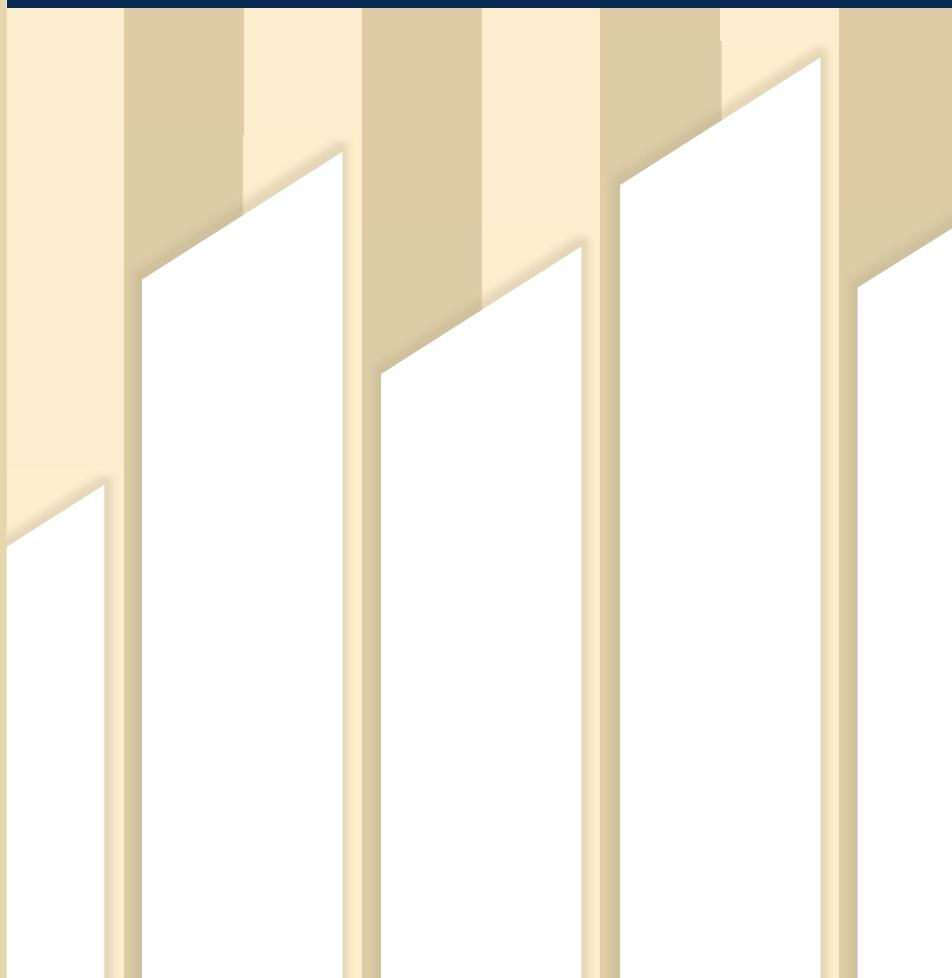


ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

2003 - 2004



ΜΑΡΤΙΟΣ 2004

**ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

Ελευθ. Βενιζέλου 21

102 50 Αθήνα

[www.bankofgreece.gr](http://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

ΕΚΘΕΣΗ ΓΙΑ ΤΗ  
ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ  
ΠΟΛΙΤΙΚΗ  
2003-2004



ΜΑΡΤΙΟΣ 2004

## Προς τη Βουλή των Ελλήνων και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται στη Βουλή των Ελλήνων και το Υπουργικό Συμβούλιο όπως προβλέπεται στο Καταστατικό της Τράπεζας της Ελλάδος. Στην Έκθεση εξετάζονται διεξοδικά οι νομισματικές εξελίξεις και η πορεία της οικονομίας στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα κατά το 2003, το τρίτο έτος μετά την υιοθέτηση του ευρώ και της ενιαίας νομισματικής πολιτικής από τη χώρα μας. Παρουσιάζονται επίσης εκτιμήσεις για τις οικονομικές προοπτικές το 2004. Η Έκθεση συνοψίζεται στο πρώτο κεφάλαιο.

Στο δεύτερο κεφάλαιο εξετάζονται η διαμόρφωση του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος της ζώνης του ευρώ κατά το παρελθόν έτος και οι οικονομικές προοπτικές για το 2004. Επίσης αναλύονται οι οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις και οι προοπτικές στη ζώνη του ευρώ, καθώς και η νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Όσον αφορά το διεθνές οικονομικό περιβάλλον, επισημαίνεται ότι η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας ενισχύθηκε σημαντικά στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 2003. Επίσης βελτιώθηκαν οι προσδοκίες για περαιτέρω επιτάχυνση της ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας στη διάρκεια του τρέχοντος έτους, κατά το οποίο ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες αναμένεται ότι δεν θα υπερβεί το 1,5%. Η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ άρχισε να ανακάμπτει από το τρίτο τρίμηνο του 2003. Σύμφωνα με πρόσφατες προβλέψεις, αναμένεται περιορισμένη επιτάχυνση του ρυθμού οικονομικής ανόδου κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους και εκτιμάται ότι ο πληθωρισμός θα υποχωρήσει και θα παραμείνει σε επίπεδο λίγο πιο κάτω από το 2%, δηλαδή σε επίπεδο το οποίο αντιστοιχεί σε σταθερότητα των τιμών

(σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας).

Στο τρίτο κεφάλαιο της Έκθεσης εξετάζονται η εξέλιξη και οι προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού, της οικονομικής δραστηριότητας και της απασχόλησης στην Ελλάδα, καθώς και η πορεία του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών το 2003. Επίσης παρουσιάζονται οι προοπτικές της οικονομίας, με βάση τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία, εκτιμήσεις και προβλέψεις. Εξάλλου, στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται η πορεία των νομισματικών μεγεθών στην Ελλάδα και οι εξελίξεις στις αγορές χρήματος, πιστώσεων και κεφαλαίων.

Η Έκθεση καταλήγει στην πρόβλεψη ότι ο πληθωρισμός, ο οποίος το 2003 σημείωσε μικρή επιβράδυνση, θα διαμορφωθεί εφέτος ουσιαστικά στο ίδιο επίπεδο όπως πέρυσι ή σε επίπεδο οριακά υψηλότερο και θα εξακολουθήσει να υπερβαίνει σημαντικά το μέσο όρο του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ. Ο ρυθμός ανόδου του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος εκτιμάται ότι θα σημειώσει μικρή επιτάχυνση και θα παραμείνει υπερδιπλάσιος από το ρυθμό ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ. Επομένως, θα υπάρξει περαιτέρω πρόσδοτος προς την πραγματική σύγκλιση.

Υπάρχουν όμως εφέτος εντονότερα από ό,τι συνήθως στοιχεία αβεβαιότητας, όπως είναι η εξέλιξη της διεθνούς τιμής του πετρελαίου, το ακριβές μέγεθος της επιδρασης στον πληθωρισμό από την υπερβάλλουσα ζήτηση στην οικονομία, ιδίως κατά την περίοδο διεξαγωγής των Ολυμπιακών Αγώνων, καθώς και οι μισθολογικές αυξήσεις και ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Τα στοιχεία αυτά είναι δυνατόν να επηρεάσουν δυσμενώς

την πορεία του πληθωρισμού σε σχέση με τη βασική πρόβλεψη. Επίσης, εξακολουθούν να υπάρχουν και άλλες προκλήσεις για την οικονομική πολιτική. Το ποσοστό ανεργίας μειώνεται με αργούς ρυθμούς και παραμένει το δεύτερο υψηλότερο στην ΕΕ. Ο πληθωρισμός διατηρείται σταθερά πάνω από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης έχει διευρυνθεί, ενώ ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ μειώθηκε μόνο οριακά και παραμένει άνω του 100% του ΑΕΠ, γεγονός το οποίο πρέπει να συνεκτιμηθεί με τις μελλοντικές δημοσιονομικές πιέσεις που θα προέλθουν, λόγω της γήρανσης του πληθυσμού, από την αύξηση των δαπανών για συντάξεις και των δαπανών για την υγεία. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχει διευρυνθεί και επί τέσσερα έτη είναι γύρω στο 6% του ΑΕΠ. Προκλήσεις παραμένουν επίσης στον τραπεζικό τομέα, όπου αυξάνεται η σημασία της προληπτικής εποπτείας, ιδιαίτερα αν ληφθεί υπόψη η μεγάλη πιστωτική επέκταση που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια.

Η ύπαρξη αυτών των στοιχείων αβεβαιότητας και των προκλήσεων επιβάλλει επαγρύπνηση

και –επειδή δεν υπάρχει πλέον η δυνατότητα άσκησης νομισματικής πολιτικής προσαρμοσμένης στις συνθήκες της χώρας– απαιτεί τη συνδρομή της δημοσιονομικής πολιτικής και δημιουργεί υποχρεώσεις για τους κοινωνικούς εταίρους. Συγκεκριμένα, με δεδομένη τη διατήρηση χαλαρών νομισματικών συνθηκών μετά την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ, οι κοινωνικοί εταίροι στην Ελλάδα πρέπει να συντελέσουν στη διαμόρφωση μισθολογικών αυξήσεων και τιμολογιακής πολιτικής που θα είναι συμβατές με το στόχο να επιτευχθεί σταδιακά και να διασφαλιστεί η σταθερότητα των τιμών και, κατ' επέκταση, να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Παράλληλα, θα πρέπει η δημοσιονομική πολιτική να συμβάλει και αυτή στη μείωση του πληθωρισμού. Υπάρχει ακόμη ανάγκη για περαιτέρω διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, οι οποίες θα αποβλέπουν στην ταχύτερη άνοδο της παραγωγικότητας και την ενίσχυση του ανταγωνισμού στην εγχώρια αγορά, ώστε να διασφαλιστεί η διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης στο μέλλον. Τα ζητήματα αυτά αναλύονται στο τελευταίο κεφάλαιο της Έκθεσης.

Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας

Διοικητής

Αθήνα, Μάρτιος 2004

# Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής

Πρόεδρος  
Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας

Μέλη  
Παναγιώτης Α. Θωμόπουλος  
Νικόλαος Δ. Παλαιοκρασσάς  
Βασίλειος Σπ. Δρουκόπουλος  
Αντώνιος Γ. Μαντζαβίνος  
Γεώργιος Ε. Οικονόμου

# Περιεχόμενα

I.	Σύνοψη	11
II.	Οι μακροοικονομικές και νομισματικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ και η ενιαία νομισματική πολιτική	
1.	Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον	23
1.1	Γενική επισκόπηση	23
1.2	Εξελίξεις και προοπτικές στις κυριότερες οικονομικές περιοχές	26
1.3	Οι διεθνείς εμπορικές συναλλαγές και οι τιμές των εμπορευμάτων	29
1.4	Διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές (συναλλάγματος, ομολόγων, μετοχών)	30
2.	Μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη ζώνη του ευρώ	32
2.1	Πληθωρισμός	32
2.2	Οικονομική δραστηριότητα	33
2.3	Αγορά εργασίας	34
2.4	Δημοσιονομικές εξελίξεις	35
3.	Νομισματικές εξελίξεις και πολιτική	36
3.1	Η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ	36
3.2	Η εξέλιξη του Μ3, των συνιστωσών του και των παραγόντων μεταβολής του και η έκδοση ομολόγων και άλλων χρεογράφων	38
3.3	Επιτόκια της αγοράς χρήματος, τραπεζικά επιτόκια και αποδόσεις μακροπρόθεσμων τίτλων	40
3.4	Χρηματιστηριακές εξελίξεις	44
III.	Οι μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στην Ελλάδα	
1.	Εξέλιξη και προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού το 2003	45
2.	Προοπτικές του πληθωρισμού για το 2004	54
3.	Η εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας και της απασχόλησης το 2003	59
4.	Η εξέλιξη του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών κατά το έτος 2003	71
4.1	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	71
4.2	Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών	75
5.	Οι προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το 2004	77
IV.	Οι αγορές χρήματος, πιστώσεων και κεφαλαίων στην Ελλάδα	
1.	Εξελίξεις νομισματικών μεγεθών στην Ελλάδα	85
2.	Πιστωτική επέκταση	88
3.	Τραπεζικά επιτόκια	93
4.	Οι αγορές κεφαλαίων	103
4.1	Η αγορά ομολόγων	103
4.2	Χρηματιστηριακές εξελίξεις	107
V.	Οικονομικές προοπτικές και προκλήσεις για την οικονομική πολιτική και τους κοινωνικούς εταίρους	
1.	Οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας για το 2004	111
2.	Προκλήσεις και κατεύθυνση της οικονομικής πολιτικής	113
	Παράρτημα Κεφαλαίου V: Η σημασία των μισθολογικών αυξήσεων για τις επιδόσεις της οικονομίας	
		126
	Μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος	131
	Γλωσσάριο	135
	Στατιστικό παράρτημα	139

<b>Διαγράμματα</b>			
1 Κυκλικά διορθωμένο δημοσιονομικό αποτέλεσμα	24	14 Πυρήνας πληθωρισμού, τιμές οπωροκηπευτικών και καυσίμων	49
2 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών	24	15 Συμβολή της μεταβολής των τιμών των καυσίμων στον πληθωρισμό	50
3 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και του γιεν Ιαπωνίας	31	16 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΧ και της τιμής του αργού πτερελαίου σε ευρώ	50
4 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι της λίρας Αγγλίας και του φράγκου Ελβετίας	31	17 Δείκτης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος	51
5 Επιτόκια της ΕΚΤ και επιτόκιο της αγοράς χρήματος διάρκειας μίας ημέρας (ΕΟΝΙΑ)	37	18 Δείκτης τιμών εισαγομένων χονδρικής και αντίστροφο της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος	51
6 Ποσότητα χρήματος Μ3 στη ζώνη του ευρώ	38	19 Το παραγωγικό κενό της ελληνικής οικονομίας	53
7 Διοχρονική μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων στις αγορές χρήματος και ομολόγων στη ζώνη του ευρώ	41	20 Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία (μεταποίηση)	53
8 Βραχυπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ	41	21 Διαφορές ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού Ελλάδος και ζώνης ευρώ	54
9 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ	42	22 Πληθωριστικές προσδοκίες καταναλωτών και επιχειρήσεων	58
10 Δείκτες χρηματιστηριακών αγορών	43	23 Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος	59
11 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδος, ζώνης ευρώ και Ευρωπαϊκής Ένωσης	46	24 Καταναλωτική ζήτηση	62
12 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	47	Α. Όγκος λιανικών πωλήσεων και επιχειρηματικές προσδοκίες Β. Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. αυτοκινήτων	
13 Δείκτης τιμών καταναλωτή και πυρήνας πληθωρισμού στην Ελλάδα	48	25 Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών με βάση τις άδειες	65
		26 Βιομηχανική παραγωγή	66

27 Παραγωγή και επιχειρηματικές προσδοκίες στη μεταποίηση	67	41 Μέση ημερήσια αξία συναλλογών στην ΗΔΑΤ	105
Α. Δείκτες		42 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και αξία συναλλογών	107
Β. Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους		43 Ποσοστό απασχόλησης	112
28 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για τη Μεταποίηση (PMI)	68	44 Δείκτης νομισματικών συνθηκών στην Ελλάδα	115
29 Απασχόληση	69	45 Εξαγωγές αγαθών της Ελλάδος ως ποσοστό (%) των εισαγωγών αγαθών της ζώνης του ευρώ από χώρες της ζώνης του ευρώ	123
30 Ποσοστό συνολικής ανεργίας	69		
31 Επιχειρηματικές προβλέψεις για την απασχόληση	70		
32 Εμπορικό ισοζύγιο και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλογών	71		
33 Δυνητικός ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ	78		
34 Συμμετοχή των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου στο ΑΕΠ	79	<b>Πίνακες</b>	
35 Εξέλιξη των καταθέσεων, των συμφωνιών επαναγοράς και των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων στην Ελλάδα	87	I Πραγματικό ΑΕΠ: τελευταίες διαθέσιμες προβλέψεις ΔΝΤ, Ευρωπαϊκής Επιτροπής και ΟΟΣΑ	25
36 Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ	100	II Προσαρμογές βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ	37
37 Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα	101	III Κύριες συνιστώσες της ποσότητας χρήματος Μ3 της ζώνης του ευρώ	39
38 Διαφορές επιτοκίων νέων τραπεζικών καταθέσεων και δανείων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	102	IV Κύριοι παράγοντες μεταβολής της ποσότητας χρήματος Μ3 της ζώνης του ευρώ	40
39 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου	103	V Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: Ελλάδα και ΕΕ	46
40 Διαχρονική μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου	105	VI Αποδοχές, παραγωγικότητα και κόστος εργασίας	52
		VII Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	54
		VIII Ζήτηση και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν	60
		IX Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης	61
		X Δείκτης αξίας λιανικών πωλήσεων	61

XI Δείκτης τιμών κατοικιών	63	XXII Εκδόσεις τίτλων Ελληνικού Δημοσίου	106
XII Δείκτες επενδυτικής ζήτησης	64	XXIII Αντληθέντα κεφάλαια μέσω του χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών	108
XIII Δείκτης τιμών εξαγομένων και σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματος	68	XXIV Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης	119
XIV Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά κατηγορία προϊόντος (εκτός καυσίμων)	73	XXV Βασικές δημοσιονομικές προβλέψεις του επικαιροποιημένου προγράμματος σταθερότητας και ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2003	119
XV Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά γεωγραφική περιοχή	74	XXVI Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του δημόσιου χρέου προς το ΑΕΠ	120
A. Εξαγωγές			
B. Εισαγωγές			
XVI Προβλέψεις για βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας από διεθνείς οργανισμούς, το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών και την Τράπεζα της Ελλάδος	82	1 Η συμβολή της διαφοράς του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ: απαραίτητες διευκρινίσεις	55
XVII Ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	86	2 Μεθοδολογία κατάρτισης της νέας σειράς επιτοκίων τραπεζικών καταθέσεων και δανείων	94
XVIII Συνολική πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα	88		
XIX Χρηματοδότηση επιχειρήσεων και νοικοκυριών στην Ελλάδα κατά κλάδο	90		
XX Τραπεζικά δάνεια προς τα νοικοκυριά	93		
XXI Εξελιξη επιτοκίων νέων τραπεζικών καταθέσεων και δανείων στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα	99		

## Πλαίσια

- 1 Η συμβολή της διαφοράς του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ:  
απαραίτητες διευκρινίσεις
  - 2 Μεθοδολογία κατάρτισης της νέας σειράς επιτοκίων τραπεζικών καταθέσεων και δανείων
- Παράρτημα Κεφαλαίου V
- Πίνακας: Μισθοί, μέσο καθαρό εισόδημα  
μισθωτών και τιμές  
καταναλωτή: 1975-2003

127

## I. Σύνοψη

Το 2003 ήταν το τρίτο έτος εφαρμογής και στην Ελλάδα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Η πολιτική αυτή έχει πρωταρχικό σκοπό να διασφαλίζει μεσοπρόθεσμα τη σταθερότητα των τιμών. Ειδικότερα, επιδιώκεται ο ρυθμός του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο να διατηρείται μεσοπρόθεσμα κατώτερος αλλά πλησίον του 2%.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) προχώρησε σε περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003, μειώνοντας τα βασικά επιτόκια δύο φορές, το Μάρτιο και τον Ιούνιο, κατά 75 μονάδες βάσης συνολικά. Με την απόφασή του της 5ης Ιουνίου, το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης καθορίστηκε σε 2%, το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης σε 3% και το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων σε 1%. Σε αυτό το επίπεδο παρέμειναν τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ μέχρι τις αρχές του 2004, καθώς η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ ήταν σταδιακή και ο πληθωρισμός διατηρήθηκε πλησίον του 2%.

Το πρώτο εξάμηνο του 2003, τα επιτόκια της αγοράς χρήματος στη ζώνη του ευρώ ακολούθησαν την πορεία των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Από τα μέσα Ιουνίου όμως ανακόπηκε η πτωτική τους πορεία (που είχε αρχίσει το Μάιο του 2002). Μάλιστα τα επιτόκια στις μεγαλύτερες διάρκειες παρουσίασαν αύξηση στο διάστημα από τα μέσα Ιουνίου μέχρι τις αρχές Δεκεμβρίου. Παρόμοια αντιστροφή της τάσης παρατηρήθηκε και στις αποδόσεις στην αγορά ομολόγων, οι οποίες αυξήθηκαν από τα μέσα Ιουνίου έως τις αρχές Δεκεμβρίου. Όσον αφορά τα τραπεζικά επιτόκια, τα επιτόκια των καταθέσεων και των δανείων μικρής διάρκειας συνέχισαν να μειώνονται σε όλη τη διάρκεια του 2003 και διαμορφώθηκαν σε ιστορικώς χαμηλά

επίπεδα. Αντίθετα, τα επιτόκια των καταθέσεων μεγαλύτερης διάρκειας και των μακροπρόθεσμων δανείων σημείωσαν άνοδο μετά τον Αύγουστο, καθώς ακολούθησαν, με τη συνήθη χρονική υστέρηση, την εξέλιξη των αποδόσεων στην ογορά ομολόγων.

Ο ρυθμός ανόδου του Μ3 σημείωσε διακυμάνσεις στη διάρκεια του 2003 και παρέμεινε γύρω στο 8%, δηλαδή σε υψηλά επίπεδα σε σύγκριση με την τιμή αναφοράς της EKT (4,5%). Η εξέλιξη αυτή αντανακλά αφενός το χαμηλό κόστος ευκαιρίας της διακράτησης χρήματος και αφετέρου την προτίμηση των επενδυτών για περισσότερο ρευστά περιουσιακά στοιχεία που περιλαμβάνονται στο Μ3. Η προτίμηση αυτή άρχισε να αντιστρέφεται με αργό ρυθμό μετά τον Αύγουστο. Εξάλλου, η αύξηση των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, τα οποία αποτελούν τον κύριο όγκο της συνολικής πιστωτικής επέκτασης, κυμαίνονταν μεταξύ 4,5% και 5% το πρώτο εξάμηνο του 2003 και παρουσίασε μικρή επιτάχυνση το δεύτερο εξάμηνο. Σύμφωνα με την EKT, η διατήρηση αυξημένης ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ δεν εγκυμονεί πληθωριστικούς κινδύνους στην παρούσα συγκυρία, με δεδομένο το χαμηλό ρυθμό ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας. Μεσοπρόθεσμα όμως μπορεί να ασκήσει πληθωριστικές πιέσεις, εφόσον ενισχυθεί σημαντικά η οικονομική ανάκαμψη.

Στην Ελλάδα, οι βασικές συνιστώσες της ελληνικής συμβολής στο Μ3<sup>1</sup> της ζώνης του ευρώ (δηλ. οι καταθέσεις, οι τοποθετήσεις σε συμφωνίες επαναγοράς, σε αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων και σε τραπεζικά ομόλογα) παρουσίασαν διαφορετικές τάσεις το 2003, καθώς η περαιτέρω μείωση των επιτοκίων, τα οποία διαμορφώθηκαν σε ιδιαιτέρως χαμηλά επίπεδα (όπως και γενικά στη ζώνη του ευρώ), και η αυξημένη χρηματιστηριακή αβεβαιότητα στις αρχές του 2003 οδήγησαν σε σημαντική ανακα-

τανομή των αποταμιευτικών πόρων. Η προτίμηση των αποταμιευτών στράφηκε προς τις καταθέσεις με μεγαλύτερη διάρκεια και τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων. Ως σύνολο πάντως οι βασικές αυτές συνιστώσες του Μ3 αυξήθηκαν στην Ελλάδα με επιταχυνόμενο ρυθμό, ο οποίος όμως ήταν γενικά χαμηλότερος από ό,τι στη ζώνη του ευρώ. Αναλυτικότερα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των καταθέσεων που σύμφωνα με τον ορισμό της EKT περιλαμβάνονται στο Μ3 κυμάνθηκε σε χαμηλό επίπεδο κατά τους πρώτους μήνες του 2003, στη συνέχεια όμως επιταχύνθηκε (πρώτο τρίμηνο: 5,7%, τέταρτο τρίμηνο: 12,1%). Οι τοποθετήσεις σε repos συνέχισαν να μειώνονται και κατά το 2003 και να υποκαθίστανται από καταθέσεις μεγαλύτερης διάρκειας και κυρίως από μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων, τα οποία αυξήθηκαν με πολύ υψηλούς ρυθμούς, καθώς γενικά αποτελούν συγκριτικά ασφαλείς τοποθετήσεις με σχετικά ικανοποιητικές αποδόσεις.

Σημαντική επιβράδυνση παρατηρήθηκε το 2003 στον ετήσιο ρυθμό αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (ΝΧΙ – δηλ. τράπεζες και αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων), ο οποίος το τέταρτο τρίμηνο του έτους περιορίστηκε σε 3,2%, από 7,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Η επιβράδυνση αυτή οφείλεται κυρίως στη μεγάλη μείωση της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης από τα ΝΧΙ (τέταρτο τρίμηνο 2003: -15,9%, τέταρτο τρίμηνο 2002: -5,2%), καθώς οι αυξημένες δανειακές ανάγκες του Δημοσίου καλύφθηκαν με εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό και με την αύξηση της

<sup>1</sup> Για τους λόγους που αναφέρονται στο Κεφάλαιο IV.1, δεν σχολιάζεται εφεξής η εξέλιξη του ελληνικού Μ3 ως συνόλου, παρά μόνο η εξέλιξη των βασικών συνιστώσων του (εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία).

διακράτησης κρατικών τίτλων από τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα (ιδιώτες και επιχειρήσεις). Μικρή επιβράδυνση παρατηρήθηκε και στον ετήσιο ρυθμό ανόδου των δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (τέταρτο τρίμηνο 2003: 17,1%, τέταρτο τρίμηνο 2002: 18,3%).

Όσον αφορά τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, επιβράδυνση παρατηρήθηκε σε όλους τους κλάδους με εξαίρεση τη γεωργία και ιδίως τους "λοιπούς" κλάδους, κυρίως λόγω της σημαντικής αύξησης των δανείων προς τις κατασκευαστικές εταιρίες που περιλαμβάνονται στην τελευταία αυτή κατηγορία. Η πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά παρουσίασε επίσης σταδιακή επιβράδυνση το 2003, αν και η τάση αυτή φαίνεται ότι ανακόπτηκε στο τελευταίο τετράμηνο του έτους. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 28,2% το τέταρτο τρίμηνο του 2003, έναντι 33,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Εντονότερη ήταν η επιβράδυνση στην περίπτωση των στεγαστικών δανείων (τέταρτο τρίμηνο 2003: 27,1%, τέταρτο τρίμηνο 2002: 35,4%) και ασθενέστερη στα καταναλωτικά δάνεια (τέταρτο τρίμηνο 2003: 24,8%, τέταρτο τρίμηνο 2002: 27,4%). Παρά τους υψηλούς ρυθμούς αύξησης της χρηματοδότησης των νοικοκυριών κατά τα τελευταία έτη, το υπόλοιπο του συνόλου των δανείων προς τα νοικοκυριά ως ποσοστό του ΑΕΠ παραμένει σχετικά χαμηλό στην Ελλάδα και το 2003 διαμορφώθηκε σε 26,2%, έναντι 48,9% στη ζώνη του ευρώ.

Τα επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων και χορηγήσεων, όπως καταγράφονται από την αρχή του 2003 με τη νέα εναρμονισμένη για τις χώρες της ζώνης του ευρώ μεθοδολογία, παρουσίασαν στην Ελλάδα γενικά πτωτική πτορεία το 2003, ακολουθώντας την εξέλιξη των επιτοκίων στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ (μετά τη μείωση των βασικών επιτοκίων

της EKT που ίδη αναφέρθηκε). Όσον αφορά τις καταθέσεις, σχετικά μεγάλη μείωση σημειώθηκε στα επιτόκια των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος, αλλά ακόμη μεγαλύτερη ήταν η μείωση στα επιτόκια των repos. Παρά τη μείωσή τους, τα επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα παραμένουν γενικά σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι κατά μέσον όρο τα αντίστοιχα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ. Ειδικότερα, το επιτόκιο των νέων καταθέσεων των νοικοκυριών με συμφωνημένη διάρκεια μέχρι ένα έτος μειώθηκε στην εξεταζόμενη περίοδο κατά 71 μονάδες βάσης, αλλά το Δεκέμβριο του 2003 ήταν υψηλότερο κατά 33 μονάδες βάσης από το αντίστοιχο μέσο επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ.

Όσον αφορά τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων, σημαντική μείωση (μέχρι και 72 μονάδες βάσης) παρατηρήθηκε στα επιτόκια όλων σχεδόν των κατηγοριών των νέων επιχειρηματικών δανείων, ενώ τα επιτόκια των νέων καταναλωτικών και στεγαστικών δανείων μειώθηκαν λιγότερο. Τα επιτόκια χορηγήσεων (όπως άλλωστε και τα επιτόκια καταθέσεων) βρίσκονται γενικά σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι κατά μέσον όρο τα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ, αν και στη διάρκεια του 2003 συνέχισαν να συγκλίνουν προς τα τελευταία. Οι μεγαλύτερες αποκλίσεις παρατηρούνται στα καταναλωτικά δάνεια και οι μικρότερες στα επιχειρηματικά δάνεια μεγάλου ύψους.

Οι αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, αντανακλώντας ανάλογες εξελίξεις στις αποδόσεις των αντίστοιχων τίτλων στη ζώνη του ευρώ, υποχώρησαν σημαντικά από τις αρχές του 2003 μέχρι τα μέσα Ιουνίου, οπότε και διαμορφώθηκαν σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα, ενώ στη συνέχεια παρουσίασαν αξιόλογη ανάκαμψη. Επίσης, οι συναλλαγές σε αυτούς τους τίτλους στη δευτερογενή αγορά

εμφάνισαν το 2003 σημαντική άνοδο σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Οι εξελίξεις αυτές συνδέονταν αρχικά με την αβεβαιότητα για την ανάκαμψη της διεθνούς οικονομίας και με την επιδείνωση των γεωπολιτικών εντάσεων κυρίως σε σχέση με το Ιράκ. Στη συνέχεια ωστόσο, η υποχώρηση των εντάσεων αυτών, η διαφανούμενη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και κυρίως της οικονομίας των ΗΠΑ, καθώς και οι αισιόδοξες εκτιμήσεις για την πορεία των επιχειρηματικών κερδών, συνέβαλαν στη στροφή των επενδυτών από τις αγορές τίτλων σταθερού εισοδήματος προς τις χρηματιστηριακές αγορές. Στην πρωτογενή αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου σημειώθηκε αύξηση των αντληθέντων κεφαλαίων, καθώς και ελαφρά μετατόπιση της ζήτησης ειδόσεων από τίτλους επταετούς διάρκειας και άνω προς τίτλους πενταετούς διάρκειας και κάτω.

Οι τιμές των μετοχών στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, μετά την πτώση που κατέγραψαν κατά το πρώτο τρίμηνο του 2003, παρουσίασαν μέχρι το τέλος Δεκεμβρίου του 2003 αισθητή άνοδο. Ανάλογη πορεία ακολούθησαν οι τιμές των μετοχών στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές λόγω των εξελίξεων που προαναφέρθηκαν. Επιπρόσθετα, η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά επηρέαστηκε ευνοϊκά από τη βελτίωση της κερδοφορίας των ελληνικών επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ κατά το 2003. Επίσης, σημαντική άνοδο παρουσίασαν το 2003 τόσο οι χρηματιστηριακές συναλλαγές όσο και η αντληση κεφαλαίων από τη χρηματιστηριακή αγορά, μετά τη συνεχή πτώση που εμφάνισαν την περίοδο 2000-2002.

\* \* \*

Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον βελτιώθηκε σημαντικά στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 2003. Η βελτίωση αυτή εκδηλώθηκε

κυρίως με την επιτάχυνση της ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας, τη σταδιακή ενίσχυση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και των επενδυτών και τη μείωση της αβεβαιότητας στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, ενώ οι πληθωριστικές πιέσεις παρέμειναν ασθενείς. Η δημοσιονομική και η νομισματική πολιτική σε όλες τις μεγάλες οικονομικές περιοχές εξακολούθησαν να προωθούν την ανάκαμψη.

Το δεύτερο εξάμηνο του 2003, η επιτάχυνση της ανάκαμψης ήταν θεαματική στις ΗΠΑ και αρκετά αισθητή σε πολλές από τις αναδυόμενες οικονομίες της Άπω Ανατολής. Η οικονομική δραστηριότητα παρουσίασε βελτίωση και στη ζώνη του ευρώ, ενώ η ιαπωνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται με ικανοποιητικούς ρυθμούς. Σύμφωνα με τελευταίες εκτιμήσεις και προβλέψεις, η άνοδος του παγκόσμιου ΑΕΠ ήταν σχεδόν 4% το 2003 και αναμένεται να πλησιάσει το 5% το 2004, πρώτον, επειδή η μακροοικονομική πολιτική σε όλες τις οικονομικές περιοχές συνεχίζει να διευκολύνει την επέκταση της παραγωγικής δραστηριότητας, δεύτερον, επειδή έχουν εξαλειφθεί σχεδόν πλήρως οι συνέπειες που είχε για την περιουσιακή κατάσταση και τις δαπάνες των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών η σημαντική προς τα κάτω διόρθωση των χρηματιστηριακών αξιών από το Μάρτιο του 2000 έως τον Απρίλιο του 2003, και τρίτον, επειδή έχουν βελτιωθεί οι γεωπολιτικές συνθήκες στη Μέση Ανατολή. Εξάλλου, σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ, ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκε κατά 4,0% το 2003, έναντι 3,4% το 2002, ενώ προβλέπεται να αυξηθεί σχεδόν κατά 8% το 2004.

Στη ζώνη του ευρώ, η βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας που άρχισε το τρίτο τρίμηνο δεν αντιστάθμισε πλήρως την υποτονική εξέλιξη κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003.

Έτσι, η μέση ετήσια αύξηση του ΑΕΠ ήταν χαμηλή το 2003 (0,4%, έναντι 0,9% το 2002). Σύμφωνα πάντως με πρόσφατες προβλέψεις διεθνών οργανισμών, η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ θα ενισχυθεί σταδιακά κατά τη διάρκεια του 2004 και το ΑΕΠ προβλέπεται να αυξηθεί με ρυθμό της τάξεως του 1,8%. Οι προβλέψεις αυτές βασίζονται τόσο στην ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου όσο και στην ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης, ενώ γενικά ευνοϊκή αναμένεται να είναι η επίδραση της νομισματικής και της δημοσιονομικής πολιτικής στην ανάκαμψη των οικονομιών της ζώνης του ευρώ.

Ειδικότερα, η ανάκαμψη των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να ενισχύσει τις επενδύσεις, οι οποίες προβλέπεται να αυξηθούν, ενώ τα τελευταία τρία έτη είχαν εμφανίσει μηδενικούς ή αρνητικούς ρυθμούς. Η βελτίωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων και οι ευνοϊκές χρηματοδοτικές συνθήκες αναμένεται να συμβάλουν στην εξέλιξη αυτή. Η ιδιωτική κατανάλωση προβλέπεται επίσης να παρουσιάσει σημαντική αύξηση, στηριζόμενη κυρίως στη βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, στην οποία θα συμβάλουν η μείωση του πληθωρισμού και ο περιορισμός των δαπανών εξυπηρέτησης του χρέους των νοικοκυριών. Επιπλέον, η βελτίωση των προσδοκιών για τις οικονομικές εξελίξεις και την απασχόληση αναμένεται να περιορίσει σε κάποιο βαθμό το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών και να ενισχύσει έτσι την κατανάλωση.

Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ διαμορφώθηκε σε 2,1% το 2003 (βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή – ΕνΔΤΚ), έναντι 2,3% το 2002. Παρά την υπο-

τονικότητα της οικονομικής δραστηριότητας, η υποχώρηση του πληθωρισμού ήταν περιορισμένη, τόσο λόγω της απουσίας ισχυρών ανταγωνιστικών πιέσεων, ιδίως στον τομέα των υπηρεσιών, σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ, όσο και λόγω συγκυριακών παραγόντων, οι οποίοι επηρέασαν αυξητικά τις τιμές των ειδών διατροφής και του πετρελαίου.

Τους πρώτους δύο μήνες του 2004 ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε σε επίπεδα κάτω του 2%. Ωστόσο, τους επόμενους μήνες θα εκδηλωθούν οι πληθωριστικές επιδράσεις των προγραμματισμένων αυξησεων έμμεσων φόρων και διοικητικά καθοριζόμενων τιμών σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Πάντως, παράγοντες με μονιμότερη επίδραση δικαιολογούν την πρόβλεψη ότι ο ρυθμός πληθωρισμού θα διατηρηθεί το 2004 σε επίπεδο ελαφρά κάτω από 2%, το οποίο, σύμφωνα με τον ορισμό της ΕΚΤ, υποδηλώνει σταθερότητα τιμών. Ιδιαίτερα η εξέλιξη των τιμών των εισαγωγών προβλέπεται ότι θα συμβάλει στη συγκράτηση του πληθωρισμού, κυρίως λόγω της επίδρασης, με κάποια χρονική υστέρηση, της ανατίμησης του ευρώ, η οποία –μεταξύ άλλων– υπεραντισταθμίζει την άνοδο της τιμής του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ, και γενικότερα λόγω των χαμηλών πληθωριστικών πιέσεων στην παγκόσμια οικονομία. Επιπλέον, το 2004 η κυκλική άνοδος της παραγωγικότητας της εργασίας θα επιβραδύνει την αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, επηρεάζοντας ανάλογα και τον πληθωρισμό.

Το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε το 2003 κατά 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας έναντι του 2002 στη ζώνη του ευρώ (στη Γαλλία και στη Γερμανία μάλιστα υπερέβη το 3% του ΑΕΠ για δεύτερο κατά σειρά έτος). Η εξέλιξη αυτή αντανακλούσε κυρίως τη λειτουργία των αυτόματων

σταθεροποιητών, καθώς το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητο. Το 2004, το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ, καθώς και το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα, προβλέπεται να παραμείνουν περίπου στα ίδια επίπεδα, ως ποσοστά του ΑΕΠ, με αυτά του 2003.

Στην ελληνική οικονομία, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 4,0% το 2003, έναντι 3,8% το 2002. Η ίδια εκτίμηση περιλαμβάνεται και στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης (του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών) του Δεκεμβρίου του 2003.<sup>2</sup> Με βάση τις εκτιμήσεις αυτές, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας ήταν το 2003 ο υψηλότερος μεταξύ των 15 χωρών της ΕΕ και των 30 χωρών του ΟΟΣΑ. Στην αύξηση του ΑΕΠ συνετέλεσε κυρίως η ισχυρή άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης και των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου. Θετικά επίσης συνέβαλαν η ανάκαμψη των εξαγωγών αγαθών, η αύξηση των εξαγωγών μεταφορικών υπηρεσιών και η άνοδος της δημόσιας κατανάλωσης, ενώ παράλληλα η απασχόληση αυξήθηκε με ρυθμό υψηλότερο από ό,τι το 2002.

Με βάση ένα σύνολο δεδομένων και υποθέσεων (που αναφέρονται αναλυτικά στο Κεφάλαιο III.5), προβλέπεται ότι ο ρυθμός ανόδου της ελληνικής οικονομίας θα διατηρηθεί υψηλός το 2004 και θα διαμορφωθεί στο 4,1%, εξακολουθώντας να υπερβαίνει σημαντικά το ρυθμό ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ ως συνόλου. Η εγχώρια ζήτηση παραμένει η κύρια συνιστώσα της τελικής ζήτησης που συμβάλλει στην αύξηση του ΑΕΠ κατά το τρέχον έτος. Συγκεκριμένα, η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι θα αυξηθεί ελαφρά περισσότερο από ό,τι το 2003. Ο ρυθμός ανόδου των συνολικών ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου

θα παραμείνει μεν υψηλός, αλλά θα υποχωρήσει αισθητά, δεδομένου ότι το 2003 σχεδόν ολοκληρώθηκαν τα επενδυτικά προγράμματα του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα που συνδέονταν με την προετοιμασία για τους Ολυμπιακούς Αγώνες. Με βάση τις προβλέψεις αυτές, εκτιμάται ότι το 2004 η συμβολή της εγχώριας ζήτησης στην αύξηση του ΑΕΠ θα περιοριστεί σε σύγκριση με το 2003.

Αντίθετα, η συμβολή του εξωτερικού τομέα στην αύξηση του ΑΕΠ, η οποία ήταν αρνητική το 2003, αναμένεται να είναι θετική το 2004. Ειδικότερα, οι τουριστικές εισπράξεις θα είναι υψηλές λόγω της διεξαγωγής των Ολυμπιακών Αγώνων, οι εισπράξεις από μεταφορικές (ναυτιλιακές) υπηρεσίες θα αυξηθούν περαιτέρω λόγω της προβλεπόμενης θετικής εξέλιξης του παγκόσμιου εμπορίου και η άνοδος των εξαγωγών αγαθών θα είναι ταχύτερη λόγω της ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας παγκοσμίως.

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού στην Ελλάδα υποχώρησε στο 3,4% το 2003 (από 3,9% το 2002) βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και η απόκλισή του από το μέσο ετήσιο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε σε 1,3 εκατοστιαία μονάδα (από 1,6 εκατοστιαία μονάδα το 2002). Εξάλλου, με βάση το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού διαμορφώθηκε στο 3,5% το 2003, δηλαδή σχεδόν όσο και το 2002 (3,6%).

Ο πυρήνας του πληθωρισμού, όπως μετρείται με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, υποχώρησε

<sup>2</sup> Σχετικά με τις προσωρινές τριμηνιαίες εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ για την αύξηση του ΑΕΠ το 2003, βλ. Κεφάλαιο III.3.

περισσότερο (στο 3,1% κατά μέσον όρο το 2003, από 3,9% το 2002) και η απόκλισή του από το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ περιορίστηκε σε 1,1 εκατοστιαία μονάδα το 2003, από 1,4 εκατοστιαία μονάδα το 2002. Σημαντική ήταν και η υποχώρηση του πυρήνα του πληθωρισμού όπως μετρείται με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του ΔΤΚ χωρίς καύσιμα και νωπά οπωροκηπευτικά (στο 3,2% το 2003 από 3,6% το 2002).

Το 2003, οι ευνοϊκές επιδράσεις της υποχώρησης του πυρήνα του πληθωρισμού και, σε μικρότερη έκταση, της βραδύτερης από ότι το 2002 αύξησης των τιμών των νωπών οπωροκηπευτικών αντισταθμίστηκαν από τη δυσμενή άμεση επίδραση της αύξησης των τιμών των καυσίμων, η οποία θα ήταν πολύ μεγαλύτερη, εάν η ανατίμηση του ευρώ δεν περιόριζε κατά πολύ τις επιπτώσεις της ανόδου της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ. Οι κύριοι λόγοι της υποχώρησης του πυρήνα του πληθωρισμού ήταν η ανατίμηση του ευρώ, η οποία συγκράτησε τον εισαγόμενο πληθωρισμό, καθώς και η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας. Ωστόσο, παρά την επιβράδυνση αυτή, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εξακολούθησε να είναι υψηλότερος από το επίπεδο που κρίνεται συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών (δηλαδή με πληθωρισμό κατώτερο αλλά πλησίον του 2%).

Είναι πάντως θετικό ότι στον επιχειρηματικό τομέα ο ρυθμός διαμορφώθηκε, σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις, σε επίπεδο ελαφρά κάτω του 2%. Εξάλλου, το γεγονός ότι η υποχώρηση του πυρήνα δεν ήταν ακόμη μεγαλύτερη (το οποίο είχε ως αποτέλεσμα να παραμένει σχετικά υψηλός ο πληθωρισμός στην

Ελλάδα) οφελεται αφενός στην ύπαρξη συνθηκών υπερβάλλουσας ζήτησης σε τομείς της οικονομίας και αφετέρου στις μη ικανοποιητικές συνθήκες ανταγωνισμού σε ορισμένες αγορές (οι οποίες δεν λειτουργούν αποτελεσματικά).

Το 2004 εκτιμάται ότι θα εκδηλωθούν ανοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό. Συγκεκριμένα, προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Η πρόβλεψη αυτή στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι μέσες ονομαστικές αποδοχές θα αυξηθούν περίπου με τον ίδιο ρυθμό όπως και το 2003, αλλά ότι ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας θα επιβραδυνθεί (επειδή το μεν ΑΕΠ θα αυξηθεί περίπου όσο και το 2003, ενώ η απασχόληση αναμένεται ότι θα αυξηθεί περισσότερο). Επίσης, εκτιμάται ότι η διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων θα ενισχύσει τα φαινόμενα υπερβάλλουσας ζήτησης. Ωστόσο, οι πιέσεις αυτές θα αντισταθμιστούν –κατά το μεγαλύτερο μέρος– από την αντιπληθωριστική επίδραση της ανατίμησης του ευρώ στη διάρκεια του 2003 και τους πρώτους μήνες του 2004, η οποία εκδηλώνεται με κάποια χρονική υστέρηση. Η ανατίμηση αυτή θα εξουδετερώσει την προβλεπόμενη αύξηση της μέσης επήσιας τιμής του αργού πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ. Επομένως, προβλέπεται ότι ο μέσος επήσιος πληθωρισμός με βάση τον ΔΤΚ θα παραμένει ουσιαστικά στο επίπεδο του 2003 ή θα παρουσιάσει οριακή μόνο επιτάχυνση.

Ωστόσο, υπάρχουν εφέτος εντονότερα από ότι συνήθως στοιχεία αβεβαιότητας. Το ενδεχόμενο να αυξηθεί η διεθνής τιμή του πετρελαίου περισσότερο από ότι προβλέπεται, η πιθανή εμφάνιση υπερβάλλουσας ζήτησης στην οικονομία εντονότερης από αυτή που έχει εκτιμηθεί, καθώς και το ενδεχόμενο να διαμορφωθούν κατά τις συλλογικές διαπραγματεύσεις υψηλότερες μισθολογικές αυξήσεις από αυτές

που έχουν υποτεθεί, θα επηρεάσουν δυσμενώς την πορεία του πληθωρισμού σε σχέση με τη βασική πρόβλεψη. Επειδή μάλιστα δεν υπάρχει πλέον η δυνατότητα άσκησης νομισματικής πολιτικής προσαρμοσμένης στις συνθήκες της χώρας, επιβάλλεται επαγρύπνηση και απαιτείται η συνδρομή της δημοσιονομικής πολιτικής και η συμβολή των κοινωνικών εταίρων, ώστε όχι μόνο να αποφευχθεί αύξηση του πληθωρισμού, αλλά και να επιτευχθεί σταδιακά και να διασφαλιστεί η σταθερότητα των τιμών και, κατ' επέκταση, να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας.

Παρά τα σημαντικά επιτεύγματα της περιόδου της προσπάθειας για την ένταξη στη ζώνη του ευρώ, τα οποία έχουν συμβάλει στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας με υψηλούς ρυθμούς, εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικές προκλήσεις για την οικονομική πολιτική. Το ποσοστό ανεργίας μειώνεται με αργούς ρυθμούς και παραμένει υψηλό, ο πληθωρισμός διατηρείται σταθερά πάνω από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, η τάση μείωσης του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης αντιστράφηκε το 2003, ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ μειώθηκε μόνο οριακά και παραμένει άνω του 100% του ΑΕΠ, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχει διευρυνθεί και επί τέσσερα έτη είναι γύρω στο 6% του ΑΕΠ. Στον τραπεζικό τομέα, εξάλλου, αυξάνεται η σημασία της προληπτικής εποπτείας, ιδιαίτερα αν ληφθεί υπόψη η μεγάλη πιστωτική επέκταση που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια.

Η σταθερή προς τα άνω απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το μέσο όρο του πληθωρισμού στην ευρωζώνη υπάρχει κίνδυνος να ενισχύσει τις προσδοκίες για μελλοντικές αυξήσεις των τιμών, οπότε η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία θα τείνει να υπερτιμηθεί σημαντικά. Εάν η τάση αυτή δεν καταστεί δυνα-

τόν τελικά να αντιστραφεί, τότε – στο βαθμό που ο σχετικά υψηλότερος πληθωρισμός στην Ελλάδα δεν οφελεται στις επιδράσεις της διαδικασίας πραγματικής σύγκλισης στην οποία βρίσκεται η ελληνική οικονομία – η απώλεια ανταγωνιστικότητας θα σωρεύεται διαχρονικά, με κίνδυνο να επηρεάσει αρνητικά τις καθαρές εξαγωγές, το ρυθμό ανάπτυξης και την απασχόληση.

