,9	79.941,2	3.034,2	16.706,6	21.238,3	4.380,6	34.581,5	88.187,7	58.277,3	27.714,2	2.196,2
Ιούν.	173.093,9	84.391,7	3.206,8	17.077,7	22.083,4	4.439,4	37.584,4	88.702,2	58.156,5	28.101,5	2.444,2
Ιουλ.	173.441,0	84.073,0	3.216,2	16.876,8	22.117,2	4.388,6	37.474,2	89.368,0	58.169,6	28.596,5	2.601,9
Αύγ.	175.889,4	85.133,8	3.276,4	16.979,5	22.211,6	4.346,8	38.319,5	90.755,6	59.067,4	29.055,8	2.632,4
Σεπτ.	178.821,4	86.275,4	3.287,6	17.211,2	22.677,0	4.386,2	38.713,4	92.546,0	60.119,2	29.466,4	2.960,4
Οκτ.	180.197,8	86.146,6	3.310,4	17.098,1	22.685,0	4.420,3	38.632,8	94.051,2	61.052,5	30.101,9	2.896,8
Νοέμ.	179.873,5	87.830,9	3.320,9	17.420,5	22.932,6	4.466,7	39.690,2	92.042,6	62.158,7	27.128,2	2.755,7
Δεκ.	183.722,2	89.755,1	3.228,1	17.347,0	23.603,7	4.637,7	40.938,6	93.967,1	63.613,1	27.543,3	2.810,7

1 Περιλαμβάνει τους κλάδους της μεταποίησης (βιομηχανία, βιοτεχνία) και των μεταλλείων.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 14

Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ κατοίκων της ζώνης του ευρώ

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Καταθέσεις από νοικοκυριά			Καταθέσεις από επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα		Συμφωνίες επαναγοράς (repos)
	Μίας ημέρας ^{1,2}	Ταμιευτηρίου ²	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας ²	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	
2003	0,93	0,92	2,48	0,63	2,49	2,24
2004	0,91	0,90	2,29	0,55	2,17	1,98
2005	0,91	0,88	2,23	0,60	2,09	2,00
2006	1,02	0,98	2,86	0,79	2,81	2,67
2007	1,22	1,14	3,95	1,03	3,94	3,70
2005 Ιαν.	0,96	0,95	2,25	0,56	2,08	1,97
Φεβρ.	0,95	0,94	2,19	0,55	2,07	1,97
Μάρτ.	0,93	0,91	2,22	0,55	2,02	1,97
Απρ.	0,89	0,86	2,22	0,55	2,07	1,98
Μάιος	0,89	0,87	2,20	0,56	2,04	1,99
Ιούν.	0,89	0,86	2,21	0,58	2,07	1,99
Ιούλ.	0,88	0,86	2,20	0,60	2,07	1,98
Αύγ.	0,89	0,86	2,19	0,59	2,08	1,98
Σεπτ.	0,89	0,87	2,19	0,70	2,09	1,98
Οκτ.	0,89	0,87	2,22	0,65	2,10	1,97
Νοέμ.	0,90	0,87	2,27	0,65	2,11	1,99
Δεκ.	0,91	0,88	2,39	0,71	2,32	2,18
2006 Ιαν.	0,93	0,90	2,44	0,69	2,33	2,23
Φεβρ.	0,93	0,90	2,45	0,65	2,35	2,25
Μάρτ.	0,99	0,95	2,58	0,73	2,57	2,42
Απρ.	0,98	0,95	2,63	0,73	2,61	2,50
Μάιος	0,98	0,95	2,66	0,73	2,57	2,47
Ιούν.	1,02	0,98	2,76	0,75	2,70	2,60
Ιούλ.	1,02	0,98	2,84	0,74	2,79	2,60
Αύγ.	1,04	1,00	2,95	0,83	2,96	2,74
Σεπτ.	1,05	1,00	3,03	0,83	2,97	2,85
Οκτ.	1,11	1,06	3,24	0,93	3,15	3,02
Νοέμ.	1,09	1,04	3,26	0,89	3,24	3,09
Δεκ.	1,14	1,09	3,47	0,92	3,48	3,30
2007 Ιαν.	1,16	1,10	3,50	0,91	3,49	3,32
Φεβρ.	1,16	1,10	3,51	0,87	3,54	3,35
Μάρτ.	1,18	1,11	3,64	0,99	3,73	3,53
Απρ.	1,20	1,13	3,74	0,98	3,81	3,60
Μάιος	1,20	1,13	3,74	1,05	3,81	3,63
Ιούν.	1,24	1,15	3,95	1,05	4,01	3,80
Ιούλ.	1,24	1,16	4,00	1,15	4,03	3,86
Αύγ.	1,24	1,16	4,09	1,12	4,10	3,87
Σεπτ.	1,25	1,17	4,24	1,08	4,20	3,93
Οκτ.	1,25	1,17	4,26	1,01	4,04	3,88
Νοέμ.	1,25	1,17	4,25	1,07	4,20	3,91
Δεκ.	1,23	1,16	4,52	1,05	4,33	3,76