Επομένως, με δεδομένη τη διατήρηση χαλαρών νομισματικών συνθηκών μετά την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ, οι κοινωνικοί εταίροι στην Ελλάδα πρέπει να συντελέσουν στη διαμόρφωση μισθολογικών αυξήσεων και τιμολογιακής πολιτικής που θα είναι συμβατές με τη σταθερότητα των τιμών, αλλά και με τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. Παράλληλα, θα πρέπει η δημοσιονομική πολιτική να συμβάλει και αυτή στη μείωση του πληθωρισμού. Υπάρχει ακόμη ανάγκη για περαιτέρω διαφρωτικές μεταρρυθμίσεις, οι οποίες θα αποβλέπουν στην ταχύτερη άνοδο της παραγωγικότητας και την ενίσχυση του ανταγωνισμού στην εγχώρια αγορά, ώστε να διασφαλιστεί η διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης στο μέλλον.

Ειδικότερα, κατά τις συλλογικές διαπραγματεύσεις οι κοινωνικοί εταίροι πρέπει, αφού λάβουν υπόψη τη σημαντική άνοδο των πραγματικών αποδοχών τα τελευταία έτη και αφού συνεκτιμήσουν τις προοπτικές για την αύξηση της παραγωγικότητας στην Ελλάδα, αλλά και τις μισθολογικές αυξήσεις στις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ, να επιδιώξουν τη σύναψη συμφωνιών που θα συμβάλουν στον περιορισμό των πληθωριστικών πιέσεων και στη σταδιακή εξάλειψη της προς τα άνω απόκλισης του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το μέσο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ. Μέχρι μάλιστα να εξαλειφθεί η απόκλιση αυτή, είναι σκόπιμο η αύξηση των πραγματικών αποδοχών να υπολείπεται της αύξησης της

παραγωγικότητας. Αυτό σημαίνει ότι οι κοινωνικοί εταίροι πρέπει να συμβάλουν ώστε ο ρυθμός ανόδου των ονομαστικών αποδοχών να συγκλίνει σταδιακά προς το άθροισμα του ρυθμού ανόδου της παραγωγικότητας στην Ελλάδα και του μέσου πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ. Στην περίπτωση αυτή –όπως αναλύεται στο Κεφάλαιο V – ο πληθωρισμός στην Ελλάδα θα συγκλίνει και αυτός σταδιακά προς το μέσο πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ και ο ρυθμός ανόδου των πραγματικών αποδοχών τελικά θα συγκλίνει προς το ρυθμό ανόδου της παραγωγικότητας, εφόσον όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί. Εξάλλου, η πολιτική μισθών του Δημοσίου πρέπει να σηματοδοτεί την επιθυμητή γενική συγκράτηση του ρυθμού αύξησης των αποδοχών και το σημαντικό ρόλο της στην αντι-πληθωριστική στρατηγική της κυβέρνησης.

Οι επιχειρήσεις πρέπει, από την πλευρά τους, να συμβάλουν στη μείωση του πληθωρισμού με την άσκηση κατάλληλης τιμολογιακής πολιτικής. Η τιμολογιακή πολιτική των επιχειρήσεων πρέπει να εξισορροπεί την ανάγκη πραγματοποίησης ικανοποιητικών κερδών, ώστε να ενισχύεται η αποδοτικότητα και η αυτοχρηματοδότηση των επιχειρηματικών επενδύσεων, με την ανάγκη να συμβάλουν οι επιχειρήσεις στην εξάλειψη της προς τα άνω απόκλισης του ελληνικού πληθωρισμού από το μέσο πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ.

Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ εξακολούθησε να μειώνεται το πρώτο έτος μετά την είσοδο της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ, αλλά παρέμεινε σταθερό το 2002. Η πρόοδος όμως ήταν σημαντικά βραδύτερη από τους στόχους που είχαν αρχικά τεθεί στο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Το 2003, σύμφωνα με τα προσωρινά στοιχεία που υποβλήθηκαν από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομι-

κών στην Eurostat την 1η Μαρτίου και δημοσιεύθηκαν στις 16 Μαρτίου,<sup>3</sup> το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, σε εθνικολογιστική βάση, έφθασε το 1,7% του ΑΕΠ, ενώ στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2003 είχε γίνει η εκτίμηση ότι θα φθάσει το 1,4% και στο Πρόγραμμα του Δεκεμβρίου του 2002 είχε τεθεί στόχος να διαμορφωθεί στο 0,9%. Με δεδομένο το οικονομικό περιβάλλον ταχύρρυθμης ανάπτυξης, είναι φανερό ότι μια πιο εντατική προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής θα είχε ευνοϊκότερες επιδράσεις στη δυναμική του πληθωρισμού κατά τα πρώτα τρία έτη συμμετοχής της χώρας στη ζώνη του ευρώ.

Το Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2003 προβλέπει ελαφρά μείωση του έλλειμματος της γενικής κυβέρνησης σε 1,2% του ΑΕΠ το 2004 και 0,5% το 2005, ενώ για το 2006 προβλέπει ισοσκελιση των λογαριασμών της γενικής κυβέρνησης. Η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι, επειδή πρέπει να περιοριστούν οι πληθωριστικές πιέσεις, αλλά και επειδή το επίπεδο των δημοσιονομικών υποχρεώσεων που θα προκύψουν στο μέλλον θα είναι υψηλός, κυρίως εξαιτίας της γήρανσης του πληθυσμού, είναι επείγουσα η ανάγκη για εντονότερες προσπάθειες δημοσιονομικής προσαρμογής.

Ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ προβλέπεται, σύμφωνα με το Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα του Δεκεμβρίου του 2003, να υποχωρήσει στο 90,5% του ΑΕΠ έως το 2006, δηλαδή περίπου κατά 4 εκατοστιαίες μονάδες ετησίως

<sup>3</sup> Eurostat, Δελτίο Τύπου 38/2004, 16.3.2004. Στην ανακοίνωση της Eurostat επισημαίνεται ότι, επειδή συνεχίζονται οι συζητήσεις με την ΕΣΥΕ (κυρίως όσον αφορά το πλεόνασμα των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης), τα στοιχεία για το έλλειμμα και το χρέος πρέπει να θεωρούνται προσωρινά και είναι ενδεχόμενο να αναθεωρηθούν.

κατά μέσον όρο, σε σύγκριση με το επίπεδο του 2003 (102,4% του ΑΕΠ). Η Τράπεζα της Ελλάδος θεωρεί ότι, με δεδομένες τις μελλοντικές δημοσιονομικές πιέσεις που θα προκαλέσει η γήρανση του πληθυσμού, η μακροπρόθεσμη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών απαιτεί την ταχύτερη μείωση του δημόσιου χρέους. Αυτός είναι ένας ακόμη λόγος για τον οποίο είναι απολύτως ανοιγκαία η επίτευξη υψηλότερων πρωτογενών πλεονασμάτων. Η εμπειρία από άλλες χώρες δείχνει ότι η δημοσιονομική εξυγίανση μπορεί να επιτευχθεί και να διαφυλαχθεί αν βασιστεί σε μείωση των πρωτογενών δαπανών και όχι σε ευκαιριακή αύξηση των εσόδων ή σε εξοικονόμηση δαπανών για τόκους.

Κατά την πορεία σύγκλισης προς την οικονομία της ζώνης του ευρώ, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών επιδεινώθηκε. Την τελευταία τετραετία, το έλλειμμα παραμένει σε επίπεδα γύρω στο 6% του ΑΕΠ, αν και το 2003 μειώθηκε στο 5,7% του ΑΕΠ από 6,1% το 2002. Η εξέλιξη των επενδύσεων και των αποταμιεύσεων στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια υποδηλώνει ότι υπάρχουν λόγοι να θεωρηθεί ότι η επιδείνωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι εν μέρει αναμενόμενη και ότι συνδέεται με τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας, καθώς και με τη διαφορά φάσης του οικονομικού κύκλου σε σχέση με τους εμπορικούς εταίρους της χώρας μας. Βεβαίως, στο βαθμό που η ταχύτερη άνοδος των επενδύσεων έναντι της εγχώριας αποταμίευσης και η αύξηση της κατανάλωσης τα τελευταία χρόνια μπορούν να δικαιολογηθούν με βάση ρεαλιστικές προσδοκίες των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών για μελλοντική αύξηση του εισοδήματός τους, το έλλειμμα αντανακλά τα οφέλη από τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης. Στην περίπτωση αυτή, η μελλοντική άνοδος του ΑΕΠ θα επιτρέψει την εξυπηρέτηση των εξωτερικών υποχρεώσεων που συσσωρεύονται

λόγω της διεύρυνσης του ελλείμματος. Εάν όμως τα φαινόμενα αυτά οφείλονται σε υπερβολικά αισιόδοξη εκτίμηση της τρέχουσας και της μελλοντικής παραγωγικής δυνατότητας της ελληνικής οικονομίας, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών δεν θα είναι δυνατόν να διατηρηθεί μακροχρόνια στα σημερινά επίπεδα και θα απαιτηθεί προσαρμογή της κατανάλωσης ή δημοσιονομική προσαρμογή ή – το πιθανότερο – συνδυασμός των δύο.

Ένας σημαντικός παράγοντας που συνέβαλε στην ταχύτερη άνοδο των επενδύσεων έναντι των αποταμιεύσεων είναι η ταχεία αύξηση του δανεισμού προς τον ιδιωτικό τομέα, ιδιαίτερα προς τα νοικοκυριά, τα οποία αύξησαν το δανεισμό τους από 9,3% του ΑΕΠ στο τέλος του 1998 σε 26,2% του ΑΕΠ στο τέλος του 2003. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά το γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια η πρόσβαση στο δανεισμό έχει καταστεί ευκολότερη και οι επιβαρύνσεις είναι σημαντικά χαμηλότερες, ενώ παράλληλα υπάρχουν προσδοκίες για σταδιακή σύγκλιση των πραγματικών εισοδημάτων προς το υψηλότερο επίπεδο των εισοδημάτων στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Εάν όμως η αισιόδοξία σχετικά με τη σύγκλιση των πραγματικών εισοδημάτων προς τα υψηλότερα επίπεδα των πλουσιότερων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποδειχθεί υπερβολική, τότε η αύξηση του τραπεζικού δανεισμού μπορεί να ενέχει κινδύνους.

Γι' αυτό τα νοικοκυριά θα πρέπει να αξιολογούν προσεκτικά τις δυνατότητές τους να εξυπηρετήσουν ομαλά το σύνολο των δανειακών υποχρεώσεων που αναλαμβάνουν. Ειδικότερα, πρέπει να λαμβάνουν υπόψη ότι στην παρούσα συγκυρία τα επιτόκια των δανείων έχουν διαμορφωθεί σε ιδιαιτέρως χαμηλά επίπεδα, λόγω των συνθηκών υποτονικής ανάπτυξης και χαμηλού πληθωρισμού που επικρατούν στη Ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Στο βαθμό που – όπως

αναμένεται – ο ρυθμός ανάκαμψης θα επιταχυνθεί τα προσεχή έτη, θα αυξηθούν και τα επιτόκια, οπότε θα αυξηθούν ανάλογα και οι δαπάνες των νοικοκυριών για την εξυπηρέτηση εκείνων των δανείων που τους χορηγούνται με κυμαινόμενο επιτόκιο ή με σταθερό επιτόκιο του οποίου η συμβατική περίοδος ισχύος λήγει σχετικά σύντομα. Όσον αφορά τις τράπεζες, η συνεχίζομενη ταχεία αύξηση των δανείων προς τα νοικοκυριά ενισχύει την πιθανότητα να αυξηθεί ο πιστωτικός κίνδυνος, ιδιαίτερα εάν συνοδεύεται από χαλάρωση των κριτηρίων της πιστοδοτικής πολιτικής των τραπεζών υπό την πίεση του ανταγωνισμού. Επομένως, η ενδυνάμωση των συστημάτων διοίκησης και διαχείρισης κινδύνων αποτελεί μόνιμη ανάγκη για τις τράπεζες. Η Τράπεζα της Ελλάδος, επειδή έχει πλήρη επίγνωση ότι οι εξελίξεις αυτές δημιουργούν προκλήσεις και για την ίδια, έχει εντείνει περαιτέρω την προληπτική εποπτεία των τραπεζών, ώστε να διασφαλιστεί η σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος.

Η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μπορεί ταυτόχρονα να αντανακλά διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας και απώλεια ανταγωνιστικότητας και να σηματοδοτεί την ανάγκη μεταρρυθμίσεων για την αύξηση της παραγωγικότητας και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας. Για να εξασφαλιστούν, λοιπόν, διατηρήσιμα υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, θα πρέπει να συνεχιστεί και να επιταχυνθεί η πραγματοποίηση των διαρθρωτικών αλλαγών οι οποίες αποφασίστηκαν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στη Λισσαβώνα το Μάρτιο του 2000 με στόχο να γίνει η Ευρωπαϊκή Ένωση μέχρι το 2010 η “πιο ανταγωνιστική και δυναμική οικονομία βασισμένη στη γνώση” ανά την υφήλιο.

Υπό το φως των εξελίξεων της τελευταίας τριετίας, η επίτευξη του στόχου αυτού αποτελεί σήμερα μείζονα πρόκληση και απαιτεί ταχύ-

τερη πρόοδο στην εφαρμογή του προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που αποφασίστηκε στη Λισσαβώνα και –ενδεχομένως– πρόσθετες προσπάθειες. Αυτό ισχύει για την ΕΕ ως σύνολο, ισχύει όμως και για την Ελλάδα, δεδομένου ότι οι διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας παραμένουν, παρά τις υψηλές παραγωγικές της επιδόσεις από το 2000 μέχρι σήμερα. Ειδικότερα, εκτός από τη συνέχιση της προσπάθειας για δημοσιονομική σταθεροποίηση, ώστε να μειωθεί το υψηλό δημόσιο χρέος και να ενισχυθεί η μακροοικονομική σταθερότητα, η Ελλάδα πρέπει να αντιμετωπίσει το συντομότερο δυνατόν τα διαρθρωτικά προβλήματα στις αγορές εργασίας και προϊόντων, ώστε να μειωθεί το υψηλό ποσοστό ανεργίας, να βελτιωθεί η παραγωγικότητα και να ενισχυθεί η αποτελεσματική λειτουργία της οικονομίας.

Αυτό σημαίνει ότι απαιτούνται εντονότερες προσπάθειες για την αναβάθμιση του ανθρώπινου κεφαλαίου, καθώς και στήριξη, από τον επιχειρηματικό τομέα, της έρευνας και των καινοτομιών. Παράλληλα, πρέπει να ενισχυθεί ο ανταγωνισμός και να συνεχιστούν οι προσπάθειες με στόχο την απλοποίηση της φορολογίας και τη μείωση της γραφειοκρατίας και, γενικότερα, τη δημιουργία ενός περιβάλλοντος “φιλικού” για την επιχειρηματικότητα. Για να μειωθεί το υψηλό ποσοστό διαρθρωτικής ανεργίας και να αυξηθεί το ποσοστό απασχόλησης απαιτείται να ληφθούν και άλλα μέτρα που ενθαρρύνουν την προσφορά εργασίας, δίνουν τη δυνατότητα στους ανέργους να αποκτήσουν χρήσιμες δεξιότητες και βελτιώνουν τα εκπαιδευτικά εφόδια των νέων. Οι μεταρρυθμίσεις στο θεσμικό πλαίσιο της αγοράς εργασίας πρέπει να κατατείνουν σε μια πιο ισόρροπη σχέση μεταξύ ευελιξίας και ασφάλειας, μέσω μέτρων για τον εκσυγχρονισμό της οργάνωσης της εργασίας και για την αναθεώρηση των πιο

περιοριστικών ρυθμίσεων. Πρέπει τέλος να βελτιωθεί το σύστημα προσδιορισμού των αποδοχών, στην κατεύθυνση της αποκέντρωσης, έτσι ώστε να ενθαρρύνει τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας και να διευκολύνει την πιο ευέλικτη προσαρμογή των επιχειρήσεων στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες.

Η σταδιακή εφαρμογή αυτών των μεταρρυθμί-

σεων μπορεί να δημιουργήσει μια ισχυρή αναπτυξιακή δυναμική, η οποία όμως θα εξαρτηθεί επίσης από τη διασφάλιση ενός σταθερού μακροοικονομικού περιβάλλοντος, ιδιαίτερα από τη συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων και την υπεύθυνη τιμολογιακή πολιτική των επιχειρήσεων, αλλά και από μια δημοσιονομική πολιτική που θα στηρίζει αποφασιστικά τη μακροοικονομική σταθερότητα.

## II. Οι μακροοικονομικές και νομισματικές εξελίξεις στην ζώνη του ευρώ και η ενιαία νομισματική πολιτική

### 1. Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον<sup>1</sup>

#### 1.1 Γενική επισκόπηση

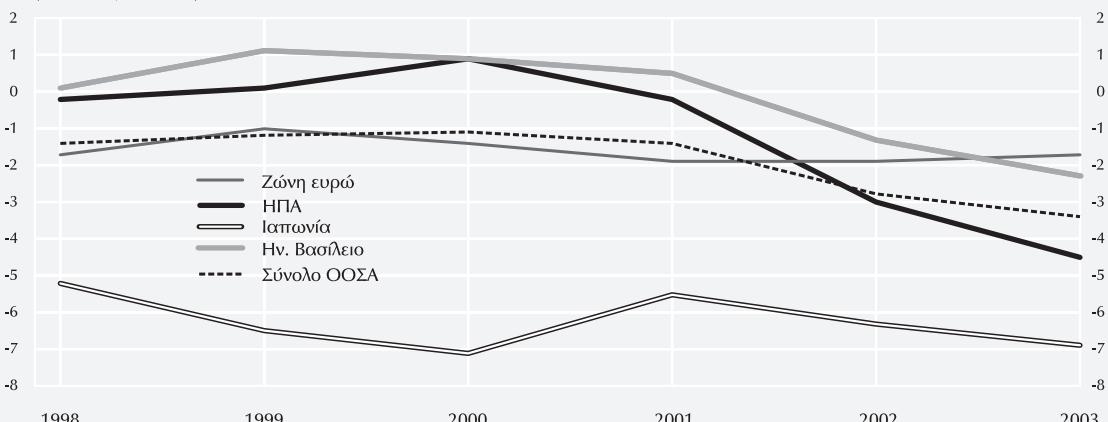
Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον βελτιώθηκε σημαντικά στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 2003. Η βελτίωση αυτή εκδηλώθηκε κυρίως με την επιτάχυνση της ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας αλλά και τη σταδιακή ενίσχυση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και των επενδυτών, ενώ οι πληθωριστικές πιέσεις παρέμειναν ασθενείς. Οι εξελίξεις αυτές άρχισαν να οδηγούν, για πρώτη φορά μετά από αρκετά χρόνια, σε αναθεώρηση προς τα άνω των προβλέψεων για τις βραχυπρόθεσμες οικονομικές προοπτικές. Η δημοσιονομική και η νομισματική πολιτική σε όλες τις μεγάλες οικονομικές περιοχές εξακολούθησαν να προωθούν την ανάκαμψη. Ο επεκτατικός χαρακτήρας των πολιτικών αυτών ήταν ιδιαίτερα έντονος στις ΗΠΑ (βλ. Διαγράμματα 1 και 2).

Η επιτάχυνση της ανάκαμψης ήταν θεαματική στις ΗΠΑ και αρκετά αισθητή σε πολλές από τις αναδυόμενες οικονομίες της Άπω Ανατολής, οι οποίες ξεπέρασαν γρηγορότερα από ό,τι αναμενόταν τις οικονομικές συνέπειες που δημιούργησε η επιδημία του ιού της άτυπης πνευμονίας. Η οικονομική δραστηριότητα παρουσίασε σημαντική βελτίωση και στη ζώνη του ευρώ, ενώ η ιαπωνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται με ικανοποιητικούς ρυθμούς. Για ολόκληρο το 2003, η αύξηση του ΑΕΠ ανήλθε στο 3,1% στις ΗΠΑ, σύμφωνα με προ-

<sup>1</sup> Οι αναφερόμενες εκτιμήσεις και προβλέψεις για το 2003-2004 βασίζονται σε πληροφορίες που ήταν διαθέσιμες μέχρι το Φεβρουάριο του τρέχοντος έτους. Όπου δεν υπήρχαν πιο πρόσφατες διαθέσιμες πληροφορίες, χρησιμοποιήθηκαν ως πηγές στοιχείων το *Economic Outlook* (Δεκέμβριος 2003) του ΟΟΣΑ, οι Φθινοπωρινές Προβλέψεις (Οκτώβριος 2003) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και το *World Economic Outlook* (Σεπτέμβριος 2003) του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.

Διάγραμμα 1

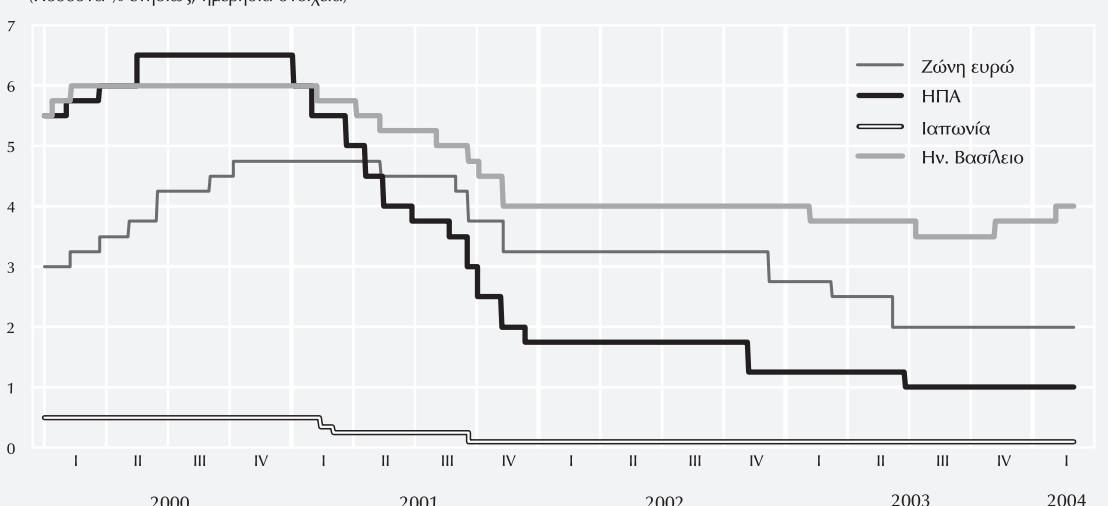
Κυκλικά διορθωμένο δημοσιονομικό αποτέλεσμα (1998 -2003)  
(Ποσοστά % του ΑΕΠ)



Πηγή: ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, Δεκέμβριος 2003.

Διάγραμμα 2

Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2000 - 29 Φεβρουαρίου 2004)  
(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 αναπτροεξοφλητικό επιτόκιο (official discount rate). Ην. Βασιλείου: Τράπεζα της Αγγλίας, επιτόκιο συμφωνιών επανογοράς (repo rate).

σωρινά στοιχεία (έναντι 2,2% το 2002), ενώ στην Ιαπωνία επιταχύνθηκε σημαντικά στο 2,7% (έναντι 0,2% το 2002). Αντίθετα, στη Ζώνη του ευρώ η πρόσφατη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας δεν αντιστάθμισε πλήρως την υποτονική εξέλιξη κατά το πρώτο εξάμηνο. Έτσι, η μέση ετήσια αύξηση του ΑΕΠ ήταν χαμηλή (0,4%, έναντι 0,9% το 2002).

Το 2004 αναμένεται περαιτέρω επιτάχυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης. Ήδη τον περασμένο Σεπτέμβριο το ΔΝΤ είχε προβλέψει ότι η άνοδος του παγκόσμιου ΑΕΠ θα έφθανε το 4,1% το 2004 (έναντι 3,2% το 2003), ενώ οι πιο πρόσφατες προβλέψεις τόσο του ΟΟΣΑ όσο και ερευνητικών ιδρυμάτων και άλλων αναλυτών είναι γενικά πιο αισιόδοξες (βλ. Πίνακα I).

## Πίνακας I

**Πραγματικό ΑΕΠ: τελευταίες διαθέσιμες προβλέψεις ΔΝΤ, Ευρωπαϊκής Επιτροπής και ΟΟΣΑ  
(Επίσημες εκατοστιαίες μεταβολές)**

	2003 (εκτιμήσεις)			2004 (προβλέψεις)		
	ΔΝΤ (Σεπτ. '03)	Ευρ. Επιτρ. (Οκτ. '03)	ΟΟΣΑ (Δεκ. '03)	ΔΝΤ (Σεπτ. '03)	Ευρ. Επιτρ. (Οκτ. '03)	ΟΟΣΑ (Δεκ. '03)
Σύνολο παγκόσμιας οικονομίας	3,2	3,3	–	4,1	4,1	–
ΗΠΑ	2,6	2,8	2,9	3,9	3,8	4,2
Ιαπωνία	2,0	2,6	2,7	1,4	1,7	1,8
Ζώνη του ευρώ	0,5	0,4	0,5	1,9	1,8	1,8

**Πηγές:** ΔΝΤ: *World Economic Outlook*, Σεπτέμβριος 2003.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή: *Autumn 2003 Economic Forecasts*, Οκτώβριος 2003.

ΟΟΣΑ: *Economic Outlook*, No. 74, Δεκέμβριος 2003.

Εκτιμάται μάλιστα ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας μπορεί να πλησιάσει εφέτος το 5%, έναντι σχεδόν 4% το 2003. Η αισιοδοξία αυτή βασίζεται σε διάφορους παράγοντες, οι κυριότεροι από τους οποίους είναι:

- το γεγονός ότι η μακροοικονομική πολιτική σε όλες τις οικονομικές περιοχές συνεχίζει να διευκολύνει την επέκταση της παραγωγικής δραστηριότητας,
- η σχεδόν πλήρης εξάλειψη των συνεπειών που είχε για την περιουσιακή κατάσταση και τις δαπάνες των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών η σημαντική προς τα κάτω διόρθωση των χρηματιστηριακών αξιών από το Μάρτιο του 2000 μέχρι τον Απρίλιο του 2003, και
- η βελτίωση των γεωπολιτικών συνθηκών στη Μέση Ανατολή.

Η αυξημένη αισιοδοξία για τις βραχυχρόνιες προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας συνοδεύεται από την εκτίμηση ότι έχει υποχωρήσει αρκετά η πιθανότητα για εξελίξεις δυσμενέστερες από τις προβλεπόμενες, ενώ αντίθετα έχει αυξηθεί η πιθανότητα για ακόμη πιο θετικά αποτελέσματα. Ωστόσο, ορισμένοι κίνδυνοι δεν

έχουν εξαλειφθεί. Ειδικότερα, τα μεγάλα και διευρυνόμενα ελλείμματα του ισοζυγίου πληρωμών και του προϋπολογισμού των ΗΠΑ εξακολουθούν να αποτελούν πηγή ανησυχίας, καθώς θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε υπερβολικές αναπτροσαρμογές των συναλλαγματικών ισοτιμιών, αυξημένη αστάθεια στις διεθνείς αγορές χρήματος, ή ακόμη και σε ένταση του προστατευτισμού. Η ανησυχία αυτή όμως έχει μετριαστεί, εν μέρει γιατί η σημαντική μέχρι τώρα εξασθένηση του δολαρίου, η οποία αναμένεται να συμβάλει στον περιορισμό του ελλείμματος του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών των ΗΠΑ, έχει πραγματοποιηθεί χωρίς μεγάλες αναταραχές στις αγορές. Επιπλέον, πιστεύεται ότι η επιπλέονση της παγκόσμιας ανάκαμψης θα αντισταθμίσει, τουλάχιστον βραχυχρόνια, τις επιπτώσεις που μπορεί να έχει μια υπερβολικά μεγάλη μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών (π.χ. στις εξαγωγές των χωρών των οποίων η συναλλαγματική ισοτιμία θα εμφανίζει ανατίμηση). Επίσης, σε σύγκριση με την άνοιξη του 2003, έχουν υποχωρήσει οι ανησυχίες που προκαλεί ο σχετικά υψηλός δανεισμός των επιχειρήσεων σε ορισμένες προηγμένες οικονομίες, κυρίως γιατί δεν θεωρείται πλέον πολύ πιθανό το ενδεχόμενο ανόδου των επιτοκίων σε βαθμό που θα εξανάγκαζε τις επιχειρήσεις να περιορίσουν τις επεν-

δύσεις τους, ενώ ταυτόχρονα έχουν βελτιωθεί οι προοπτικές για την εξέλιξη των επιχειρηματικών κερδών.

Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα το 2003 (1,8% έναντι 1,5% το 2002). Οι ανησυχίες όμως για το ενδεχόμενο εισόδου σε κύκλο αποπληθωρισμού έχουν σαφώς υποχωρήσει και είναι ενδεικτικό ότι μόνο δύο από τις 29 προηγμένες οικονομίες (Ιαπωνία και Χονγκ-Κονγκ) κατέγραψαν αρνητικό πληθωρισμό το 2003, έναντι τεσσάρων το 2002. Το 2004, παρά την προσδοκώμενη επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας στις προηγμένες οικονομίες, αναμένεται ότι ο πληθωρισμός δεν θα υπερβεί το 1,5%. Εκτιμάται ότι η αύξηση της παραγωγικότητας θα οδηγήσει σε ελαφρά υποχώρηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, ενώ η συνεχιζόμενη υποαπασχόληση του παραγωγικού δυναμικού (λόγω της απουσίας υπερβάλλουσας ζήτησης) θα εξακολουθήσει να ασκεί περιοριστική επίδραση στην εξέλιξη των κερδών.

Η νομισματική πολιτική στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες συνέχισε να διευκολύνει την ανάκαμψη το 2003, ενώ παράλληλα απέτρεψε το ενδεχόμενο εμφάνισης φαινομένων αποπληθωρισμού. Τα βασικά επιτόκια παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών των ΗΠΑ, της Ζώνης του ευρώ και της Ιαπωνίας παρέμειναν αμετάβλητα, σε ιδιαιτέρως χαμηλά επίπεδα, το δεύτερο ήμισυ του 2003 (οι τελευταίες μειώσεις έγιναν τον Ιούνιο). Αντίθετα, η Τράπεζα της Αγγλίας αποφάσισε στις 6 Νοεμβρίου 2003 να αυξήσει το βασικό της επιτόκιο κατά 25 μονάδες βάσης στο 3,75% (βλ. Διάγραμμα 2). Λόγω της πεποίθησης που διαμορφώθηκε κατά τους δύο τελευταίους μήνες του 2003 για εδραίωση της ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας, οι διεθνείς αγορές προεξοφλούν μια μικρή αύξηση των βασικών επιτοκίων των

κεντρικών τραπεζών, ιδίως στις ΗΠΑ, στη διάρκεια του 2004.<sup>2</sup>

Η δημοσιονομική πολιτική στο σύνολο των προηγμένων οικονομιών υπήρξε σαφώς επεκτατική το 2003. Αντίθετα, στις αναπτυσσόμενες και στις υπό μετάβαση οικονομίες παρατηρήθηκε βελτίωση των δημοσιονομικών επιδόσεων με μείωση των ελλειμμάτων κατά το 2003. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε στις προηγμένες οικονομίες στο 4,4% το 2003, από 3,3% το προηγούμενο έτος.<sup>3</sup> Το κυκλικά διορθωμένο (“διαρθρωτικό”) έλλειμμα των οικονομιών αυτών εκτιμάται ότι αυξήθηκε περαιτέρω το 2003 στο 3,5% του ΑΕΠ, στα υψηλότερα επίπεδα από το 1996, έναντι 2,8% το 2002. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά κυρίως τα αυξημένα διαρθρωτικά ελλείμματα των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας και του Ην. Βασιλείου, ενώ (σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής) στη ζώνη του ευρώ το διαρθρωτικό έλλειμμα παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητο (βλ. Διάγραμμα 1). Η ανοδική φάση του κύκλου, σε συνδυασμό με τη μικρή συγκράτηση του διαρθρωτικού ελλείμματος, αναμένεται ότι θα συμβάλει το 2004 σε μικρή συρρίκνωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων των προηγμένων οικονομιών, τα οποία όμως θα παραμείνουν σε υψηλά επίπεδα (4% του ΑΕΠ).

## 1.2 Εξέλιξις και προοπτικές στις κυριότερες οικονομικές περιοχές

Στις ΗΠΑ η αύξηση του ΑΕΠ επιταχύνθηκε το τρίτο τρίμηνο του 2003, καταγράφοντας το μεγαλύτερο τριμηνιαίο ρυθμό ανόδου των τελευταίων 20 ετών. Το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,0% έναντι του προηγούμενου τριμήνου, μετά

<sup>2</sup> Στις 5 Φεβρουαρίου 2004 η Τράπεζα της Αγγλίας αύξησε και πάλι το βασικό της επιτόκιο, το οποίο διαμορφώθηκε στο 4%.

<sup>3</sup> Σύμφωνα με στοιχεία του ΔΝΤ.

από αύξηση κατά 0,8% το δεύτερο τρίμηνο του έτους (αναγόμενοι σε ετήσια βάση, οι ρυθμοί αυτοί είναι 8,2% και 3,1% αντίστοιχα). Η παραγωγικότητα στον επιχειρηματικό τομέα εκτός γεωργίας αυξήθηκε το τρίτο τρίμηνο με τον υψηλότερο ρυθμό από το 1983 (2,3% έναντι του αμέσως προηγούμενου τριμήνου ή 9,4% μετά από αναγωγή σε ετήσια βάση). Επίσης, η κερδοφορία των επιχειρήσεων αυξήθηκε με ταχύτερο ρυθμό το τρίτο τρίμηνο, κυρίως στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Το τέταρτο τρίμηνο ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε, όπως αναμενόταν, αλλά παρέμεινε υψηλός (1,0% έναντι του αμέσως προηγούμενου τριμήνου ή 4,1% μετά από αναγωγή σε ετήσια βάση). Όπως ήδη αναφέρθηκε, η μέση ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ έφθασε το 3,1% το 2003 (από 2,2% το 2002). Βασικές συνιστώσες της έντονης αυτής ανόδου υπήρξαν η ιδιωτική κατανάλωση, η οποία αυξήθηκε κατά 3,1%, και οι ιδιωτικές επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, που αυξήθηκαν κατά 4,1%. Η συμβολή της εξέλιξης των καθαρών εξαγωγών στην άνοδο του ΑΕΠ ήταν αρνητική, αλλά αισθητά μικρότερη από ό,τι το 2002 (συμβάλλοντας έτσι στην επιτάχυνση της συνολικής αύξησης του ΑΕΠ), γεγονός που συνδέεται εν μέρει με την επίδραση της συνεχούς υποχώρησης της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου από τα μέσα του 2002. Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβλέψεις, η οικονομία των ΗΠΑ θα αναπτυχθεί με ρυθμό 4,2% το 2004.<sup>4</sup>

Η ισχυρή ανάκαμψη, σε συνδυασμό με τις χαλαρές νομισματικές συνθήκες και την υποχώρηση του δολαρίου, οδήγησε σε μικρή άνοδο του πληθωρισμού στις ΗΠΑ. Η αύξηση του ΔΤΚ έφθασε στο 2,3% το 2003 από 1,6% το 2002. Το ποσοστό ανεργίας υποχωρούσε συνεχώς μετά τον Ιούνιο του 2003, μήνα κατά τον οποίο έφθασε στο ανώτερο επίπεδο των τελευταίων ετών (6,4%), και το Δεκέμβριο ήταν 5,7%. Εντούτοις,

ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της τρέχουσας φάσης ανάκαμψης της αμερικανικής οικονομίας είναι ότι, σε αντίθεση με το παρελθόν, η αύξηση της παραγωγικής δραστηριότητας δεν συνοδεύεται από σημαντική άνοδο της απασχόλησης. Για ολόκληρο το 2003 η αύξηση της απασχόλησης ήταν σχετικά περιορισμένη και το μέσο ετήσιο ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε ελαφρά στο 6%, από 5,8% το 2002.

Το ελλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ διευρύνθηκε περαιτέρω το 2003 στο 5% του ΑΕΠ (από 4,6% το 2002), παρά τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές λόγω της υποχώρησης του αμερικανικού νομίσματος το 2003. Η μεγάλη αύξηση της εσωτερικής ζήτησης στις ΗΠΑ, καθώς και η ασθενής εξωτερική ζήτηση, συνέβαλαν στην εξέλιξη αυτή.

Στην Ιαπωνία η οικονομία ανακάμπτει με ικανοποιητικούς ρυθμούς, σε αντίθεση με την παρατεταμένη στασιμότητα που χαρακτήρισε την προηγούμενη δεκαετία, ενώ το γενικό επίπεδο τιμών εξακολουθεί να υποχωρεί. Το τέταρτο τρίμηνο η άνοδος του ΑΕΠ σε σύγκριση με το αμέσως προηγούμενο τρίμηνο (αναγόμενη σε ετήσια βάση) έφθασε το 6,4%. Για ολόκληρο το 2003, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,7%, έναντι μείωσης κατά 0,4% το 2002 και αύξησης κατά 0,4% το 2001. Στην αύξηση του ΑΕΠ το 2003 συνέβαλαν τόσο η εξωτερική όσο και η εγχώρια ζήτηση. Παρά την επιτάχυνση της ανάκαμψης, το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι αυξήθηκε ελαφρά το 2003 σε 5,5% (από 5,4% το 2002), ενώ το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε οριακά στο 2,9% του ΑΕΠ (από 2,8% το 2002). Επίσης, το δημοσιο-

<sup>4</sup> Το περασμένο Σεπτέμβριο οι αντίστοιχες προβλέψεις του ΔΝΤ ήταν 3,9% για το 2004, έναντι 2,6% το 2003.

μικό έλλειμμα παρέμεινε υψηλό στο 7,4% του ΑΕΠ το 2003, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος αυξήθηκε στο 167% του ΑΕΠ από 158% το 2002. Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβλέψεις του ΟΟΣΑ, το ΑΕΠ θα αυξηθεί κατά 1,8% το 2004.<sup>5</sup> Εν τούτοις, η προβλεπόμενη συνέχιση του φαινομένου του αποπληθωρισμού το 2004, σε συνδυασμό με την ακόμη προβληματική χρηματοοικονομική κατάσταση πολλών ιαπωνικών τραπεζών, εξακολουθούν να δημιουργούν κάποιες αμφιβολίες για τη διατήρηση του υψηλού ρυθμού ανάκαμψης.

Στο *Hνωμένο Βασίλειο* ο ρυθμός ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας επιταχύνθηκε στη διάρκεια του 2003 και ήταν κοντά στο δυνητικό ρυθμό ανόδου. Η αύξηση του ΑΕΠ για ολόκληρο το 2003 έφθασε το 2,1%. Οι ανησυχίες για ενδεχόμενη έξαρση των πληθωριστικών πιέσεων σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας, η παρατεταμένη και ταχεία αύξηση των καταναλωτικών δαπανών, η υψηλή ζήτηση στην αγορά ακινήτων και ο υψηλός ρυθμός πιστωτικής επέκτασης συνέβαλαν στην απόφαση της Τράπεζας της Αγγλίας να αυξήσει κατά 25 μονάδες βάσης το βασικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο της το Νοέμβριο.<sup>6</sup> Ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι αυξήθηκε στο 2,8% το 2003 έναντι 2,2% το 2002, ενώ το ποσοστό ανεργίας υπολογίζεται ότι παρέμεινε στο 5,2%. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εκτιμάται ότι αυξήθηκε στο 2,7% του ΑΕΠ το 2003 (από 1,8% το 2002).

Οι δέκα εντασσόμενες στην ΕΕ χώρες, η πλήρης ένταξη των οποίων θα πραγματοποιηθεί την 1η Μαΐου 2004, εκτιμάται ότι επέτυχαν μέσο ρυθμό ανάπτυξης 3,1% το 2003. Ειδικότερα, οι χώρες της Βαλτικής διατηρούν ποσοστά μεταξύ 4,4% και 6,6%, ενώ η Πολωνία, ύστερα από δύο έτη πολύ χαμηλών επιδόσεων, υπερέβη ελαφρά

το μέσο όρο των δέκα χωρών (εκτιμήσεις Ευρωπαϊκής Επιτροπής). Το 2004 ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης των χωρών αυτών προβλέπεται να επιταχυνθεί στο 3,8%, στηριζόμενος από την εγχώρια ζήτηση και, σε ορισμένες περιπτώσεις, από την αύξηση των εξαγωγών (Τσεχία, Ουγγαρία, Σλοβακία, Πολωνία). Η εισροή ξένων άμεσων επενδύσεων παρουσίασε πτωτική τάση έναντι των προηγούμενων ετών – παραμένοντας ωστόσο σχετικά υψηλή – και εκτιμάται ότι το 2003 θα διαμορφωθεί σε ποσοστό ελαφρά χαμηλότερο του 3% του ΑΕΠ, κατά μέσον όρο.

Ο πληθωρισμός στις εντασσόμενες χώρες εκτιμάται ότι το 2003 ήταν 2,3% κατά μέσον όρο, το χαμηλότερο ποσοστό που έχει καταγραφεί την τελευταία δεκαετία. Εξαίρεση αποτέλεσαν η Σλοβακία (8,5%) και η Σλοβενία (5,9%). Το 2004 προβλέπεται ότι ο μέσος πληθωρισμός θα σημειώσει μικρή άνοδο και θα διαμορφωθεί στο 3,7%, ποσοστό περίπου διπλάσιο από το προβλεπόμενο για τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Το μέσο ποσοστό ανεργίας παρέμεινε πολύ υψηλό (15%), διπλάσιο σχεδόν του μέσου όρου της ΕΕ. Η μεγαλύτερη εντασσόμενη χώρα, η Πολωνία, είχε και το υψηλότερο ποσοστό ανεργίας (20%), γεγονός που αντανακλά και την ένταση ορισμένων αλλαγών στη διάρθρωση της οικονομίας της. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παρέμεινε υψηλό, 4,6% του ΑΕΠ κατά μέσον όρο το 2003 στις δέκα χώρες (εκτιμήσεις Ευρωπαϊκής Επιτροπής). Η πτωτική τάση των τελευταίων ετών ίσως

<sup>5</sup> Σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ τον περασμένο Σεπτέμβριο, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ αναμενόταν να είναι 1,4% το 2004 και υπολογίζόταν σε 2% το 2003.

<sup>6</sup> Η Τράπεζα της Αγγλίας προχώρησε σε νέα αύξηση το Φεβρουάριο του 2004. Σημειώνεται ότι, από τις 10 Δεκεμβρίου 2003, ο στόχος για τον ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού, όπως μετρείται από τον ΔΤΚ, τον οποίο καλείται να επιτύχει η Τράπεζα της Αγγλίας είναι 2%. Ο προηγούμενος στόχος για τον πληθωρισμό ήταν 2,5% και βασιζόταν στη μεταβολή του δείκτη τιμών λιανικής πώλησης, εξαιρουμένων των πληρωμών για τόκους ενυπόθηκων δανείων (RPIX).

συνεχίστηκε, ενώ για το 2004 προβλέπεται ότι το έλλειμμα θα παραμείνει, κατά μέσον όρο, περίπου στα ίδια επίπεδα.

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις και προοπτικές των δέκα εντασσόμενων χωρών εμπεριέχουν θετικά και αρνητικά στοιχεία. Το ακαθάριστο δημόσιο χρέος παρέμεινε ιδιαίτερα χαμηλό, 40% του ΑΕΠ κατά μέσον όρο, και εκτιμάται ότι θα κυμανθεί στο ίδιο επίπεδο τα επόμενα δύο χρόνια. Τη μοναδική εξαίρεση αποτελεί η Μάλτα, της οποίας το δημόσιο χρέος υπερβαίνει κατά δέκα μονάδες το όριο της Συνθήκης του Μάαστριχτ (διαμορφώθηκε στο 70%). Αντίθετα, το δημοσιονομικό έλλειμμα των χωρών αυτών παρέμεινε υψηλό, γύρω στο 5% του ΑΕΠ κατά μέσον όρο, ενώ σε ορισμένες χώρες σημείωσε επιδείνωση. Η Τσεχία, η Μάλτα και η Ουγγαρία εκτιμάται ότι είχαν τα υψηλότερα ελλείμματα το 2003, μεταξύ 5% και 7,5% του ΑΕΠ, ενώ η Εσθονία και η Σλοβενία τα χαμηλότερα (0-2%).

Οι αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας, οι οποίες παράγουν συνολικά άνω του 26% του παγκόσμιου ΑΕΠ, υπήρξαν και το 2003 η ταχύτερα αναπτυσσόμενη οικονομική περιοχή. Η αρνητική επιδραση της επιδημίας του ιού της άτυπης πνευμονίας (SARS) υπήρξε πρόσκαιρη. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ των χωρών αυτών εκτιμάται ότι επιβραδύνθηκε έλαφρά μόνο, στο 5,9% το 2003, έναντι 6,2% το 2002. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των οικονομιών αυτών παρέμεινε σημαντικά πλεονασματικό, 3,2% του ΑΕΠ, έναντι 3,8% το 2002. Μεταξύ των οικονομιών αυτών είναι αξιοσημείωτες οι οικονομικές επιδόσεις των δύο πολυπληθέστερων οικονομιών του κόσμου, δηλαδή της Ινδίας και της Κίνας (οι οποίες αναπτύσσονται με υψηλούς ετήσιους ρυθμούς, γύρω στο 6% η Ινδία και άνω του 8% η Κίνα) και η σημαντική συμβολή τους στην ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας. Η οικονομία της Κίνας, που παράγει το ήμισυ του προϊόντος

των αναδυόμενων οικονομιών της Ασίας, αναπτύχθηκε με ρυθμό 9,1% το 2003, έναντι 8% το 2002, στηριζόμενη κυρίως στην ισχυρή άνοδο των επενδύσεων και την εξωτερική ζήτηση, ενώ ανάλογη αναμένεται να είναι η αύξηση του ΑΕΠ και το 2004. Η ισχυρή ανάπτυξη της Κίνας αποτελεί αποφασιστικό παράγοντα μεγέθυνσης των γειτονικών οικονομιών, δεδομένου ότι είναι σημαντική η ζήτηση της Κίνας για εισαγωγές από αυτές (κυρίως από την Ιαπωνία, την Ταϊβάν και την Κορέα).

### 1.3 Οι διεθνείς εμπορικές συναλλαγές και οι τιμές των εμπορευμάτων

Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ, ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκε κατά 4,0% το 2003, έναντι 3,4% το 2002, ενώ προβλέπεται να αυξηθεί κατά 7,8% το 2004. Ο όγκος του εξωτερικού εμπορίου συνέχισε για τρίτο συνεχόμενο έτος να αυξάνεται ταχύτερα στις οικονομίες που βρίσκονται σε διαδικασία μετάβασης, ενώ ακολούθησαν οι αναπτυσσόμενες οικονομίες, σε μερικές από τις οποίες το εμπόριο επηρεάστηκε αρνητικά το 2003 από την εξάπλωση του ιού της άτυπης πνευμονίας στη Νοτιοανατολική Ασία. Στις προηγμένες οικονομίες, η ζήτηση εισαγωγών παρέμεινε συγκριτικά ασθενής.

Οι τιμές του πετρελαίου στην παγκόσμια αγορά, μετά την πρόσκαιρη υποχώρησή τους το δεύτερο τρίμηνο του 2003, αυξήθηκαν και πάλι το δεύτερο εξάμηνο του έτους (πρώτο τρίμηνο: 31,3 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι, δεύτερο τρίμηνο: 26,5 δολ., τρίτο τρίμηνο: 28,4 δολ., τέταρτο τρίμηνο: 29,4 δολάρια). Στα τέλη του έτους οι τιμές είχαν πλησιάσει στα προ της επέμβασης στο Ιράκ επίπεδα του πρώτου τριμήνου, ενώ κατά τους πρώτους μήνες του 2004 εξακολούθησαν να κινούνται ανοδικά και διατηρήθηκαν σε επίπεδα υψηλότερα από 30 δολ. το βαρέλι. Παρά την

εξάλειψη της αιφεβαιότητας που είχε ενταθεί πριν από τη στρατιωτική επέμβαση στο Ιράκ, ανοδικές πτιέσεις στην τιμή του πετρελαίου άσκησαν τόσο η στενότητα της συνολικής προσφοράς (λόγω της περιορισμένης μόνο αποκατάστασης των εξαγωγών πετρελαίου από το Ιράκ, καθώς και λόγω της απόφασης για μείωση της ημερήσιας παραγωγής από τον ΟΠΕΚ το Σεπτέμβριο του 2003) όσο και η αύξηση της παγκόσμιας ζήτησης λόγω της επιτάχυνσης της ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας. Για το 2003, η μέση διεθνής τιμή του πετρελαίου (σε δολ. ΗΠΑ) αυξήθηκε κατά 15,3%.

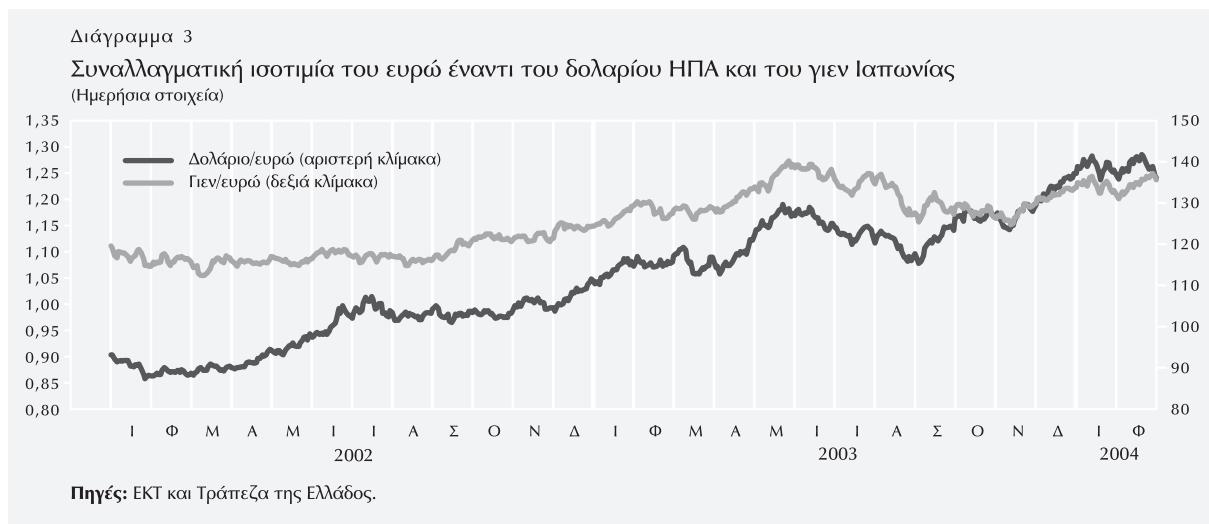
Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων διατηρήθηκαν σε χαμηλά επίπεδα το πρώτο εξάμηνο του 2003, καθώς η παγκόσμια ζήτηση για τα εμπορεύματα αυτά παρέμεινε ασθενής. Έκτοτε όμως παρατηρήθηκε αισθητή άνοδος, ιδιαίτερα στις τιμές προϊόντων όπως τα μέταλλα, η οποία αντανακλά την επιτάχυνση της ανάκαμψης. Η άνοδος αυτή αναμένεται ότι θα συνεχιστεί το 2004 και θα είναι αρκετά υψηλότερη σε όρους δολαρίου ΗΠΑ στην περίπτωση που θα εξακολουθήσει η υποχώρηση της σταθιμού συναλλαγματικής ισοτιμίας του αμερικανικού νομίσματος (ή στην περίπτωση που η ισοτιμία θα διατηρηθεί στα επίπεδα του τελευταίου τριμήνου του 2003). Η τιμή του χρυσού, ακολουθώντας αντίστροφα τις διακυμάνσεις του δολαρίου στις διεθνείς αγορές, αυξήθηκε σημαντικά από 349 δολ./ουγγία κατά μέσον όρο το πρώτο εξάμηνο του 2003 στα 407 δολ. το Δεκέμβριο (περίπου 17%). Σημειώνεται ότι η μεταβολή της τιμής του χρυσού σε ευρώ κατά την ίδια περίοδο ήταν πολύ μικρότερη (περίπου 5%).

#### 1.4 Διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές (συναλλάγματος, ομολόγων, μετοχών)

Στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, η εμπιστοσύνη των επενδυτών ενισχύθηκε το

δεύτερο εξάμηνο του 2003. Η συνεχής βελτίωση που παρουσιάζουν οι χρηματοπιστωτικές αγορές εκτιμάται ότι αντανακλά, εκτός από τη βελτίωση των επιχειρηματικών κερδών που ήδη έχει γίνει αισθητή, την αισιοδοξία των αγορών αυτών για τη συνέχιση και ισχυροποίηση της ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας το 2004. Στις διεθνείς αγορές ομολόγων, από τα μέσα του 2003 σημειώθηκε αντιστροφή της προηγούμενης καθοδικής τάσης των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων. Αφού τον Ιούνιο έφθασαν σε ιστορικώς πολύ χαμηλά επίπεδα, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων άρχισαν στην συνέχεια να αυξάνονται, καθώς η στροφή των επενδυτών από τίτλους σταθερού εισοδήματος προς μετοχές συνδυάστηκε με την παγίωση των θετικών προσδοκιών για την παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη. Σε μέσα επίπεδα μηνός, από τον Ιούνιο έως το Δεκέμβριο, οι αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν κατά 94 μονάδες βάσης στις ΗΠΑ, κατά 64 μονάδες βάσης στη ζώνη του ευρώ και κατά 79 μονάδες βάσης στην Ιαπωνία και διαμορφώθηκαν σε 4,26%, 4,36% και 1,35% αντίστοιχα. Έτσι, η μέση μηνιαία διαφορά αποδόσεων των ομολόγων μεταξύ ΗΠΑ και ζώνης του ευρώ παρέμεινε αρνητική καθ' όλο το 2003 εκτός από το δίμηνο Αυγούστου-Σεπτεμβρίου, κατά το οποίο οι αποδόσεις στις ΗΠΑ αυξήθηκαν απότομα λόγω της σημαντικής επί το ευνοϊκότερο μεταβολής των προσδοκιών των αγορών για την οικονομία των ΗΠΑ.

Το ευρώ, μετά από πρόσκαιρη εξασθένηση το τρίτο τρίμηνο του 2003, συνέχισε να ανατιμάται έναντι των κυριότερων νομισμάτων (βλ. Διαγράμματα 3 και 4). Η ονομαστική σταθιμού συναλλαγματική ισοτιμία του στο τέλος του 2003 ήταν κατά 16,6% υψηλότερη από το μέσο επίπεδο του 2002. Αξίζει όμως να σημειωθεί ότι δεν διέφερε σημαντικά από το μέσο όρο των τελευταίων 20 ετών. Βεβαίως, η ανατίμηση



του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ ήταν πολύ πιο έντονη. Η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ ήταν το Δεκέμβριο του 2003 (μέση τιμή μηνός) κατά 29,9% υψηλότερη σε σχέση με το μέσο επίπεδό της το 2002 και κατά 44% υψηλότερη από το χαμηλότερο επίπεδο του Ιουνίου του 2001. Η ισοτιμία του ευρώ ως προς το ιαπωνικό γιεν, παρότι υποχώρησε το δεύτερο εξάμηνο του 2003, εξακολουθούσε το Δεκέμβριο να βρίσκεται κατά 12,2% υψηλότερα από το μέσο επίπεδό της το 2002.

Οι τιμές στα διεθνή χρηματιστήρια, μετά την αντιστροφή της καθοδικής τους τάσης από το

Μάρτιο-Απρίλιο του 2003, συνέχισαν να αυξάνονται το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Η σταδιακή εξάλειψη του "ασφαλίστρου πολέμου", το οποίο ενσωματωνόταν στις επενδυτικές προσδοκίες, οι εξαιρετικά χαμηλές αποτιμήσεις των μετοχικών τίτλων, τα πολύ χαμηλά επιτόκια στις αγορές χρήματος και η συνεχιζόμενη βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων υπήρξαν αναμφίβολα παράγοντες που άθησαν τις τιμές στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές προς τα άνω. Η μείωση του βαθμού αβεβαιότητας στις αγορές, όπως εκφράστηκε από τη συνεχή υποχώρηση της μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών στις ΗΠΑ και στη ζώνη του

ευρώ από το Μάιο και μετά, επέτρεψε τη σταδιακή επιστροφή κεφαλαίων στις χρηματιστηριακές αγορές. Στο διάστημα από τα τέλη Δεκεμβρίου του 2002 μέχρι τα τέλη Δεκεμβρίου του 2003, ο δείκτης Standard & Poor's 500 στις ΗΠΑ αυξήθηκε κατά 26,4%, ενώ ο ιαπωνικός δείκτης Nikkei 225 αυξήθηκε κατά 24,5%. Την ίδια περίοδο μικρότερη άνοδο σημείωσαν οι ευρωπαϊκοί δείκτες: στη ζώνη του ευρώ ο ευρύς δείκτης Dow Jones Euro STOXX αυξήθηκε κατά 18,1%, ενώ ο βρετανικός FTSE-100 αυξήθηκε κατά 13,6%.

---

## 2. Μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη ζώνη του ευρώ<sup>7</sup>

### 2.1 Πληθωρισμός

Στη ζώνη του ευρώ, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ διαμορφώθηκε σε 2,1% το 2003, έναντι 2,3% το προηγούμενο έτος. Η υποχώρηση του πληθωρισμού ήταν λιγότερο αισθητή από ό,τι θα αναμενόταν με βάση την υποτονικότητα της οικονομικής δραστηριότητας. Αυτό αποδίδεται εν μέρει στην έλλειψη ισχυρών ανταγωνιστικών πιέσεων, ιδίως στον τομέα των υπηρεσιών, σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ. Ταυτόχρονα, διάφοροι συγκυριακοί παράγοντες εξακολούθησαν να ασκούν αυξητική επιδραση στην εξέλιξη του πληθωρισμού κατά το δεύτερο εξάμηνο του προηγούμενου έτους. Οι τιμές των ειδών διατροφής παρέμειναν σχετικά υψηλές εξαιτίας του καύσωνα που έπληξε ορισμένες χώρες της Ευρώπης το καλοκαίρι του 2003. Επιπλέον, οι τιμές του πετρελαίου υπήρξαν υψηλότερες από ό,τι αναμενόταν, κυρίως λόγω της παρατεινόμενης πολιτικής αβεβαιότητας στη Μέση Ανατολή.

Ο πληθωρισμός υποχώρησε στο 1,9% τον Ιανουάριο του τρέχοντος έτους και – σύμ-

φωνα με προσωρινές εκτιμήσεις – στο 1,6% το Φεβρουάριο. Ωστόσο, τους επόμενους μήνες ο πληθωρισμός θα επηρεαστεί αυξητικά από τις προγραμματισμένες αυξήσεις έμμεσων φόρων και διοικητικά καθοριζόμενων τιμών σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Πάντως, παράγοντες με μονιμότερη επιδραση δικαιολογούν την πρόβλεψη ότι ο ρυθμός πληθωρισμού θα υποχωρήσει περαιτέρω το 2004. Ιδιαίτερα η εξέλιξη των τιμών των εισαγωγών προβλέπεται να βοηθήσει στη συγκράτηση του πληθωρισμού, κυρίως λόγω της επιδρασης, με κάποια χρονική υστέρηση, της ανατίμησης του ευρώ, η οποία θα υπεραντισταθμίσει την άνοδο της τιμής του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ,<sup>8</sup> και, γενικότερα, λόγω των χαμηλών πληθωριστικών πιέσεων στην παγκόσμια οικονομία. Επιπλέον, το 2004 η κυκλική άνοδος της παραγωγικότητας της εργασίας θα επιβραδύνει την άνοδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, επηρεάζοντας ανάλογα και τον πληθωρισμό.

Λαμβανομένων υπόψη των παραπάνω παραγόντων, ο μέσος ρυθμός του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να διαμορφωθεί το 2004 ελαφρά κάτω από 2%, ποσοστό που, σύμφωνα με τον ορισμό της ΕΚΤ, αντιστοιχεί ουσιαστικά σε σταθερότητα τιμών. Σημειώνεται ότι οι προβλέψεις για ευνοϊκή εξέλιξη του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στην υπόθεση ότι η διαμόρφωση

---

<sup>7</sup> Οι αναφορές στις οικονομικές προοπτικές για το 2004 βασίζονται στις Φθινοπωρινές Προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Οκτώβριος 2003) και στις προβολές των εμπειρογνωμόνων του Ευρωστήματος (ΕΚΤ, Μηνιαίο Δελτίο, Δεκέμβριος 2003), ενώ λαμβάνονται υπόψη και πιο πρόσφατες πληροφορίες.

<sup>8</sup> Στις μακροοικονομικές προβλέψεις των διεθνών οργανισμών (ΔΝΤ, ΟΟΣΑ και Ευρωπαϊκής Επιτροπής) είχε γίνει η υπόθεση ότι η μέση ετήσια τιμή του πετρελαίου τύπου Brent θα διαμορφωθεί το 2004 μεταξύ 25,5 δολ. (ΔΝΤ) και 27 δολ. (ΟΟΣΑ), έναντι 28,8 δολ. το 2003. Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα δεδομένα για τις προθεσμιακές τιμές, αναμένεται πλέον ότι η μέση ετήσια τιμή σε δολάρια θα φθάσει τα 29,5 δολ., σε ευρώ, όμως η μέση ετήσια τιμή θα μειωθεί.

των μισθολογικών αυξήσεων δεν θα επηρεαστεί από τις τρέχουσες εξελίξεις στις τιμές και δεν θα αποκλίνει από το επίπεδο που μπορεί να θεωρηθεί εύλογο σε συνθήκες σταδιακής ανάκαμψης της οικονομίας.

## 2.2 Οικονομική δραστηριότητα

Μετά από στασιμότητα το πρώτο εξάμηνο του 2003, η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ άρχισε να ανακάμπτει από το τρίτο τρίμηνο, ενώ παράλληλα έρευνες συγκυρίας και άλλοι οικονομικοί δείκτες σηματοδοτούν θετικές προοπτικές για συνέχιση της οικονομικής ανάκαμψης και σταδιακή ενίσχυσή της κατά τη διάρκεια του 2004. Προς την κατεύθυνση αυτή αναμένεται να συμβάλουν, εκτός από την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας, η οποία έχει ήδη οδηγήσει σε εμφανή επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών της ζώνης, και άλλοι παράγοντες όπως η βελτίωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια και η σταδιακή βελτίωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και των επενδυτών.

Συγκεκριμένα, το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε –έναντι του προηγούμενου τριμήνου – κατά 0,4% το τρίτο και κατά 0,3% το τέταρτο τρίμηνο του 2003, μετά από μείωση κατά 0,1% το δεύτερο τρίμηνο και στασιμότητα το πρώτο. Το τρίτο τρίμηνο η αύξηση του ΑΕΠ προήλθε κυρίως από την ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης, η οποία αντανακλά την ισχυρή ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας, ενώ η συμβολή της εγχώριας ζήτησης ήταν πολύ περιορισμένη, κυρίως λόγω της στασιμότητας της ιδιωτικής κατανάλωσης. Αξιοσημείωτη ήταν επίσης η αρνητική συμβολή των αποθεμάτων στην αύξηση του ΑΕΠ. Το τέταρτο τρίμηνο, η κύρια θετική συμβολή προήλθε από την αύξηση των αποθεμάτων, αντανακλώ-

ντας τις προβλέψεις για βελτίωση της εγχώριας ζήτησης.

Σύμφωνα με πρόσφατες προβλέψεις διεθνών οργανισμών,<sup>9</sup> η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ θα ενισχυθεί σταδιακά κατά τη διάρκεια του 2004. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τον ΟΟΣΑ, το ΑΕΠ προβλέπεται να αυξηθεί, σε μέσα ετήσια επίπεδα, κατά 1,8% το τρέχον έτος και κατά 2,3-2,5%, πλησίον του ρυθμού αύξησης του δυνητικού προϊόντος, το 2005. Οι προβλέψεις αυτές βασίζονται τόσο στην ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου όσο και στην ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης, ενώ γενικά ευνοϊκή αναμένεται να είναι η επίδραση της νομισματικής και της δημοσιονομικής πολιτικής στην ανάκαμψη των οικονομιών της ζώνης του ευρώ. Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβολές των εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος, η αύξηση του ΑΕΠ το 2004 θα κυμανθεί μεταξύ 1,1% και 2,1%,<sup>10</sup> έναντι 0,2-0,6% το 2003, ενώ το 2005 η αύξηση αναμένεται ότι θα φθάσει το 1,9-2,9%.

Ο όγκος των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ θα αυξηθεί το 2004 κατά 5,1% σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (ή κατά 2,8-6% σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος), έναντι ελαφρά αρνητικού ρυθμού το 2003, αντανακλώντας τη μεγαλύτερη ζήτηση στις αγορές του εξωτερικού. Η ανάκαμψη των εξαγωγών αναμένεται να ενισχύσει τις επενδύσεις, οι

**9** Βλ. υποσημείωση 1.

**10** Προκειμένου να αποτυπωθεί η αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει τις προβολές, τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων των εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος για κάθε μεταβλητή παρουσιάζονται υπό τη μορφή διαστημάτων. Τα διαστήματα αυτά βασίζονται στις διαφορές μεταξύ των πραγματοποιήσεων και των προηγούμενων προβολών που είχαν γίνει από τους εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος επί σειρά ετών. Το εύρος του διαστήματος είναι διπλάσιο από το μέσο όρο της διαφοράς, σε απόλυτες τιμές.

οποίες, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τον ΟΟΣΑ, προβλέπεται να αυξηθούν κατά 2,3-2,4% (ή κατά 0,2-3,2%, με βάση τις προβολές των εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος), ενώ τα τελευταία τρία έτη είχαν εμφανίσει μηδενικούς ή αρνητικούς ρυθμούς. Η βελτίωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων και οι ευνοϊκές χρηματοδοτικές συνθήκες αναμένεται να συμβάλουν στην εξέλιξη αυτή. Η ιδιωτική κατανάλωση προβλέπεται επίσης να παρουσιάσει σημαντική αύξηση (1,6-1,7% σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τον ΟΟΣΑ, 1,1-2,1% σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος), στηριζόμενη κυρίως στη βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, στην οποία θα συμβάλουν η μείωση του πληθωρισμού και ο περιορισμός των δαπανών εξυπηρέτησης του χρέους των νοικοκυριών. Επιπλέον, η βελτίωση των προσδοκιών για τις οικονομικές εξελίξεις και την απασχόληση αναμένεται να περιορίσει σε κάποιο βαθμό το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών και να ενισχύσει έτσι την κατανάλωση.

Πρόσφατες ενδείξεις για τις μακροοικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ τείνουν γενικά να επιβεβαιώσουν τις προβλέψεις για συνέχιση και περαιτέρω ενίσχυση της οικονομικής ανάκαμψης. Σύμφωνα με την πιο πρόσφατη πρόβλεψη (4.3.2004), βάσει δεικτών, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ, ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης θα κυμανθεί μεταξύ 0,3% και 0,7% για το πρώτο και το δεύτερο τρίμηνο του 2004. Επίσης, γενικά θετικές ενδείξεις για την οικονομική δραστηριότητα προκύπτουν από πρόσφατες έρευνες οικονομικής συγκυρίας. Τον Ιανουάριο και το Φεβρουάριο του τρέχοντος έτους, ο δείκτης οικονομικού κλίματος διαμορφώθηκε σε επίπεδο υψηλότερο από το μέσο όρο των δύο τελευταίων ετών.

Η ΕΚΤ διατήρησε τα βασικά της επιτόκια αμετάβλητα στο 2% από τον Ιούνιο του 2003, με αποτέλεσμα να διαμορφωθούν σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα τόσο τα ονομαστικά όσο και τα πραγματικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Επομένως, η νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ εξακολουθεί, στο πλαίσιο της κύριας επιδίωξής της, που είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, να ευνοεί την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Η δημοσιονομική πολιτική υπήρξε υποβοηθητική της οικονομικής δραστηριότητας το 2003, κυρίως μέσω της λειτουργίας των αυτόματων σταθεροποιητών, καθώς το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε το 2003 κατά 0,6 της εκατοστιαίας μονάδας έναντι του προηγούμενου έτους, ενώ το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητο. Το 2004, το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ, καθώς και το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα, προβλέπεται να παραμείνουν περίπου στα ίδια επίπεδα, ως ποσοστά του ΑΕΠ, με αυτά του 2003. (Οι δημοσιονομικές εξελίξεις και προοπτικές εξετάζονται αναλυτικότερα στο Τμήμα 2.4 παρακάτω.)

Η πιθανότητα να αυξηθεί το ΑΕΠ το 2004 λιγότερο από ό,τι προβλέπεται σήμερα είναι περίπου ίση με την πιθανότητα να αυξηθεί περισσότερο, ενώ πριν από εννέα μήνες ήταν μεγαλύτερη. Ωστόσο, η σημαντική ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου και η άνοδος της σταθμισμένης ισοτιμίας του ευρώ ενισχύουν, αν διατηρηθούν, την πιθανότητα ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ να είναι χαμηλότερος από τον προβλεπόμενο.

### 2.3 Αγορά εργασίας

Η δυσμενής επίδραση στην αγορά εργασίας από την παρατεταμένη υποτονικότητα στην οικονο-

μία της ζώνης του ευρώ υπήρξε σχετικά περιορισμένη και σημαντικά η πιούτερη από ό,τι σε άλλες προηγμένες οικονομίες, ιδιαίτερα τις ΗΠΑ. Έτσι, ο ρυθμός δημιουργίας νέων θέσεων απασχόλησης υπήρξε υψηλός το 2001, όταν αναμενόταν ότι η περίοδος κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας θα ήταν σχετικά σύντομη, παρέμεινε θετικός αν και φθίνων το 2002 και εκτιμάται ότι ήταν ελαφρά αρνητικός ή μηδενικός το 2003, για πρώτη φορά μετά από σειρά ετών. Το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε κατά περίπου μισή εκατοστιαία μονάδα το 2003 στο 8,9%, από 8,4% το 2002 και 8% το 2001. Η σχετική σταθερότητα της απασχόλησης στον τομέα των υπηρεσιών εξηγείται μέρει τη σταθερότητα της απασχόλησης στην αρχική φάση της επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας. Η άλλη όψη της σχετικά ευνοϊκής εξέλιξης στην απασχόληση, σε συνδυασμό με τον πολύ χαμηλό ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ κατά τα τρία τελευταία έτη, ήταν η σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας στη ζώνη του ευρώ, που είχε ως αποτέλεσμα την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, καθώς ο ρυθμός αύξησης των ονομαστικών μισθών παρέμεινε σχετικά σταθερός. Σε συνδυασμό με την ανατίμηση του ευρώ, η εξέλιξη αυτή οδήγησε στη χειροτέρευση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ζώνης του ευρώ (ως προς τις τιμές).

Το 2004, ο ρυθμός μεταβολής της απασχόλησης προβλέπεται να είναι ελαφρά θετικός, καθώς η σταδιακή ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να επιδράσει με κάποια υστέρηση στην απασχόληση. Δεδομένου όμως ότι η αύξηση του εργατικού δυναμικού προβλέπεται να υπερβεί την άνοδο της απασχόλησης, το ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να αυξηθεί περαιτέρω στο 9,1% το 2004 και να αρχίσει να υποχωρεί από το 2005.

#### 2.4 Δημοσιονομικές εξελίξεις

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ το 2003 χαρακτηρίστηκαν από την αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος – κυρίως λόγω της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας. Επίσης, σημαντικά γεγονότα ήταν η συνέχιση εμφάνισης υπερβολικών ελλειμμάτων από τη Γαλλία και τη Γερμανία και ο τρόπος με τον οποίο το Συμβούλιο ECOFIN ερμήνευσε και εφάρμοσε τις σχετικές διατάξεις του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Όπως ανακοινώθηκε στα μέσα Μαρτίου, το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε στο 2,7% του ΑΕΠ το 2003 από 2,2% το 2002, εξέλιξη η οποία αντανακλά τη χειροτέρευση του δημοσιονομικού αποτελέσματος σε όλες τις χώρες της ζώνης εκτός από το Βέλγιο. Εντούτοις, το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα εκτιμάται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ότι παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο έναντι του 2002 στο 2,3% του ΑΕΠ. Το χρέος της γενικής κυβέρνησης ανακοινώθηκε ότι αυξήθηκε το 2003 στο 70,4% του ΑΕΠ από 69% το προηγούμενο έτος. Για το 2004 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή προβλέπεται ότι το έλλειμμα θα διαμορφωθεί στο 2,7% του ΑΕΠ, ενώ ο λόγος του χρέους θα αυξηθεί ελαφρά στο 70,7% του ΑΕΠ.<sup>11</sup>

Στη Γαλλία και τη Γερμανία, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης υπερέβη το 2003 την τιμή αναφοράς της Συνθήκης (3% του ΑΕΠ) για δεύτερη φορά σε διαδικασία προβλέψεων για το 2004.

**11** Σημειώνεται ότι οι προβολές των επικαιροποιημένων προγραμμάτων σταθερότητας τα οποία υποβλήθηκαν στην Επιτροπή στο τέλος του 2003 είναι γενικά περισσότερο αισιόδοξες από τις προβλέψεις της Επιτροπής, καθώς προβλέπουν ότι το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ θα είναι 2,4% του ΑΕΠ και το χρέος 70,1% του ΑΕΠ. Οι προβολές των προγραμμάτων σταθερότητας για το 2005 είναι ακόμη πιο αισιόδοξες – προβλέπουν για τη ζώνη του ευρώ έλλειμμα 1,8% του ΑΕΠ έναντι 2,7% στις προβλέψεις της Επιτροπής.

τερο συνεχόμενο έτος,<sup>12</sup> ενώ προβλέπεται ότι θα παραμείνει πάνω από την τιμή αναφοράς και το 2004. Η προοπτική συνέχισης της κατάστασης υπερβολικού ελλείματος προκάλεσε τη διατύπωση "σύστασης" του Συμβουλίου ECOFIN προς τις χώρες αυτές για τη λήψη μέτρων με σκοπό τη διόρθωσή του μέχρι το 2005 το αργότερο. Ωστόσο, το Συμβούλιο δεν έκανε δεκτή την πρόταση της Επιτροπής να διατυπωθεί η εν λόγω σύσταση με βάση συγκεκριμένες διατάξεις του άρθρου 104 της Συνθήκης, το οποίο προβλέπει σαφείς υποχρεώσεις για τις χώρες με υπερβολικό έλλειμμα, καθώς και συνέπειες – μέχρι και την επιβολή σημαντικού χρηματικού προστίμου – σε περίπτωση μη συμμόρφωσης. Η EKT, με ανακοίνωση του Διοικητικού Συμβουλίου της, επισήμανε στις 25.11.2003 τους σοβαρούς κινδύνους που συνεπάγεται για την αξιοπιστία του θεσμικού πλαισίου για τα δημόσια οικονομικά η απόφαση του Συμβουλίου ECOFIN να μην ακολουθήσει, για τη σύσταση που απηγύθυνε στις παραπάνω χώρες, τους κανόνες και τις διαδικασίες που προβλέπονται στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Η EKT ζήτησε παράλληλα από τις κυβερνήσεις της Γαλλίας και της Γερμανίας να αναλάβουν τις ευθύνες τους και να διορθώσουν τα υπερβολικά ελλείμματα το ταχύτερο, ώστε να περιοριστούν οι αρνητικές επιπτώσεις για το κλίμα εμπιστοσύνης, ενώ σημείωσε τη σχετική ρητή δέσμευση των δύο χωρών.

---

### 3. Νομισματικές εξελίξεις και πολιτική

#### 3.1 Η νομισματική πολιτική της EKT

Τα βασικά επιτόκια της EKT διατηρήθηκαν αμετάβλητα το δεύτερο εξάμηνο του 2003 και τους πρώτους μήνες του 2004, μετά τη μείωσή τους συνολικά κατά 75 μονάδες βάσης το πρώτο εξάμηνο του 2003 (στις 7 Μαρτίου και στις 6 Ιου-

νίου). Έτσι, το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης παρέμεινε στο 2%, το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης στο 3% και το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων στο 1% (βλ. Διάγραμμα 5 και Πίνακα II). Οι αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της EKT για τα επιτόκια στηρίχθηκαν στην αξιολόγηση των προοπτικών του πληθωρισμού, με βάση την ανάλυση των οικονομικών και νομισματικών εξελίξεων.

Όσον αφορά τις οικονομικές εξελίξεις, μετά τον Αύγουστο υπήρχαν ενδείξεις βελτίωσης της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ. Τα πρόσφατα στοιχεία για τις μακροοικονομικές εξελίξεις επιβεβαίωσαν τις προσδοκίες για σταδιακή οικονομική ανάκαμψη κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2003 (τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ για το τρίτο τρίμηνο 0,4% και για το τέταρτο 0,3%), ενώ, σύμφωνα με τις προβλέψεις του Ευρωσυστήματος και διεθνών οργανισμών, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα επιταχυνθεί περαιτέρω στη διάρκεια του 2004. Η οικονομική ανάκαμψη εκτιμάται ότι θα προέλθει τόσο από εξωτερικούς παράγοντες, όπως η ενίσχυση του εξωτερικού εμπορίου και της οικονομικής δραστηριότητας παγκοσμίως, που αντισταθμίζουν την επίπτωση στο εξωτερικό εμπόριο από την ανατίμηση του ευρώ, όσο και από εγχώριους παράγοντες (βλ. Τμήμα 2 του παρόντος κεφαλαίου).

Μετά τη σταδιακή υποχώρηση των πληθωριστικών πιέσεων κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003, ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ κυμάνθηκε σε επίπεδο ελαφρά υψηλότερο του 2% από τον Αύγουστο. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά τις αυξήσεις των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής εξαιτίας του θερινού

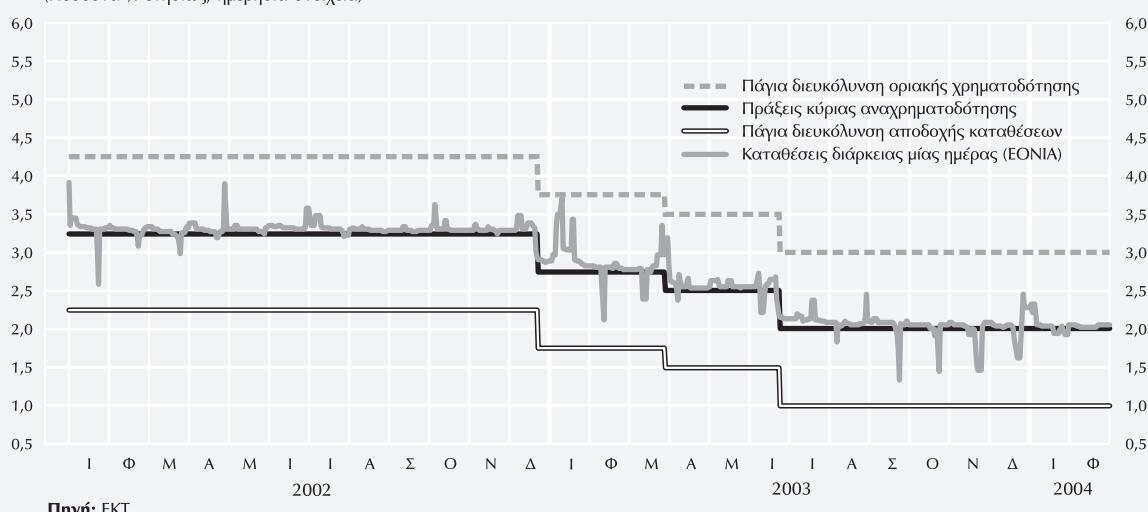
---

<sup>12</sup> Το έλλειμμα προσέγγισε το 3% του ΑΕΠ στην Πορτογαλία.

Διάγραμμα 5

Επιτόκια της EKT και επιτόκιο της αγοράς χρήματος διάρκειας μίας ημέρας (EONIA)  
(1 Ιανουαρίου 2002 - 27 Φεβρουαρίου 2004)

(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



## Πίνακας II

### Προσαρμογές βασικών επιτοκίων της EKT

(Ποσοστά % ετησίων)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων <sup>1</sup>	Πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης
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

1 Η ημερομηνία της απόφασης μεταβολής των επιτοκίων είναι η προηγουμένη της ημερομηνίας μεταβολής τους, όσον αφορά τα επιτόκια αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης. Για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, η μεταβολή των επιτοκίων ισχύει από την πρώτη πράξη μετά την ημερομηνία που αναφέρεται στον πίνακα.

Πηγή: EKT.

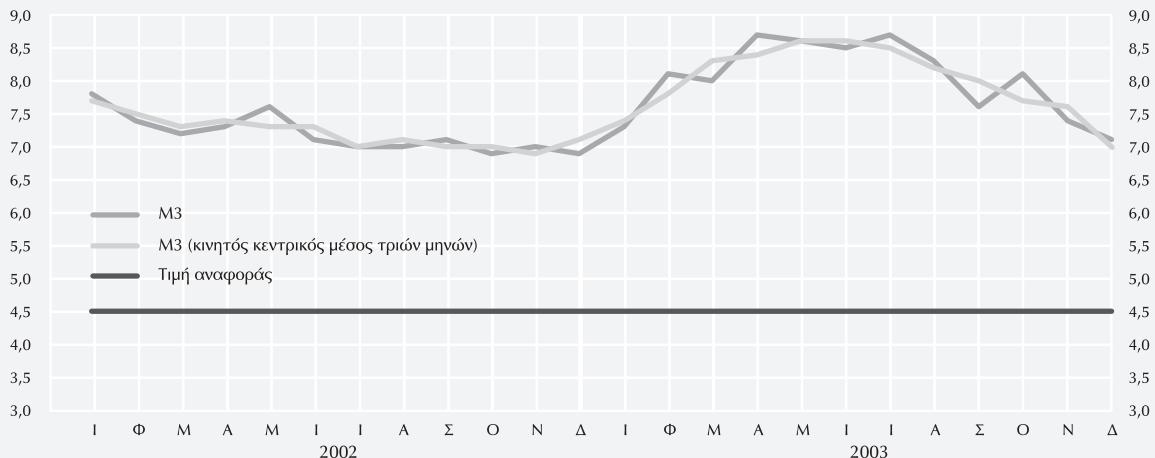
καύσωνα, την αύξηση της τιμής του πετρελαίου και τις προγραμματισμένες αυξήσεις ορισμένων έμμεσων φόρων και διοικητικά καθοριζόμενων τιμών σε μερικές χώρες της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, η σημαντική ανατίμηση του ευρώ θα συνεχίσει να συμβάλλει στον περιορισμό των πληθωριστικών πιέσεων. Επιπλέον, η ενίσχυση της παραγωγικότητας, εφόσον συγκρατηθεί ο ρυθμός αύξησης των μισθών, θα οδηγήσει σε επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Μεσοπρόθεσμα, επομένως, ο πληθωρισμός αναμένεται να υποχωρήσει και να παραμείνει σε επίπεδα συμβατά με τη σταθερότητα των τιμών. Ήδη, όπως αναφέρθηκε, τον Ιανουάριο του τρέχοντος έτους ο πληθωρισμός υποχώρησε στο 1,9% και το Φεβρουάριο στο 1,6%.

Η εκτίμηση του Διοικητικού Συμβουλίου της EKT για βελτίωση των προοπτικών του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα επιβεβαιώνεται και από την ανάλυση των νομισματικών και

## Διάγραμμα 6

Ποσότητα χρήματος M3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2002 - Δεκέμβριος 2003)  
(Εκατοστιαία μεταβολή<sup>1</sup> έναντι της ίδιας περιόδου του προηγούμενου έτους)



1 Εποχικώς και ημερολογιακώς διορθωμένα στοιχεία.

Πηγή: EKT.

πιστωτικών εξελίξεων. Έτσι, παρότι ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της ποσότητας χρήματος M3<sup>13</sup> παρέμεινε υψηλός στην υπό εξέταση περίοδο (α' τρίμηνο: 7,6%, β' τρίμηνο: 8,5%, γ' τρίμηνο: 8,3%, δ' τρίμηνο: 7,6%), θεωρήθηκε ότι δεν σηματοδοτούσε πληθωριστικούς κινδύνους, με δεδομένο το χαμηλό ρυθμό οικονομικής ανάκαμψης. Ωστόσο, η διατήρηση αυξημένης ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ είναι δυνατόν να ασκήσει πληθωριστικές πιέσεις μεσοπρόθεσμα, εφόσον ενισχυθεί σημαντικά η οικονομική ανάκαμψη.

**3.2 Η εξέλιξη του M3, των συνιστωσών του και των παραγόντων μεταβολής του και η έκδοση ομολόγων και άλλων χρεογράφων**

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της ποσότητας χρήματος M3 σημείωσε επιτάχυνση στις αρχές του 2003 (σε 8,5% το β' τρίμηνο, έναντι 7% το δ' τρίμηνο του 2002) και παρέμεινε υψηλότερος από την τιμή αναφοράς 4,5% (βλ. Διάγραμμα 6 και Πίνακα III). Η εξέλιξη αυτή αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων των επενδυτών και τη

στροφή τους προς περισσότερο ασφαλή και ρευστά περιουσιακά στοιχεία, αλλά και την αύξηση της αποταμίευσης για λόγους προνοίας. Επιπλέον, η υψηλή διακύμανση των τιμών στην αγορά ομολόγων στη ζώνη του ευρώ, ιδίως μέχρι τον Ιούλιο, και το χαμηλό επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, το οποίο περιόρισε το κόστος ευκαιρίας της διακράτησης χρήματος,<sup>14</sup> τροφοδότησαν τη ζήτηση στοιχείων που περιλαμβάνονται στο M3 και κυρίως στο M1. Ωστόσο, από τον Αύγουστο παρατηρείται τάση επιβράδυνσης του ρυθμού αύξησης του M3 (δ' τρίμηνο: 7,6%), που αποδίδεται στην αντιστροφή της προτίμησης των επενδυτών για στοιχεία που περιλαμβάνονται στο M3, με δεδομένη τη μείωση της αβεβαιότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M1 συνέχισε να επιταχύνεται στη διάρκεια του 2003 και διαμορφώθηκε σε 11,2% το τέταρτο τρίμηνο του

13 Οι ορισμοί των νομισματικών μεγεθών δίνονται στο Γλωσσάριο.

14 Το κόστος ευκαιρίας της διακράτησης χρήματος μετρείται με τη διαφορά μεταξύ του επιτοκίου EURIBOR τριών μηνών και της σταθμισμένης απόδοσης των συνιστωσών του M3.

### Πίνακας III

#### Κύριες συνιστώσες της ποσότητας χρήματος Μ3 της ζώνης του ευρώ

(Επήσιες εκαποσπαίες μεταβολές,<sup>1</sup> που προκύπτουν από εποχικά και ημερολογιακά διορθωμένα στοιχεία, μέσοι όροι τριμήνου<sup>2</sup>)

	2002	2003					
	δ' τρίμηνο	α' τρίμηνο	β' τρίμηνο	γ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	Δεκέμβριος	
<b>M1</b>	<b>8,8</b>	<b>10,1</b>	<b>11,3</b>	<b>11,5</b>	<b>11,2</b>	<b>10,5</b>	
Νόμισμα σε κυκλοφορία, Μ0	12,9	39,1	35,7	29,6	26,2	25,0	
Καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας	8,2	6,6	8,1	8,9	9,1	8,4	
<b>Λοιπές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις (=M2-M1)</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	
Καταθέσεις προθεσμίας διάρκειας έως 2 ετών	1,5	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-2,6	
Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών	7,6	7,5	9,9	11,4	10,9	10,2	
<b>M2</b>	<b>6,7</b>	<b>7,1</b>	<b>8,3</b>	<b>8,5</b>	<b>7,9</b>	<b>7,5</b>	
<b>Εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα (=M3-M2)</b>	<b>8,5</b>	<b>10,5</b>	<b>9,8</b>	<b>7,4</b>	<b>6,0</b>	<b>4,2</b>	
Συμφωνίες επαναγοράς	2,1	8,0	2,7	-1,7	-1,6	-4,8	
Μεριδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος (ΑΚΑΧ)	18,6	16,7	17,5	16,7	12,9	11,6	
Τίτλοι της αγοράς χρήματος και χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών	-8,8	-5,4	-5,4	-14,1	-9,9	-14,5	
<b>M3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,3</b>	<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	

1 Επήσιοι ρυθμοί μεταβολής του αντίστοιχου δείκτη. Κάθε δείκτης κατασκευάζεται με βάση το υπόλοιπο του σχετικού νομισματικού μεγέθους το Δεκέμβριο του 1998 και τις σωρευμένες μηνιαίες ροές, διορθωμένες για διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών, σφράματα ταξινόμησης κ.ά.

2 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους μέσους επήσιους ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ρυθμούς στο τέλος του μηνός. Ο μέσος επήσιος 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 Μηνιαίο Δελτίο της EKT).

Πηγή: EKT.

2003, έναντι 8,8% το τέταρτο τρίμηνο του 2002 (βλ. Πίνακα III). Η επιτάχυνση αυτή οφείλεται στην προτίμηση των επενδυτών για περισσότερο ρευστές και ασφαλείς τοποθετήσεις για τους λόγους που αναφέρθηκαν, αλλά και στην αυξημένη ζήτηση τραπεζογραμμάτιων ευρώ από κατοίκους και μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ, μετά την ολοκλήρωση της μετάβασης στο ευρώ.

Όσον αφορά τους παράγοντες μεταβολής του Μ3, η αύξηση των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, τα οποία αποτελούν τον κύριο όγκο της συνολικής πιστωτικής επέκτασης, παρουσίασε τάση επιτάχυνσης από τον Ιούλιο του 2003 και διαμορφώθηκε σε 5,3% το τελευταίο τρίμηνο, έναντι 4,8% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2002 (βλ. Πίνακα IV), εξέλιξη που είναι συνεπής με τη βελτίωση των συνθηκών στην αγορά δανείων. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της τελευταίας

έρευνας του Ευρωσυστήματος (Ιανουάριος 2004) για τον τραπεζικό δανεισμό, κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2003 το ποσοστό των τραπεζών που έθεσαν αυστηρότερα κριτήρια για τη χορήγηση δανείων προς τις επιχειρήσεις μειώθηκε σε σύγκριση με τα προηγούμενα τρίμηνα, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια προς τα νοικοκυριά παρέμεινε χαμηλό, παρά τη μικρή αύξηση που σημείωσε. Οι επήσιοι ρυθμοί αύξησης των τραπεζικών δανείων, τόσο προς τις επιχειρήσεις εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα όσο και προς τα νοικοκυριά, παρουσίασαν διακυμάνσεις στη διάρκεια του 2003 και στο τέλος του τέταρτου τριμήνου του 2003 διαμορφώθηκαν σε επίπεδα ελαφρώς υψηλότερα (3,5% και 6,4% αντίστοιχα) έναντι του τέταρτου τριμήνου του 2002 (3,4% και 5,8% αντίστοιχα), αντανακλώντας επίσης τη βελτίωση των συνθηκών στην αγορά δανείων λόγω της μείωσης των επιτοκίων.

## Πίνακας IV

### Κύριοι παράγοντες μεταβολής της ποσότητας χρήματος Μ3 της ζώνης του ευρώ

(Επήσεις εκαποσπαίες μεταβολές,<sup>1</sup> που προκύπτουν από εποχικές και ημερολογιακές διορθωμένα στοιχεία, μέσοι όροι τριμήνου<sup>2</sup>)

	2002	2003				
	δ' τρίμηνο	α' τρίμηνο	β' τρίμηνο	γ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	Δεκέμβριος
<b>Πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις</b>						
Καταθέσεις προθεσμίας άνω των 2 ετών	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>
Καταθέσεις υπό προειδοποίηση άνω των 3 μηνών	2,7	3,5	3,9	4,5	5,2	5,4
Χρεόγραφα διάρκειας άνω των 2 ετών	-9,1	-8,1	-9,3	-13,3	-14,1	-12,7
Κεφάλαιο και αποθεματικά	8,1	7,0	7,1	7,6	8,6	8,7
	4,5	3,4	2,9	4,4	4,0	2,9
<b>Πιστώσεις προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>
<b>Πιστώσεις προς τη γενική κυβέρνηση</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,5</b>	<b>4,9</b>	<b>6,6</b>	<b>6,6</b>
Τίτλοι (πλην μετοχών)	4,2	4,3	6,1	7,4	9,9	9,5
Δάνεια	-1,2	-1,2	-0,4	1,0	1,5	1,9
<b>Πιστώσεις προς λοιπούς κατοίκους της ζώνης του ευρώ</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>
Τίτλοι (πλην μετοχών)	6,8	8,7	14,3	15,7	16,1	14,0
Μετοχές και άλλοι συναφείς τίτλοι	2,6	1,2	5,1	6,4	4,1	3,9
Δάνεια	4,8	5,0	4,6	4,9	5,3	5,5

1 Επήσιοι ρυθμόι μεταβολής του αντίστοιχου δείκτη. Κάθε δείκτης κατασκευάζεται με βάση το υπόλοιπο του σχετικού νομισματικού μεγέθους το Δεκέμβριο του 1998 και τις σωρευμένες μηνιαίες ροές, διορθωμένες για διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών, σφάλματα ταξινόμησης κ.ά.

2 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους μέσους επήσιους ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ρυθμούς στο τέλος του μηνός. Ο μέσος επήσιος 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 Μηνιαίο Δελτίο της EKT).

Πηγή: EKT.

Ο επήσιος ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τη γενική κυβέρνηση επιταχύνθηκε περαιτέρω σε 6,6% το τέταρτο τρίμηνο του 2003 από 2% το τελευταίο τρίμηνο του 2002, λόγω της αύξησης των δανειακών αναγκών του δημόσιου τομέα, στην οποία συνετέλεσε και η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας το πρώτο εξάμηνο του 2003.

Τέλος, παρατηρείται ότι ο επήσιος ρυθμός αύξησης του υπολοίπου των χρεογράφων που εκδίδονται από επιχειρήσεις εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα επιταχύνθηκε σημαντικά και διαμορφώθηκε σε 9,5% το τέταρτο τρίμηνο του 2003, έναντι 4,0% το τέταρτο τρίμηνο του 2002.<sup>15</sup> Η εξέλιξη αυτή μπορεί να αποδοθεί στο χαμηλό κόστος άντλησης κεφαλαίων με έκδοση χρεογράφων, αλλά και στις αυξημένες ανάγκες για τη χρηματοδότηση συγχωνεύσεων και εξαγορών.

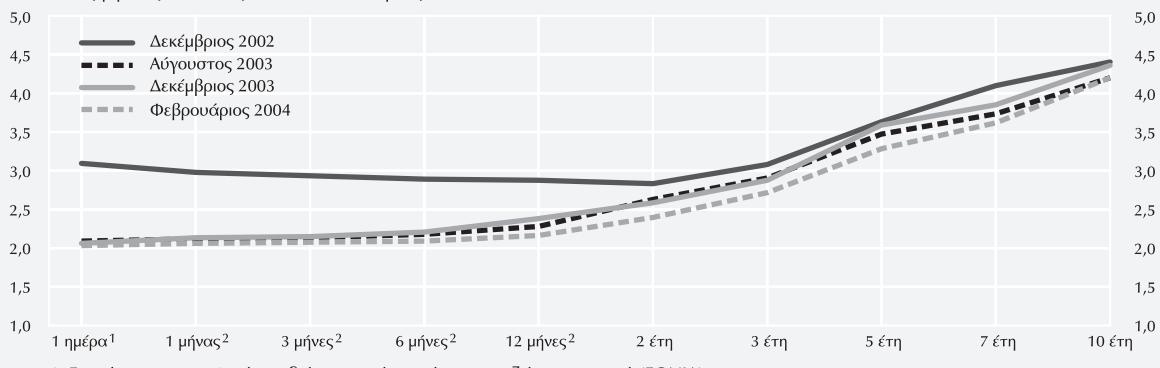
### 3.3 Επιτόκια της αγοράς χρήματος, τραπεζικά επιτόκια και αποδόσεις μακροπρόθεσμων τίτλων

Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003 όλα τα επιτόκια στην ενιαία αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ συνέχισαν την πτωτική πορεία που είχε αρχίσει στα μέσα Μαΐου του 2002, καθώς αικολούθησαν τη μείωση των βασικών επιτοκίων της EKT. Από τα μέσα Ιουνίου τα επιτόκια στις μικρότερες διάρκειες (EURIBOR ενός μηνός και τριών μηνών) σταθεροποιήθηκαν σε επίπεδο πλησίον του επιτοκίου της EKT για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, ενώ τα επιτόκια στις μεγαλύτερες διάρκειες (EURIBOR

15 Ο επήσιος ρυθμός αύξησης του υπολοίπου των εκδοθέντων χρεογράφων από τον τομέα της γενικής κυβέρνησης των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ διαμορφώθηκε σε 5,4% το τέταρτο τρίμηνο του 2003, έναντι 5,7% το τέταρτο τρίμηνο του 2002.