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

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 15

Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Δάνεια προς νοικοκυριά ¹					Δάνεια προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα ¹		
	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{2,3}	Καταναλωτικά δάνεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{3,4}	Κυμαινόμενο επιτόκιο ή σταθερό επιτόκιο έως ένα έτος	
		Με κυμαινόμενο ή σταθερό επιτόκιο έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου καταναλωτικών δανείων	Με κυμαινόμενο ή σταθερό επιτόκιο έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων		Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ
2003	14,41	10,57	10,47	4,51	4,78	6,86	5,29	3,98
2004	13,81	9,55	9,86	4,30	4,51	7,01	4,98	3,67
2005	13,36	8,47	9,06	4,06	4,15	6,90	5,08	3,62
2006	13,45	7,89	8,58	4,24	4,30	7,18	5,76	4,37
2007	14,09	7,71	8,47	4,57	4,45	7,54	6,57	5,32
2005 Ιαν.	13,42	8,85	9,39	4,23	4,39	6,95	4,89	3,54
Φεβρ.	13,72	8,99	9,62	4,20	4,34	6,95	5,08	3,53
Μάρτ.	13,51	8,53	9,43	4,15	4,27	6,94	5,00	3,70
Απρ.	13,74	8,58	9,37	4,13	4,23	6,94	5,09	3,58
Μάιος	13,63	8,88	9,13	4,12	4,21	6,89	4,96	3,47
Ιούν.	13,48	8,16	8,78	4,07	4,18	6,87	4,82	3,46
Ιούλ.	13,14	8,45	9,35	4,06	4,14	6,82	5,01	3,50
Αύγ.	13,16	8,48	9,39	4,11	4,18	6,84	5,12	3,50
Σεπτ.	13,23	8,36	8,79	3,99	4,05	6,82	5,06	3,57
Οκτ.	13,07	8,32	8,68	3,94	4,01	6,85	5,06	3,79
Νοέμ.	13,09	8,28	8,56	3,88	3,93	6,93	5,41	3,84
Δεκ.	13,07	7,78	8,26	3,86	3,91	7,00	5,41	3,93
2006 Ιαν.	13,18	7,77	8,30	3,92	4,00	6,94	5,26	3,70
Φεβρ.	13,18	8,06	8,51	3,89	3,97	6,99	5,44	3,74
Μάρτ.	13,22	8,09	8,44	3,92	4,02	7,13	5,50	4,15
Απρ.	13,24	7,82	8,48	3,93	4,08	7,09	5,57	3,92
Μάιος	13,22	7,84	8,66	4,00	4,15	7,10	5,61	4,17
Ιούν.	13,45	8,09	8,75	4,22	4,32	7,18	5,65	4,41
Ιούλ.	13,41	7,85	8,59	4,28	4,36	7,19	5,70	4,40
Αύγ.	13,60	7,99	8,77	4,51	4,53	7,26	5,88	4,27
Σεπτ.	13,58	8,03	8,85	4,50	4,54	7,26	5,91	4,72
Οκτ.	13,72	8,15	8,87	4,66	4,62	7,37	6,14	4,83
Νοέμ.	13,81	8,19	8,86	4,69	4,52	7,25	6,15	4,94
Δεκ.	13,80	6,82	7,82	4,36	4,26	7,35	6,30	5,16
2007 Ιαν.	13,87	7,35	8,30	3,92	4,19	7,32	6,27	5,22
Φεβρ.	13,85	7,53	8,40	3,80	4,09	7,34	6,36	5,01
Μάρτ.	13,88	7,60	8,23	4,00	4,09	7,45	6,38	5,08
Απρ.	13,97	7,72	8,36	4,45	4,23	7,50	6,45	5,12
Μάιος	13,92	8,18	8,74	4,46	4,25	7,47	6,51	5,06
Ιούν.	14,09	7,82	8,61	4,90	4,52	7,56	6,48	5,32
Ιούλ.	14,12	8,00	8,70	5,01	4,53	7,56	6,44	5,12
Αύγ.	14,15	8,38	8,78	5,00	4,58	7,74	6,76	5,48
Σεπτ.	14,14	7,50	8,54	4,93	4,64	7,68	6,78	5,68
Οκτ.	14,13	7,22	8,08	4,96	4,63	7,62	6,75	5,50
Νοέμ.	14,50	7,54	8,47	4,68	4,53	7,65	6,81	5,50
Δεκ.	14,47	7,66	8,40	4,76	4,45	7,56	6,83	5,79

1 Δεν περιλαμβάνονται οι επιβαρύνσεις.

2 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς νοικοκυριά μέσω πιστωτικών καρτών, των ανοικτών δανείων και των υπεραναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς.

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

4 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς επιχειρήσεις μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και των υπεραναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.