Διάγραμμα 7

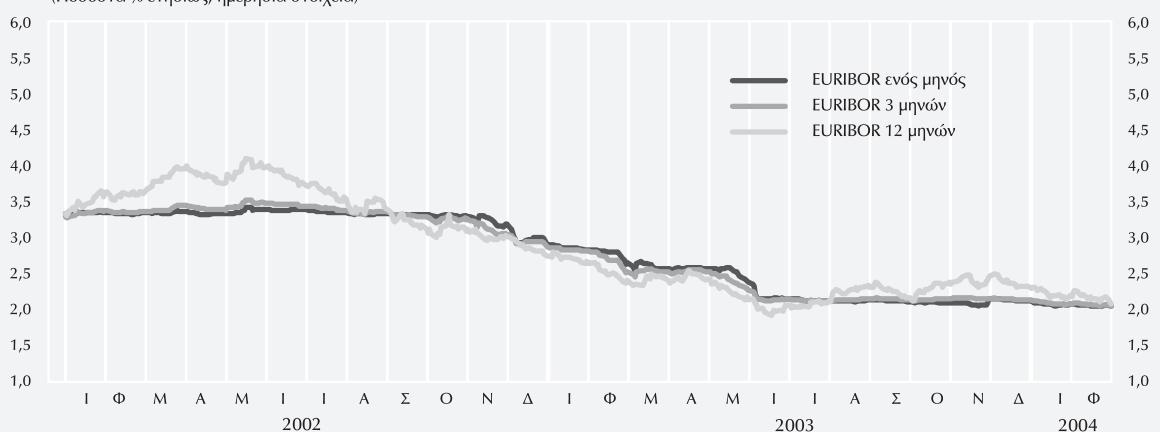
Διαχρονική μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων στις αγορές χρήματος και ομολόγων στη ζώνη του ευρώ  
(Μέσες μηνιαίες αποδόσεις σε ποσοστά % ετησίως)



Πηγή: EKT.

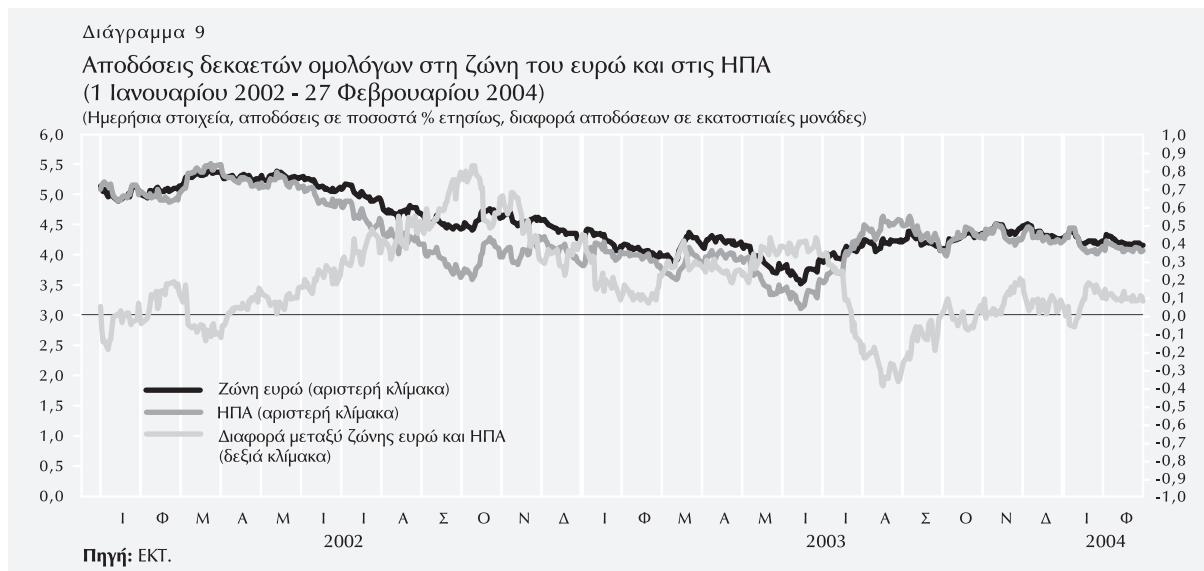
Διάγραμμα 8

Βραχυπρόθεσμα επιπτόκια στη ζώνη του ευρώ (1 Ιανουαρίου 2002 - 27 Φεβρουαρίου 2004)  
(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



έξι και δώδεκα μηνών) παρουσίασαν αύξηση μέχρι τις αρχές Δεκεμβρίου, η οποία αντανακλούσε τις προσδοκίες της αγοράς για αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιπτοκίων στο μέλλον. Στη συνέχεια, ωστόσο, η προς τα κάτω αναθεώρηση των προσδοκιών οδήγησε σε νέα μείωση των επιπτοκίων στις μεγαλύτερες διάρκειες. Η κλίση της καμπύλης αποδόσεων στην αγορά χρήματος, όπως μετρείται με τη διαφορά μεταξύ των επιπτοκίων EURIBOR δώδεκα μηνών και ενός μηνός, έγινε θετική από τον Αύγουστο και μετά (βλ. Διάγραμμα 7).

Το διατραπεζικό επιπτόκιο για πράξεις διάρκειας μίας ημέρας (επιπτόκιο ΕΟΝΙΑ) παρέμεινε σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο λίγο πάνω από το ελάχιστο επιπτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (βλ. Διάγραμμα 5). Το μέσο μηνιαίο επιπτόκιο EURIBOR τριών μηνών (βλ. Διάγραμμα 8), το οποίο θεωρείται αντιπροσωπευτικό των βραχυπρόθεσμων επιπτοκίων, μειώθηκε κατά 79 μονάδες βάσης το 2003 (σε 2,15% το Δεκέμβριο) και επιπλέον κατά 8 μονάδες βάσης μέχρι και το Φεβρουάριο του 2004 (σε 2,07%). Τα μέσα μηνιαία επιπτόκια μεγα-

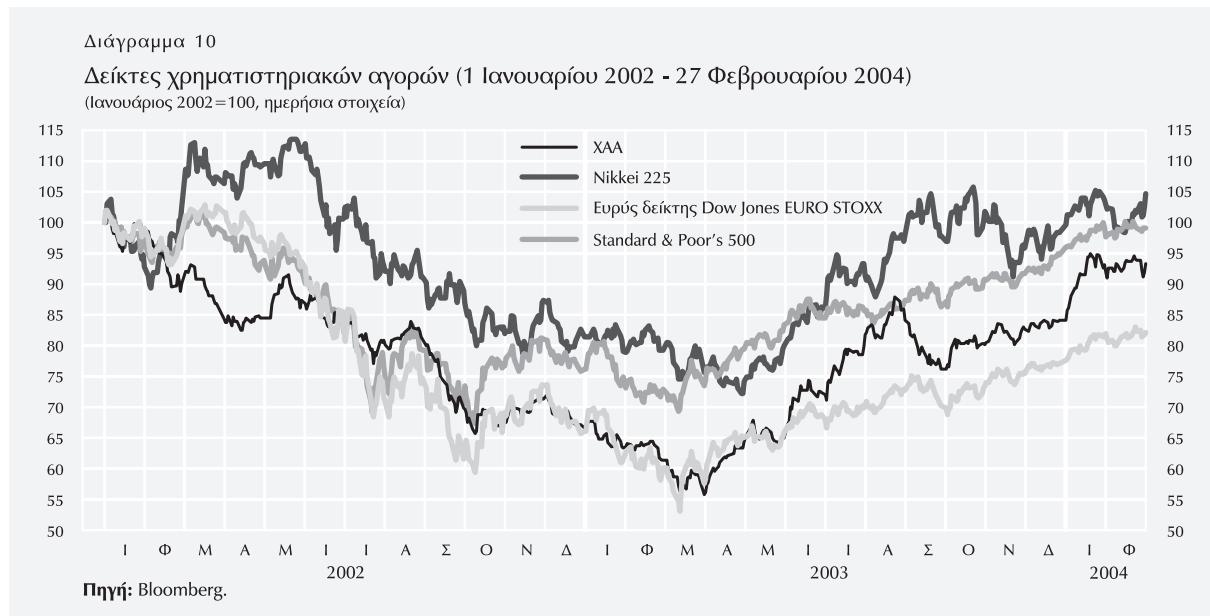


λύτερης διάρκειας (EURIBOR έξι και δώδεκα μηνών), παρά την αύξηση που σημείωσαν από τα μέσα Ιουνίου έως τις αρχές Δεκεμβρίου, μειώθηκαν συνολικά κατά το προηγούμενο έτος κατά 69 και 49 μονάδες βάσης, σε 2,20% και 2,38% αντίστοιχα το Δεκέμβριο του 2003, και περαιτέρω κατά 11 και 22 μονάδες βάσης, σε 2,09% και 2,16% αντίστοιχα το Φεβρουάριο του 2004.

Οι προθεσμιακές τιμές των επιτοκίων στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν μετά την τελευταία μείωση των βασικών επιτοκίων της EKT τον Ιούνιο του 2003, αντανακλώντας αναθεώρηση προς τα άνω των προσδοκιών για το μελλοντικό ύψος των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Ωστόσο, από τις αρχές Δεκεμβρίου οι προθεσμιακές τιμές των επιτοκίων μειώθηκαν πάλι, καθώς οι προσδοκίες της αγοράς αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω. Παράλληλα, η διακύμανση των προθεσμιακών επιτοκίων, που αντανακλά την αβεβαιότητα ως προς την εξέλιξη των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, περιορίστηκε μετά την τελευταία μείωση των βασικών επιτοκίων της EKT τον Ιούνιο του 2003 και τους τελευταίους μήνες διαμορφώθηκε σε αρκετά χαμηλά επίπεδα (σε σχέση με το παρελθόν).

Τα επιτόκια των καταθέσεων μικρής διάρκειας και των βραχυπρόθεσμων δανείων των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων<sup>16</sup> συνέχισαν στην υπό εξέταση περίοδο την πτωτική πορεία που είχε αρχίσει από τα μέσα του 2002 και διαμορφώθηκαν σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι το επιτόκιο καταθέσεων από νοικοκυριά με συμφωνημένη διάρκεια έως ενός έτους μειώθηκε κατά 68 μονάδες βάσης την περίοδο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2003, όσο και το επιτόκιο EURIBOR τριών μηνών την ίδια περίοδο. Αντίθετα με τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, η πτωτική πορεία των επιτοκίων στις καταθέσεις μεγαλύτερης διάρκειας και στα μακροπρόθεσμα δάνεια, που είχε αρχίσει στα μέσα του 2002, αντιστράφηκε από τον Αύγουστο του 2003, καθώς αυτά ακολούθησαν, με τις συνήθεις χρονικές υστερήσεις, την αύξηση που σημείωσαν οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων από τα μέσα Ιουνίου έως τις αρχές Δεκεμβρίου. Συνολικά, την

<sup>16</sup> Από το Δεκέμβριο του 2003, η EKT δημοσιεύει εναρμονισμένα και πιο λεπτομερή στοιχεία για τα επιτόκια καταθέσεων και δανείων των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ (βλ. Πλαίσιο 2, στο Κεφάλαιο IV).



περίοδο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2003, τα επιτόκια καταθέσεων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα μειώθηκαν κατά 80 έως 90 μονάδες βάσης. Μικρότερη μείωση παρατηρήθηκε στα επιτόκια των μακροπρόθεσμων δανείων. Τα επιτόκια των δανείων προς τις επιχειρήσεις εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα μειώθηκαν κατά 25 έως 30 μονάδες βάσης, ενώ τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων μειώθηκαν κατά 35 μονάδες βάσης περίπου. Η διαφορά αυτή αντανακλά εν μέρει μεταβολές του πιστωτικού κινδύνου που, κατά την άποψη των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, ενσωματώνεται στις αντίστοιχες κατηγορίες δανείων.

Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στις ΗΠΑ, κινήθηκαν πτωτικά, ενώ κατά το επόμενο πεντάμηνο η τάση αυτή αντιστράφηκε. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η μέση μηνιαία απόδοση του δεκαετούς ομολόγου στη ζώνη του ευρώ διαμορφώθηκε σε 4,44% το Νοέμβριο, έναντι 3,72% τον Ιούνιο του 2003 και 4,41% το Δεκέμβριο του 2002 (βλ. Διάγραμμα 9).

Στη ζώνη του ευρώ, η εξέλιξη αυτή συνδέεται με την προς τα άνω αναθεώρηση των προσδοκιών της αγοράς για την εγχώρια οικονομική ανάπτυξη και τον πληθωρισμό, καθώς και με την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας παγκοσμίως. Ωστόσο, από τις αρχές Δεκεμβρίου, οι προσδοκίες της αγοράς για διατήρηση των επιτοκίων σε χαμηλό επίπεδο επί μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ό,τι αναμενόταν οδήγησαν σε νέα πτώση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων και η μέση μηνιαία απόδοση του δεκαετούς ομολόγου διαμορφώθηκε σε 4,36% το Δεκέμβριο του 2003 και 4,18% το Φεβρουάριο του 2004. Στο μεγαλύτερο διάστημα από το τέλος Ιουλίου μέχρι το τέλος Οκτωβρίου του 2003, η διαφορά αποδόσεων (με βάση ημερήσια στοιχεία) του δεκαετούς ομολόγου μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ ήταν αρνητική, λόγω της μεγαλύτερης αύξησης των αποδόσεων στις ΗΠΑ συγκριτικά με τη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, από τις αρχές Νοεμβρίου η διαφορά αυτή έγινε και πάλι θετική<sup>17</sup> (βλ. Διάγραμμα 9).

<sup>17</sup> Με εξαίρεση το πρώτο δεκαήμερο του Ιανουαρίου του 2004.

### 3.4 Χρηματιστηριακές εξελίξεις

Οι τιμές των μετοχών στα χρηματιστήρια των χωρών της ζώνης του ευρώ συνέχισαν να ακολουθούν ανοδική τάση μετά τα μέσα Μαρτίου του 2003 (βλ. Διάγραμμα 10), λόγω αναθεώρησης προς τα άνω των προσδοκιών της αγοράς για την οικονομική δραστηριότητα και τα επιχειρηματικά κέρδη στη ζώνη του ευρώ. Η αύξηση των τιμών των μετοχών συνδέεται επίσης με τις χρηματιστηριακές εξελίξεις εκτός της ζώνης του ευρώ, οι οποίες συνετέλεσαν στην ανάκτηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς τις μετοχές των χρηματιστηριακών αγορών των χωρών της ζώνης του ευρώ. Ειδικό-

τερα, ο ευρύς δείκτης Dow Jones EURO STOXX<sup>18</sup> σημείωσε αύξηση κατά 18,1% την περίοδο μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2002 και τέλους Δεκεμβρίου του 2003 και κατά 5,1% μεταξύ τέλους Φεβρουαρίου του 2004 και τέλους Δεκεμβρίου του 2003. Η βελτίωση των προσδοκιών και η μείωση της αβεβαιότητας στις χρηματιστηριακές αγορές αντανακλώνται και στη μείωση της διακύμανσης των τιμών των μετοχών μετά τα μέσα Μαρτίου του 2003.

---

**18** Ο ευρύς δείκτης Dow Jones EURO STOXX καταρτίζεται με βάση τις τιμές ενός μεγάλου δείγματος μετοχών εταιριών της ζώνης του ευρώ.

### III. Οι μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στην Ελλάδα

#### 1. Εξελίξη και προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού το 2003

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού στην Ελλάδα υποχώρησε στο 3,4% το 2003 (από 3,9% το 2002) βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ – βλ. Διάγραμμα 11 και Πίνακα V) και η απόκλισή του από το μέσο ετήσιο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε σε 1,3 εκατοστιαία μονάδα (από 1,6 εκατοστιαία μονάδα το 2002). Ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) επιβραδύνθηκε σταδιακά, από 3,8% στο τελευταίο τρίμηνο του 2002 σε 3,2% το τέταρτο τρίμηνο του 2003.

Ο πυρήνας του πληθωρισμού, όπως μετρείται με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής (βλ. Διάγραμμα 12), υποχώρησε στο 3,1% κατά μέσον όρο το 2003, από 3,9% το 2002, και η απόκλισή του από το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ περιορίστηκε σε 1,1 εκατοστιαία μονάδα το 2003, από 1,4 εκατοστιαία μονάδα το 2002.

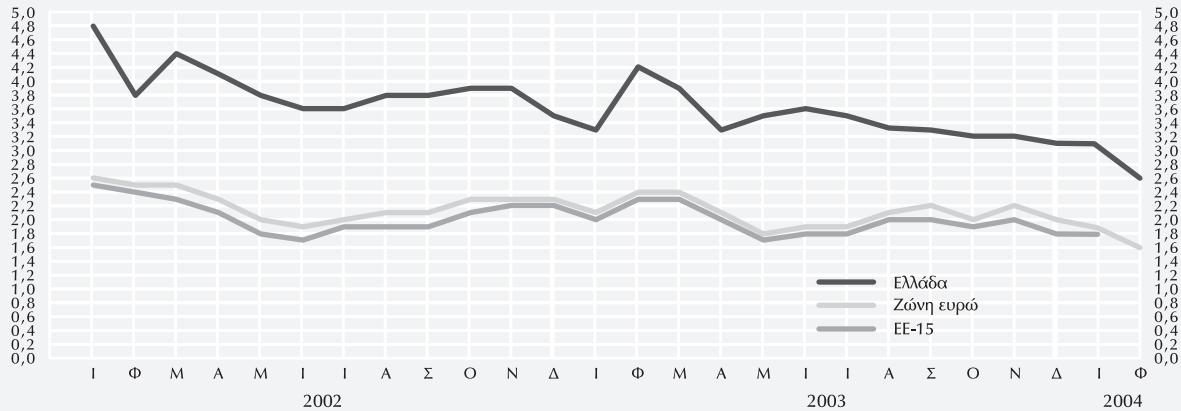
Εξάλλου, με βάση το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ), ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού διαμορφώθηκε στο 3,5% το 2003, δηλαδή σχεδόν όσο και το 2002 (3,6%).<sup>1</sup> Πάντως, το τέταρτο τρίμηνο του 2003 ο ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού βάσει του ΔΤΚ υποχώρησε στο 3,2% (από 3,6% το τέταρτο τρίμηνο του 2002). Ο πυρήνας του πληθωρισμού, ο οποίος στην περίπτωση αυτή μετρείται με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του ΔΤΚ χωρίς καύσιμα και

<sup>1</sup> Διευκρινίζεται ότι ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ εμφάνισε αισθητή επιβράδυνση, ενώ βάσει του ΔΤΚ όχι, επειδή είναι μεγαλύτερη η στάθμιση που έχουν στον ΕνΔΤΚ ορισμένα είδη (όπως τα νωπά οπωροκηπευτικά), ο ρυθμός ανόδου των τιμών των οποίων επιβραδύνθηκε αισθητά το 2003.

Διάγραμμα 11

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδος, Ζώνης ευρώ και Ευρωπαϊκής Ένωσης  
(Ιανουάριος 2002 - Φεβρουάριος 2004)

(Εκποστιακά μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: ΕΣΥΕ και Eurostat. Για τη ζώνη του ευρώ, τα στοιχεία του Φεβρ. 2004 είναι προσωρινά.

## Πίνακας V

### Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: Ελλάδα και ΕΕ (2002-2004)

(Επήσεις εκποστιακές μεταβολές)

Χώρα	2002 (μ.ό. έτους)	Δεκ. 2002	2003 (μ.ό. έτους)	Δεκ. 2003	Ιαν. 2004
Βέλγιο	1,6	1,3	1,5	1,7	1,4
Δανία	2,4	2,6	2,0	1,2	1,0
Γερμανία	1,3	1,1	1,0	1,1	1,3
Ελλάδα	3,9	3,5	3,4	3,1	3,1
Ισπανία	3,6	4,0	3,1	2,7	2,3
Γαλλία	1,9	2,2	2,2	2,4	2,2
Ιρλανδία	4,7	4,6	4,0	2,9	2,3
Ιταλία	2,6	3,0	2,8	2,5	2,2
Λουξεμβούργο	2,1	2,8	2,5	2,4	2,3
Ολλανδία	3,9	3,2	2,2	1,6	1,5
Αυστρία	1,7	1,7	1,3	1,3	1,2
Πορτογαλία	3,7	4,0	3,3	2,3	2,2
Φινλανδία	2,0	1,7	1,3	1,2	0,8
Σουηδία	2,0	1,7	2,3	1,8	1,3
Ηνωμένο Βασίλειο	1,3	1,7	1,4	1,3	1,4
Ευρωπαϊκή Ένωση	2,1	2,2	2,0	1,8	1,8
Ζώνη ευρώ	2,3	2,3	2,1	2,0	1,9

Πηγή: Eurostat.

νωπά οπωροκηπευτικά, υποχώρησε στο 3,2% το 2003 από 3,6% το 2002 (βλ. Διάγραμμα 13).

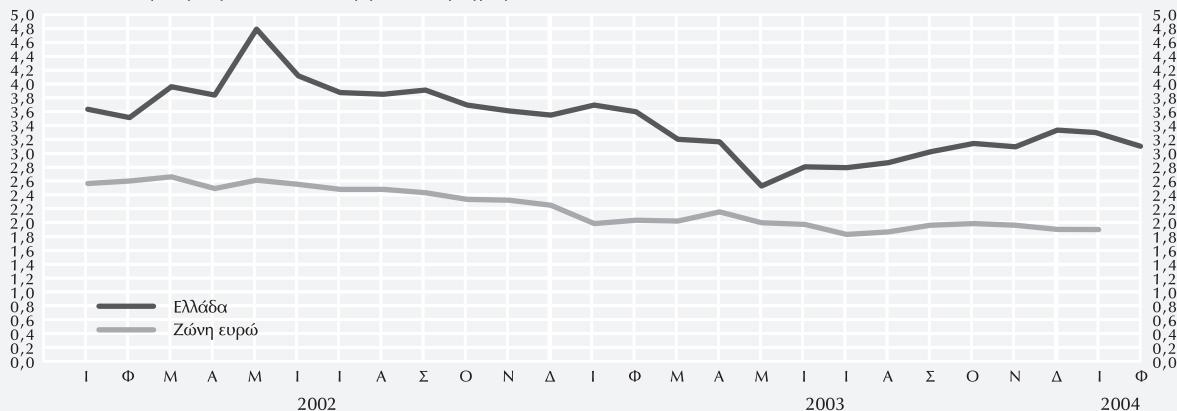
Το 2003, οι ευνοϊκές επιδράσεις της υποχώρησης του πυρήνα του πληθωρισμού και, σε μικρότερη έκταση, της βραδύτερης από ό,τι το

2002 αύξησης των τιμών των νωπών οπωροκηπευτικών<sup>2</sup> (βλ. Διάγραμμα 14) αντισταθμί-

<sup>2</sup> Ο μέσος επήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών των νωπών οπωροκηπευτικών (βάσει του ΔΤΚ) υποχώρησε στο 10,8%, από 13,8% το 2002.

Διάγραμμα 12

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 2002 - Φεβρουάριος 2004) (Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: ΕΣΥΕ και Eurostat.

στηκαν από τη δυσμενή άμεση επίδραση της αύξησης των τιμών των καυσίμων (βλ. Διάγραμμα 15), η οποία θα ήταν πολύ μεγαλύτερη εάν η ανατίμηση του ευρώ δεν περιόριζε κατά πολύ τις επιπτώσεις της ανόδου της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου σε δολάριο<sup>3</sup> (βλ. Διάγραμμα 16). Οι κύριοι λόγοι της υποχώρησης του πυρήνα του πληθωρισμού ήταν η ανατίμηση του ευρώ, η οποία συγκράτησε τον εισαγόμενο πληθωρισμό<sup>4</sup> (βλ. Διάγραμμα 17), καθώς και η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας.

Το γεγονός ότι η υποχώρηση του πυρήνα δεν ήταν ακόμη μεγαλύτερη είχε ως αποτέλεσμα να παραμείνει σχετικά υψηλός ο πληθωρισμός στην Ελλάδα. Αυτό οφείλεται – όπως εξηγήθηκε και στην Ενδιάμεση Έκθεση του Οκτωβρίου του 2003 – αφενός σε μακροοικονομικούς παράγοντες και αφετέρου στις μη ικανοποιητικές συνθήκες ανταγωνισμού σε ορισμένες αγορές (οι οποίες δεν λειτουργούν αποτελεσματικά). Ανάλογα με την περίπτωση, η υπερβάλλουσα ζήτηση, η ανελαστικότητα της ζήτησης (για ορισμένα είδη) ως προς τις τιμές,

ή η εκμετάλλευση από ορισμένες επιχειρήσεις της δεσπόζουσας θέσης τους στην αγορά οδήγησαν σε αυξήσεις τιμών μεγαλύτερες από ό,τι θα δικαιολογούσε η εξέλιξη των παραγόντων κόστους, με αποτέλεσμα να διευρυνθούν τα περιθώρια κέρδους σε μερικούς κλάδους που

3 Η μέση επήσια τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent στην παγκόσμια αγορά αυξήθηκε από 25,0 δολ. ΗΠΑ το βαρελί το 2002 σε 28,8 δολ. το 2003 (αύξηση 15,3%). Λόγω όμως της ανατίμησης του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ με μέσο επήσιο ρυθμό 19,6% το 2003, η τιμή του αργού πετρελαίου σε ευρώ τελικά μειώθηκε κατά 3,7% (το 2002 είχε μειωθεί κατά 4,7%). Ωστόσο, στην εγχώρια αγορά, οι τιμές λιανικής πώλησης των καυσίμων αυξήθηκαν με μέσο επήσιο ρυθμό 3,9% το 2003 (έναντι μείωσης κατά 1,7% το 2002). Το γεγονός ότι η εξέλιξη της τιμής του αργού πετρελαίου (δηλ. της πρώτης ύλης) δεν αντανακλάται αρμέσως και πλήρως στην εξέλιξη των εγχώριων λιανικών τιμών των καυσίμων συνδέεται με χρονικές υστερήσεις (λόγω του χρονικού διαστήματος που μεσολαβεί μεταξύ της αγοράς του αργού πετρελαίου και της διάθεσης του τελικού διυλισμένου προϊόντος στην εγχώρια κατανάλωση), με απέλεις της αγοράς (που οδηγούν σε αύξηση των περιθωρίων κέρδους), αλλά και με το γεγονός ότι το κόστος της πρώτης ύλης είναι μία μόνο από τις συνιστώσες της τιμής του τελικού προϊόντος.

4 Η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, σταθμισμένη με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος, αυξήθηκε το 2003 με μέσο επήσιο ρυθμό 2,9%. Υπενθυμίζεται ότι ο δείκτης αυτός λαμβάνει υπόψη και το εμπόριο με τις χώρες της ζώνης του ευρώ, σε σχέση με τις οποίες δεν υπάρχει, όπως είναι αυτονόητο, μεταβολή της ισοτιμίας (λόγω του ενιαίου νομίσματος). Σε επίπεδο χονδρικής πώλησης, ο μέσος επήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών των εισαγόμενων αγαθών εκτός καυσίμων παρέμεινε εξαιρετικά χαμηλός το 2003 (0,9%, έναντι 0,7% το 2002 – βλ. Διάγραμμα 18).

Διάγραμμα 13

Δείκτης τιμών καταναλωτή και πυρήνας πληθωρισμού στην Ελλάδα  
(Ιανουάριος 2002 - Φεβρουάριος 2004)

(Εκποστιακά μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

επηρεάζουν ιδιαίτερα τη διαμόρφωση των τιμών καταναλωτή<sup>5</sup> (όπως παρατηρήθηκε το 2003). Εξάλλου, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επιβραδύνθηκε μεν, αλλά στο σύνολο της οικονομίας εξακολούθησε να είναι υψηλότερος από το επίπεδο που κρίνεται συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών (δηλαδή με πληθωρισμό κατώτερο αλλά πλησίον του 2%). Είναι πάντως θετικό ότι στον επιχειρηματικό τομέα ο ρυθμός διαμορφώθηκε, όπως εκτιμάται, σε επίπεδο ελαφρά κάτω του 2%.

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας αυξήθηκε κατά 2,6% το 2003, έναντι 3,4% το 2002,<sup>6</sup> αντανακλώντας τόσο τη βραδύτερη αύξηση της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό όσο και την ταχύτερη αύξηση της παραγωγικότητας (ΑΕΠ ανά μισθωτό). Ειδικότερα, οι μέσες ονομαστικές προφορολογίας αποδοχές αυξήθηκαν κατά 6,2%, έναντι 7,2% το 2002 (βλ. Πίνακα VI στη σελ. 52), ενώ οι μέσες πραγματικές αποδοχές αυξήθηκαν κατά 2,6%, έναντι 3,5% το 2002. Η ονομαστική μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό, η οποία περι-

5 Τα αποτελέσματα των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) επιχειρήσεων για ολόκληρο το 2003 επιβεβαιώνουν ότι αυξήθηκαν σημαντικά τα κέρδη αλλά και το περιθώριο κέρδους (δηλαδή ο λόγος των κερδών προς τις πωλήσεις ή τον κύκλο εργασιών) στους κλάδους χονδρικού και λιανικού εμπορίου, ποτών, διυλιστηρίων, μη μεταλλικών ορυκτών, κατασκευών, υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας, ελαστικών-πλαστικών, εστιατορίων και εκδόσεων-εκτυπώσεων. Για το σύνολο των εισηγμένων στο ΧΑΑ επιχειρήσεων, τόσο το περιθώριο καθαρού κέρδους όσο και το περιθώριο λειτουργικού κέρδους αυξήθηκαν το 2003. Για τις εισηγμένες μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αυξήθηκε το περιθώριο καθαρού κέρδους, ενώ για το περιθώριο λειτουργικού κέρδους δεν υπάρχουν αικόμη επαρκή στοιχεία.

6 Στις παρούσες εκτιμήσεις, το (ονομαστικό) κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ορίζεται ως ο λόγος των συνολικών αμοιβών των εργαζομένων προς το πραγματικό ΑΕΠ ή – ισοδύναμα – ως ο λόγος της μέσης μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό προς την παραγωγικότητα (μετρούμενη όμως από το ΑΕΠ ανά απασχολούμενο εν γένει). Με βάση το δεύτερο ορισμό (που χρησιμοποιείται από την ΕΣΥΕ και τη Eurostat), το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 3,3% το 2003 (ή κατά 3,5%, σύμφωνα με την εκτίμηση του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών που έχει περιληφθεί στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2003). Η διαφορά μεταξύ των εκτιμήσεων με τον πρώτο και το δεύτερο ορισμό (2,6% και 3,3% αντίστοιχα) αντανακλά τη διαφορά μεταξύ των εκτιμώμενων ρυθμών μεταβολής της συνολικής απασχόλησης (1,2%) και της μισθωτής απασχόλησης (0,6-0,8%) το 2003. Για το θέμα της μέτρησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και της παραγωγικότητας, βλ. Νομισματική Πολιτική 2002-2003, Πλαίσιο 2, Μάρτιος 2003, σελ. 53-54, και Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2002, Πλαίσιο IV.2, Απρίλιος 2003, σελ. 172-73.

Διάγραμμα 14

Πυρήνας πληθωρισμού, τιμές οπωροκηπευτικών και καυσίμων  
(Ιανουάριος 2002 - Φεβρουάριος 2004)  
(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

λαμβάνει και τις εργοδοτικές (ασφαλιστικές και άλλες) εισφορές, εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 6,1%, έναντι 6,5% το 2002, ενώ το ΑΕΠ ανά απασχολούμενο μισθωτό αυξήθηκε κατά 3,4%, έναντι 3% το 2002, σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις.<sup>7</sup> Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον επιχειρηματικό τομέα,<sup>8</sup> ο οποίος επηρεάζει αμεσότερα τον πληθωρισμό, εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε στο 1,9%, δηλαδή περίπου όσο και το 2002 (2,0%).<sup>9</sup>

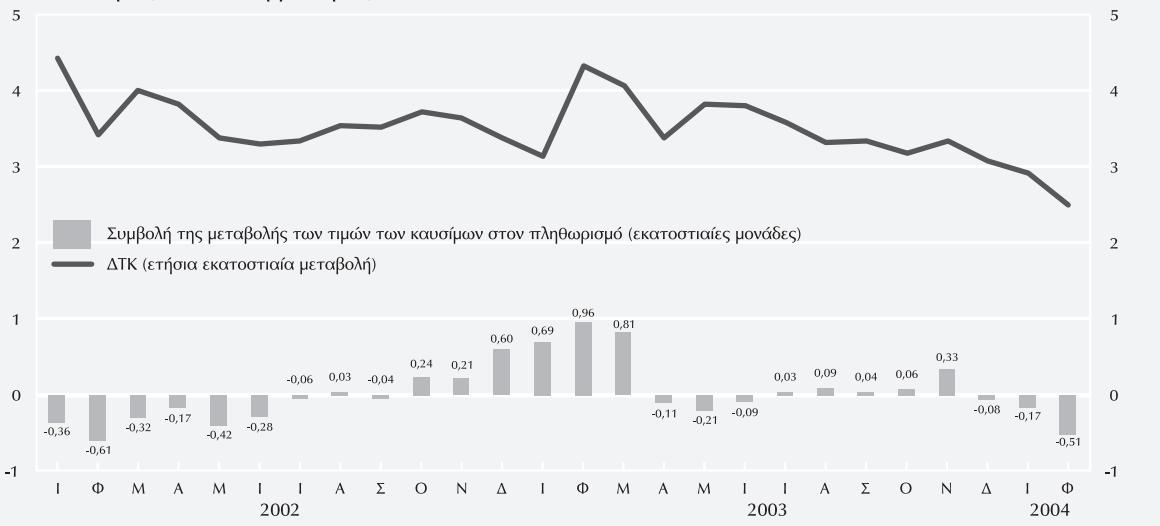
7 Οι εκτιμήσεις για το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα αναθεωρηθούν προς τα πάνω και αυτές για το ΑΕΠ ανά απασχολούμενο μισθωτό θα αναθεωρηθούν προς τα κάτω όταν ληφθούν υπόψη τα "προσαρμοσμένα" αποτελέσματα της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού της ΕΣΥΕ για την περίοδο 1998-2003 (βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου).

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

9 Στη μεταποίηση (από την οποία προέρχεται το 11% του ΑΕΠ), ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι υπερέβη το 3% το 2003 (από 2,8% το 2002). Οι εκτιμήσεις αυτές θα αναθεωρηθούν προς τα πάνω, αφού ληφθούν υπόψη τα νέα δεδομένα της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού της ΕΣΥΕ για την απασχόληση.

Διάγραμμα 15

Συμβολή της μεταβολής των τιμών των καυσίμων στον πληθωρισμό  
(Ιανουάριος 2002 - Φεβρουάριος 2004)

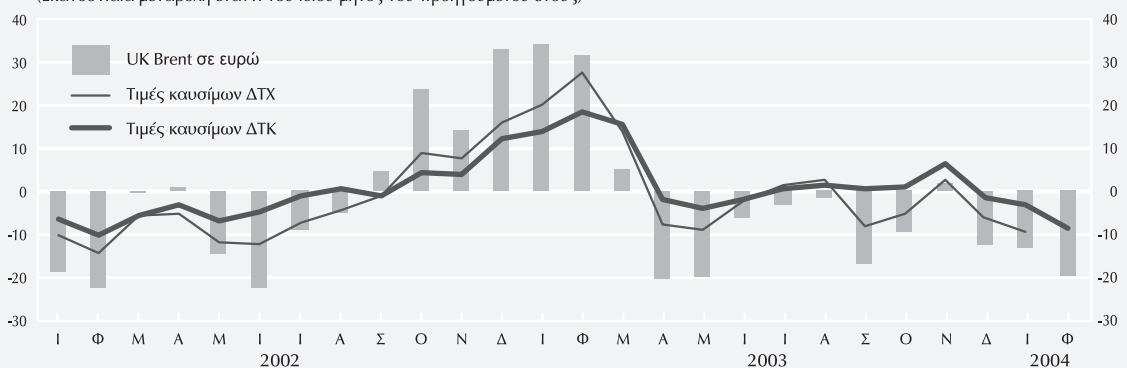


Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Διάγραμμα 16

Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΧ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ  
(Ιανουάριος 2002 - Φεβρουάριος 2004)

(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



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

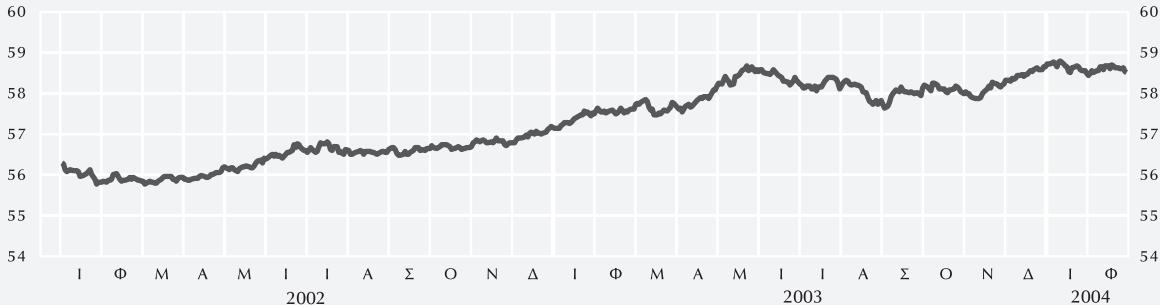
Όσον αφορά τις πληθωριστικές πιέσεις που ασκούνται από την πλευρά της ζήτησης, ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης επιταχύνθηκε το 2003, ενώ σημαντική ήταν η αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων σε κατοικίες (βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου). Στις εξελίξεις αυτές συνέβαλαν η αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών (κυρίως λόγω της ανόδου των πραγματικών μισθών και

της απασχόλησης και της μείωσης της φορολογικής επιβάρυνσης), ο υψηλός – παρά την επιβράδυνση που παρατηρήθηκε – ρυθμός ανόδου των καταναλωτικών και των στεγαστικών δανείων προς τα νοικοκυριά, καθώς και η αύξηση της αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών (βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου).

Παράλληλα, σύμφωνα με τις περισσότερες δια-

Διάγραμμα 17

Δείκτης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος  
(1990=100, ημερήσια στοιχεία)



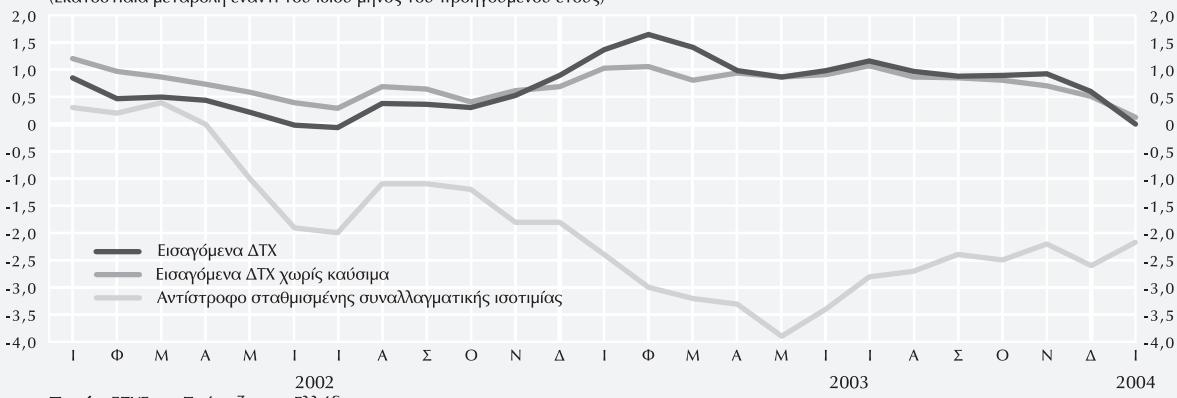
**Σημείωση:** Από τον Ιανουάριο του 2001, η μεταβολή του δείκτη αυτού είναι σχετικά περιορισμένη, εφόσον οι εμπορικές συναλλαγές με τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ (που αποτελούν σημαντικό μέρος του συνόλου) γίνονται σε ευρώ.

**Πηγή:** Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα 18

Δείκτης τιμών εισαγομένων χονδρικής και αντίστροφο συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος  
(Ιανουάριος 2002 - Ιανουάριος 2004)

(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



**Πηγές:** ΕΣΥΕ και Τράπεζα της Ελλάδος.

θέσιμες εκτιμήσεις (βλ. Διάγραμμα 19),<sup>10</sup> το “παραγωγικό κενό”<sup>11</sup> της ελληνικής οικονομίας ήταν θετικό κατά την τελευταία τριετία<sup>12</sup> (δηλαδή το επίπεδο της τρέχουσας παραγωγής υπερέβαινε το επίπεδο της “δυνητικής”) και, επιπλέον, η τάση του ήταν αυξητική (σύμφωνα με όλες τις εκτιμήσεις). Επομένως, η υπερβάλλουσα ζήτηση έχει συμβάλει ώς ένα βαθμό στη διατήρηση του πληθωρισμού σε υψηλό επίπεδο. Ωστόσο, άλλα στοιχεία υποδηλώνουν ότι υπάρχουν ακόμη περιθώρια εντατικότερης χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού

**10** Πρόκειται για εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (*Autumn 2003 Economic Forecasts*, 29.10.2003), του ΟΟΣΑ (*Economic Outlook*, Δεκέμβριος 2003) και των υπηρεσιών της Τράπεζας της Ελλάδος.

**11** 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. Το γεγονός αυτό πρέπει να λαμβάνεται υπόψη όταν αξιολογούνται τα συμπεράσματα των σχετικών αναλύσεων. Χρήσιμος – και ενδεχομένως περισσότερο αξιόπιστος – δείκτης είναι η μεταβολή του “παραγωγικού κενού” (μετρούμενη σε εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ).

**12** Ειδικότερα, οι εκτιμήσεις για το “παραγωγικό κενό” κυμαίνονται από -0,6 έως +0,7 για το 2001, από 0,0 έως +0,7 για το 2002 και από +0,6 έως +1,2 για το 2003.

## Πίνακας VI

### Αποδοχές, παραγωγικότητα και κόστος εργασίας (2000-2004)

(Επήσεις εκατοστιαίες μεταβολές)

	2000	2001	2002	2003 (εκτίμηση)	2004 (πρόβλεψη)
<b>Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (ονομαστικές):</b>					
– στο σύνολο της οικονομίας	6,5	5,2	7,2	6,2	6,1
– στο Δημόσιο <sup>1</sup>	7,1	5,5	7,3	6,9	6,3
– στις δημόσιες επιχειρήσεις	13,7	8,2	11,2	7,0	6,9
– στις τράπεζες	6,8 <sup>4</sup>	6,4	2,9 <sup>6</sup>	3,4 <sup>6</sup>	5,4
– στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα	5,0	5,3	6,5	5,8	6,2
Κατώτατες αποδοχές	4,2	3,5	5,4	5,1	5,3
<b>Καθαρό<sup>2</sup> εισόδημα μισθωτού με μέσες αποδοχές</b>					
(ονομαστικό)	8,5 <sup>5</sup>	3,8	6,8 <sup>7</sup>	6,8	4,5
(πραγματικό)	5,1 <sup>5</sup>	0,4	3,1 <sup>7</sup>	3,2	1,0
<b>Συνολική δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές</b>					
<b>Δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3<sup>8</sup></b>	<b>6,7<sup>9</sup></b>	<b>7,4</b>
<b>Δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>	<b>6,5<sup>8</sup></b>	<b>6,1<sup>9</sup></b>	<b>6,0</b>
<b>ΑΕΠ<sup>10</sup></b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>
Παραγωγή ανά ώρα εργασίας στη μεταποίηση	3,2	2,5	3,1	2,8	...
<b>Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος:</b>					
– στο σύνολο της οικονομίας	2,8	3,0	3,4 <sup>8</sup>	2,6 <sup>9</sup>	3,2
– στον επιχειρηματικό τομέα <sup>3</sup>	2,2	3,3	2,0 <sup>8</sup>	1,9 <sup>9</sup>	3,2
– στη μεταποίηση	2,2	3,0	2,8 <sup>8</sup>	3,0 <sup>9</sup>	...

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 Εάν δεν ληφθεί υπόψη μια μεγάλη τράπεζα, στην οποία οι μέσες αποδοχές μειώθηκαν τεράποντα κατά 7,5% λόγω αποχώρησης μεγάλου αριθμού υψηλόμισθων υπαλλήλων (προερχόμενων από συγχωνεύθεισα μικρότερη τράπεζα), οι μέσες αποδοχές στις τράπεζες αξιημέτρηκαν κατά 10% περίπου.

5 Περιλαμβάνεται η επιστροφή στους μισθωτούς (εκτός δημοσίων υπαλλήλων) της διαφοράς του παρακρατέντος φόρου μισθωτών υπηρεσιών, που έγινε τον Ιανουάριο του 2000. Επίσης, περιλαμβάνεται η μείωση (από 1.9.2000) των εργαστικών ασφαλιστικών εισφορών των αμειβούμενών με τις κατώτατες αποδοχές.

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

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

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

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

10 Αναθεωρημένες εκτιμήσεις ΕΣΥΕ για τα έτη 2000-2002. Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2003.

**Πηγές:** ΕΣΥΕ (ΑΕΠ 2000-2002), εκτιμήσεις και προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος (για το ΑΕΠ το 2003-2004 και για τα υπόλοιπα επήσια μεγέθη το 2000-2004).

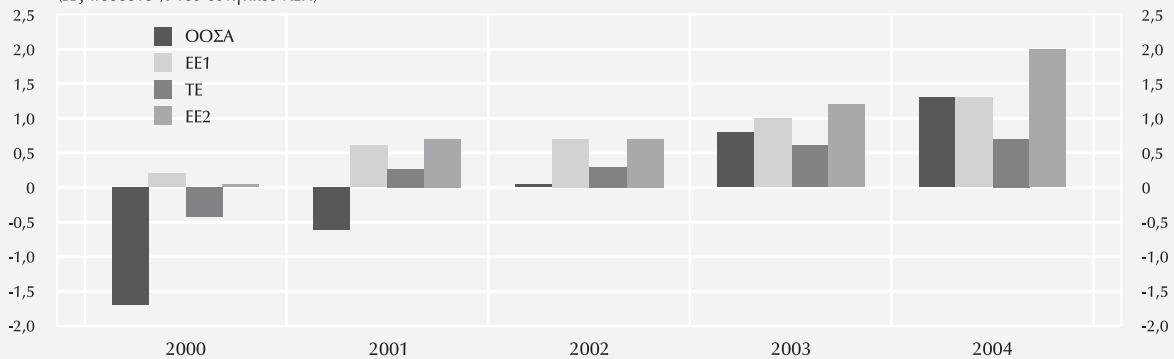
σε τομείς της οικονομίας όπως η βιομηχανία, όπου ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού μειώθηκε ελαφρά το 2003 (στο 76,5 από 77,1 το 2002 – βλ. Διάγραμμα 20). Επίσης, το ποσοστό ανεργίας, αν και συνεχίζει να υποχωρεί, παρέμεινε υψηλό (βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου).

Όπως προαναφέρθηκε, η απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο μειώθηκε το 2003 (βλ. Διάγραμμα 21 και Πίνακα VII). Η απόκλιση αυτή συνδέεται τόσο με τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης της οικονομίας<sup>13</sup> όσο και με το θετικό "παραγωγικό κενό" και τη διαφορετική φάση του οικονομικού κύκλου στην

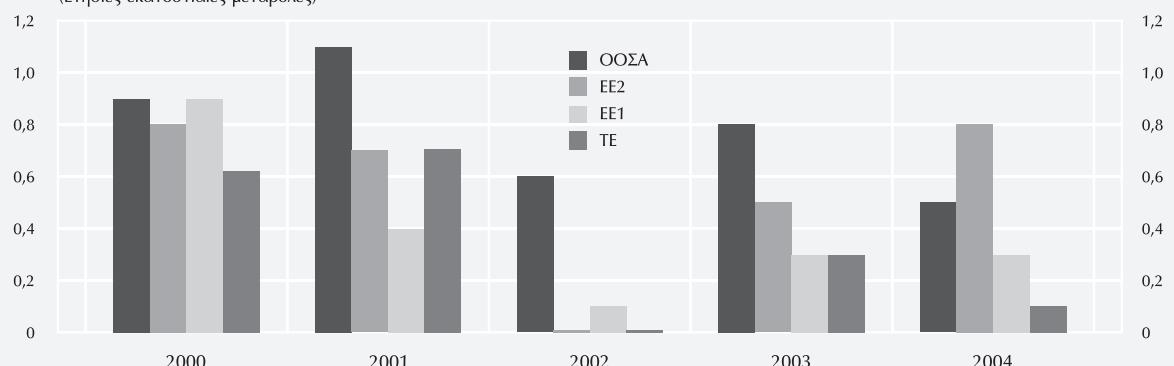
13 Όπως προκύπτει έμμεσα από δύο μελέτες του ΔΝΤ (*IMF, Monetary and exchange rate policies of the euro area-Selected Issues, IMF Country Report No. 02/236, 2002*, Κεφάλαιο I, και Mads Kieler, "The ECB's inflation objective", *IMF Working Paper*, Μάιος 2003) και μία μελέτη της EKT (*ECB, Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, Σεπτέμβριος 2003), η "επίδραση Balassa-Samuelson" εξηγεί περίπου το ήμισυ της διαφοράς πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ το 2002 και το 2003. Σύμφωνα με την επιχειρηματολογία των Balassa και Samuelson, σε χώρες (όπως η Ελλάδα) που βρίσκονται σε διαδικασία οικονομικής σύγκλισης, ο ρυθμός ανδρών της παραγωγικότητας στους τομείς παραγωγής διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών επιπολαγεί και οδηγεί σε υψηλές αυξήσεις μισθών, χωρίς να επηρεάζονται δυσμενώς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και οι τιμές (στους ίδιους τομείς). Όταν όμως οι υψηλές μισθολογικές αυξήσεις "διαχέονται" και στους τομείς παραγωγής μη εμπορεύσιμων "ογκών" (κυρίως υπηρεσιών), όπου ο ρυθμός ανδρών της παραγωγικότητας παραμένει χαμηλότερος, τότε οι τιμές στους τομείς αυτούς αυξάνονται ταχύτερα και ο γενικός πληθωρισμός αυξάνεται, χωρίς όμως να επηρεάζεται η ανταγωνιστικότητα (εφόσον οι αυξήσεις τιμών αφορούν μη εμπορεύσιμα προϊόντα). Το θέμα αυτό, καθώς και οι άλλοι παράγοντες που εξηγούν τη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ, έχουν παρουσιαστεί αναλυτικά στην *Έκθεση του Οκτωβρίου του 2003*, σελ. 51-56.

Διάγραμμα 19

Το παραγωγικό κενό της ελληνικής οικονομίας  
(Ως ποσοστό % του δυνητικού ΑΕΠ)



Το παραγωγικό κενό της ελληνικής οικονομίας ως ποσοστό % του δυνητικού ΑΕΠ  
(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



ΕΕ1: Εκτίμηση Ευρωπαϊκής Επιπροπής για το παραγωγικό κενό με βάση την τάση του ΑΕΠ.

ΕΕ2: Εκτίμηση Ευρωπαϊκής Επιπροπής για το παραγωγικό κενό με βάση συνάρτηση παραγωγής

**Πηγές:** ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, Δεκέμβριος 2003.

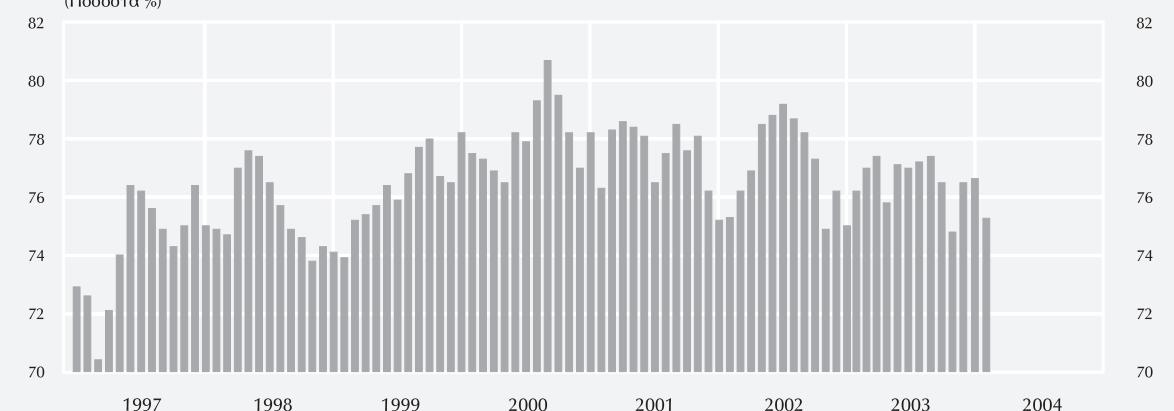
Ευρωπαϊκή Επιπροπή, *Autumn 2003 Economic Forecasts*.

Τράπεζα της Ελλάδος: Εκτιμήσεις υπηρεσιών Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών.

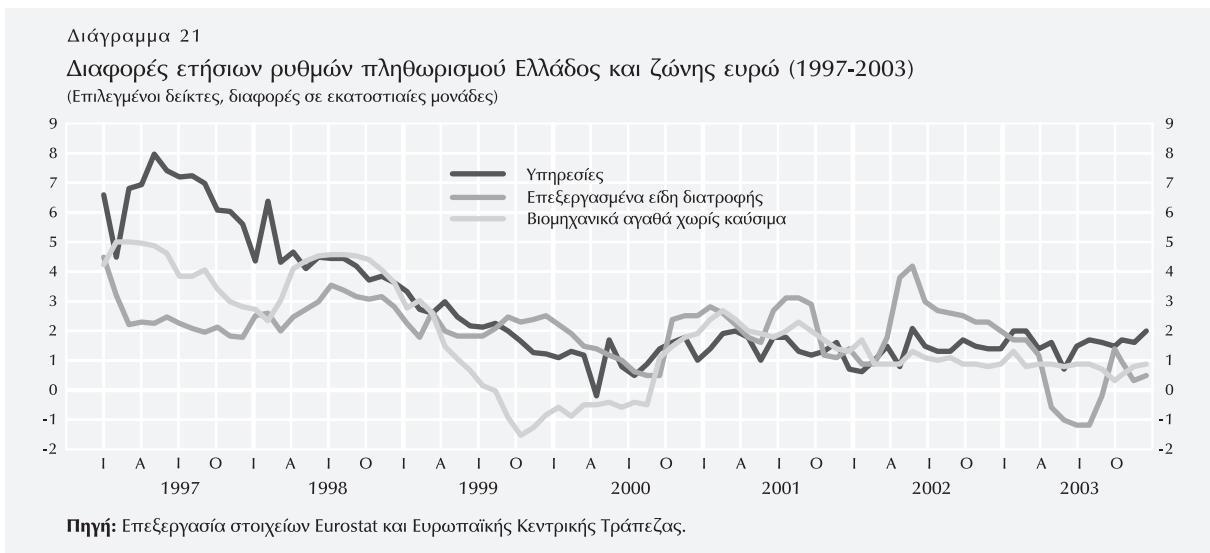
Διάγραμμα 20

Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία (μεταποίηση)  
(Ιανουάριος 1997 - Φεβρουάριος 2004)

(Ποσοστά %)



**Πηγή:** ΙΟΒΕ.



**Πίνακας VII**

Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (2000-2003)

(Εκατοστιαίες μονάδες)

Διαφορά μέσων ετήσιων ρυθμών μεταβολής ΈνΔΤΚ	Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού που προέρχονται από τη διαφορά των μέσων ετήσιων ρυθμών μεταβολής:		
	του πυρήνα του πληθωρισμού	των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής	των τιμών της ενέργειας
2000 .....	0,8	0,7	0,0
2001 .....	1,4	1,6	0,1
2002 .....	1,6	1,2	0,4
2003 .....	1,3	0,9	0,4

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

οποία βρίσκεται η ελληνική οικονομία σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ. Συνδέεται επίσης με την υστέρηση της ελληνικής οικονομίας έναντι της ευρωπαϊκής όσον αφορά την αποτελεσματική λειτουργία των αγορών αγαθών και υπηρεσιών.

Η επί πολλά έτη παρατηρούμενη, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, θετική διαφορά των ρυθμών ανόδου του ονομαστικού

κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ έχει αποτελέσει ιδιαίτερο παράγοντα απόκλισης του πληθωρισμού. Ωστόσο, η διαφορά αυτή έχει περιοριστεί αισθητά την τελευταία τριετία. Συγκεκριμένα, η μέση ετήσια διαφορά των ρυθμών ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ κατά την τριετία 2001-2003 ήταν θετική και ίση με 0,7 έως 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας, σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις που θα αναθεωρηθούν προς τα πάνω (βλ. και Πλαίσιο 1).<sup>14</sup>

## 2. Προοπτικές του πληθωρισμού για το 2004

Η αξιολόγηση των προοπτικών του πληθωρισμού το 2004 στηρίζεται σε εκτιμήσεις και υποθέσεις για βασικούς προσδιοριστικούς παράγο-

**14** Βλ. και υποσημείωση 7. Η μέση ετήσια διαφορά είναι 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Εάν το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μετρηθεί με βάση τον ορισμό των Εθνικών Λογαριασμών, η μέση διαφορά είναι 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας. Σύμφωνα με τον ίδιο ορισμό, η μέση ετήσια διαφορά ήταν 4,6 εκατ. μονάδες την περίοδο 1961-1990, 8,1 εκατ. μονάδες την περίοδο 1991-1995 και 4,1 εκατ. μονάδες την περίοδο 1996-2000 (βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Autumn 2003 Economic Forecasts, Πίνακα 25).

## ΠΛΑΙΣΙΟ 1

### Η συμβολή της διαφοράς του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ: απαραίτητες διευκρινίσεις

Σχετικά με τη συμβολή της διαφοράς του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ είναι απαραίτητες ορισμένες διευκρινίσεις. Σε σχετικά πρόσφατη μελέτη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για τις διαφορές πληθωρισμού μεταξύ των οικονομιών της ζώνης του ευρώ (ECB, *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, Σεπτέμβριος 2003, διαθέσιμη στην ιστοσελίδα [www.ecb.int](http://www.ecb.int)), περιλαμβανόταν η εκτίμηση ότι η μέση διαφορά των ρυθμών ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ήταν αρνητική ( $-0,35$  της εκατοστιαίας μονάδας) στην τετραετία 1999-2002 και επομένως είχε αρνητική συμβολή στη διαφορά του πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ, ενώ, αντίθετα, ήταν θετική η συμβολή του "ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος" (δηλαδή του συνόλου των εισοδημάτων εκτός της αμοιβής της εξαρτημένης εργασίας) και, σε μικρότερη έκταση, των έμμεσων φόρων.

Ωστόσο, πρέπει κατ' αρχάς να επισημανθεί ότι, σύμφωνα με τα αναθεωρημένα εθνικολογιστικά

στοιχεία της ΕΣΥΕ και της Eurostat που δόθηκαν στη δημοσιότητα τον Οκτώβριο του 2003 (μετά τη δημοσίευση της μελέτης της EKT), η μέση διαφορά των ρυθμών ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ήταν τελικά θετική ( $+0,80$  της εκατοστιαίας μονάδας) στην εξεταζόμενη τετραετία 1999-2002 (σύμφωνα με εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος ήταν  $+1,0$  εκατοστιαία μονάδα). Επιπλέον, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι στην περίπτωση της Ελλάδος το εθνικολογιστικό μέγεθος "ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα" δεν προσφέρεται για την ανάλυση του ρόλου των επιχειρηματικών κερδών στην οικονομία, δεδομένου ότι δεν περιλαμβάνει μόνο τα κέρδη τόσο των ιδιωτικών όσο και των δημόσιων επιχειρήσεων πάσης μορφής και μεγέθους, αλλά και τις προσόδους περιουσίας, καθώς και τα εισοδήματα των αυτοαπασχολουμένων. Στους τελευταίους περιλαμβάνονται οι επαγγελματοβιοτέχνες, οι ελεύθεροι επαγγελματίες και οι αγρότες, δηλαδή κοινωνικές ομάδες η συμμετοχή των οποίων στη συνολική απασχόληση είναι πολύ μεγαλύτερη στην Ελλάδα από ότι στις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ.

ντες, όπως είναι η εξέλιξη της τιμής του πετρελαίου στην παγκόσμια αγορά και των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η εξέλιξη του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, οι επιδράσεις της ασκούμενης δημοσιονομικής πολιτικής και η διαμόρφωση των εισοδημάτων και της ζήτησης. Συγκεκριμένα:

Όσον αφορά την τιμή του αργού πετρελαίου στην παγκόσμια αγορά, γίνεται η υπόθεση, με βάση τις πιο πρόσφατες προθεσμιακές τιμές, ότι το μέσο ετήσιο επίπεδο της θα αυξηθεί το 2004 στα  $29,5$  δολ. ΗΠΑ το βαρέλι (από  $28,8$  δολ. το 2003), δηλαδή κατά  $2,5\%$ . Με βάση όμως την τεχνική υπόθεση ότι οι συναλλαγμα-

τικές ισοτιμίες θα παραμείνουν σταθερές στο επίπεδο που κατά μέσον όρο διαμορφώθηκε σε ένα μικρό χρονικό διάστημα πριν από τη διενέργεια της πρόβλεψης (βλ. και Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου), η μέση ετήσια ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου θα αυξηθεί κατά  $11\%$  το 2004.<sup>15</sup> Στην περίπτωση αυτή, η μέση ετήσια τιμή του αργού πετρελαίου σε ευρώ θα μειωθεί κατά  $7,7\%$ . Η πρόβλεψη αυτή χαρακτηρίζεται από μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας (όσον

<sup>15</sup> Με βάση την υπόθεση ότι η ισοτιμία αυτή θα διατηρηθεί σε όλη τη διάρκεια του 2004 στο επίπεδο που διαμορφώθηκε κατά μέσον όρο τις τελευταίες δύο εβδομάδες του Ιανουαρίου του 2004.

αφορά τόσο την τιμή του πετρελαίου σε δολάρια όσο και την ισοτιμία του δολαρίου έναντι του ευρώ).

Η ανατίμηση του ευρώ στη διάρκεια του 2003 και τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους θα εξακολουθήσει – με κάποια χρονική υστέρηση – να συγκρατεί και στη διάρκεια του 2004 την αύξηση των τιμών των προϊόντων που εισάγονται στην Ελλάδα από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ.<sup>16</sup> Ταυτόχρονα, θα συμβάλει σε περαιτέρω μικρή υποχώρηση του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ (βλ. Κεφάλαιο II.2), με αποτέλεσμα να συνεχίσει να επιβραδύνεται και ο (ήδη χαμηλός) ρυθμός ανόδου των τιμών των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών από τις χώρες της ζώνης.

Από την άλλη πλευρά όμως, με βάση ορισμένες υποθέσεις αναμένεται ότι ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα επιταχυνθεί το 2004 σε 3,2%, τόσο στο σύνολο της οικονομίας (από 2,6% το 2003) όσο και στον επιχειρηματικό τομέα (από 1,9% το 2003).<sup>17</sup> Η πρόβλεψη αυτή κατά κύριο λόγο αντανακλά την εκτίμηση ότι, ενώ το 2004 ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ θα διαμορφωθεί στο 4,1%, δηλαδή θα παραμείνει περίπου στο ίδιο υψηλό επίπεδο με το 2003 (4% – βλ. Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου), ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης θα επιταχυνθεί κατά μισή εκατοστιαία μονάδα περίπου, με αποτέλεσμα να επιβραδυνθεί αντίστοιχα (δηλαδή κατά μισή εκατοστιαία μονάδα) ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας. Η ταχύτερη ανόδος της απασχόλησης θεωρείται πιθανή, εάν ληφθούν υπόψη: (α) η δημιουργία θέσεων εργασίας – ιδίως στον τομέα των υπηρεσιών – λόγω της διεξαγωγής των Ολυμπιακών Αγώνων, (β) η αυξανόμενη αποτελεσματικότητα της ενεργητικής πολιτικής που εφαρμόζεται για την προώθηση της απασχόλησης και (γ) το αποτέλεσμα των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης

των τελευταίων ετών, το οποίο εκδηλώνεται με χρονική υστέρηση. Όσον αφορά τις αποδοχές, γίνεται η υπόθεση ότι το 2004 θα αυξηθούν ουσιαστικά με τον ίδιο ρυθμό όπως και το 2003.

Συγκεκριμένα, η μέση μισθολογική δαπάνη στο Δημόσιο εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 6,3%.<sup>18</sup> Στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα, στις τράπεζες και στις δημόσιες επιχειρήσεις οι συλλογικές διαπραγματεύσεις βρίσκονται σε εξέλιξη και δεν είναι δυνατόν να γίνουν ακριβείς προβλέψεις για την έκβασή τους. Για το λόγο αυτό, γίνεται η τεχνική υπόθεση ότι η μέση αύξηση των συμβατικών αποδοχών θα είναι ίση με το μέσο όρο της διετίας 2002-2003 στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα. Στην περίπτωση αυτή εκτιμάται ότι η μέση αύξηση των ακαθάριστων (όχι των συμβατικών) αποδοχών ενδέχεται να

**16** Επιπλέον πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι, με βάση μια τεχνική υπόθεση ανάλογη με αυτήν που αναφέρθηκε όσον αφορά την ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, υπολογίζεται ότι το μέσο ετήσιο επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με το εξωτερικό εμπόριο της χώρας, θα ανέλθει το 2004 κατά 1,0%.

**17** Με βάση τον ορισμό που χρησιμοποιείται από την ΕΣΥΕ και τη Eurostat (βλ. υποσημείωση 6 πιο πάνω), το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 3,7% το 2004 (ή κατά 3,9%, σύμφωνα με την πρόβλεψη του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών που έχει περιληφθεί στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2003). Η διαφορά μεταξύ των εκτιμήσεων με τον ορισμό που χρησιμοποιείται στην παρούσα Έκθεση και τον ορισμό της ΕΣΥΕ (3,2% και 3,7% αντίστοιχα) αντανακλά τη διαφορά μεταξύ των προβλεπόμενων ρυθμών μεταβολής της συνολικής απασχόλησης (1,8%) και της μισθωτής απασχόλησης (1,4%) το 2004.

**18** Η μέση αύξηση των τακτικών αποδοχών των μισθοδοτουμένων από τον κρατικό προϋπολογισμό υπολογίζεται σε 6,4%, ενώ η μισθολογική δαπάνη ανά υπάλληλο εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά το ίδιο ποσοστό περίπου (6,3%) και όχι περισσότερο (όπως συνήθως συμβαίνει), επειδή η πρόσληψη 25.000 μερικών απασχολουμένων (βάσεις του Ν. 3174/2003), οι οποίοι θα αμειβούνται με χαμηλές αποδοχές, θα έχει ως αποτέλεσμα να μειωθεί το μέσο επίπεδο των αποδοχών στο Δημόσιο. Εάν ληφθούν υπόψη οι επίσημες ανακοινώσεις για τα νέα μισθολόγια (4.11.2003), οι προβλέψεις του Προϋπολογισμού, η εκτιμώμενη διεμόρφωση των μισθολογικών δαπανών το 2003 και η πιθανή αύξηση του αριθμού των δημοσίων υπαλλήλων (κατά 1,5% περίπου σε ισοδύναμες μονάδες πλήρους απασχόλησης), εκτιμάται ότι η συνολική αύξηση των μισθολογικών δαπανών εκτός συντάξεων θα φθάσει το 7,9% (έναντι 8,9% το 2003), ενώ η δαπάνη για αποδοχές και συντάξεις θα αυξηθεί κατά 7,4% (έναντι 8,3% το 2003).

φθάσει το 6% στον επιχειρηματικό τομέα.<sup>19</sup> Προβλέπεται, επομένως, ότι το 2004 στο σύνολο της οικονομίας οι μέσες αποδοχές θα αυξηθούν κατά 6,1% (περίπου όσο και το 2003), ενώ η κατά κεφαλήν μισθολογική δαπάνη περιλαμβανομένων των εργοδοτικών εισφορών θα αυξηθεί κατά 6,0%.<sup>20</sup> Πρέπει όμως να τονιστεί ότι: εάν στις συλλογικές διαπραγματεύσεις συμφωνηθούν τελικά υψηλότερες συμβατικές αυξήσεις μισθών στον επιχειρηματικό τομέα (σε εθνικό, κλαδικό και ομοιοεπαγγελματικό επίπεδο) και εάν, επιπλέον, οι συμφωνίες σε επίπεδο επιχείρησης ή σε ατομικό επίπεδο έχουν ως αποτέλεσμα να είναι μεγαλύτερη από ό,τι συνήθως η (θετική) διαφορά μεταξύ του ρυθμού ανόδου των ακαθάριστων (δηλαδή των πράγματι καταβαλλόμενων) αποδοχών και του ρυθμού ανόδου των συμβατικών αποδοχών, τότε ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και κατ' επέκταση ο πληθωρισμός θα διαμορφωθούν σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι προβλέπεται εδώ. Ένα τέτοιο ενδεχόμενο θα επιδράσει αρνητικά στην εξέλιξη της ανταγωνιστικότητας και, επομένως, στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ και της απασχόλησης (στο Κεφάλαιο V και στο Παράρτημά του εξετάζεται αναλυτικότερα το ζήτημα αυτό από τη σκοπιά της οικονομικής πολιτικής).

Από την πλευρά της ζήτησης, κατ' αρχάς εκτιμάται ότι οι πληθωριστικές πιέσεις μάλλον θα ενισχυθούν, δεδομένου ότι η ιδιωτική καταναλωτική ζήτηση θεωρείται πιθανό να αυξηθεί με υψηλότερο ρυθμό από ό,τι το 2003 (βλ. Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου), ενώ τα φαινόμενα υπερβάλλουσας ζήτησης είναι πιθανό να ενταθούν στους τομείς των υπηρεσιών που συνδέονται με τη διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων. Σύμφωνα μάλιστα με τις διαθέσιμες προβλέψεις,<sup>21</sup> το “παραγωγικό κενό”, το οποίο την τριετία 2001-2003 ήταν

θετικό, θα διευρυνθεί περαιτέρω το 2004 (βλ. Διάγραμμα 19).<sup>22</sup>

Πρέπει τέλος να ληφθούν υπόψη: (α) οι κυβερνητικές κατευθύνσεις για συγκρατημένη τιμολογιακή και μισθολογική πολιτική που είχαν δοθεί<sup>23</sup> στις δημόσιες επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ και (β) η δραστηριοποίηση του Υπουργείου Ανάπτυξης για την ομαλή λειτουργία των αγορών και την επίτευξη συμφωνιών με επιχειρηματικούς φορείς με στόχο τη συγκράτηση της αύξησης των τιμών. Από την άλλη πλευρά, πρέπει να σημειωθεί – όσον αφορά τη βραχυπρόθεσμη προοπτική του πληθωρισμού – ότι οι πιο πρόσφατες έρευνες συγκυρίας του IOBE (αυτές που διεξήχθησαν τους πρώτους δύο μήνες του τρέχοντος έτους) κατέγραψαν – σε σύγκριση με το τελευταίο τρίμηνο του 2003 – αύξηση του ποσοστού των επιχειρήσεων στους τομείς της μεταποίησης, των υπηρεσιών (εκτός λιανικού εμπορίου και τραπεζών) και των κατασκευών οι οποίες προβλέπουν ότι κατά τους επόμενους 3-4 μήνες θα αυξηθούν οι τιμές των προϊόντων ή των υπηρεσιών που αυτές παρέχουν. Ωστόσο, το ποσοστό των καταναλωτών που προβλέπουν άνοδο του πληθωρισμού κατά το επόμενο δωδεκάμηνο (όπως αυτό καταγράφεται σε έρευνα που διεξάγεται για λογαριασμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής – βλ. Διάγραμμα 22) έμεινε ουσιαστικά αμετάβλητο το ίδιο διάστημα. Πάντως, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΔΤΚ) υποχώρησε στο 2,9% τον Ιανουάριο και στο 2,5% το Φεβρουάριο του τρέχοντος έτους. Ο πυρήνας του πληθωρισμού

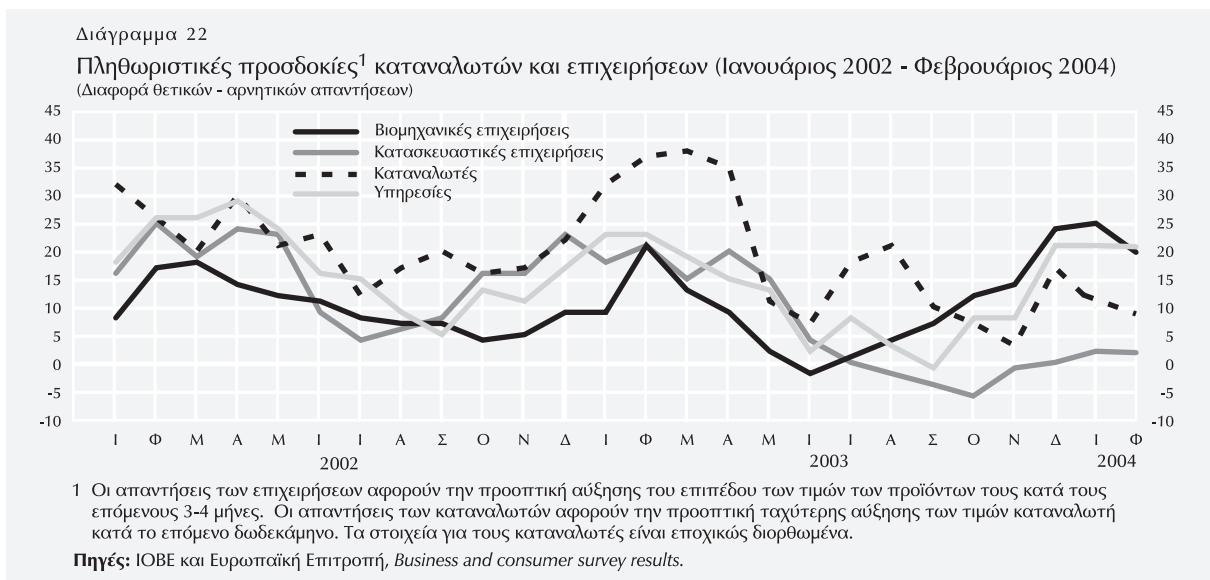
19 Βλ. υποσημείωση 8 πιο πάνω.

20 Στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2003 (του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών) προβλέπεται αύξηση 6,5%.

21 Βλ. υποσημείωση 10 πιο πάνω.

22 Σε +0,7 έως +2,0, από +0,6 έως +1,2 το 2003.

23 Στις 10.12.2003.



υποχώρησε μόνο ελαφρά, στο 3,2% τον Ιανουάριο και στο 3,1% το Φεβρουάριο.

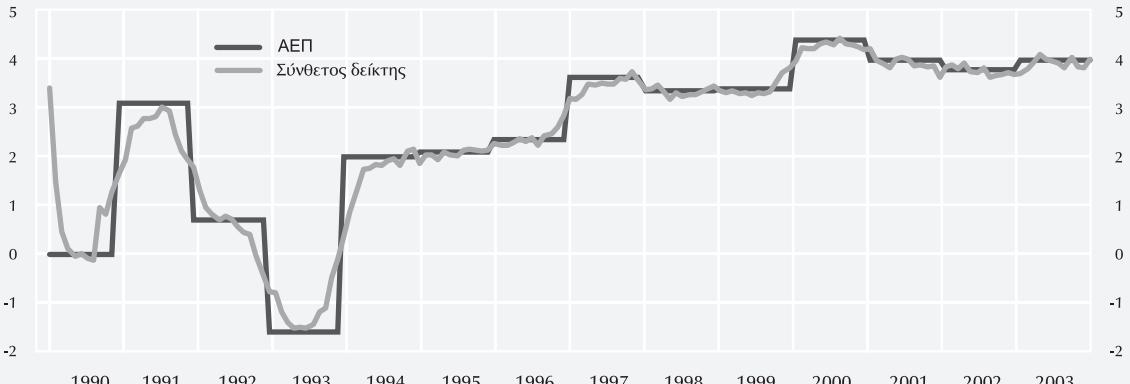
Οι επιδράσεις των παραγόντων που προαναφέρθηκαν μπορούν να συνοψιστούν ως εξής: οι ανοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό, αφενός επειδή προβλέπεται να επιταχυνθεί ο ρυθμός ανδρου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και αφετέρου επειδή η διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων θα ενισχύσει τα φαινόμενα υπερβάλλουσας ζήτησης, θα αντισταθμιστούν – κατά το μεγαλύτερο μέρος – από την αντιπληθωριστική επίδραση (η οποία εκδηλώνεται με κάποια χρονική υστέρηση) της ανατίμησης του ευρώ στη διάρκεια του 2003 και τους πρώτους μήνες του 2004. Η ανατίμηση αυτή θα εξουδετερώσει την προβλεπόμενη αύξηση της τιμής του αργού πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ. Επομένως, προβλέπεται ότι ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός θα παραμείνει ουσιαστικά στο επίπεδο του 2003 ή θα παρουσιάσει οριακή επιτάχυνση.

Πρέπει να τονιστεί ότι η πρόβλεψη αυτή χαρακτηρίζεται από σημαντικά στοιχεία αβεβαιότητας. Πρώτον, όπως ήδη αναφέρθηκε, η πρόβλεψη για την εξέλιξη των μέσων αποδοχών και

του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στηρίζεται σε μια τεχνική υπόθεση (δεδομένου ότι οι μισθολογικές διαπραγματεύσεις συνεχίζονται), δηλαδή ότι οι αυξήσεις που τελικά θα συμφωνηθούν θα είναι ίσες με το μέσο όρο της προηγούμενης διετίας. Δεν είναι όμως δυνατόν να αποκλειστεί ότι οι αυξήσεις που τελικά θα συμφωνηθούν θα είναι υψηλότερες. Δεύτερον, η εξέλιξη της τιμής του αργού πετρελαίου τους τελευταίους μήνες του 2003 και τους πρώτους μήνες του 2004 υποδηλώνει ότι δεν είναι αμελητέος ο κίνδυνος αύξησης μεγαλύτερης από την προβλεπόμενη. Τρίτον, τα δύο προηγούμενα στοιχεία αλλά και το κλίμα της προεκλογικής περιόδου (δηλαδή του πρώτου διμήνου του έτους) είναι ενδεχόμενο να οδηγήσουν σε ενίσχυση των πληθωριστικών προσδοκιών των καταναλωτών και των επιχειρήσεων και να συμβάλουν έτσι σε αύξηση του πληθωρισμού. Στην περίπτωση αυτή, η υπάρχουσα μεγάλη ρευστότητα στην ελληνική οικονομία θα ευνοήσει τις πληθωριστικές πιέσεις. Επιπλέον, τυχόν αύξηση του πληθωρισμού θα συνεπάγεται περαιτέρω μείωση των πραγματικών επιποκίων και χαλάρωση των νομισματικών συνθηκών. Από την άλλη πλευρά, εάν συνεχιστεί η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου, η

Διάγραμμα 23

Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος  
(Μηνιαίοι ρυθμοί εκατοστιαίας μεταβολής, που έχουν αναχθεί σε ετήσια βάση)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (για το σύνθετο δείκτη και το ΑΕΠ του 2003) και ΕΣΥΕ (για το ΑΕΠ 1990-2002).

αντιπληθωριστική επίδραση θα είναι μεγαλύτερη από ότι υποτέθηκε στην πρόβλεψη. Όπως προκύπτει από αυτή την παράθεση των στοιχείων αβεβαιότητας, είναι αυξημένος ο κίνδυνος διαμόρφωσης του πληθωρισμού σε επίπεδο υψηλότερο από το προβλεπόμενο. Η σημασία αυτού του ενδεχομένου αναλύεται στο Κεφάλαιο V.

### 3. Η εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας και της απασχόλησης το 2003

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, που λαμβάνουν υπόψη τα διαθέσιμα στοιχεία, το ΑΕΠ εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 4,0% το 2003, έναντι 3,8% το 2002.<sup>24</sup> Η ίδια εκτίμηση περιλαμβάνεται και στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης (του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών) του Δεκεμβρίου του 2003.<sup>25</sup> Επιπλέον, σύμφωνα με το σύνθετο δείκτη οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος (βλ. Διάγραμμα 23),<sup>26</sup> ο ρυθμός ανόδου της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα κυμάνθηκε μεταξύ 3,7% και 4,1% (μηνιαίοι ρυθμοί που έχουν αναχθεί σε ετήσιους)

στη διάρκεια του 2003. Με βάση τις εκτιμήσεις αυτές, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας ήταν το 2003 ο υψηλότερος μεταξύ των 15 χωρών της ΕΕ και των 30 χωρών του ΟΟΣΑ.

Εξάλλου, σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προσωρινές τριμηνιαίες εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ (10.3.2004), που δεν στηρίζονται σε πλήρη στοιχεία, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ ήταν 4,7% το 2003, έναντι 3,8% το 2002.<sup>27</sup> Τέλος, ο δείκτης οικονομικού κλίματος για την Ελλάδα (που καταρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή αλλά στηρίζεται μόνο σε αποτελέσματα

24 Τα εθνικολογιστικά στοιχεία για την περίοδο 1999-2002 αναθεωρήθηκαν από την ΕΣΥΕ το Σεπτέμβριο του 2003.

25 Στην ίδια ή παρόμοια εκτίμηση (4,0-4,1%) έχουν καταλήξει οι Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF, *World Economic Outlook*, Σεπτέμβριος 2003), η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Autumn 2003 Economic Forecasts, Οκτώβριος 2003) και ο ΟΟΣΑ (Economic Outlook, Δεκέμβριος 2003).

26 Ο σύνθετος δείκτης καταρτίζεται με βάση επιμέρους βραχυχρόνιους δείκτες για την προσφορά και τη ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών. Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2002-2003*, Μάρτιος 2003, Πλαίσιο 3. Επίσης, βλ. S. G. Hall και N. G. Zonzilos, "An indicator measuring underlying economic activity in Greece", Bank of Greece, *Working Papers*, No. 4, Αύγουστος 2003.

27 Οι προσωρινές τριμηνιαίες εκτιμήσεις είναι πιθανό να αναθεωρηθούν. Κατά το χρόνο σύνταξης της Έκθεσης δεν ήταν διαθέσιμες οι αναλυτικές ετήσιες εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ για την αύξηση του ΑΕΠ.

## Πίνακας VIII

### Ζήτηση και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (2001-2003)

(Σε σταθερές αγοραίες τιμές 1995, επήσεις εκαποστιαίες μεταβολές)

	2001	2002	2003 (εκτίμηση)
Τελική κατανάλωση	2,3	3,2	2,7
Ιδιωτική κατανάλωση	2,9	2,8	3,1
Δημόσια κατανάλωση	-1,0	5,1	0,5
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	6,5	5,7	9,7
Κατοικίες	4,8	8,8	6,0
Λοιπές κατασκευές	8,2	0,7	16,6
Εξοπλισμός	4,9	6,9	7,0
Λοιπές	20,1	20,8	3,0
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	0,0	0,1	0,0
Εγχώρια τελική ζήτηση	2,9	3,8	4,2
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-1,1	-7,7	1,9
Εξαγωγές αγαθών	-1,6	-7,1	4,6
Εξαγωγές υπηρεσιών	-0,7	-8,1	0,0
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-3,4	-4,7	3,0
Εισαγωγές αγαθών	-4,2	1,1	4,0
Εισαγωγές υπηρεσιών	-0,3	-26,6	-2,0
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	4,0	3,8	4,0

**Πηγή:** ΕΣΥΕ/Εθνικοί Λογαριασμοί, Σεπτέμβριος 2003: εκτιμήσεις για τα έτη 2001, 2002. Για το 2003, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερόπτητας και Ανάπτυξης (Δεκέμβριος 2003). Για τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2003, βλ. το κάριο κείμενο.

ερευνών συγκυρίας) εμφάνισε σταθερή άνοδο στην περίοδο Μαΐου-Νοεμβρίου 2003, ενώ το Δεκέμβριο υποχώρησε ελαφρά, παραμένοντας όμως σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι τόσο τον Απρίλιο του 2003 όσο και το Δεκέμβριο του 2002. Τον Ιανουάριο του τρέχοντος έτους ο δείκτης οικονομικού κλίματος υπερέβη το επίπεδο του Νοεμβρίου (που ήταν το μέγιστο του 2003), ενώ το Φεβρουάριο υποχώρησε και πάλι ελαφρά.

Από την πλευρά της ζήτησης, στην αύξηση του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα VIII) συνετέλεσαν κυρίως η ισχυρή άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης και των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου. Θετικά επίσης συνέβαλαν η ανάκαμψη των εξιγωγών αγαθών και η άνοδος της δημόσιας κατανάλωσης.

Σχετικά με την ιδιωτική κατανάλωση (βλ. Πίνακα IX) επισημαίνεται η άνοδος του όγκου

λιανικών πωλήσεων με μέσο ετήσιο ρυθμό 5,0% τους πρώτους ένδεκα μήνες του 2003 (βλ. Πίνακα X και Διάγραμμα 24), καθώς και η θετική εξέλιξη του δείκτη προσδοκιών των λιανεμπορικών επιχειρήσεων (ο οποίος αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 9,3% το 2003). Η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης εκτιμάται ότι υπερέβη το 3%<sup>28</sup> (έναντι 2,8% το 2002) και στηρίζεται στην ανάλογη αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, η οποία κυρίως αντανακλά την αύξηση των μέσων πραγματικών προ φορολογίας αποδοχών των μισθωτών κατά 2,6%, τις φορολογικές ελαφρύνσεις, που οδήγησαν σε ακόμη μεγαλύτερη αύξηση του μέσου πραγματικού καθαρού εισοδήματος των μισθωτών (3,2%), καθώς και την αύξηση των απασχολούμενων

<sup>28</sup> Σύμφωνα με τις προσωρινές τριμηνιαίες εθνικολογιστικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ (10.3.2004), το 2003 η ιδιωτική κατανάλωση (σε σταθερές τιμές) αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,1%.

## Πίνακας ΙΧ

### Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2002-2004)

(Επήσεις εκατοστιαίες μεταβολές)

	2002	2003	2004 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικών πωλήσεων <sup>1</sup>	4,5	5,0 (Ιαν.-Νοέμ.)	...
Ειδή διατροφής	4,5	5,1 ( » )	...
Ένδυση-υπόδηση	2,8	3,1 ( » )	...
Έπιπλα-οικιακός εξοπλισμός	4,4	4,8 ( » )	...
Βιβλία-εφημερίδες-εξοπλισμός γραφείου	5,2	8,5 ( » )	...
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	1,2	9,3	13,4 (Ιαν.-Φεβρ.)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	-4,2	-2,7	8,6 (Ιαν.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	7,6	6,3	...
Φορολογικά έσοδα από πάγια τέλη κινητής τηλεφωνίας	27,5	17,3 (Ιαν.-Νοέμ.)	...
Υπόλοιπο συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης της κατανάλωσης	24,2 (ΔΕΚ.)	27,2 (ΔΕΚ.)	...

1 Αναθεωρημένος δείκτης ίσου λιανικών πωλήσεων (2000=100) χωρίς την αξία του ΦΠΑ.

Πηγές: ΕΣΥΕ-Eurostat (λιανικές πωλήσεις), ΕΣΥΕ (αυτοκίνητα), ΙΟΒΕ (προσδοκίες), Τράπεζα της Ελλάδος (καταναλωτική πίστη), Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών (τέλη κινητής τηλεφωνίας) και ΟΛΠ.

## Πίνακας Χ

### Δείκτης αξίας λιανικών πωλήσεων (2003)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του προηγούμενου έτους)

Κατηγορίες	2003 (Ιαν.-ΔΕΚ.)
1. Μεγάλα κατ/τα τροφίμων	12,4
2. Πολυκαταστήματα	8,9
3. Τρόφιμα-ποτά-καπνός	5,3
4. Φαρμακευτικά-καλλυντικά	9,6
5. Ένδυση-υπόδηση	2,9
6. Έπιπλα-ηλεκ. ειδή-οικ. εξοπλισμός	4,1
7. Βιβλία-χαρτικά-λοιπά ειδή	10,7
8. Πωλήσεις εκτός καταστημάτων	3,8
Γενικός δείκτης αξίας λιανικών πωλήσεων	7,8

Πηγή: ΕΣΥΕ.

μισθωτών και της συνολικής απασχόλησης με ρυθμό υψηλότερο από ό,τι το 2002 (βλ. παρακάτω). Παράλληλα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των καταναλωτικών δανείων παρέμεινε υψηλός (27,2% το Δεκέμβριο του 2003). Τέλος, η αύξηση της συνολικής αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων των

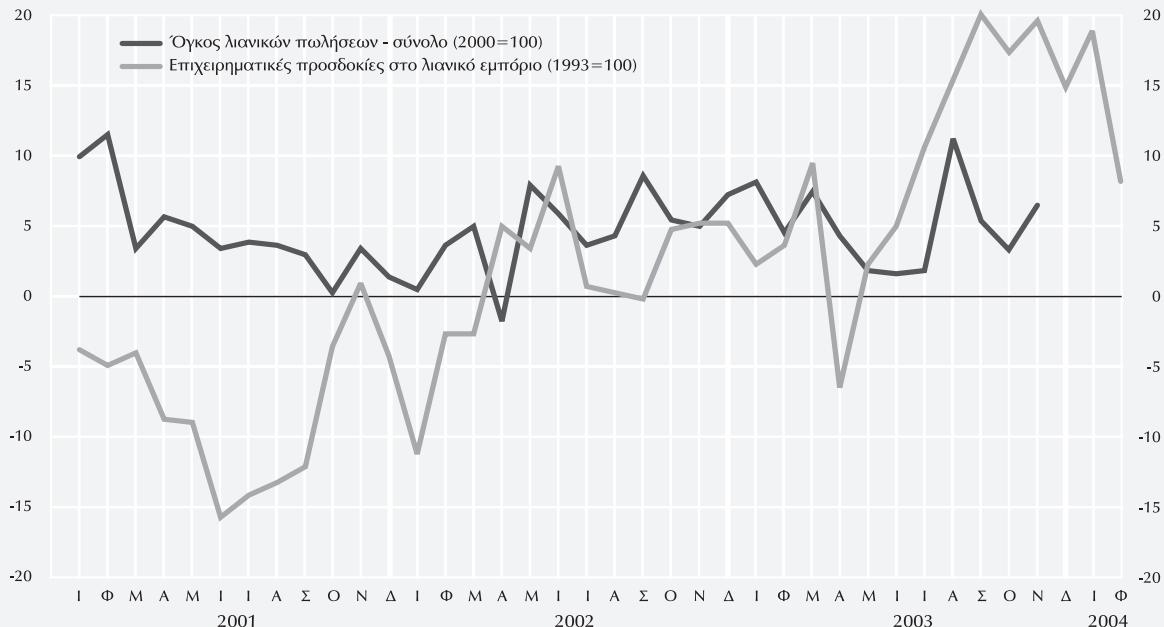
νοικοκυριών άσκησε θετική επίδραση στην ιδιωτική κατανάλωση. Συγκεκριμένα, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών των κατοικιών (οι οποίες αποτελούν βασικά περιουσιακά στοιχεία των ελληνικών νοικοκυριών) παρέμεινε σχετικά υψηλός το 2003 (5,7%), αν και επιβραδύνθηκε σε σχέση με το 2002 (13,0% – βλ. Πίνακα XI). Η επίδραση της ανόδου των τιμών των κατοικιών αντισταθμίστηκε μόνο εν μέρει από την επίδραση της εξέλιξης των τιμών των μετοχών. Πράγματι, αν και το μέσο ετήσιο επίπεδο των τιμών των μετοχών στο ΧΑΑ μειώθηκε και το 2003 (κατά 11,6%), η μείωση ήταν σημαντικά μικρότερη από ό,τι το 2002 (-23,6%), ενώ από τον Απρίλιο και μετά η ανάκαμψη του Γενικού Δείκτη Τιμών ήταν σχεδόν συνεχής, με αποτέλεσμα να καταγραφεί αύξηση 29,5% μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2002 και τέλους Δεκεμβρίου του 2003.

Σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις οι οποίες στηρίζονται σε μη πλήρη ή σε μη οριστικά

Διάγραμμα 24

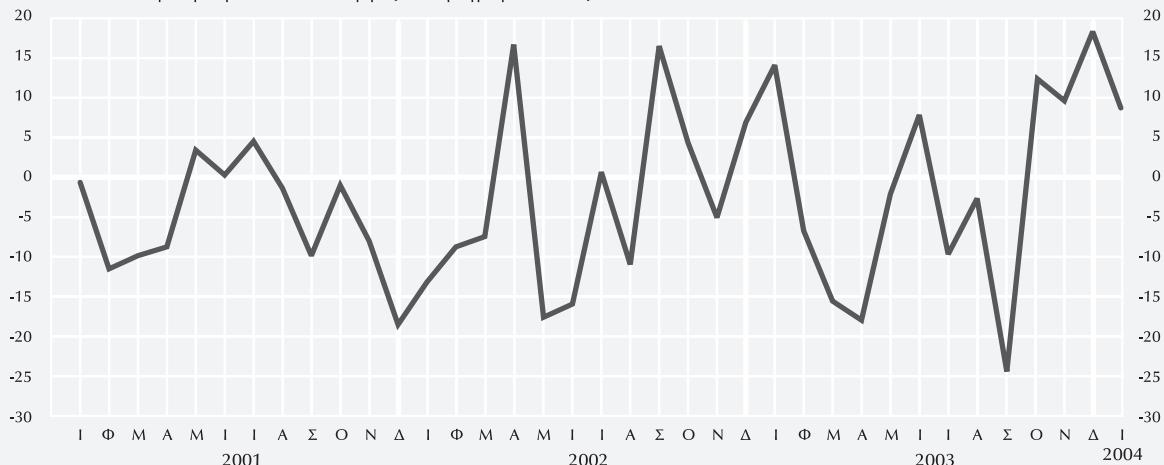
**Καταναλωτική ζήτηση (Ιανουάριος 2001 - Φεβρουάριος 2004)**

Α. Όγκος λιανικών πωλήσεων και επιχειρηματικές προσδοκίες  
(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



B. Νέες κυκλοφορίες I.X. αυτοκινήτων

(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



**Πηγές:** ΕΣΥΕ-Eurostat (για τις λιανικές πωλήσεις), ΕΣΥΕ (για τα αυτοκίνητα) και ΙΟΒΕ (για τις προσδοκίες). Ο αναθεωρημένος δείκτης όγκου λιανικών πωλήσεων υπολογίζεται χωρίς την αξία του ΦΠΑ. 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.

στοιχεία,<sup>29</sup> η δημόσια κατανάλωση σε σταθερές τιμές αυξήθηκε το 2003 με ρυθμό της τάξεως του 2%.

Οι συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου (βλ. Πίνακα XII) εκτιμάται ότι αυξήθηκαν σε σταθερές τιμές κατά 8,5% περίπου το 2003, έναντι 5,7% το 2002.<sup>30</sup> Ειδικότερα, οι

**29** Πρόκειται για τα στοιχεία που ανακοίνωσε το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών στις 18.12.2003 για την εκτέλεση του κρατικού προϋπολογισμού κατά το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου, για τις εκτιμήσεις για ολόκληρο το έτος που περιλαμβάνονται στην εισιτηρητική έκθεση του Προϋπολογισμού του 2004, καθώς και για τις προσωρινές τριμηνιαίες εθνικολογιστικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, σύμφωνα με τις οποίες η δημόσια κατανάλωση σε σταθερές τιμές αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,9% το 2003.

**30** Σύμφωνα με τις προσωρινές τριμηνιαίες εθνικολογιστικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ (10.3.2004), το 2003 οι συνολικές επενδύσεις (σε σταθερές τιμές) αυξήθηκαν κατά 15,5%.

**Πίνακας ΧΙ  
Δείκτης τιμών κατοικιών**

Περίοδος	Αστικές περιοχές-σύνολο		Αθήνα		Λοπές αστικές περιοχές	
	Δεκτής	Εκποστιακά μεταβολή	Δεκτής	Εκποστιακά μεταβολή	Δεκτής	Εκποστιακά μεταβολή
	1997=100	Έναντι αντιστοιχης περιόδου προηγούμενου έτους	1997=100	Έναντι προηγούμενης περιόδου	δ' τρ. 1993=100	Έναντι προηγούμενης περιόδου
1994	76,1	...	73,4	9,5	106,0	...
1995	82,6	8,5	80,1	9,2	114,3	7,8
1996	91,2	10,5	88,9	11,0	125,7	10,0
1997	100,0	9,7	100,0	12,5	134,7	7,1
1998	114,4	14,4	115,5	15,5	152,6	13,3
1999	124,5	8,9	129,6	12,2	161,5	5,8
2000	137,6	10,5	149,1	15,1	171,2	6,0
2001	157,7	14,6	175,4	17,6	190,6	11,3
2002	178,2	13,0	203,8	16,2	208,8	9,5
2003	188,4	5,7	211,9	4,0	225,2	7,9
2002	I 171,5	4,4	193,6	5,8	203,9	3,0
	II 178,9	4,3	208,0	7,4	205,3	0,7
	III 179,4	0,3	205,4	-1,3	209,9	2,3
	IV 183,1	2,0	208,2	1,4	215,9	2,8
2003	I 187,2	2,3	214,6	3,1	219,0	1,4
	II 186,9	-0,2	210,6	-1,8	223,0	1,8
	III 188,6	4,5	210,6	0,0	227,1	1,9
	IV 190,8	0,9	211,5	0,4	231,7	2,0
2002 Δεκ.	...	...	207,5	-1,9	14,2	...
2003 Ιαν.	...	...	212,2	2,3	13,1	...
Φεβρ.	...	...	212,2	0,0	13,5	...
Μάρτ.	...	...	219,3	6,3	...	...
Απρ.	...	...	213,5	-2,6	2,3	...
Μάιος	...	...	210,8	-1,3	1,5	...
Ιούν.	...	...	207,6	-1,5	0,0	...
Ιούλ.	...	...	208,6	0,5	1,9	...
Αύγ.	...	...	211,9	1,6	4,1	...
Σεπτ.	...	...	211,5	-0,2	1,7	...
Οκτ.	...	...	210,7	-0,4	2,5	...
Νοέμ.	...	...	211,2	0,3	-0,1	...
Δεκ.	...	...	212,7	0,7	2,5	...

Πηγές: Για τις λοπές αστικές περιοχές: γρηγοριανά στοιχεία που υλλεγονται από τα υποκαταστήματα της Γραφείου της ΕΜόδου, Για την Αθήνα: επεξρυσσά στοιχεία των επεριφών των Συνεργάτες (1993-97) και "Property ETE" (μηγιατικά οικογένεια 1997-03). Για το σύνολο των αστικών περιοχών: σταθμούμενος δεικτός με βάση το απόθεμα των κατοικιών στην Αθήνα και της λοπές αστικές περιοχές.

**Πίνακας XII**

**Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2002-2004)**

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)<sup>1</sup>

	2002	2003	2004 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-5,1	-3,9	...
Επενδυτική δαπάνη (σε τρέχουσες τιμές) των ιδιωτικών βιομηχανικών επιχειρήσεων <sup>2</sup>	-21,5 <sup>3</sup>	-20,1 <sup>4</sup>	2,0 <sup>4</sup>
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	(79,4)	(78,9)	(78,9) (Ιαν.-Φεβρ.)
Υπόλοιπο δανείων διάρκειας μεγαλύτερης του έτους προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	16,0 (Δεκ.)	20,1 (Δεκ.)	...
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	-9,4	19,6	60,4 (Ιαν.-Φεβρ.)
Όγκος νέων οικοδομών βάσει αδειών	9,1	5,3 (Ιαν.-Οκτ.)	...
Παραγωγή τοιμέντου	-2,3	3,6	...
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	0,1	0,8	-6,0 (Ιαν.-Φεβρ.)
Υπόλοιπο συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης του οικισμού	35,6 (Δεκ.)	25,0 (Δεκ.)	...

1 Με εξαίρεση το βαθμό χρησιμοποίησης.

2 Εκτιμήσεις των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στην έρευνα επενδύσεων του ΙΟΒΕ.

3 Εκτίμηση έρευνας Μαρτίου-Απριλίου 2003.

4 Εκτίμηση ή πρόβλεψη έρευνας Οκτωβρίου-Νοεμβρίου 2003.

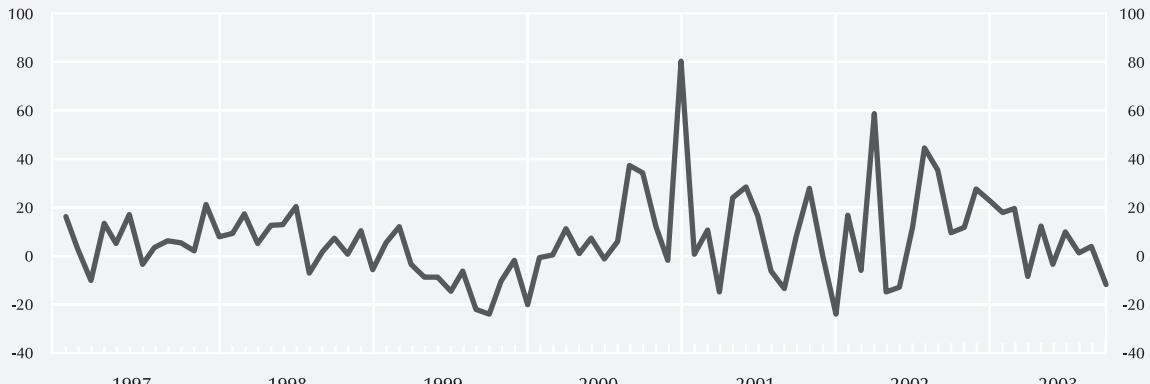
**Πηγές:** ΕΣΥΕ (παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, παραγωγή τοιμέντου, όγκος οικοδομών), ΙΟΒΕ (βαθμός χρησιμοποίησης, έρευνα επενδύσεων, προσδοκίες), Τράπεζα της Ελλάδος (εκταμιεύσεις ΠΔΕ, χρηματοδότηση οικισμού).

επενδύσεις του τομέα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι αυξήθηκαν κατά 12% περίπου σε σταθερές τιμές. Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, οι εκταμιεύσεις του Προϋπολογισμού Δημόσιων Επενδύσεων (ΠΔΕ) αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 19,6% (σε τρέχουσες τιμές) το 2003. Οι ιδιωτικές επενδύσεις σε κατοικίες εκτιμάται ότι αυξήθηκαν με ρυθμό της τάξεως του 8,5%, όπως προκύπτει τόσο από την αύξηση του όγκου της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας βάσει αδειών (ο οποίος αποτελεί προπορευόμενο δείκτη) με μέσο ετήσιο ρυθμό 9,1% το 2002 και 5,3% τους πρώτους δέκα μήνες του 2003 (βλ. Διάγραμμα 25) όσο και από τη σαφή βελτίωση των εκτιμήσεων των κατασκευαστικών επιχειρήσεων το δεύτερο εξάμηνο του 2003 (όπως προκύπτει από την έρευνα συγκυρίας του ΙΟΒΕ). Τις επενδύσεις αυτές στήριξε ο υψηλός (αν και επιβραδυνόμενος) ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των

στεγαστικών δανείων (25,0% το Δεκέμβριο του 2003). Σημαντική (της τάξεως του 7,5%) υπολογίζεται ότι ήταν η αύξηση και των επιχειρηματικών επενδύσεων. Η εκτίμηση αυτή στηρίζεται στη μεγάλη αύξηση των επενδύσεων των δημόσιων επιχειρήσεων, αλλά και των ιδιωτικών επενδύσεων στους κλάδους των τηλεπικονιωνιών, των ξενοδοχείων και της ακτοπλοΐας, καθώς και σε άλλους κλάδους του τομέα των υπηρεσιών που συνδέονται με τους Ολυμπιακούς Αγώνες. Αντίθετα, η εξέλιξη των επενδύσεων της βιομηχανίας ήταν απογοητευτική. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την έρευνα επενδύσεων του ΙΟΒΕ που έγινε τον Οκτώβριο-Νοέμβριο του 2003, οι ιδιωτικές βιομηχανικές επιχειρήσεις εκτιμούσαν ότι οι επενδυτικές δαπάνες τους σε τρέχουσες τιμές μειώθηκαν κατά 20,1% (έναντι μείωσης κατά 21,5% το 2002). Αυτό σημαίνει ότι η πρόβλεψη ανάκαμψης (αύξηση κατά 10,2%) που είχε διατυπωθεί από τις επι-

Διάγραμμα 25

Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών με βάση τις άδειες (Ιανουάριος 1997 - Οκτώβριος 2003)  
(Εκαποστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγή: ΕΣΥΕ.

χειρήσεις και είχε καταγραφεί στην προηγούμενη έρευνα του IOBE (το Μάρτιο-Απρίλιο του 2003) αναθεωρήθηκε δραστικά.<sup>31</sup> Η χρηματοδότηση των επιχειρηματικών επενδύσεων στηρίχθηκε στην αξιόλογη αύξηση των κερδών (η οποία προκύπτει και από τα ετήσια αποτελέσματα των εισηγμένων στο ΧΑΑ επιχειρήσεων για το 2003), στην αυξανόμενη προσφυγή στον τραπεζικό δανεισμό (ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των δανείων διάρκειας μεγαλύτερης του έτους προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ήταν 20,1% το Δεκέμβριο του 2003, έναντι 16% το Δεκέμβριο του 2002) και στην αύξηση των συνολικών κεφαλαίων που αντλήθηκαν από τη χρηματιστηριακή αγορά (με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου)<sup>32</sup> (βλ. Κεφάλαιο IV.4).

Η μεταβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου σε εθνικολογιστική βάση<sup>33</sup> εκτιμάται ότι είχε και το 2003 αρνητική συμβολή (-0,6 της εκαποστιαίας μονάδας) στη μεταβολή του ΑΕΠ. Ειδικότερα, παρατηρήθηκε αξιόλογη ανάκαμψη των εξαγωγών αγαθών και στασιμότητα των εξαγωγών υπηρεσιών,<sup>34</sup> οι οποίες είχαν μειωθεί το 2002. Παράλληλα όμως αυξήθηκαν οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών,<sup>35</sup> οι οποίες το

2002 είχαν μειωθεί. Επιπλέον, υπενθυμίζεται ότι το μέγεθος των εισαγωγών είναι σημαντικά μεγαλύτερο από εκείνο των εξαγωγών.

Από την πλευρά της προσφοράς, τα διαθέσιμα στοιχεία υποδηλώνουν ότι ήταν υψηλός ο ρυθμός ανόδου της δραστηριότητας στους κλάδους των κατασκευών, του λιανικού εμπορίου και της παροχής τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών. Εξάλλου, η συνολική βιομηχανική παραγωγή<sup>36</sup> αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,4% το 2003, αλλά η παραγωγή της μεταποίησης μειώ-

31 Για την έρευνα επενδύσεων σε όλες τις χώρες της ΕΕ, βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, "Business and consumer survey results", Ιανουάριος 2004, Πίνακες 7a-7f.

32 Παρά την αύξηση, το ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν ήταν σχετικά περιορισμένο.

33 Πρόκειται για τη διαφορά των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών από τις εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών σε σταθερές τιμές.

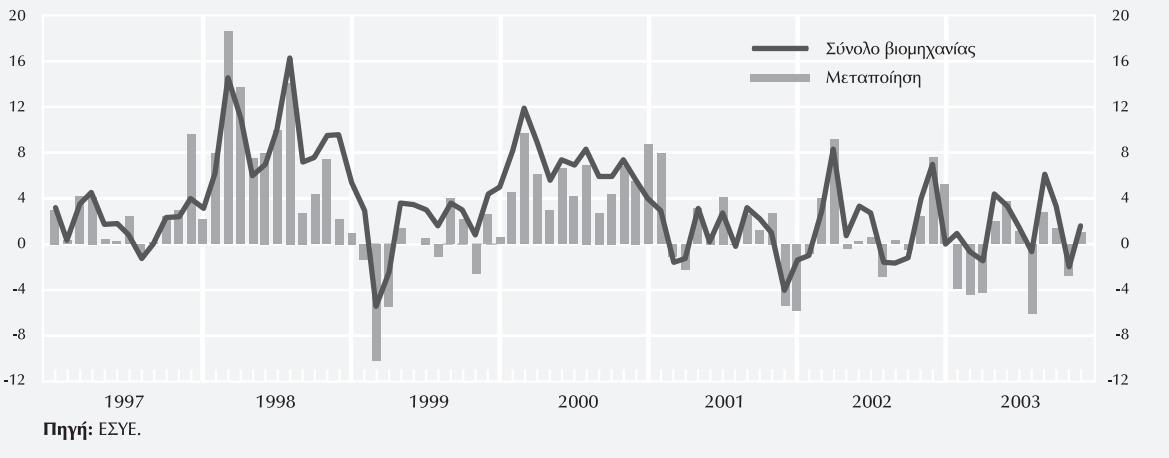
34 Συγκεκριμένα, τα στοιχεία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών υποδηλώνουν μείωση των εξαγωγών τουριστικών υπηρεσιών (δηλαδή μείωση των δαπανών των ξένων επισκεπτών στην Ελλάδα) και αύξηση των εξαγωγών μεταφορικών υπηρεσιών.

35 Συγκεκριμένα, η αξία (και ο όγκος) των εισαγωγών αγαθών αυξήθηκε, ενώ οι πληρωμές για εισαγωγές υπηρεσιών μειώθηκαν, αντανακλώντας κυρίως τη μεγάλη μείωση των δαπανών των Ελλήνων επισκεπτών στο εξωτερικό.

36 Περιλαμβάνεται η παραγωγή των ορυχείων-μεταλλείων-λατομείων, της μεταποίησης και του ηλεκτρισμού και η διανομή φυσικού αερίου και νερού.

Διάγραμμα 26

Βιομηχανική παραγωγή (Ιανουάριος 1997 - Δεκέμβριος 2003)  
(Εκατοσταία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



θηκε κατά 0,4% (βλ. Διάγραμμα 26). Αξίζει πάντως να σημειωθεί ότι ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της μεταποιητικής παραγωγής ήταν θετικός από το Μάιο έως και το Δεκέμβριο (με εξαίρεση τον Αύγουστο και το Νοέμβριο – βλ. Διάγραμμα 27). Επίσης, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) υποδηλώνει ότι η μεταποιητική παραγωγή αυξήθηκε σταθερά από το Μάιο έως και το Οκτώβριο, υποχώρησε μόνο ελαφρά το Νοέμβριο και το Δεκέμβριο και ανέκαμψε τον Ιανουάριο και το Φεβρουάριο του τρέχοντος έτους (βλ. Διάγραμμα 28). Επιπλέον, ο δείκτης προσδοκιών των βιομηχανικών επιχειρήσεων που καταρτίζεται με βάση την έρευνα του IOBE παρουσίασε σχεδόν σταθερή βελτίωση μετά τον Απρίλιο του 2003 (έως και το Φεβρουάριο του τρέχοντος έτους). Οι εξελίξεις στη μεταποίηση επηρεάστηκαν αμεσότερα από το συνολικά βραδύ ρυθμό ανάκαμψης των οικονομιών των εμπορικών μας εταίρων, καθώς και από την υποχώρηση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων ως προς τις τιμές (λόγω της ανατίμησης του ευρώ και της διαφοράς πληθωρισμού).<sup>37</sup> Πρέπει όμως να επισημανθεί ότι η ανατίμηση του ευρώ άσκησε έμμεσα και ευνοϊκή επίδραση στην ανταγωνιστικότητα, δεδομένου ότι συνέβαλε στη συγκρά-

τηση της ανόδου των τιμών των εισαγόμενων πρώτων υλών και ενδιάμεσων αγαθών (η συμμετοχή του κόστους των οποίων στο συνολικό κόστος παραγωγής είναι στην Ελλάδα μεγαλύτερη από ό,τι σε άλλες χώρες), με αποτέλεσμα να περιοριστεί η τελική καθαρή αρνητική επίπτωση στην ανταγωνιστικότητα.<sup>38</sup>

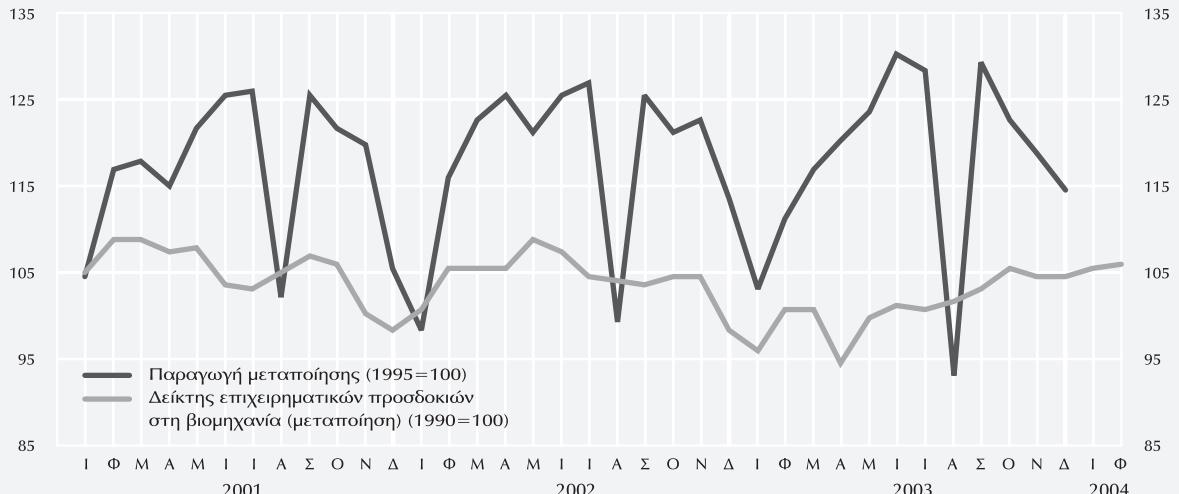
Το 2003 η εξέλιξη της απασχόλησης ήταν, με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία και ενδείξεις, σαφώς θετικότερη από ό,τι το 2002. Αυτό ήδη

<sup>37</sup> Η μείωση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων ως προς τις τιμές προκύπτει από την εκτιμώμενη άνοδο του δείκτη της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ (σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος και υπολογιζόμενης με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση) κατά 3,8% το 2003 (έναντι 1,8% το 2002). Η άνοδος του δείκτη αυτού αντανακλά κυρίως την ανατίμηση του ευρώ και, δευτερευόντως, τη θετική διαφορά των ρυθμών ανόδου του κόστους εργασίας στη μεταποίηση μεταξύ Ελλάδος και ανταγωνιστριών χωρών. Αξίζει να επισημανθεί ότι, με δεδομένη την ανατίμηση του ευρώ, οι ελληνικές εξαγωγικές επιχειρήσεις (οι οποίες δεν μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές στην παγκόσμια αγορά) οδηγήθηκαν σε συγκράτηση ή και μείωση των τιμών των εξαγόμενων προϊόντων σε ευρώ, έτσι ώστε να είναι συγκρατημένη η αύξηση των τιμών αυτών σε ξένο νόμισμα και να αποφευχθεί μείωση του ελληνικού μεριδίου στις αγορές του εξωτερικού (βλ. Πίνακα XIII).

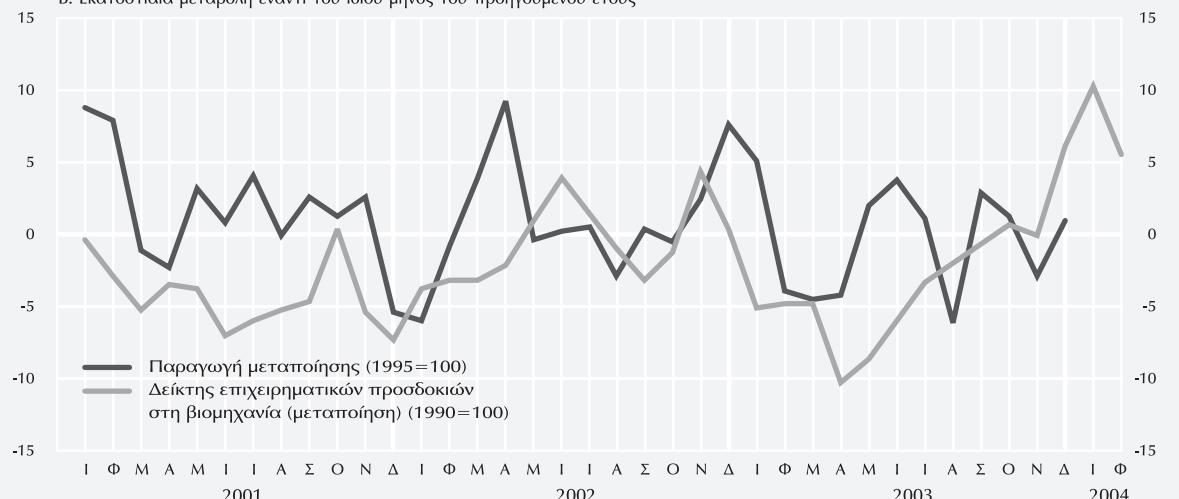
<sup>38</sup> Βλ. και Χρ. Παπάζογλου, "Πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και οικονομική δραστηριότητα", Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, τεύχος 14, Δεκέμβριος 1999.

Διάγραμμα 27

Παραγωγή και επιχειρηματικές προσδοκίες στη μεταποίηση (Ιανουάριος 2001 - Φεβρουάριος 2004)  
Α. Δείκτες



Β. Εκαποστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους



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

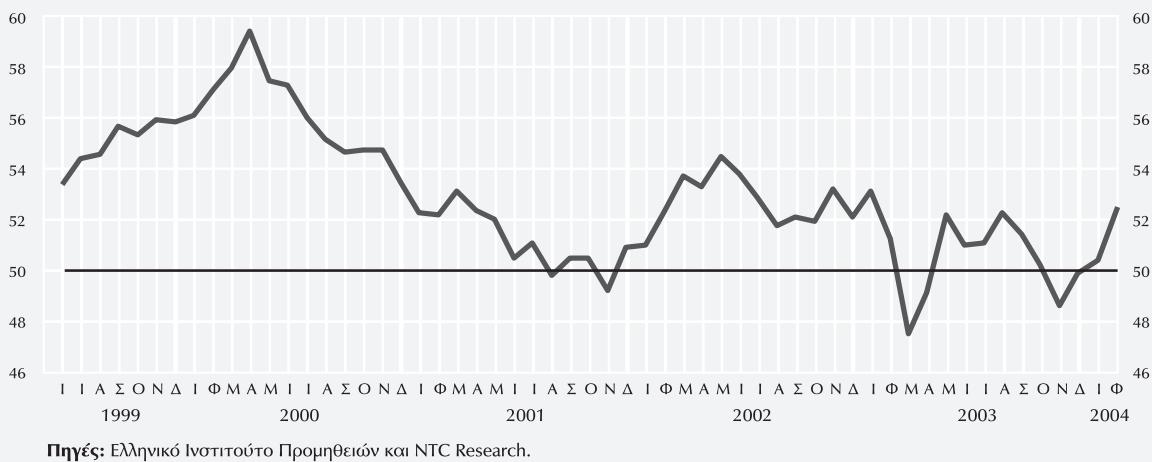
προέκυπτε από τα στοιχεία της έρευνας εργατικού δυναμικού της ΕΣΥΕ που είχαν ανακοινωθεί έως το Σεπτέμβριο του 2003 και αφορούσαν το πρώτο εξάμηνο του παρελθόντος έτους. Συγκεκριμένα, με βάση τα στοιχεία αυτά εμφανίζοταν ότι το πρώτο εξάμηνο του 2003 η συνολική απασχόληση αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 2,1% (έναντι 1,0% για ολόκληρο το 2002) και οι απασχολούμενοι μισθωτοί κατά 0,4% (έναντι μόλις 0,2% σε ολόκληρο το 2002), καθώς και ότι το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο

8,9% το δεύτερο τρίμηνο και διαμορφώθηκε, κατά μέσον όρο, στο 9,4% το πρώτο εξάμηνο του 2003 (έναντι 9,9% το 2002).

Επιπρόσθετα όμως, όταν το Φεβρουάριο του τρέχοντος έτους δόθηκαν στη δημοσιότητα τα στοιχεία της έρευνας για το τρίτο τρίμηνο του 2003, ταυτόχρονα ανακοινώθηκαν αναθεωρημένα στοιχεία για ολόκληρη την περίοδο από το 1998, τα οποία προέκυψαν ύστερα από προσαρμογή των αποτελεσμάτων της έρευνας (η

Διάγραμμα 28

Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για τη Μεταποίηση (PMI) (Ιούνιος 1999 - Φεβρουάριος 2004)  
(Εποχικά διορθωμένος δείκτης, τιμή άνω του 50 υποδηλώνει αύξηση)



### Πίνακας XIII

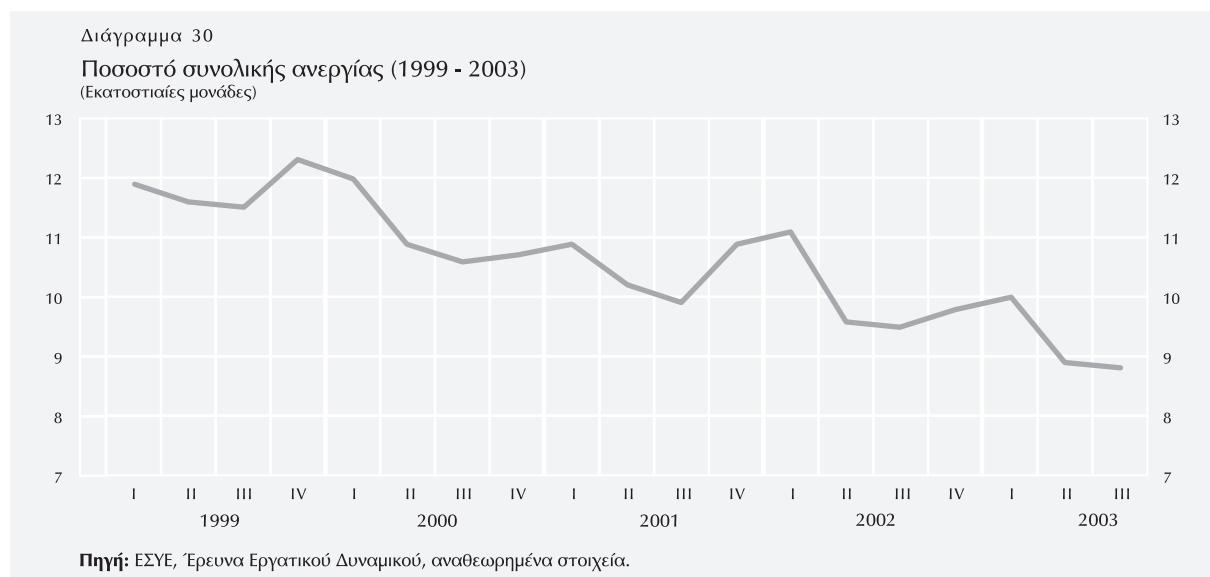
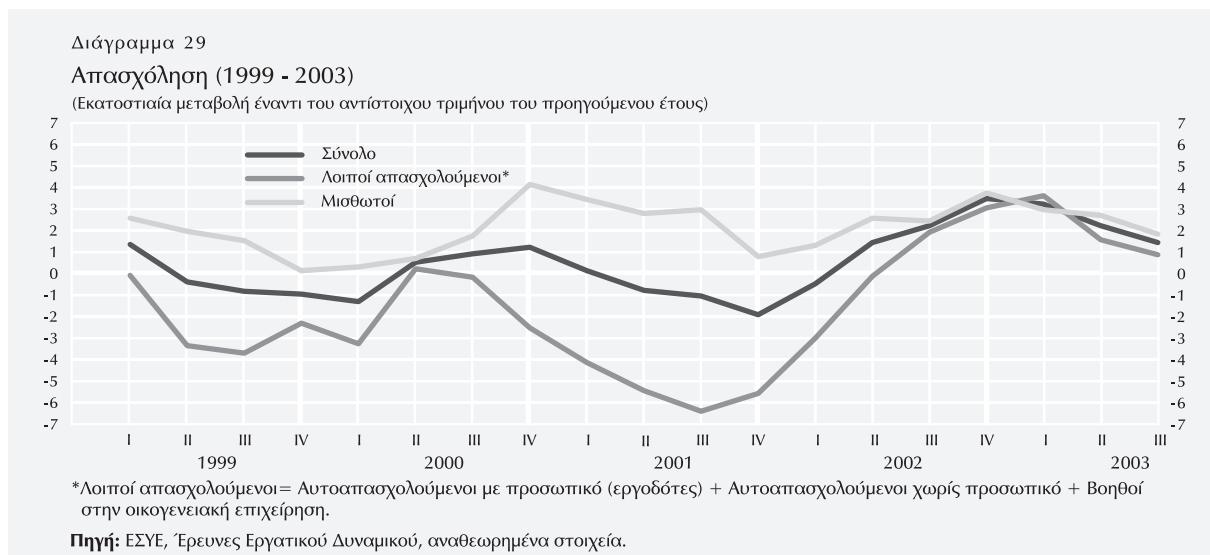
Δείκτης τιμών εξαγομένων και σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματος (2002-2004)  
(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)

Σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του εγχώριου νομίσματος	Τιμές χονδρικής πώλησης εξαγόμενων προϊόντων			
	Σύνολο		Χωρίς καύσιμα	
	Σε εγχώριο νόμισμα	Σε ξένο νόμισμα	Σε εγχώριο νόμισμα	Σε ξένο νόμισμα
<b>2002</b>				
Ιαν.	-0,3	2,4	2,1	3,9
Φεβρ.	-0,2	1,9	1,7	4,1
Μάρτ.	-0,4	2,8	2,4	3,6
Απρ.	0,0	2,8	2,8	3,7
Μάιος	1,0	1,2	2,2	3,0
Ιούν.	1,9	-0,3	1,6	1,2
Ιούλ.	2,0	0,5	2,5	1,4
Αύγ.	1,1	1,6	2,7	2,2
Σεπτ.	1,1	1,7	2,8	1,6
Οκτ.	1,2	3,2	4,5	2,0
Νοέμ.	1,8	2,2	4,1	1,2
Δεκ.	1,8	2,7	4,5	1,0
<b>2003</b>				
Ιαν.	2,4	1,4	3,7	-1,0
Φεβρ.	3,0	1,9	4,9	-1,4
Μάρτ.	3,2	0,0	3,2	-1,5
Απρ.	3,3	-2,2	1,0	-1,3
Μάιος	3,9	-3,3	0,5	-2,4
Ιούν.	3,4	-0,3	3,1	-0,2
Ιούλ.	2,8	0,7	3,5	0,3
Αύγ.	2,7	0,7	3,3	0,1
Σεπτ.	2,4	-0,7	1,7	0,5
Οκτ.	2,5	0,2	2,8	1,2
Νοέμ.	2,2	1,8	4,1	1,8
Δεκ.	2,6	1,1	3,7	2,2
<b>2004</b>				
Ιαν.	2,3	1,9	4,2	3,7
				6,1

**Πηγή:** Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ και Τράπεζας της Ελλάδος.

οποία είναι δειγματοληπτική) στα δεδομένα της Απογραφής Πληθυσμού του 2001. Σύμφωνα με την προσαρμογή αυτή, η συνολική απασχόληση

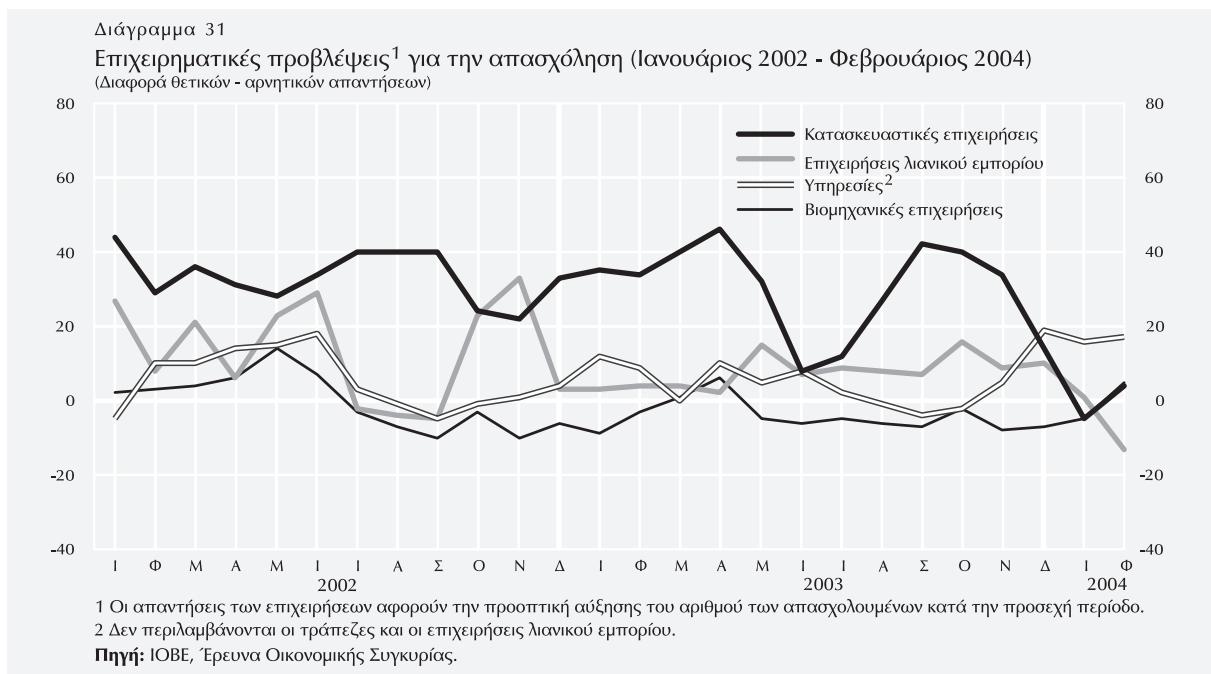
αυξήθηκε κατά 1,6% το 2002 και κατά 2,3% (κατά μέσον όρο) τα πρώτα τρία τρίμηνα του 2003, δηλαδή περισσότερο από ό,τι είχε αρχικά



εκτιμηθεί. Ακόμη σημαντικότερη είναι η προς τα άνω αναθεώρηση για τη μισθωτή απασχόληση, η οποία αυξήθηκε κατά 2,5% (και όχι κατά 0,2%) το 2002 και επίσης κατά 2,5% (κατά μέσον όρο) τα πρώτα τρία τρίμηνα του 2003 (βλ. Διάγραμμα 29). Αντίθετα, οι λοιποί απασχολούμενοι (κυρίως αυτοαπασχολούμενοι) αυξήθηκαν το 2002 μόνο κατά 0,4% (έναντι αρχικής εκτίμησης για αύξηση 2,2%) και τα πρώτα τρία τρίμηνα του 2003 (κατά μέσον όρο) κατά 2,0% (έναντι αρχικής εκτίμησης για αύξηση 4,7% το πρώτο εξάμηνο). Όσον αφορά

το ποσοστό ανεργίας, η διαφορά των προσαρμοσμένων στοιχείων από τις αρχικές εκτιμήσεις είναι αμελητέα. Ειδικότερα, το ποσοστό ανεργίας ήταν 10,0% (και όχι 9,9%) το 2002. Τα πρώτα τρία τρίμηνα του 2003 διαμορφώθηκε (κατά μέσον όρο) σε 9,3% και το τρίτο τρίμηνο υποχώρησε στο 8,8% (βλ. Διάγραμμα 30).

Με βάση τα προσαρμοσμένα στοιχεία, το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2003, σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002, η καθαρή μείωση του αριθμού των ανέργων κατά



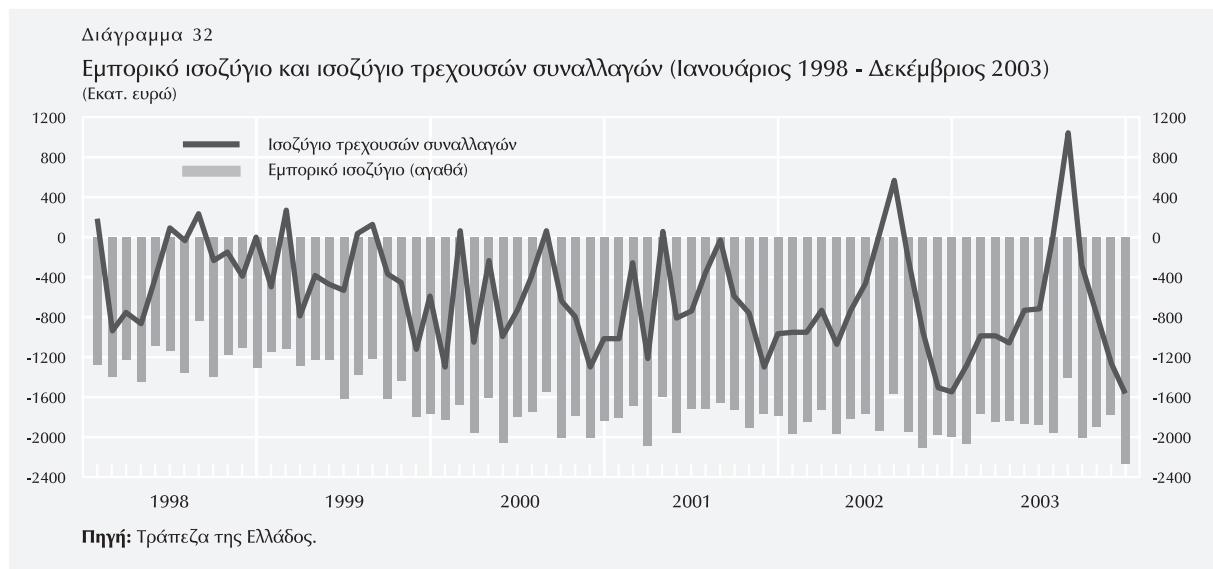
30.000 άτομα συνοδεύθηκε από καθαρή αύξηση της μισθωτής απασχόλησης κατά 58.000 άτομα και της συνολικής απασχόλησης κατά 90.000 άτομα, ενώ η καθαρή αύξηση του εργατικού δυναμικού έφθασε τα 60.000 άτομα. Η εξέλιξη αυτή υποδηλώνει ότι η μείωση του αριθμού των ανέργων (δηλαδή των ατόμων που ενεργά ζητούν εργασία) συνδέοταν με την αύξηση των θέσεων εργασίας. Το σύνολο της αύξησης της απασχόλησης το ίδιο διάστημα αφορούσε πλήρως απασχολουμένους, ενώ –αντίθετα– οι μερικώς και οι προσωρινά απασχολούμενοι μειώθηκαν.<sup>39</sup>

Η έρευνα της ΕΣΥΕ κατέγραψε μικρή αύξηση της απασχόλησης στη γεωργία (που είναι αντίθετη με την ιστορική τάση<sup>40</sup>) και περαιτέρω μείωση της απασχόλησης στη μεταποίηση. Παρατηρείται επίσης αύξηση της απασχόλησης κυρίως στις κατασκευές και στις μεταφορές-αποθηκεύσεις-επικοινωνίες, δηλαδή σε κλάδους που συνδέονται με την προετοιμασία για τους Ολυμπιακούς Αγώνες, στο χονδρικό και το λιανικό εμπόριο, καθώς και στην εκπαίδευση.

Οι εκτιμήσεις αυτές επιβεβαιώνονται από τις προβλέψεις των ίδιων των επιχειρήσεων για τη μισθωτή απασχόληση, οι οποίες καταγράφονται στις έρευνες συγκυρίας του IOBE (βλ. Διάγραμμα 31). Ειδικότερα, έντονα θετικές διατηρήθηκαν σε όλη τη διάρκεια του 2003 οι σχετικές προβλέψεις των κατασκευαστικών επιχειρήσεων, ενώ θετικές ήταν και οι προβλέψεις των επιχειρήσεων στους τομείς του λιανικού εμπορίου και των υπηρεσιών. Αντίθετα, μείωση της απασχόλησης υποδήλωναν οι προβλέψεις των μεταποιητικών επιχειρήσεων (που καταγράφηκαν από την έρευνα του IOBE αλλά και από την έρευνα του Δείκτη Υπευθύνων Προμη-

<sup>39</sup> Το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2003 οι πλήρως απασχολούμενοι αυξήθηκαν κατά 94.000 άτομα, ενώ οι μερικώς απασχολούμενοι μειώθηκαν κατά 4.000 άτομα σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Εξάλλου, οι προσωρινά απασχολούμενοι (δηλαδή οι απασχολούμενοι με συμβάσεις εργασίας ορισμένου χρόνου) μειώθηκαν κατά 7.000 άτομα το πρώτο εξάμηνο του 2003 σε σύγκριση με το αντίστοιχο του 2002.

<sup>40</sup> Το φαινόμενο αυτό ενδέχεται να συνδέεται με τη διαδικασία νομιμοποίησης των αλλοδαπών εργαζομένων, αρκετοί από τους οποίους απασχολούνται στη γεωργία και έχουν ασφαλιστεί στον ΟΓΑ.



θειών-PMI). Τέλος, τα στοιχεία του ΟΑΕΔ για τις ροές απασχόλησης υποδηλώνουν ότι η καθαρή δημιουργία νέων θέσεων μισθωτής εργασίας στον ιδιωτικό τομέα ήταν σημαντική το δεύτερο τρίμηνο του 2003. Ωστόσο, σε ολόκληρο το 2003 οι νέες θέσεις μισθωτής εργασίας στον ιδιωτικό τομέα ήταν 32.000 περίπου, έναντι 71.000 το 2002.<sup>41</sup>

#### 4. Η εξέλιξη του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών κατά το έτος 2003

##### 4.1 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

Το εμπορικό έλλειμμα εκτός καυσίμων μειώθηκε, ενώ το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών αυξήθηκε κατά το έτος 2003. Οι θετικές αυτές εξελίξεις αντισταθμίστηκαν όμως από αύξηση των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων, διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου εισοδημάτων και περιορισμό του πλεονάσματος του ισοζυγίου μεταβιβάσεων, με αποτέλεσμα το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών να παρουσιάσει ελαφρά άνοδο (κατά 76 εκατ. ευρώ) σε σύγκριση με το 2002 και να διαμορφωθεί σε 8.648 εκατ. ευρώ

(βλ. Διάγραμμα 32). Ως ποσοστό του ΑΕΠ, όμως, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκε στο 5,7%, έναντι 6,1% το 2002 και 6,2% το 2001.

Στη διαμόρφωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε σχετικώς υψηλά επίπεδα τα τελευταία χρόνια συνέτεινε ο ταχύτερος ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας σε σύγκριση με τους βασικούς εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος, δηλαδή τις χώρες της ΕΕ, και η διαφορά φάσης του οικονομικού κύκλου. Το 2003, παρά τη σημαντική αύξηση της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ), η οποία όμως υπεραντισταθμίστηκε από την άνοδο του ευρώ, υπήρξε ελαφρά μείωση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου, η οποία προήλθε από τη βελτίωση του εμπορικού ελλείμματος εκτός καυσίμων. Ωστόσο, η άνοδος του ευρώ επηρέασε αρνητικά την ανταγωνιστικότητα (ως προς τις τιμές) των ελληνικών εξαγωγών αγαθών και

<sup>41</sup> Υπενθυμίζεται ότι η καθαρή διαφορά (που προκύπτει αν από τις προσλήψεις αφαιρεθούν οι απολύσεις και οι οικειοθελείς αποχωρήσεις) πρέπει να αντιμετωπίζεται με επιφύλαξη, επειδή οι οικειοθελείς αποχωρήσεις δεν καταγράφονται πλήρως.

υπηρεσιών προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ. Επίσης, όπως έχει επισημανθεί στην *Ενδιάμεση Έκθεση* (Οκτώβριος 2003), η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τα τελευταία χρόνια αντανακλά εν μέρει τη μείωση της εγχώριας αποταμίευσης και την αύξηση της επενδυτικής δαπάνης, λόγω της σημαντικής μείωσης της διαφοράς των πραγματικών επιτοκίων στην Ελλάδα από τα αντίστοιχα στη ζώνη του ευρώ. Η μείωση αυτή συνδέεται με τη διαδικασία ένταξης της ελληνικής οικονομίας στο τελικό στάδιο της ΟΝΕ και επομένως οι επιδράσεις της είναι προσωρινού χαρακτήρα.

#### Εμπορικό ισοζύγιο

Οι εισπράξεις από εξαγωγές αγαθών εκτός καυσίμων εμφάνισαν σημαντική άνοδο το 2003 (5,6%), παρά το σχετικά βραδύ ρυθμό ανάκαμψης των οικονομιών των περισσότερων εμπορικών εταίρων της Ελλάδος. Αντίθετα, οι αντίστοιχες πληρωμές για εισαγωγές παρέμειναν σχεδόν στάσιμες (-0,3%), παρά τον ταχύ ρυθμό αύξησης της εγχώριας οικονομικής δραστηριότητας. Οι ανωτέρω εξελίξεις οδήγησαν σε μείωση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου εκτός καυσίμων κατά 596 εκατ. ευρώ. Ωστόσο, οι καθαρές πληρωμές για εισαγωγές καυσίμων παρουσίασαν σημαντική άνοδο (κατά 531 εκατ. ευρώ ή 15%), η οποία οφείλεται στην αύξηση του όγκου των εισαγωγών αργού πετρελαίου, δεδομένου ότι το 2003 η μέση τιμή του αργού πετρελαίου σε ευρώ μειώθηκε κατά 3,7%.<sup>42</sup> Έτσι, το έλλειμμα των συνολικού εμπορικού ισοζυγίου περιορίστηκε κατά 65 εκατ. ευρώ.

Σύμφωνα με τα αναλυτικά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος για τη σύνθεση των εξαγωγών και εισαγωγών εκτός καυσίμων κατά κατηγορία προϊόντος (βλ. Πίνακα XIV), το 2003 παρατη-

ρίθηκε αύξηση στις εξαγωγές προϊόντων σχεδόν όλων των κατηγοριών. Ειδικότερα, στην αύξηση των εισπράξεων από εξαγωγές συνέβαλαν σημαντικά οι εξαγωγές αγροτικών προϊόντων, μηχανολογικού και ηλεκτρολογικού εξοπλισμού και χημικών προϊόντων.<sup>43</sup> Παράλληλα, παρατηρήθηκε μείωση των πληρωμών για εισαγωγές χημικών και αγροτικών προϊόντων, ηλεκτρονικών υπολογιστών και ειδών ενσύρματης και κινητής τηλεφωνίας. Αντίθετα, εμφανίζονται αυξημένες οι πληρωμές για εισαγωγές μεταφορικών μέσων (περιλαμβανομένων των επιβατικών αυτοκινήτων) και προϊόντων μεταλλουργίας, καθώς και – σε μικρότερο βαθμό – κεφαλαιακών και διαρκών καταναλωτικών αγαθών.

Όσον αφορά τη γεωγραφική σύνθεση των εξαγωγών (βλ. Πίνακα XV), με βάση τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία της ΕΣΥΕ που αφορούν το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2003, το ποσοστό των εξαγωγών που κατευθύνονται προς τη ζώνη του ευρώ και την ΕΕ, καθώς και προς τις λοιπές χώρες του ΟΟΣΑ και ειδικότερα τις ΗΠΑ, αυξήθηκε σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002, ενώ μειώθηκε αντίστοιχα εκείνο των χωρών εκτός ΟΟΣΑ (πλην των βαλκανικών χωρών, των οποίων το μερίδιο δεν μεταβλήθηκε σημαντικά). Η εξέλιξη αυτή πρέπει να αποδοθεί σε μεγάλο βαθμό στην ανατίμηση του ευρώ. Όσον αφορά τη γεωγραφική σύνθεση των εισαγωγών, η πλέον σημαντική μεταβολή αφορά την άνοδο του μεριδίου των χωρών της

**42** Η διεθνής τιμή σε δολάρια ΗΠΑ ήταν σημαντικά αυξημένη τους πρώτους μήνες του 2003, λόγω της αβεβαιότητας που συνδεόταν με τον πόλεμο στο Ιράκ, αλλά στη συνέχεια μειώθηκε. Παράλληλα, το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι του δολαρίου, με αποτέλεσμα η μέση τιμή του αργού πετρελαίου το 2003 να διαμορφωθεί σε 25,5 ευρώ, έναντι 26,6 ευρώ το 2002.

**43** Σημαντικά συνέβαλε και η αύξηση των εξαγωγών μεταφορικών μέσων, η οποία κυρίως αντανακλά την πώληση μεταχειρισμένων πλοίων.

## Πίνακας XIV

Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά κατηγορία προϊόντος (εκτός καυσίμων)

### A. Εξαγωγικές εισπράξεις

	Εκατοστιαία συμμετοχή κάθε κατηγορίας προϊόντος στο σύνολο των εξαγωγικών εισπράξεων			Εκατοστιαία μεταβολή των εξαγωγικών εισπράξεων	
	2001	2002	2003	2002/2001	2003/2002
Αγροτικά προϊόντα	17,1	19,3	22,0	6,4	20,2
Χημικά, πλαστικά	8,0	11,0	12,4	30,0	19,3
Μεταποίηση (εκτός μεταλλουργίας)	17,7	19,2	20,1	1,7	10,8
Μεταλλουργία	9,5	8,6	7,9	-14,4	-3,3
Μηχανές, συσκευές	5,6	5,4	7,3	-9,5	42,2
Μεταφορικά μέσα	0,4	0,7	3,7	54,4	445,1
Μη ταξινομημένα αγαθά <sup>1</sup>	41,7	35,8	26,6	-19,2	-21,4
Σύνολο	100,0	100,0	100,0	-5,9	5,6

### B. Εισαγωγική δαπάνη

	Εκατοστιαία συμμετοχή κάθε κατηγορίας προϊόντος στο σύνολο της εισαγωγικής δαπάνης			Εκατοστιαία μεταβολή της εισαγωγικής δαπάνης	
	2001	2002	2003	2002/2001	2003/2002
Αγροτικά προϊόντα	14,2	14,7	14,4	4,0	-2,6
Χημικά, πλαστικά	15,1	16,7	15,8	10,6	-5,2
Μεταποίηση (εκτός μεταλλουργίας)	21,8	21,9	21,9	0,5	0,1
Μεταλλουργία	7,9	8,1	8,8	3,1	8,5
Μηχανές, συσκευές	22,4	21,4	21,2	-4,1	-1,4
Διαρκή καταναλωτικά αγαθά	4,1	3,5	3,6	-14,3	1,7
Κεφαλαιακά αγαθά	12,9	13,0	13,2	0,6	1,6
Η/Υ	3,0	2,3	1,9	-23,5	-16,1
Ενσύρματη & κινητή τηλεφωνία	2,3	2,6	2,4	12,3	-7,6
Μεταφορικά μέσα	12,0	12,8	15,0	6,5	16,7
Επιβατικά αυτοκίνητα	6,4	7,1	8,4	11,3	17,8
Λοιπά αγαθά	0,7	0,4	0,3	-47,9	-13,6
Μη ταξινομημένα αγαθά <sup>1</sup>	6,1	4,0	2,5	-33,4	-37,2
Σύνολο	100,0	100,0	100,0	0,0	-0,3

<sup>1</sup> Προϊόντα για τα οποία δεν αναφέρεται κωδικός.

**Πηγή:** Τράπεζα της Ελλάδος.

ζώνης του ευρώ κατά δύο εκατοστιαίες μονάδες περίπου.

### Ισοζύγιο υπηρεσιών

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών αυξήθηκε κατά 6,9% στο δωδεκάμηνο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2003 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους και έφθασε τα 11.498 εκατ. ευρώ, λόγω της σημαντικής ανόδου

των καθαρών εισπράξεων από μεταφορικές υπηρεσίες. Η εξέλιξη αυτή ήταν αποτέλεσμα της επιτάχυνσης του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου, αλλά κυρίως της μεγάλης ανόδου των ναύλων στη διεθνή αγορά. Σημειώνεται ωστόσο ότι – επειδή οι ναύλοι συμφωνούνται σε δολάρια – η αύξηση αυτή ήταν περιορισμένη σε ευρώ, λόγω της ανατίμησης του νομίσματος. Αντίθετα, ελαφρά μείωση εμφάνισαν οι καθαρές εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες.

**Πίνακας XV**  
**Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά γεωγραφική περιοχή**

**A. Εξαγωγές**

	Εκατοστιαία συμμετοχή στο σύνολο της αξίας των εξαγωγών					Εκατοστιαία μεταβολή της αξίας των εξαγωγών		
	2000	2001*	2002*	2002* Ιαν.-Σεπτ.	2003* Ιαν.-Σεπτ.	2001/2000	2002/2001	2003/2002 Ιαν.-Σεπτ.
Ευρωπαϊκή Ένωση (15)	47,3	42,0	43,5	43,3	46,7	-18,9	-3,3	14,5
Ζώνη του ευρώ	38,5	32,3	35,2	34,8	37,7	-23,4	1,6	15,0
Χώρες υπό ένταξη	7,6	9,5	8,8	9,0	8,5	14,9	-13,5	-0,1
ΟΟΣΑ εκτός ΕΕ	13,8	12,9	12,3	12,8	15,0	-15,1	-10,6	23,9
ΗΠΑ	5,4	5,5	5,3	5,7	7,3	-7,7	-9,3	37,5
Βαλκανικές χώρες <sup>1</sup>	14,7	18,4	16,6	16,5	16,2	13,9	-15,6	4,2
Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών	3,2	4,3	4,3	4,1	3,2	22,2	-5,8	-16,0
Χώρες Β. Αφρικής & Μέσης Ανατολής <sup>2</sup>	6,8	6,7	7,1	6,3	5,3	-10,4	-1,2	-11,4
Κίνα & Ν.Α. Ασία <sup>3</sup>	1,5	1,9	2,1	2,0	1,5	15,4	4,9	-17,6
Άλλες χώρες	5,1	4,5	5,2	6,0	3,6	-19,7	8,6	-35,1
Σύνολο	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-8,6	-6,7	6,2

**B. Εισαγωγές**

	Εκατοστιαία συμμετοχή στο σύνολο της αξίας των εισαγωγών					Εκατοστιαία μεταβολή της αξίας των εισαγωγών		
	2000	2001*	2002*	2002* Ιαν.-Σεπτ.	2003* Ιαν.-Σεπτ.	2001/2000	2002/2001	2003/2002 Ιαν.-Σεπτ.
Ευρωπαϊκή Ένωση (15)	61,0	54,5	52,2	52,4	54,7	-21,6	-0,5	28,3
Ζώνη του ευρώ	52,0	47,3	46,3	46,3	48,5	-20,2	1,6	28,9
Χώρες υπό ένταξη	1,8	2,0	2,0	2,1	1,7	-2,2	4,0	3,3
ΟΟΣΑ εκτός ΕΕ	13,9	13,8	17,9	16,4	17,7	-13,0	35,1	32,9
ΗΠΑ	3,2	3,5	4,7	4,3	4,4	-5,3	40,3	8,7
Βαλκανικές χώρες <sup>1</sup>	2,8	3,6	2,7	2,9	2,7	14,0	-21,2	15,5
Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών	4,2	6,8	9,3	9,2	7,7	44,2	42,5	2,2
Χώρες Β. Αφρικής & Μέσης Ανατολής <sup>2</sup>	9,8	10,4	7,0	7,2	7,8	-6,3	-30,6	33,4
Κίνα & Ν.Α. Ασία <sup>3</sup>	4,0	5,2	5,0	5,3	4,7	12,7	1,0	7,9
Άλλες χώρες	2,6	3,7	3,8	4,5	3,0	25,0	7,7	-18,1
Σύνολο	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-12,3	3,9	23,0

1 Αλβανία, Βουλγαρία, Ρουμανία και χώρες πρώιμης Γιουγκοσλαβίας (Βοσνία, Κροατία, ΠΓΔΜ και Νέα Γιουγκοσλαβία).

2 Οι κυριότεροι εμπορικοί εταίροι της Ελλάδος στη Βόρεια Αφρική και τη Μέση Ανατολή.

3 Οι κυριότεροι εμπορικοί εταίροι της Ελλάδος στη Νοτιοανατολική Ασία.

\* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: ΕΣΥΕ.

Ο περιορισμός των καθαρών εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες συνδέεται σε σημαντικό βαθμό με τις συνθήκες που επικράτησαν στις οικονομίες των χωρών προέλευσης των τουριστών,<sup>44</sup> αλλά και με την αβεβαιότητα η οποία επικράτησε τους πρώτους μήνες του έτους λόγω του πολέμου στο Ιράκ. Συνολικά εκτιμάται ότι η ταξιδιωτική κίνηση – με βάση

τις αφίξεις – μειώθηκε το 2003 κατά 2-3%, ενώ οι ακαθάριστες εισπράξεις από τουριστικές υπηρεσίες στο δωδεκάμηνο παρουσίασαν

**44** Η ανατίμηση του ευρώ δεν επηρεάζει την αγοραστική δύναμη των τουριστών από τις χώρες της ζώνης του ευρώ, αλλά μόνον εκείνων από το Ηνωμένο Βασίλειο, τις ΗΠΑ, την Ιαπωνία κ.λπ.

κάμψη κατά 8%. Το γεγονός αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα ότι υπήρξε ταυτόχρονα μείωση της κατά κεφαλήν δαπάνης, η οποία πρέπει να αποδοθεί τόσο σε μείωση της μέσης διάρκειας παραμονής όσο και στην ανατίμηση του ευρώ.

#### Ισοζύγιο εισοδημάτων

Στη διάρκεια του δωδεκαμήνου, το έλλειμμα του ισοζυγίου εισοδημάτων διευρύνθηκε σε 2.597 εκατ. ευρώ, λόγω της μεγάλης αύξησης των καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη, ιδιαίτερα των πληρωμών για τόκους επί ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, γεγονός που συνδέεται με τη μεγάλη αύξηση των τοποθετήσεων μη κατοίκων στους τίτλους αυτούς τα τελευταία έτη.

#### Ισοζύγιο μεταβιβάσεων

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου μεταβιβάσεων μειώθηκε κατά 360 εκατ. ευρώ το 2003 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο το 2002. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται αποκλειστικά στη μείωση των καθαρών μεταβιβάσεων προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης, ενώ αντίθετα οι καθαρές μεταβιβάσεις προς τους λοιπούς τομείς, κυρίως τα μεταναστευτικά εμβάσματα, αυξήθηκαν κατά 196 εκατ. ευρώ.

Οι καθαρές μεταβιβάσεις (εισπράξεις μείον πληρωμές)<sup>45</sup> προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης (κυρίως από την ΕΕ) μειώθηκαν σε 3.206 εκατ. ευρώ το 2003, έναντι 3.762 εκατ. ευρώ το 2002.

Η μείωση αυτή οφείλεται κυρίως στην καθυστέρηση της αποπληρωμής των κονδυλίων του Β' ΚΠΣ<sup>46</sup> και στον χαμηλότερο από ό,τι αναμενόταν ρυθμό απορρόφησης των πόρων του Γ' ΚΠΣ, γεγονός το οποίο αποδίδεται εν μέρει

στην πολυπλοκότητα των νέων μηχανισμών λειτουργίας του.<sup>47</sup>

#### 4.2 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών

Το 2003, οι χρηματοοικονομικές επενδύσεις, δηλαδή το άθροισμα των άμεσων επενδύσεων, των επενδύσεων χαρτοφυλακίου και των "λοιπών" επενδύσεων, παρουσίασαν καθαρή εισροή ύψους 5.255 εκατ. ευρώ (έναντι καθαρής εισροής ύψους 12.293 εκατ. ευρώ το 2002). Συγκεκριμένα, η σημαντική καθαρή εισροή κεφαλαίων για επενδύσεις χαρτοφυλακίου, ύψους 12.334 εκατ. ευρώ, αντισταθμίστηκε σε μεγάλο βαθμό από την καθαρή εκροή που παρατηρήθηκε στην κατηγορία των "λοιπών" επενδύσεων (7.624 εκατ. ευρώ), ενώ η κατηγορία των άμεσων επενδύσεων παρουσίασε μικρή καθαρή εισροή ύψους 545 εκατ. ευρώ.

Η σημαντική καθαρή εισροή για επενδύσεις χαρτοφυλακίου αντανακλά κυρίως τη συνεχίζομενη αγορά ελληνικών ομολόγων από ξένους επενδυτές. Συγκεκριμένα, οι αγορές ελληνικών ομολόγων από μη κατοίκους το 2003 ανήλθαν σε 18,8 δισεκ. ευρώ, ποσό πολύ μεγαλύτερο από το αντίστοιχο του 2002 (11,9 δισεκ. ευρώ). Παράλληλα, αύξηση παρουσίασαν οι αγορές μετοχών από ξένους επενδυτές (2,2 δισεκ. ευρώ έναντι 1,4 δισεκ. ευρώ το 2002). Όσον

45 Σημειώνεται ότι τυχόν αποκλίσεις μεταξύ των στοιχείων του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών και των στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος, όπως τα τελευταία εμφανίζονται στη στατιστική του ισοζυγίου πληρωμών, οφείλονται στο ότι τα πρώτα εκφράζονται σε δημοσιονομική βάση, ενώ τα δεύτερα σε ταμειακή βάση.

46 Σύμφωνα με την επίσημη διαδικασία κλεισίματος των προγραμμάτων του Β' ΚΠΣ την οποία ακολούθησε η ΕΕ, η καταληκτική ημερομηνία προς τα κράτη-μέλη για να υποβάλουν τις αιτήσεις αποπληρωμής ήταν η 31η Μαρτίου 2003.

47 Μέχρι τέλους του 2003 ο βαθμός απορρόφησης των κοινωνικών πόρων από τα Διαφθρωτικά Ταμεία (με βάση το Γ' ΚΠΣ) έφθασε το 30%, συμπεριλαμβανομένων των αιτήσεων που υποβλήθηκαν στην ΕΕ (συνέντευξη τύπου Υφυπουργού Οικονομίας και Οικονομικών, 12.1.2004).

αφορά τις εκροές, οι τοποθετήσεις κατοίκων Ελλάδος σε ξένα ομόλογα ήταν σημαντικά αυξημένες και ανήλθαν σε 8,3 δισεκ. ευρώ, έναντι μόνον 1,7 δισεκ. ευρώ το προηγούμενο έτος. Όπως έχει ήδη αναφερθεί στην *Ενδιάμεση Έκθεση* (Οκτώβριος 2003), η αύξηση των τοποθετήσεων των κατοίκων σε ξένα ομόλογα το 2003 αντανακλά κυρίως το γεγονός ότι η Τράπεζα της Ελλάδος, στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου της, αύξησε τις τοποθετήσεις της σε ομόλογα κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ και μείωσε τις τοποθετήσεις της σε νομίσματα χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, με αποτέλεσμα αντίστοιχη μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της (στα οποία δεν περιλαμβάνονται οι απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ).

Η συνολική καθαρή εισροή κεφαλαίων για άμεσες επενδύσεις οφείλεται κατά κύριο λόγο στην καθαρή εισροή κεφαλαίων για άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα από μη κατοίκους (ύψους 586 εκατ. ευρώ), δεδομένου ότι οι επενδύσεις στο εξωτερικό από κατοίκους ανήλθαν σε 41 εκατ. ευρώ μόνο. Αναφορικά με τις άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα, ιδιαίτερα σημαντική ήταν η εξαγορά της εταιρίας κινητής τηλεφωνίας Panafon A.E.E.T από τη Vodafone, καθώς και της καπνοβιομηχανίας Παπαστράτος από την αμερικανική εταιρία Philip Morris (ύψους 737 και 398 εκατ. ευρώ αντίστοιχα).<sup>48</sup> Οι άμεσες επενδύσεις κατοίκων στο εξωτερικό ήταν επίσης σημαντικές και αφορούσαν αξιόλογες επενδύσεις τόσο στις βαλκανικές χώρες όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Ωστόσο, η καθαρή εκροή από μη κατοίκους ανήλθε σε 41 εκατ. ευρώ, κυρίως επειδή μια εταιρία-κάτοικος Ελλάδος μείωσε τη συμμετοχή της στο μετοχικό κεφάλαιο μιας θυγατρικής της στο εξωτερικό.

Στην κατηγορία των “λοιπών” επενδύσεων,

η σημαντική καθαρή εκροή κεφαλαίων προήλθε τόσο από την αύξηση των απαιτήσεων των κατοίκων στο εξωτερικό κατά 4.035 εκατ. ευρώ όσο και από τη μείωση των υποχρεώσεών τους έναντι μη κατοίκων κατά 3.589 εκατ. ευρώ. Η άνοδος των απαιτήσεων οφείλεται αποκλειστικά στη συνεχιζόμενη σημαντική εκροή για καταθέσεις και τοποθετήσεις σε repos στο εξωτερικό από κατοίκους (κυρίως από πιστωτικά ιδρύματα), η οποία αντανακλά την όλο και μεγαλύτερη ενοποίηση των αγορών χρήματος στη ζώνη του ευρώ, ενώ η μείωση των υποχρεώσεων οφείλεται στην αποπληρωμή δανείων, κυρίως του τομέα της γενικής κυβέρνησης.

Στο τέλος του 2003 τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας διαμορφώθηκαν σε 4,6 δισεκ. ευρώ. Ήδη από τους πρώτους μήνες του 2003, η Τράπεζα της Ελλάδος διαφοροποίησε τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου της, μειώνοντας τις τοποθετήσεις της σε νομίσματα χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ (κυρίως σε δολάρια ΗΠΑ), τα οποία περιλαμβάνονται στα συναλλαγματικά διαθέσιμα, και αυξάνοντας εκείνα τα στοιχεία του ενεργητικού της που έχουν καλύτερες αποδόσεις ή είναι εκφρασμένα σε ευρώ (κυρίως ομόλογα κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ, τα οποία δεν περιλαμβάνονται στα συναλλαγματικά διαθέσιμα). Δεδομένου ότι έχει μειωθεί η ανάγκη για διατήρηση υψηλών αποθεμάτων σε ξένα νομίσματα, με τον τρόπο αυτό η Τράπεζα της Ελλάδος βελτίωσε την αποδοτικότητα των επενδύσεων της και περιόρισε τον κίνδυνο των λογιστικών ζημιών που θα προέκυπταν από τη συνεχιζόμενη υποχώρηση του δολαρίου ΗΠΑ και την ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος, δηλαδή του ευρώ.

<sup>48</sup> Το γεγονός ότι η καθαρή εισροή κεφαλαίων για άμεσες επενδύσεις από μη κατοίκους ήταν τελικά αρκετά μικρότερη (ύψους 586 εκατ. ευρώ) αντανακλά τις ρευστοποιήσεις συμμετοχών που πραγματοποιήθηκαν την ίδια περίοδο

---

## 5. Οι προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλογών το 2004

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα το 2004 στηρίζονται αφενός σ' ένα σύνολο υποθέσεων και προβλέψεων για το διεθνές περιβάλλον και αφετέρου σε μια προβολή των τρεχουσών τάσεων της ελληνικής οικονομίας. Επιπλέον, οι εκτιμήσεις αυτές ενσωματώνουν τις επιδράσεις που αναμένεται να έχουν στην οικονομία τόσο η ασκούμενη οικονομική πολιτική που αποτυπώνεται στον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2004 όσο και ορισμένοι ειδικοί παράγοντες, όπως η ολοκλήρωση των έργων που συνδέονται με τους Ολυμπιακούς Αγώνες, αλλά και η ίδια η διεξαγωγή των Αγώνων τον Αύγουστο του 2004. Λαμβάνονται επίσης υπόψη εκτιμήσεις και υποθέσεις για την εξέλιξη της αμοιβής της εργασίας, καθώς και η άμεση και έμμεση επίδραση των εισροών από τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό (Διαρθρωτικά Ταμεία, ΚΑΠ) στο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ.

Αναλυτικότερα, η πρόβλεψη των μακροοικονομικών εξελίξεων της ελληνικής οικονομίας λαμβάνει υπόψη τη σταδιακή επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της παγκόσμιας οικονομίας από το δεύτερο ήμισυ του 2003, η οποία αναμένεται να συνεχιστεί και το 2004, όπως ήδη αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Επιπλέον, λαμβάνεται υπόψη η πρόβλεψη ορισμένων διεθνών οργανισμών ότι ο ρυθμός αύξησης του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου θα επανέλθει το 2004 στα υψηλά επίπεδα που είχαν παρατηρηθεί την περίοδο 1999-2000 (περίπου 8%).

Με βάση τη συνήθη τεχνική υπόθεση ότι οι συναλλαγματικές ισοτιμίες θα παραμείνουν σταθερές στο επίπεδο που κατά μέσον όρο δια-

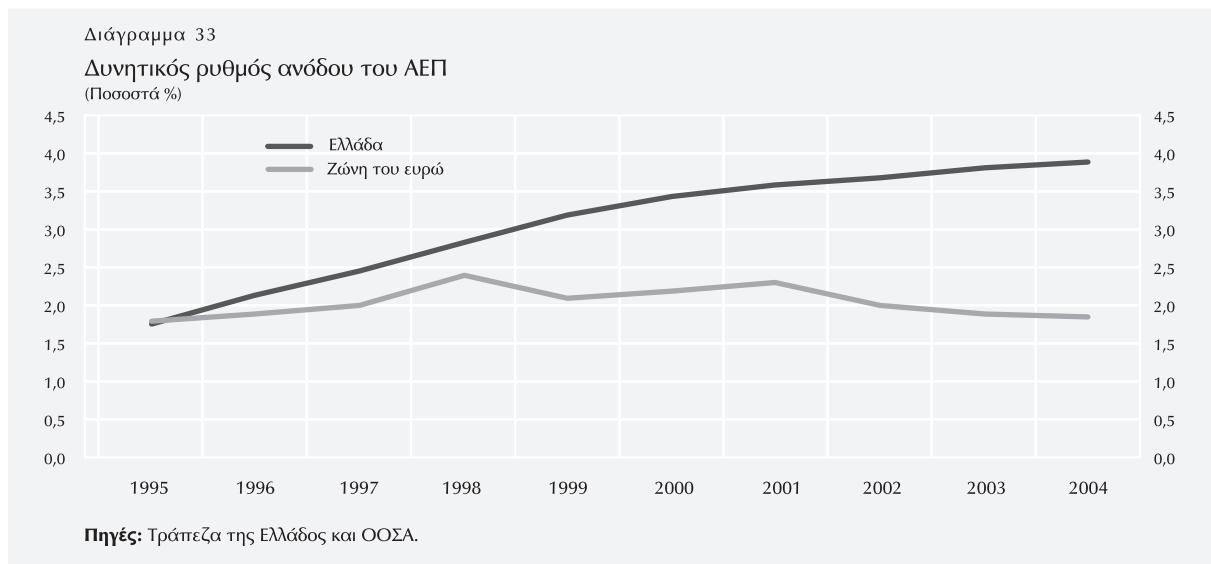
μορφώθηκε σε ένα μικρό χρονικό διάστημα πριν από τη διενέργεια της πρόβλεψης, υπολογίζεται ότι το μέσο ετήσιο επίπεδο της ονομαστικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος, θα αυξηθεί κατά 1,0% το 2004,<sup>49</sup> έναντι 2,9% το 2003. Όσον αφορά τη μέση ετήσια τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent, προβλέπεται – με βάση τις προθεσμιακές τιμές – ότι θα διαμορφωθεί το 2004 στα 29,5 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι (σε σύγκριση με 28,8 δολ. το 2003).

Με βάση το σύνολο των δεδομένων και των υποθέσεων που αναφέρθηκαν, προβλέπεται ότι ο ρυθμός ανόδου της ελληνικής οικονομίας το 2004 θα διατηρηθεί υψηλός και θα διαμορφωθεί στο 4,1%. Προβλέπεται επομένως ότι ο ρυθμός αυτός θα εξακολουθήσει να υπερβαίνει σημαντικά το ρυθμό ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ ως συνόλου. Από τις συνιστώσες της τελικής ζήτησης, η εγχώρια ζήτηση παραμένει η κύρια που συμβάλλει στην αύξηση του ΑΕΠ, αλλά η συμβολή αυτή προβλέπεται να περιοριστεί στις 3,7 εκατοστιαίες μονάδες το 2004 (από 4,6 εκατοστιαίες μονάδες το 2003). Η συμβολή του εξωτερικού τομέα ήταν αρνητική το 2003 (-0,6 της εκατοστιαίας μονάδας), αλλά το 2004 αναμένεται να είναι θετική (0,3 της εκατοστιαίας μονάδας). Ειδικότερα, οι τουριστικές εισπράξεις θα είναι υψηλές λόγω της διεξαγωγής των Ολυμπιακών Αγώνων, οι εισπράξεις από μεταφορικές (ναυτιλιακές) υπηρεσίες θα αυξηθούν λόγω της προβλεπόμενης θετικής εξέλιξης του παγκόσμιου εμπορίου και η άνοδος των εξαγωγών αγαθών θα είναι ταχύτερη λόγω της ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας παγκοσμίως.

Είναι χαρακτηριστικό ότι τα τελευταία χρόνια

---

<sup>49</sup> Εάν παραμείνει στο επίπεδο που κατά μέσον όρο διαμορφώθηκε τις τελευταίες δύο εβδομάδες του Ιανουαρίου του τρέχοντος έτους.



η πλευρά της προσφοράς είχε ουσιώδη συμβολή στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας. Συγκεκριμένα, η άνοδος των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου και της "συνολικής παραγωγικότητας"<sup>50</sup> διεύρυνε την παραγωγική ικανότητα της οικονομίας, έτσι ώστε ρυθμοί ανόδου του ΑΕΠ που προσεγγίζουν το 4% να είναι δυνατόν να διατηρηθούν σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα (βλ. Διάγραμμα 33). Στην υψηλή και σταθερή αύξηση της "συνολικής παραγωγικότητας" πιστεύεται ότι συνέβαλαν η έντονη και παρατεταμένη επενδυτική δραστηριότητα των τελευταίων ετών (η οποία "ενσωματώνει" και την εισαγωγή και χρήση των νέων τεχνολογιών), η βελτίωση της διοίκησης και της οργάνωσης των επιχειρήσεων και η αποτελεσματικότερη λειτουργία των αγορών. Στην έντονη επενδυτική δραστηριότητα και στην άνοδο της "συνολικής παραγωγικότητας" εκτιμάται ότι συνέβαλαν σωρευτικά και οι εισροές από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της ΕΕ, οι οποίες συνετέλεσαν στην επέκταση και αναβάθμιση των υποδομών της οικονομίας. Το 2003 η συμμετοχή των ακαθάριστων επενδύσεων στο ΑΕΠ (σε τρέχουσες τιμές) προσέγγισε το 25%, επίπεδο που είναι το υψηλότερο των τελευταίων δεκαετιών (βλ. Διάγραμμα 34). Το ποσοστό αυτό,

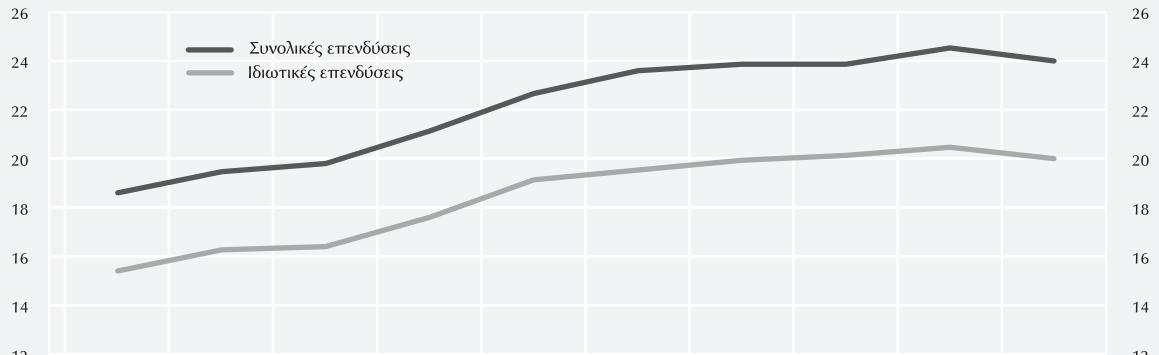
που αναμένεται να διατηρηθεί και το 2004, είναι επίσης το υψηλότερο στην ΕΕ και μπορεί να συγκριθεί μόνο με τις επενδυτικές επιδόσεις της Πορτογαλίας την περίοδο 1995-2000 (25%), ενώ την ίδια περίοδο στην Ιρλανδία η συμμετοχή των επενδύσεων στο ΑΕΠ ήταν χαμηλότερη (γύρω στο 20%), παρά την έντονη επενδυτική δραστηριότητα. Στην εξέλιξη αυτή των επενδύσεων στην Ελλάδα καθοριστικό ρόλο έπαιξε και η δραστική μείωση του κόστους του κεφαλαίου, η οποία συνετέλεσε στην αυξημένη υποκατάσταση της εργασίας με κεφάλαιο. Οι βελτιωμένες συνθήκες "προσφοράς" αναμένεται να εξακολουθήσουν να επιδρούν ευνοϊκά στην ανάπτυξη όχι μόνο το 2004 αλλά και σ' ένα μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.

Από την πλευρά της ζήτησης αναμένεται επιτάχυνση, η οποία θα προέλθει κυρίως από την άνοδο των εισαγωγών υπηρεσιών, ενώ ο ρυθμός ανόδου της εγχώριας ζήτησης θα επιβραδυνθεί, παραμένοντας όμως υψηλός. Έτσι, η τελική

<sup>50</sup> Η αύξηση της "συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής" είναι ο παράγοντας εκείνος στον οποίο αποδίδεται το μέρος της ανόδου του προϊόντος που δεν μπορεί να εξηγηθεί από την αύξηση των ποσοτήτων του πάγιου κεφαλαίου και της εργασίας.

Διάγραμμα 34

Συμμετοχή των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου στο ΑΕΠ  
(Ποσοστά %)



Πηγές: ΕΣΥΕ και, για το 2003 και το 2004, Τράπεζα της Ελλάδος (σε τρέχουσες τιμές).

Ζήτηση, δηλαδή το άθροισμα της εγχώριας και της εξωτερικής ζήτησης, προβλέπεται να αυξηθεί το 2004 κατά 4,3%, έναντι 3,7% το 2003.

Το συνδυασμένο αποτέλεσμα των επιδράσεων προσφοράς και ζήτησης θα έχει ως συνέπεια να αυξηθεί περαιτέρω το θετικό "παραγωγικό κενό" της ελληνικής οικονομίας το 2004 (βλ. Διάγραμμα 19 στο Τμήμα 1 του παρόντος κεφαλαίου). Οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας καθιστούν δυνατή, εφόσον διατηρηθούν μεσοπρόθεσμα, την πραγματική σύγκλισή της. Η σύγκλιση αυτή θα συνεχιστεί και το 2004, δεδομένου ότι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ θα είναι της τάξεως του 1,8%. Ο υψηλός ρυθμός ανόδου του δυνητικού ΑΕΠ στην Ελλάδα (που, όπως αναφέρθηκε, προσεγγίζει το 4%) είναι δυνατόν να γίνει ακόμη υψηλότερος, αν διατηρηθεί η μακροοικονομική σταθερότητα και συνεχιστούν με ικανοποιητικό ρυθμό οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, με στόχο να ενισχυθούν ο δυναμισμός, η ευελιξία και ο εξαγωγικός προσανατολισμός της οικονομίας και να προσελκυστούν ξένες άμεσες επενδύσεις.

Όσον αφορά την πιθανή διαμόρφωση των επι-

μέρους στοιχείων της ζήτησης το 2004, καθώς και των βασικών προσδιοριστικών της παραγόντων, επισημαίνονται τα εξής:

Η πιθανή εξέλιξη των προσδιοριστικών παραγόντων της ιδιωτικής κατανάλωσης εμφανίζεται γενικά ευνοϊκή για το 2004. Συγκεκριμένα, ο ρυθμός ανόδου του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας<sup>51</sup> προβλέπεται ότι το 2004 θα διατηρηθεί σταθερός στο 3,7-3,8% (όσο και το 2003). Η πρόβλεψη αυτή αντανακλά την εκτίμηση ότι το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα θα αυξηθεί το 2004 με ελαφρά υψηλότερο ρυθμό από ό,τι το 2003, αλλά ότι ταυτόχρονα θα επιταχυνθεί οριακά και ο πληθωρισμός (βλ. Τμήμα 2 του παρόντος κεφαλαίου). Η εκτίμηση για το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα στηρίζεται στα εξής:

Τα ονομαστικά εισοδήματα εκτός εργασίας ανα-

<sup>51</sup> Ο ιδιωτικός τομέας περιλαμβάνει τόσο τα νοικοκυριά όσο και τις επιχειρήσεις (ιδιωτικές και δημόσιες). Για τη διερεύνηση των προσδιοριστικών παραγόντων της ιδιωτικής κατανάλωσης απαιτείται κανονικά η εξέταση της εξέλιξης του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Επειδή όμως οι σχετικές εθνικολογιστικές εκτιμήσεις διατίθενται από την ΕΣΥΕ με σημαντική χρονική υστέρηση, εξετάζεται προσεγγιστικά το διαθέσιμο εισόδημα ολόκληρου του ιδιωτικού τομέα.

μένεται να αυξηθούν όσο και το 2003 ή με ελαφρά υψηλότερο ρυθμό. Όσον αφορά το εισόδημα των μισθωτών, το οποίο κατ' εξοχήν επηρεάζει την καταναλωτική δαπάνη, οι μέσες προφορολογίας αποδοχές προβλέπεται ότι θα αυξηθούν περίπου με τον ίδιο ρυθμό όπως το 2003 (βλ. Πίνακα VI στη σελ. 52). Ωστόσο, το μέσο καθαρό εισόδημα των μισθωτών<sup>52</sup> εκτιμάται ότι θα αυξηθεί μεν, αλλά με ρυθμό χαμηλότερο από ό,τι το 2003, λόγω της “δημοσιονομικής απορρόφησης”. Πράγματι, οι σημαντικές φορολογικές ελαφρύνσεις του Ν. 3091/2002 οδήγησαν σε μείωση του παρακρατούμενου φόρου και σε αύξηση του καθαρού εισοδήματος των μισθωτών στη διάρκεια του 2003, ενώ οι ονομαστικές αυξήσεις των μισθών το 2004 θα έχουν ως αποτέλεσμα να αυξηθεί εφέτος, σε κάποιο βαθμό, η φορολογική επιβάρυνση του εισοδήματος των μισθωτών, λόγω της μη αναπροσαρμογής των φορολογικών κλιμακίων.<sup>53</sup> Από την άλλη πλευρά, επειδή αναμένεται ότι η αύξηση της μισθωτής απασχόλησης θα είναι ταχύτερη από ό,τι το 2003, προβλέπεται ότι το συνολικό πραγματικό καθαρό εισόδημα των μισθωτών θα αυξηθεί τουλάχιστον κατά 2%. Το διαθέσιμο<sup>54</sup> εισόδημά τους, όμως, θα αυξηθεί περισσότερο, λόγω της σημαντικής ανόδου των μεταβιβάσεων προς τις ασθενέστερες ομάδες του πληθυσμού (σύμφωνα με τα μέτρα κοινωνικής και αναπτυξιακής πολιτικής που ανακοινώθηκαν το Σεπτέμβριο του 2003 και περιλήφθηκαν στον Ν. 3220/2004). Η αύξηση των μεταβιβάσεων προς τα νοικοκυριά εκτιμάται ότι θα διοχετευθεί σχεδόν εξ ολοκλήρου στην ιδιωτική κατανάλωση, λόγω της υψηλής ροπής προς κατανάλωση των κατηγοριών αυτών του πληθυσμού. Τέλος, την ιδιωτική κατανάλωση θα εξακολουθήσει να στηρίζει και ο σχετικά υψηλός ρυθμός ανόδου των καταναλωτικών δανείων. Με βάση τις ανωτέρω διαπιστώσεις και αξιολογήσεις, αλλά και τη σταδιακή βελτίωση που καταγράφεται στους δείκτες εμπιστοσύνης

των καταναλωτών, προβλέπεται ότι ο ρυθμός ανόδου που σημείωσε η ιδιωτική κατανάλωση το 2003 (3,2%) θα επιταχυνθεί στο 3,5% περίπου το 2004.

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της δημόσιας κατανάλωσης βασίζονται στην επίσημη πρόβλεψη του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών που περιλαμβάνεται στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2003. Σύμφωνα με το Πρόγραμμα, η δημόσια κατανάλωση αναμένεται να αυξηθεί κατά 1% το 2004 και η πρόβλεψη αυτή είναι συνεπής με την πρόβλεψη-στόχο του Προγράμματος ότι το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης θα μειωθεί εφέτος στο 1,2% του ΑΕΠ.

Το 2004 ο ρυθμός ανόδου των συνολικών ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου προβλέπεται να περιοριστεί στο 4,5%, από 8,5% περίπου το 2003. Η επιβράδυνση εκτιμάται ότι θα παρατηρηθεί σε όλες τις κατηγορίες της επενδυτικής δαπάνης.

Ειδικότερα, ο ρυθμός ανόδου των δημόσιων επενδύσεων, ο οποίος ήταν της τάξεως του 12% το 2003 λόγω της κατασκευής των Ολυμπιακών έργων, προβλέπεται να υποχωρήσει στο 4% περίπου το 2004. Αυτόν το ρυθμό αύξησης εκτιμάται ότι θα στηρίζει η αναμενόμενη ανάκαμψη των εισροών κοινοτικών πόρων.

Οι επενδύσεις σε ιδιωτικές κατοικίες αναμένεται να αυξηθούν με επιβραδυνόμενο ρυθμό το 2004,

<sup>52</sup> Αυτό προκύπτει μετά την αφαίρεση του φόρου εισοδήματος και των ασφαλιστικών κρατήσεων.

<sup>53</sup> Σύμφωνα με τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2004, τα έσοδα από φόρους εισοδήματος φυσικών προσώπων θα αυξηθούν εφέτος κατά 7,8%, έναντι 4,1% το 2003.

<sup>54</sup> Το διαθέσιμο εισόδημα των μισθωτών προκύπτει όταν στο καθαρό εισόδημά τους προστεθούν οι μεταβιβάσεις (κοινωνικές παροχές).

αντανακλώντας κυρίως το γεγονός ότι ήταν υψηλοί οι ρυθμοί ανόδου τους το 2002 και το 2003. Η έντονη δραστηριότητα στον τομέα των ιδιωτικών κατασκευών, που υποστηρίχθηκε από τις εξαιρετικά ευνοϊκές χρηματοδοτικές συνθήκες, είχε ως αποτέλεσμα να δημιουργηθεί ένα απόθεμα κατοικιών το οποίο κρίνεται ότι βρίσκεται πλέον κοντά στο επιθυμητό επίπεδο, με βάση τις τρέχουσες οικονομικές συνθήκες αλλά και τις στεγαστικές ανάγκες. Η σταδιακή επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των τιμών των ακινήτων και κάποιες ενδείξεις υποχώρησής τους που καταγράφονται τελευταία σε ορισμένα τμήματα της αγοράς συνηγορούν στην εκτίμηση ότι διαμορφώνονται συνθήκες ισορροπίας στην αγορά ακινήτων, κυρίως των κατοικιών.

Ο ρυθμός ανόδου των λοιπών ιδιωτικών επενδύσεων εκτός των κατοικιών, στις οποίες περιλαμβάνονται οι επενδύσεις των ιδιωτικών και των δημόσιων επιχειρήσεων, αναμένεται να υποχωρήσει το 2004 στο 4,5-5%, από 7,5% περίπου το 2003. Η πρόβλεψη αυτή για το 2004 αντανακλά κατά κύριο λόγο τον υψηλό ρυθμό που σημειώθηκε το 2003 λόγω της προετοιμασίας για τους Ολυμπιακούς Αγώνες (επενδύσεις σε ξενοδοχεία, μεταφορές και επικοινωνίες, κ.λπ.). Σε κάποιο όμως βαθμό αντανακλά και αβεβαιότητα για την εξέλιξη τις τελικής ζήτησης μετά τη λήξη των Ολυμπιακών Αγώνων, η οποία δρα ανασταλτικά όσον αφορά την ανάληψη νέων επενδυτικών πρωτοβουλιών από τις επιχειρήσεις. Εκτιμάται πάντως ότι η επιβράδυνση της ανόδου των επενδύσεων θα είναι παροδικού χαρακτήρα. Η κερδοφορία των επιχειρήσεων από τα μέσα του 2003 άρχισε να ανακάμπτει και αναμένεται να ενισχυθεί περαιτέρω στη διάρκεια του 2004. Επιπλέον, οι ελληνικές επιχειρήσεις λειτουργούν σε ευνοϊκό περιβάλλον όσον αφορά τη χρηματοδότηση.

Ο εξωτερικός τομέας, όπως αναφέρθηκε, ανα-

μένεται να συμβάλει θετικά στην άνοδο του ΑΕΠ το 2004. Οι ελληνικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών είχαν αρνητική εξέλιξη το 2001 και το 2002, ενώ το 2003 οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών εκτιμάται ότι σημείωσαν αύξηση κατά 1,2%. Το 2004 οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αναμένεται να αυξηθούν σημαντικά, με ρυθμό της τάξεως του 8,5%. Στην άνοδο αυτή η συμβολή των εξαγωγών υπηρεσιών είναι καθοριστική. Η άνοδος ασφαλώς συνδέεται με την διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων και την αναμενόμενη μεγάλη αύξηση των εισπράξεων από τουριστικές υπηρεσίες (με ρυθμό της τάξεως του 15% έναντι μείωσης κατά 8% το 2003). Παράλληλα, η ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου και η διατήρηση των ναύλων σε υψηλά επίπεδα εκτιμάται ότι θα ενισχύσουν και τις εισπράξεις από μεταφορικές υπηρεσίες, οι οποίες προβλέπεται να αυξηθούν κατά 5-6% (έναντι αύξησης κατά 12,3% το 2003). Η επιταχυνόμενη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας αναμένεται να επηρεάσει θετικά και τις ελληνικές εξαγωγές αγαθών, οι οποίες εκτιμάται ότι θα αυξηθούν περίπου κατά 4,5% το 2004, σημειώνοντας άνοδο για δεύτερο κατά σειρά έτος. Η ζήτηση από το εξωτερικό για τα ελληνικά προϊόντα<sup>55</sup> αναμένεται ότι θα αυξηθεί το 2004 κατά 7% περίπου, έναντι 4% το 2003. Συνολικά εκτιμάται ότι η ευνοϊκή επίδραση της ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας θα υπεραντισταθμίσει την αρνητική επίδραση της απώλειας ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές, η οποία οφείλεται αφενός στην άνοδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και αφετέρου στη θετική διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και των εμπορικών της εταίρων.

<sup>55</sup> Για τον υπολογισμό της ζήτησης από το εξωτερικό λαμβάνονται υπόψη (α) η προβλεπόμενη αύξηση των εισαγωγών στις διάφορες χώρες που είναι εμπορικοί εταίροι της Ελλάδος και (β) το μερίδιο της Ελλάδος στις εισαγωγές αυτές κατά το παρελθόν.

## Πίνακας XVI

Προβλέψεις για βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας από διεθνείς οργανισμούς, το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών και την Τράπεζα της Ελλάδος  
(Εκατοστιαίες μεταβολές)

	2004			
	ΟΟΣΑ	Ευρωπαϊκή Επιπροπή	Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών	Τράπεζα της Ελλάδος
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν	4,1	4,2	4,2	4,1
Ιδιωτική εθνική κατανάλωση	3,4	3,0	3,2	3,5
Δημόσια κατανάλωση	1,1	4,3	1,0	1,0
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	7,2	7,1	7,0	4,5
Επενδύσεις γενικής κυβέρνησης	...	3,8	4,2	4,1
Επενδύσεις σε κατοικίες	3,9	...	1,0	4,7
Επιχειρηματικές επενδύσεις	8,1	...	9,5	4,6
Επενδύσεις σε κατασκευές (σύνολο)	...	7,8	8,0	...
Επενδύσεις σε εξοπλισμό	...	6,6	6,0	4,6
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	6,6	5,5	6,7	8,4
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	5,7	5,1	4,7	5,0
Συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ (σε εκατ. μον.)				
Εγχώρια ζήτηση	4,4	4,5	4,2	3,7
Μεταβολή αποθεμάτων	0,0	0,0	0,0	0,0
Ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών	-0,3	-0,3	0,1	0,3

Πηγές: ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, Δεκέμβριος 2003.

Ευρωπαϊκή Επιπροπή, *Autumn 2003 Economic Forecasts*.

Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης, Δεκέμβριος 2003.

Τράπεζα της Ελλάδος, προβλέψεις.

Οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, οι οποίες μειώθηκαν το 2002 και παρουσίασαν σχετικά μικρή αύξηση το 2003, αναμένεται ότι το 2004 θα προσεγγίσουν ρυθμό ανόδου της τάξεως του 5%. Μια τέτοια εξέλιξη είναι συμβατή με την αναμενόμενη μεταβολή στη σύνθεση της εγχώριας ζήτησης (με ενίσχυση της ζήτησης για κατηγορίες προϊόντων στις οποίες είναι υψηλότερη η συμμετοχή των εισαγομένων). Εκτιμάται ότι οι παράγοντες που συγκράτησαν τις εισαγωγές το 2002 και 2003 ήταν παροδικού χαρακτήρα και ότι το 2004 ο ρυθμός ανόδου των εισαγωγών θα είναι περίπου αντίστοιχος με εκείνον της τελικής ζήτησης.

Επιπλέον, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι το 2004 αναμένεται να αυξηθούν σημαντικά, σε σύγκριση με το 2003, οι απολήψεις από την ΕΕ, αφενός λόγω των καθυστερήσεων των εισπράξεων

βάσει του Γ' ΚΠΣ στη διάρκεια του 2003 και αφετέρου λόγω της αναμενόμενης επιτάχυνσης στην εκτέλεση του Γ' ΚΠΣ κατά το τρέχον έτος. Εάν επίσης ληφθούν υπόψη: (α) η ροή των εισπράξεων από το Τμήμα Εγγυήσεων του Ευρωπαϊκού Γεωργικού Ταμείου Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΕΓΤΠΕ) και (β) οι αποδόσεις της Ελλάδος προς τον κοινοτικό προϋπολογισμό, η καθαρή μεταβίβαση πόρων από την ΕΕ προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης είναι δυνατόν να προσεγγίσει τα 4,5 δισεκ. ευρώ.

Με βάση τα ανωτέρω, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να μειωθεί κατά 700 εκατ. ευρώ περίπου σε σύγκριση με εκείνο του 2003 και να διαμορφωθεί γύρω στο 5% του ΑΕΠ (έναντι 5,7% το 2003).

Επομένως, το 2004 η κύρια ώθηση στην οικονο-

μική δραστηριότητα θα προέλθει από την εγχώρια ζήτηση, ιδίως από τα νοικοκυριά, ενώ θετική θα είναι και η συμβολή του εξωτερικού τομέα, αντίθετα με δ,τι συνέβη το 2002 και το 2003. Η πρόβλεψη αυτή για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας το 2004 δεν διαφέρει

σημαντικά από τις αντίστοιχες προβλέψεις που περιλαμβάνονται στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης (Δεκέμβριος 2003), ολλά και τις προβλέψεις και εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (βλ. Πίνακα XVI).



## IV. Οι αγορές χρήματος, πιστώσεων και κεφαλαίων στην Ελλάδα

### 1. Εξελίξεις νομισματικών μεγεθών στην Ελλάδα

Οι βασικές συνιστώσες της ελληνικής συμβολής στο Μ3<sup>1</sup> της ζώνης του ευρώ (δηλ. οι καταθέσεις και οι τοποθετήσεις σε συμφωνίες επαναγοράς, σε αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων και σε τραπεζικά ομόλογα) αυξήθηκαν ως σύνολο κατά το 2003 με επιταχυνόμενο ρυθμό, αλλά γενικά χαμηλότερο από ό,τι το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, η εξέλιξη αυτών των επιμέρους μεγεθών παρουσίασε διαφορετικές τάσεις. Η περαιτέρω μείωση των επιτοκίων στην Ελλάδα (αλλά και στη ζώνη του ευρώ) κατά το 2003, σε συνδυασμό με τη χρηματιστηριακή αβεβαιότητα κατά τους πρώτους μήνες του έτους εκείνου, καθώς και η (εκ νέου) φορολόγηση των αποδόσεων των συμφωνιών επαναγοράς (repos) από τον Ιανουάριο του 2002, οδήγησαν σε ανακατανομή των αποταμιευτικών πόρων και στροφή των επενδυτών προς καταθέσεις με μεγαλύτερη διάρκεια και κυρίως προς μεριδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων.

Αναλυτικότερα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων οι οποίες κατά τον ορισμό της ΕΚΤ περιλαμβάνονται στο Μ3, μετά τη σημαντική επιβράδυνση που παρουσίασε το πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους, στη συνέχεια επιταχύνθηκε σταδιακά και διαμορφώθηκε σε 12,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2003 από 9,2% το

**1** Το νομισματικό μέγεθος Μ3 της Ελλάδος, αλλά και κάθε χώρας της ζώνης του ευρώ, δεν μπορεί πλέον να υπολογιστεί με ακρίβεια, καθώς η ποσότητα των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ευρώ που έχουν τεθεί σε κυκλοφορία σε κάθε χώρα της ζώνης του ευρώ διακρατείται και από κατοίκους των λοιπών χωρών της ζώνης του ευρώ (καθώς και από κατοίκους τρίτων χωρών). Επομένως, εξαιτίας των τεχνικών προβλημάτων για τον υπολογισμό του νομίσματος σε κυκλοφορία σε κάθε χώρα της ζώνης του ευρώ, δεν σχολιάζεται πλέον η εξέλιξη του ελληνικού Μ3 ως συνόλου, παρά μόνον η εξέλιξη των βασικών συνιστωσών του εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία.

**Πίνακας XVII**

**Ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ**

(Μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)

Υπόλοιπα 31.12.03 (εκατ. ευρώ)	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές <sup>1</sup>						
	2002		2003				
	δ' τρίμηνο <sup>2</sup>	α' τρίμηνο <sup>2</sup>	β' τρίμηνο <sup>2</sup>	γ' τρίμηνο <sup>2</sup>	δ' τρίμηνο <sup>2</sup>	Δεκέμβριος <sup>3</sup>	
1. Καταθέσεις μίας ημέρας	79.452	8,9	3,6	5,5	3,9	6,7	10,2
1.1 Όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί	17.563	5,7	4,4	12,0	14,3	17,7	15,4
1.2 Απλού ταμιευτηρίου	61.889	9,8	3,4	3,9	1,3	4,1	9,6
2. Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	32.286	10,1	11,6	17,3	30,7	29,6	20,7
3. Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών <sup>4</sup>	2.046	8,1	7,9	4,4	2,5	1,5	2,4
<b>4. Σύνολο καταθέσεων (1+2+3)</b>	<b>113.784</b>	<b>9,2</b>	<b>5,7</b>	<b>8,3</b>	<b>10,4</b>	<b>12,1</b>	<b>12,5</b>
5. Συμφωνίες επαναγοράς	10.842	-19,0	-18,6	-31,8	-44,3	-47,7	-45,8
6. Μεριδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	15.688	-3,7	30,7	64,7	76,9	68,0	46,5
7. Τραπεζικά ομόλογα διάρκειας έως 2 ετών <sup>5</sup>	472	...	...	...	...	...	...

1 Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής του αντίστοιχου δείκτη. Ο κάθε δείκτης καταρτίζεται με βάση το υπόλοιπο του σχετικού νομισματικού μεγέθους το Δεκέμβριο του 2001 και τις συστορευμένες μηνιαίες ροές, διορθωμένες για διακυμάνσεις συναλογισμάτων ιστομάρων, σφάλματα ταξινόμησης κ.ά.

2 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους μέσους ετήσιους ρυθμούς για τον 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 EKT).

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

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

5 Δεν παρατίθενται οι ρυθμοί μεταβολής, οι οποίοι, λόγω της χαμηλής βάσης υπολογισμού τους, είναι πάρα πολύ υψηλοί.

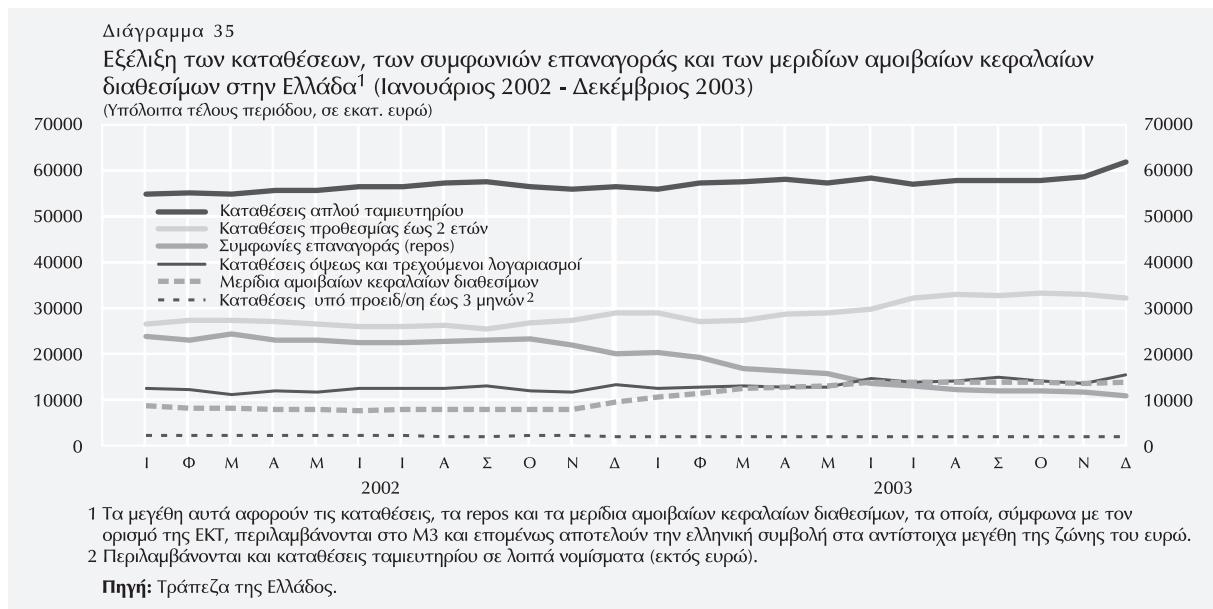
**Πηγές:** Τράπεζα της Ελλάδος και EKT.

τελευταίο τρίμηνο του 2002 (βλ. Πίνακα XVII). Αντίθετα, στη ζώνη του ευρώ ο ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων αυτών κινήθηκε σε χαμηλότερο επίπεδο και δεν παρουσίασε μεγάλες αποκλίσεις στη διάρκεια του έτους.<sup>2</sup> Ο ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας κυμάνθηκε γενικά σε χαμηλά επίπεδα κατά το 2003 και διαμορφώθηκε σε 6,7% το τέταρτο τρίμηνο του έτους, έναντι 8,9% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2002. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι από τον Οκτώβριο του 2003 οι καταθέσεις ταμιευτηρίου περιλαμβάνονται στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας μαζί με τις καταθέσεις όψεως και τους τρεχούμενους λογαριασμούς.<sup>3</sup> Οι καταθέσεις ταμιευτηρίου, όπως έχει ήδη αναφερθεί και σε προηγούμενες Εκθέσεις για τη Νομισματική Πολιτική, είναι άμεσα ρευστοποιήσιμες (χωρίς επιβολή ποινής από τις τράπεζες κατά τη ρευστοποίησή τους)

και παρέχουν τη δυνατότητα στους καταθέτες να διενεργούν πληρωμές (π.χ εκτέλεση πάγιων εντολών πληρωμής και εξόφληση λογαριασμών μέσω καρτών), δηλαδή έχουν γενικώς παρόμοια χαρακτηριστικά με τις καταθέσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς. Η εξέλιξη των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας προέρχεται από τη σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των καταθέσεων ταμιευτηρίου λόγω του χαμηλού επιτοκίου των καταθέσεων αυτών. Συγκεκριμένα, ο ρυθμός αύξησης των καταθέσεων ταμιευτηρίου περιορίστηκε σημαντικά σε 4,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2003 από 9,8% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Το χαμηλό επιτόκιο

2 Για την εξέλιξη των νομισματικών μεγεθών στη ζώνη του ευρώ, βλ. Κεφάλαιο II, Τμήμα 3.

3 Για λόγους συγκρισμότητας, αντίστοιχη προσαρμογή έγινε και στα στοιχεία που αφορούν προηγούμενα έτη.



των καταθέσεων ταμιευτηρίου έστρεψε το ενδιαφέρον των αποταμιευτών σε εναλλακτικές τοποθετήσεις με υψηλότερες αποδόσεις κατά το 2003. Αντίθετα, ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων όψεως και των τρεχούμενων λογαριασμών επιταχύνθηκε σημαντικά από το δεύτερο τρίμηνο και μετά και διαμορφώθηκε σε 17,7% το τέταρτο τρίμηνο του 2003 έναντι 5,7% το τελευταίο τρίμηνο του 2002. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη μείωση του κόστους ευκαιρίας σ' αυτήν την κατηγορία καταθέσεων, καθώς η διαφορά επιτοκίων μεταξύ αφενός των καταθέσεων όψεως και των τρεχούμενων λογαριασμών και αφετέρου των καταθέσεων προθεσμίας περιορίστηκε κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2003, ενώ ταυτόχρονα αυξήθηκε και η θετική διαφορά επιτοκίων μεταξύ των καταθέσεων αυτών και των καταθέσεων ταμιευτηρίου. Συνδέεται επίσης με τη σημαντική άνοδο των συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) που παρατηρήθηκε από τον Ιούνιο του 2003 και μετά.<sup>4</sup>

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων προθεσμίας διάρκειας έως δύο ετών κυμάνθηκε σε υψηλά επίπεδα, ιδιαίτερα το δεύτερο εξά-

μηνο του 2003, και διαμορφώθηκε σε 29,6% το τέταρτο τρίμηνο του 2003 έναντι 10,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Η εξέλιξη των καταθέσεων προθεσμίας συνδέεται με τη μετατόπιση αποταμιευτικών πόρων προς αυτές, κυρίως από τις συμφωνίες επαναγοράς, λόγω των συγκριτικά υψηλότερων αποδόσεών τους. Τα επιτόκια των καταθέσεων προθεσμίας, αν και μειώθηκαν στη διάρκεια του 2003 περισσότερο από ό,τι τα επιτόκια των καταθέσεων ταμιευτηρίου, εντούτοις παραμένουν σε αρκετά υψηλότερο επίπεδο από αυτά.

Από τις υπόλοιπες βασικές συνιστώσες του Μ3, οι τοποθετήσεις σε repos συνέχισαν και κατά το 2003 να μειώνονται (βλ. Διάγραμμα 35) και ο ρυθμός μεταβολής τους διαμορφώθηκε σε -47,7% το τέταρτο τρίμηνο έναντι -19% το τελευταίο τρίμηνο του 2002. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη σχετικά μεγάλη μείωση των αποδόσεων των repos κατά το προηγούμενο

<sup>4</sup> Η μέση μηνιαία αξία των χρηματιστηριακών συναλλαγών στην περίοδο Ιουνίου-Δεκεμβρίου 2003 αυξήθηκε σε 3.784 εκατ. ευρώ, από 1.673 εκατ. ευρώ το πεντάμηνο Ιανουαρίου-Μαΐου 2003.

## Πίνακας XVIII

### Συνολική πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2002		2003				
	γ' τρίμηνο <sup>1</sup>	δ' τρίμηνο <sup>1</sup>	α' τρίμηνο <sup>1</sup>	β' τρίμηνο <sup>1</sup>	γ' τρίμηνο <sup>1</sup>	δ' τρίμηνο <sup>1</sup>	Δεκέμβριος <sup>2</sup>
1. Συνολική πιστωτική επέκταση	5,3	7,1	6,4	4,0	3,7	3,2	3,0
2. Πιστωτική επέκταση προς τη γενική κυβέρνηση	-9,1	-5,2	-7,1	-13,5	-15,9	-15,9	-16,1
3. Πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά	19,5	18,3	18,2	18,0	18,4	17,1	17,0
3.1. Πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις	12,0	11,4	11,3	12,0	13,2	11,0	10,8
3.2. Πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά	36,7	33,1	32,3	29,8	28,2	28,2	27,6
εκ της οποίας:							
3.2.1 Στεγαστικά δάνεια	38,7	35,4	34,4	31,1	28,7	27,1	25,0
3.2.2 Καπαναλωτικά δάνεια	31,1	27,4	26,1	23,8	22,7	24,8	27,2

1 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους 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 EKT).

2 Ετήσιος ρυθμός μεταβολής στο τέλος του μηνός.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

έτος (βλ. παρακάτω, Τμήμα IV.3), αλλά και με τη φορολόγηση εκ νέου (με συντελεστή 7%) των εν λόγω αποδόσεων από τον Ιανουάριο του 2002. Τέλος, οι τοποθετήσεις σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων αυξήθηκαν σημαντικά κατά το 2003 και το υπόλοιπό τους το τέταρτο τρίμηνο του 2003 ήταν κατά μέσον όρο 68% υψηλότερο σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους, έναντι ρυθμού μείωσης 3,7% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Οι υψηλοί ρυθμοί ανόδου των τοποθετήσεων σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων συνδέονται με τις συγκριτικά καλύτερες αποδόσεις τους, αλλά και με το γεγονός ότι οι επενδυτές γενικά προτιμούν τις ασφαλέστερες τοποθετήσεις σε περιόδους χρηματιστηριακής αβεβαιότητας (όπως ήταν οι πρώτοι μήνες του 2003).

## 2. Πιστωτική επέκταση

Σημαντική επιβράδυνση παρατηρήθηκε το 2003 στον ετήσιο ρυθμό αύξησης της συνολικής

χρηματοδότησης της οικονομίας από τα Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI), ο οποίος το τέταρτο τρίμηνο του έτους περιορίστηκε σε 3,2%, από 7,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Η επιβράδυνση αυτή οφείλεται κυρίως στη μεγάλη μείωση της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης από τα NXI<sup>5</sup> αλλά και στη μικρή υποχώρηση του ρυθμού ανόδου των δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε 15,9% το τέταρτο τρίμηνο του 2003, έναντι 5,2% το τέταρτο τρίμηνο του 2002 (βλ. Πίνακα XVIII), καθώς το 2003 οι τοποθετήσεις τόσο της Τράπεζας της Ελλάδος όσο και των λοιπών NXI σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου μειώθηκαν κατά 381 εκατ. ευρώ και 9.268 εκατ.

5 Η χρηματοδότηση της γενικής κυβέρνησης από τα NXI περιλαμβάνει το υπόλοιπο των δανείων που της έχουν χορηγήσει τα πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και το σύνολο των χρεογράφων του Δημοσίου που διακρατούνται από τα πιστωτικά ιδρύματα και τα αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων.

ευρώ αντίστοιχα.<sup>6</sup> Επιπλέον, μείωση κατά 552 εκατ. ευρώ εμφανίζει το υπόλοιπο των δανείων προς το Ελληνικό Δημόσιο από την Τράπεζα της Ελλάδος,<sup>7</sup> η οποία υπεραντιστάθμισε την αύξηση κατά 451 εκατ. ευρώ του υπολοίπου των δανείων προς το Ελληνικό Δημόσιο από τα λοιπά πιστωτικά ιδρύματα. Παρατηρείται επομένως σημαντική αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου των λοιπών (δηλ. χωρίς την Τράπεζα της Ελλάδος) ΝΧΙ, καθώς στο τέλος του 2003 οι απαιτήσεις τους έναντι του Ελληνικού Δημοσίου περιορίστηκαν στο 16,1% του συνολικού ενεργητικού τους από 21,3% στο τέλος του 2002, ενώ το σύνολο των απαιτήσεών τους (δάνεια και ομόλογα) έναντι του εγχώριου ιδιωτικού τομέα και των τοποθετήσεών τους σε μετοχές εγχώριων μη τραπεζικών επιχειρήσεων αυξήθηκε σε 48,2% του συνολικού ενεργητικού τους, από 44,4% στο τέλος του 2002. Πρέπει να σημειωθεί ότι, σε ταμειακή βάση, οι δανειακές ανάγκες της γενικής κυβέρνησης το 2003 ήταν σημαντικά αυξημένες και διαμορφώθηκαν σε 8.665 εκατ. ευρώ, έναντι 5.542 εκατ. ευρώ το 2002. Οι δανειακές αυτές ανάγκες καλύφθηκαν κυρίως με εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό, καθώς η διακράτηση τίτλων του Δημοσίου από μη κατοίκους αυξήθηκε το 2003 κατά 19.688 εκατ. ευρώ, πουσό που υπερκάλυψε τη μείωση κατά 2.171 εκατ. ευρώ του υπολοίπου του απευθείας δανεισμού του Δημοσίου από το εξωτερικό. Την ίδια περίοδο, η διακράτηση τίτλων του Δημοσίου από τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα (ιδιώτες και επιχειρήσεις) αυξήθηκε κατά 903 εκατ. ευρώ, ενώ μειώθηκε κατά 9.755 εκατ. ευρώ η καθαρή χρηματοδότηση της γενικής κυβέρνησης από τα εγχώρια ΝΧΙ.<sup>8</sup>

#### *Τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών*

Ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά υπο-

χώρησε στο 17,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2003, από 18,3% το τέταρτο τρίμηνο του 2002<sup>9</sup> (βλ. Πίνακα XVIII). Η εξέλιξη αυτή αντανακλά κυρίως την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά και ειδικότερα στην κατηγορία των στεγαστικών δανείων, που εξακολούθησαν πάντως να αυξάνονται με υψηλό ρυθμό.

Αναλυτικότερα, ο ετήσιος ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις το πρώτο και το δεύτερο τρίμηνο του 2003 κυμάνθηκε γύρω στο 11,5%, όσο περίπου και το τελευταίο τρίμηνο του 2002. Το δίμηνο Ιουλίου-Αυγούστου ο ρυθμός αυτός επιταχύνθηκε σημαντικά, στη συνέχεια όμως η τάση αντιστράφηκε εξαιτίας της έκδοσης από ορισμένες επιχειρήσεις ομολογιακών δανείων, το προϊόν των οποίων χρησιμοποιήθηκε σε μεγάλο βαθμό για την εξόφληση τραπεζικού δανεισμού, ενώ το σύνολο των ομολόγων αγοράστηκε από τραπεζικά ιδρύματα και παραμένει στο χαρτοφυλάκιό τους. Έτσι, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής των δανείων προς τις επιχειρήσεις διαμορφώθηκε στο 11% το τέταρτο τρίμηνο του 2003, έναντι 11,4% το τέταρτο τρίμηνο του 2002.

Συμπληρωματικά στοιχεία για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστω-

**6** Η μείωση προέρχεται εξ ολοκλήρου από τα πιστωτικά ιδρύματα. Αντίθετα, αμετάβλητες παρέμειναν το 2003 οι τοποθετήσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου.

**7** Αφορά δάνεια τα οποία είχαν χορηγηθεί μέχρι 31.12.1993, δεδομένου ότι μετά την ημερομηνία αυτή η Τράπεζα της Ελλάδος δεν χορηγεί πλέον δάνεια προς το Δημόσιο, στο πλαίσιο της απαγόρευσης της νομισματικής χρηματοδότησης του ευρύτερου δημόσιου τομέα.

**8** Η καθαρή χρηματοδότηση ισούται με τις απαιτήσεις των ΝΧΙ έναντι της γενικής κυβέρνησης μείον τις υποχρεώσεις τους προς αυτήν.

**9** Την ίδια περίοδο του 2003, στη ζώνη του ευρώ σημειώθηκε επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, ο οποίος όμως διαμορφώθηκε σε επίπεδο πολύ χαμηλότερο από ό,τι στην Ελλάδα (Δεκέμβριος 2003: 5,5%, Δεκέμβριος 2002: 4,8%).

**Πίνακας XIX**

Χρηματοδότηση επιχειρήσεων και νοικοκυριών στην Ελλάδα κατά κλάδο

	Υπόλοιπα 31.12.03 (εκατ. ευρώ)	Επήσιες εκατοστιαίες μεταβολές					
		2002		2003			
		δ' τρίμηνο <sup>1</sup>	α' τρίμηνο <sup>1</sup>	β' τρίμηνο <sup>1</sup>	γ' τρίμηνο <sup>1</sup>	δ' τρίμηνο <sup>1</sup>	Δεκέμβριος <sup>2</sup>
<b>A. Επιχειρήσεις</b>	<b>60.979</b>	<b>11,4</b>	<b>11,3</b>	<b>12,0</b>	<b>13,2</b>	<b>11,0</b>	<b>10,8</b>
1. Γεωργία	3.083	-14,0	-0,9	1,8	3,3	3,3	1,9
2. Βιομηχανία <sup>3</sup>	15.865	11,5	14,1	13,5	14,2	10,4	10,5
3. Εμπόριο	16.514	7,8	3,9	1,1	-0,1	4,0	5,4
4. Τουρισμός	3.488	33,7	33,8	32,6	33,0	24,4	20,2
5. Ναυτιλία	4.317	5,5	5,1	7,1	9,4	2,3	4,1
6. Λοιπά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (πλην ΝΧΙ)	2.767	72,5	51,9	31,1	16,5	-3,2	-3,6
7. Λοιπά	14.945	14,3	12,9	22,7	30,7	26,5	24,2
<b>B. Νοικοκυριά</b>	<b>40.199</b>	<b>33,1</b>	<b>32,3</b>	<b>29,8</b>	<b>28,2</b>	<b>28,2</b>	<b>27,6</b>
1. Στεγαστικά δάνεια	26.534	35,4	34,4	31,1	28,7	27,1	25,0
2. Καταναλωτικά δάνεια	12.410	27,4	26,1	23,8	22,7	24,8	27,2
– Πιστωτικές κάρτες	6.223	37,1	36,1	33,0	32,0	27,8	25,5
– Λοιπά καταναλωτικά δάνεια	6.187	19,2	17,1	15,0	13,8	21,8	28,9
3. Λοιπά	1.255	62,6	77,5	117,1	129,1	135,7	142,2
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>101.178</b>	<b>18,3</b>	<b>18,2</b>	<b>18,0</b>	<b>18,4</b>	<b>17,1</b>	<b>17,0</b>

1 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους μέσους επήσιους ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ρυθμούς στο τέλος του μηνός. Ο μέσος επήσιος 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 EKT).

2 Επήσιος ρυθμός μεταβολής στο τέλος του μηνός.

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

4 Περιλαμβάνονται τα προσωπικά δάνεια και τα δάνεια έναντι δικαιολογητικών.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

τικού τομέα δίνονται από την εξέλιξη των νέων δανείων σε ευρώ προς αυτές, που είναι διαθέσιμα, μαζί με τα αντίστοιχα επιτόκια, από το Σεπτέμβριο του 2002 και δημοσιεύονται στην ιστοσελίδα της Τράπεζας της Ελλάδος. Το μέσο μηνιαίο ύψος των νέων δανείων προς τις επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα<sup>10</sup> διαμορφώθηκε σε 2.241 εκατ. ευρώ το 2003 έναντι μέσου μηνιαίου ύψους 3.411 εκατ. ευρώ την περίοδο Σεπτεμβρίου-Δεκεμβρίου 2002. Σχεδόν το σύνολο των νέων δανείων αφορά δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο ή με επιτόκιο σταθερό για περίοδο μέχρι και ένα έτος. Επιπλέον, το 63% (μέσος επήσιος όρος) του συνόλου των νέων δανείων αφορά δάνεια σχετικά μεγάλου ύψους, δηλαδή δάνεια μεγαλύτερα του 1 εκατ. ευρώ, τα οποία έχουν και τα χαμηλότερα επιτόκια.

Από την ανάλυση της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (βλ. Πίνακα XIX) προκύπτει ότι η πιστωτική επέκταση επιταχύνθηκε μόνο στην περίπτωση της γεωργίας και ιδίως των "λοιπών" κλάδων, ενώ επιβράδυνση παρατηρήθηκε σε όλους τους άλλους κλάδους.

Συγκεκριμένα, ο επήσιος ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τη βιομηχανία παρουσιάσει σημαντικές αυξομειώσεις στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου και το τέταρτο τρίμηνο του 2003 διαμορφώθηκε σε 10,4%, από

10 Στα νέα δάνεια περιλαμβάνονται μόνο τα δάνεια συγκεκριμένου ποσού και διάρκειας και όχι ο δανεισμός μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών ή υπεραναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς, που αποτελεί το 1/3 του συνολικού δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων.

11,5% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Σημειώνεται ότι η αντληση κεφαλαίων από τις βιομηχανικές επιχειρήσεις μέσω του ΧΑΑ εξακολούθησε να κινείται και κατά το 2003 σε χαμηλά επίπεδα, αν και αισθητώς υψηλότερα από ό,τι το 2002 (2003: 80,4 εκατ. ευρώ, 2002: 12,6 εκατ. ευρώ). Ορισμένες επιχειρήσεις όμως έχουν εξασφαλίσει την έγκριση της γενικής συνέλευσης των μετόχων τους για να προβούν σε έκδοση ομολογιακών δανείων, σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 3156/2003. Η έκδοση αυτή θα συμβάλει στην προώθηση του θεσμού των εταιρικών ομολόγων ως εναλλακτικής μορφής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.<sup>11</sup> Επιβράδυνση παρατηρήθηκε και κατά το 2003 (όπως και κατά το 2002) στην πιστωτική επέκταση προς το εμπόριο, το γεγονός αυτό όμως εν μέρει οφείλεται σε στατιστικούς λόγους.<sup>12</sup>

Το υπόλοιπο των δανείων προς τη γεωργία αυξήθηκε ελαφρά το 2003 και το τέταρτο τρίμηνο του έτους ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του διαμορφώθηκε σε 3,3%, έναντι -14% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Μέχρι και τον Αύγουστο του 2003, η πιστωτική επέκταση προς τον τουρισμό κυμαινόταν σε επίπεδα υψηλότερα του 30%, όμως από το Σεπτέμβριο και μετά παρουσίασε επιβράδυνση και το τέταρτο τρίμηνο του 2003 διαμορφώθηκε σε 24,4%, έναντι 33,7% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Οι υψηλοί ρυθμοί αύξησης των δανείων προς τις τουριστικές επιχειρήσεις συνδέονται με προγράμματα ανακαίνισης διαφόρων ξενοδοχειακών μονάδων ενόψει και των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004, οφείλονται όμως και στο μικρό ύψος των δανείων της κατηγορίας αυτής. Σημαντική επιβράδυνση παρουσίασε σε όλη τη διάρκεια του 2003 ο ρυθμός ανόδου των δανείων προς τα μη τραπεζικά ιδρύματα του χρηματοπιστωτικού τομέα, ο οποίος μάλιστα από τον Οκτώβριο και μετά ήταν αρνητικός (τέταρτο τρίμηνο 2003: -3,2%, τέταρτο τρίμηνο 2002: 72,5%). Η εξέλιξη αυτή

οφείλεται στην έκδοση από τρεις εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης ομολογιακών δανείων ύψους 800 εκατ. ευρώ, τα οποία χρησιμοποιήθηκαν σε μεγάλο βαθμό για την εξόφληση αντιστοιχου ύψους τραπεζικού δανεισμού.<sup>13</sup> Διαφορετική ήταν η αιτία της επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου των δανείων προς τη ναυτιλία, ο οποίος το τελευταίο τρίμηνο του 2003 διαμορφώθηκε σε 2,3%, έναντι 5,5% το τέταρτο τρίμηνο του προηγούμενου έτους: τα δάνεια προς τη ναυτιλία συνομολογούνται κυρίως σε δολάρια ΗΠΑ και η σημαντική ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου (κατά 20,4% μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2002 και τέλους Δεκεμβρίου του 2003) οδηγεί σε ανάλογη μείωση των υπολοίπων των δανείων αυτών όταν η αποτίμησή τους γίνεται σε ευρώ. Η πιστωτική επέκταση προς τους "λοιπούς κλάδους" παρουσίασε επιτάχυνση, η οποία όμως σε κάποιο βαθμό οφείλεται, όπως προαναφέρθηκε, σε στατιστικούς λόγους.<sup>14</sup> Ωστόσο, η αύξηση των δανείων προς τις κατασκευαστικές εταιρίες, οι οποίες υπάγονται στους "λοιπούς" κλάδους, συνδέεται με τα σημαντικά έργα υποδομής που βρίσκονται σε εξέλιξη ενόψει των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004.

Σταδιακή επιβράδυνση παρουσίασε το 2003 η πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά, αν

**11** Για την ανάπτυξη και εδραίωση του θεσμού των εταιρικών ομολόγων είναι όμως απαραίτητο να δημιουργηθεί μια αποτελεσματική δευτερογενής αγορά, που με το κατάλληλο εύρος και βάθος θα διασφαλίσει τη ρευστότητα των τίτλων αυτών και θα βοηθήσει στη διασπορά των σχετικών κινδύνων.

**12** Συγκεκριμένα, στη διάρκεια του 2003 δάνεια ύψους 425 εκατ. ευρώ αναταξινομήθηκαν από το εμπόριο στους "λοιπούς" κλάδους. Αν δεν ληφθεί υπόψη η επίδραση του παράγοντα αυτού, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής των πιστώσεων προς το εμπόριο διαμορφώνεται σε 6,7% το τέταρτο τρίμηνο του 2003, έναντι 7,8% το τελευταίο τρίμηνο του 2002.

**13** Πρέπει να σημειωθεί ότι και οι τρεις αυτές εταιρίες είναι θυγατρικές τραπεζών και ότι οι ομολογιακοί τίτλοι δεν διατέθηκαν στο επενδυτικό κοινό αλλά παρέμειναν στο χαρτοφυλάκιο των μητρικών τραπεζών.

**14** Αν δεν ληφθεί υπόψη η επίδραση του παράγοντα αυτού, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των δανείων προς τους "λοιπούς" κλάδους διαμορφώνεται σε 25% το τέταρτο τρίμηνο του 2003 έναντι 14,3% το τελευταίο τρίμηνο του 2002.

και η τάση αυτή φαίνεται ότι ανακόπηκε κατά την περίοδο Σεπτεμβρίου-Δεκεμβρίου. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 28,2% το τέταρτο τρίμηνο του 2003 έναντι 33,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2002.

Η επιβράδυνση ήταν εντονότερη στην περίπτωση των στεγαστικών δανείων (βλ. Πίνακα XIX). Αναλυτικότερα, ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης των στεγαστικών δανείων υποχώρησε σε 27,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2003 από 35,4% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Πρέπει να σημειωθεί ότι το Νοέμβριο του 2003, για πρώτη φορά από την ψήφιση του σχετικού νόμου<sup>15</sup> τον Ιούνιο του 2003, ελληνική τράπεζα προχώρησε σε τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων, ύψους 250 εκατ. ευρώ. Η τιτλοποίηση οδήγησε σε ισόποση μείωση του χαρτοφυλακίου δανείων της τράπεζας και σε μεταβίβαση των δανείων σε εταιρία ειδικού σκοπού, η οποία για τη χρηματοδότησή της εξέδωσε ομολογίες ίσης αξίας, που απορροφήθηκαν από ξένους θεσμικούς επενδυτές.

Συμπληρωματικά στοιχεία για τη στεγαστική πίστη δίνονται από την ανάλυση των στοιχείων για τα νέα στεγαστικά δάνεια σε ευρώ που είναι διαθέσιμα από το Σεπτέμβριο του 2002, μαζί με τη νέα σειρά των τραπεζικών επιτοκίων, και δημοσιεύονται στην ιστοσελίδα της Τράπεζας της Ελλάδος. Το μέσο μηνιαίο ύψος των νέων αυτών δανείων διαμορφώθηκε το 2003 σε 490 εκατ. ευρώ, έναντι μέσου μηνιαίου ύψους 530 εκατ. ευρώ το τετράμηνο Σεπτεμβρίου-Δεκεμβρίου 2002. Από την ανάλυση της διάρθρωσης των νέων δανείων με βάση την περίοδο για την οποία το επιτόκιο παραμένει σταθερό προκύπτει ότι τα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου και τα δάνεια με επιτόκιο σταθερό για περίοδο όχι μεγαλύτερη του έτους αποτελούν το 72% του συνόλου των νέων στεγαστικών δανείων. Επο-

μένως, τα δάνεια αυτά, η εξυπηρέτηση των οποίων είναι πολύ ευαίσθητη στις μεταβολές των επιτοκίων, συνιστούν το βασικό προϊόν στεγαστικής πίστης στην Ελλάδα. Δεύτερη σε σπουδαιότητα κατηγορία με ποσοστό 15% είναι τα δάνεια με επιτόκιο σταθερό για περίοδο μεγαλύτερη των δέκα ετών, τα οποία σε μεγάλο βαθμό αφορούν στεγαστικά δάνεια από δύο ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς προς δημοσίους υπαλλήλους. Τα δάνεια με επιτόκιο σταθερό από ένα μέχρι και πέντε έτη αποτελούν το 10% του συνόλου, ενώ το υπόλοιπο 3% αφορά δάνεια με επιτόκιο σταθερό για περίοδο από πέντε έως και δέκα έτη.

Τα καταναλωτικά δάνεια αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 24,8% το τέταρτο τρίμηνο του 2003 έναντι 27,4% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Πάντως, από το Σεπτέμβριο του 2003 άρχισε να διαφαίνεται τάση μικρής επιτάχυνσης του ετήσιου ρυθμού ανόδου των δανείων αυτών και αντιστρέφεται έτσι η πτωτική του πορεία που είχε παρατηρηθεί από τα μέσα του 2001.<sup>16</sup> Όσον αφορά τις επιμέρους κατηγορίες δανείων προς τους καταναλωτές, ο ρυθμός ανόδου των δανείων μέσω πιστωτικών καρτών επιβραδύνθηκε αισθητά σε 27,8% το τέταρτο τρίμηνο του 2003 από 37,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Με επιταχυνόμενο αλλά χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση με τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών αυξήθηκε το σύνολο των λοιπών καταναλωτικών δανείων (δάνεια έναντι δικαιολογητικών και προσωπικά δάνεια, τέταρτο τρίμηνο 2003: 21,8%, τέταρτο τρίμηνο 2002: 19,2%).

Μεγάλη επιτάχυνση παρουσίασε ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης των “λοιπών” δανείων προς

<sup>15</sup> Ν. 3156/2003: “Ομολογιακά δάνεια, τιτλοποίηση απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα και άλλες συναφείς διατάξεις”.

<sup>16</sup> Σημειώνεται ότι τον Ιούνιο του 2003 καταργήθηκαν όλοι οι περιορισμοί της καταναλωτικής πίστης που είχαν απομείνει (ΠΔ/ΤΕ 2523/12.6.2003).

τα νοικοκυριά, τα οποία αφορούν κυρίως ανοίγματα σε τρεχούμενους λογαριασμούς καταθέσεων.<sup>17</sup> Ο υψηλός αυτός ρυθμός αντανακλά, σε μεγάλο βαθμό, το μικρό ύψος των υπολοίπων των εν λόγω δανείων. Η αύξηση των καταναλωτικών και των λοιπών, πλην των στεγαστικών, δανείων προς τα νοικοκυριά κατά το 2003 αντιστοιχεί στο 23,1% της συνολικής πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, ενώ το 2002 αντιστοιχούσε στο 16,8%. Όσον αφορά τα υπόλοιπα των δανείων αυτών, στο τέλος του 2003 αναλογούσαν στο 13,5% του συνόλου των τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, έναντι 9,6% στο τέλος του 2000. Παρά την αύξησή του, το ποσοστό αυτό παραμένει χαμηλό σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ, όπου το αντίστοιχο ποσοστό ανέρχεται κατά μέσον όρο σε 16,4%. Χαμηλό επίσης παραμένει, ως ποσοστό του ΑΕΠ, το υπόλοιπο του συνόλου των δανείων προς τα νοικοκυριά στην Ελλάδα, το οποίο το 2003 διαμορφώθηκε σε 26,2%, ενώ στη ζώνη του ευρώ ήταν 48,9% (βλ. Πίνακα XX).

Σημειώνεται ότι, στις κατηγορίες των καταναλωτικών και των λοιπών, πλην των στεγαστικών, δανείων προς τα νοικοκυριά, τα δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια αποτελούν τον κύριο τρόπο δανεισμού των νοικοκυριών. Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια είναι τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών, τα ανοικτά δάνεια, τα οποία παρέχουν στο δανειολήπτη τη δυνατότητα να πραγματοποιεί, ανάλογα με τις ανάγκες του, αναλήψεις μέχρι ένα ανώτατο όριο, και οι υπεραναλήψεις από τρεχούμενους λογαριασμούς. Τα δάνεια συγκεκριμένου ποσού και διάρκειας καλύπτουν ένα μεγάλο τμήμα της αγοράς (46% σύμφωνα με στοιχεία Δεκεμβρίου του 2003) και έχουν σημαντικά χαμηλότερο επιτόκιο (βλ. Τμήμα IV.3). Το 2003 το ποσό των νέων δανείων της κατηγορίας αυτής ανερχό-

## Πίνακας XX

### Τραπεζικά δάνεια προς τα νοικοκυριά (Ως ποσοστό % του ΑΕΠ)

	2001	2002	2003
<b>Στεγαστικά δάνεια</b>			
Ελλάδα	12,0	15,0	17,3
Ζώνη ευρώ	29,5	30,8	32,7
<b>Καταναλωτικά δάνεια</b>			
Ελλάδα	6,0	6,9	8,1
Ζώνη ευρώ	7,3	7,4	6,7
<b>Λοιπά δάνεια</b>			
Ελλάδα	0,2	0,4	0,8
Ζώνη ευρώ	9,2	8,8	9,4
<b>Σύνολο δανείων</b>			
Ελλάδα	18,2	22,3	26,2
Ζώνη ευρώ	46,0	47,0	48,9

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών και EKT.

ταν, κατά μέσον όρο, σε 280 εκατ. ευρώ το μήνα, ήταν δηλαδή ελαφρά υψηλότερο από το μέσο όρο στο τετράμηνο Σεπτεμβρίου-Δεκεμβρίου 2002 (266 εκατ. ευρώ).

## 3. Τραπεζικά επιτόκια

Τα επιτόκια καταθέσεων, όπως καταγράφονται πλέον με βάση τη νέα εναρμονισμένη μεθοδολογία που εφαρμόζεται από την αρχή του 2003 στην Ελλάδα και τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ (βλ. Πλαίσιο 2), μειώθηκαν περαιτέρω το 2003, ακολουθώντας την πτώ-

17 Ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης του υπολοίπου των δανείων αυτών ήταν 135,7% το τέταρτο τρίμηνο του 2003, έναντι 62,6% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι το Μάιο του 2003 ορισμένες τράπεζες, που μέχρι τότε εσφαλμένα καταχωρούσαν τα ανοίγματα των τρεχούμενων λογαριασμών των ιδιωτών ως δάνεια προς τις επιχειρήσεις, προχώρησαν σε αναταξινόμηση δανείων ύψους 206 εκατ. ευρώ από τα "δάνεια προς τις επιχειρήσεις" στα "λοιπά" δάνεια προς τα νοικοκυριά. Αν δεν ληφθεί υπόψη η επιδραση του παράγοντα αυτού, ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης των "λοιπών" δανείων προς τα νοικοκυριά περιορίζεται σε 95,1% (από 135,7%) το τέταρτο τρίμηνο του 2003 και των συνολικών δανείων προς τα νοικοκυριά σε 27,5% (από 28,2%). Αντίστοιχα, η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις διαμορφώνεται σε 11,3% το τέταρτο τρίμηνο του 2003 (από 11%).

## ΠΛΑΙΣΙΟ 2

### Μεθοδολογία κατάρτισης της νέας σειράς επιτοκίων τραπεζικών καταθέσεων και δανείων

Η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤΤΕ), εφαρμόζοντας την ΠΔ/ΤΕ 2496/28.5.2002, άρχισε από τον Οκτώβριο του 2002 να συγκεντρώνει τα στοιχεία για τα επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων και χορηγήσεων σε νέα βάση και σύμφωνα με τον Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας EKT/2001/18. Ο Κανονισμός αυτός καθορίζει ενιαία μεθοδολογία συλλογής στοιχείων για τα επιτόκια καταθέσεων και δανείων των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ, προκειμένου να επιτευχθεί περαιτέρω εναρμόνιση των στατιστικών στοιχείων των επιτοκίων. Με τη νέα αυτή στατιστική σειρά, εκτός του ότι βελτιώνεται σημαντικά η αναγκαία πληροφόρηση για την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, αυξάνεται ταυτόχρονα η διαφάνεια στην τραπεζική αγορά, πράγμα το οποίο αναμένεται να οδηγήσει σε ενίσχυση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών και επομένως σε περαιτέρω βελτίωση της αποτελεσματικότητας του τραπεζικού συστήματος προς όφελος των καταναλωτών τραπεζικών υπηρεσιών αλλά και της οικονομίας γενικότερα.

#### Γενικά μεθοδολογικά στοιχεία

Με βάση την παραπάνω μεθοδολογία, η ΤΤΕ συλλέγει τη νέα σειρά τραπεζικών επιτοκίων από το σύνολο των πιστωτικών ιδρυμάτων (ΠΙ) που λειτουργούν στην Ελλάδα, είτε αυτά είναι πιστωτικά ιδρύματα με έδρα την Ελλάδα είτε υποκαταστήματα ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων.

Η νέα σειρά αφορά μόνο τα επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων και δανείων σε ευρώ και δεν καλύπτει όλη την πελάτεια των ΠΙ, αλλά μόνο τα νοικοκυριά (στα οποία περιλαμβάνονται και τα ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα από τα οποία εξυπηρετούνται τα νοικοκυριά, π.χ. σύλλογοι, πολιτικά κόμματα κ.λπ.) και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις που είναι κάτοικοι Ελλάδος ή των άλλων 11 χωρών της ζώνης του ευρώ. Διευκρινίζεται ότι περιλαμβάνονται και τα επιτόκια των δανείων που χορηγούνται από τα ΠΙ, ενδεχομένως με ιδιαίτερα ευνοϊ-

κούς όρους, σε ειδικές κατηγορίες δανειοδοτουμένων, π.χ. το προσωπικό τους, τους δημοσίους υπαλλήλους κ.ά. Η νέα σειρά των επιτοκίων αποτελείται από 18 επιτόκια καταθέσεων και 36 επιτόκια χορηγήσεων, ενώ γίνεται διάκριση μεταξύ αφενός των επιτοκίων των νέων καταθέσεων και δανείων που αφορούν το συγκεκριμένο μήνα αναφοράς και αφετέρου των (μέσων) επιτοκίων που αφορούν το συνολικό υπόλοιπο των καταθέσεων και των δανείων στο τέλος του μηνός αναφοράς.

Οι επιμέρους κατηγορίες καταθέσεων και δανείων στις οποίες αναφέρονται τα επιτόκια επελέγησαν από το Ευρωσύστημα κατά τρόπο ώστε να καλύπτονται επαρκώς όλα τα διαθέσιμα τραπεζικά προϊόντα σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Αυτό έχει ως συνέπεια για ορισμένες κατηγορίες καταθέσεων ή δανείων στην Ελλάδα (αλλά και σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ) ο όγκος των εργασιών να είναι πολύ μικρός ή μηδενικός.

Τα επιμέρους επιτόκια υπολογίζονται αφού ληφθεί υπόψη ενδεχόμενος ανατοκισμός και με βάση το τι καταβάλλει ή εισπράττει για δικό του λογαριασμό το ΠΙ. Δηλαδή όλα τα επιτόκια υπολογίζονται προ φόρων και επιδοτήσεων και χωρίς τις εισφορές που καταβάλλουν οι πελάτες στο ΠΙ για λογαριασμό τρίτων (όπως π.χ. η εισφορά του Ν. 128/75). Σημειώνεται επίσης ότι για τον υπολογισμό των επιτοκίων των δανείων λαμβάνονται υπόψη μόνο οι τόκοι που καταβάλλονται από τους πελάτες των ΠΙ για το δάνειο και όχι οι τυχόν λοιπές επιβαρύνσεις. Ειδικά όμως για τα καταναλωτικά και τα στεγαστικά δάνεια, οι τράπεζες αναφέρουν και το συνολικό ετήσιο ποσοστό επιβάρυνσης (ΣΕΠΕ) του πελάτη.  
→

1 Το συνολικό ετήσιο ποσοστό επιβάρυνσης (ΣΕΠΕ) ορίζεται στην κοινή υπουργική απόφαση ΦΙ-983/91 (ΦΕΚ 172, τεύχος Β' 21.3.91) των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Δικαιοσύνης και του Υφυπουργού Ανάπτυξης, όπως τροποποιήθηκε από την κοινή υπουργική απόφαση Ζ1/178/13.2.2001, που ενσωμάτωσε στο ελληνικό δίκαιο τα οριζόμενα στις Οδηγίες 87/102/EOK και 98/7/EK.

#### → Επιτόκια νέων καταθέσεων

Τα επιτόκια των νέων καταθέσεων διαιρίνονται κατ' αρχήν, ανάλογα με την κατηγορία του καταθέτη, σε επιτόκια καταθέσεων από νοικοκυριά και σε επιτόκια καταθέσεων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Όπως προαναφέρθηκε, στα νοικοκυριά περιλαμβάνονται, εκτός από τα φυσικά πρόσωπα, και τα ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα από τα οποία εξυπηρετούνται τα νοικοκυριά (σύλλογοι, πολιτικά κόμματα κ.λ.). Στις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις περιλαμβάνονται όλες οι ιδιωτικές, δημόσιες (ΔΕΗ, ΟΤΕ κ.λπ.) και δημοτικές/κοινωνικές επιχειρήσεις, με εξαίρεση τις ασφαλιστικές εταιρίες και τα μη τραπεζικά ιδρύματα του χρηματοπιστωτικού τομέα.<sup>2</sup> Σημειώνεται επίσης ότι δεν περιλαμβάνονται τα επιτόκια που αφορούν τις καταθέσεις από και τα δάνεια προς την κεντρική κυβέρνηση, τους ασφαλιστικούς οργανισμούς, τους οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης (νομαρχίες, δήμοι, κοινότητες) και τους λοιπούς δημόσιους οργανισμούς (νοσοκομεία, πανεπιστήμια και λοιπά Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου).

Όσον αφορά τα νοικοκυριά, η πρώτη κατηγορία των επιτοκίων αφορά τις καταθέσεις μίας ημέρας, στις οποίες περιλαμβάνονται οι καταθέσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς αλλά και οι καταθέσεις ταμιευτηρίου, δεδομένου ότι οι αναλήψεις από τις τελευταίες γίνονται σε πρώτη ζήτηση και χωρίς την επιβολή ποινής από τα ΠΙ. Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων ταμιευτηρίου.

Χαρακτηριστικό των καταθέσεων μίας ημέρας είναι ότι, σε περίπτωση αναπροσαρμογής του επιτοκίου τους, το νέο επιτόκιο εφαρμόζεται επί του συνολικού υπολοίπου τους και όχι μόνο επί των ποσών που κατατίθενται μετά την ημερομηνία αναπροσαρμογής του. Για το λόγο αυτό, στην κατηγορία των καταθέσεων μίας ημέρας το ποσό των νέων καταθέσεων στη διάρκεια του μηνός αναφοράς ταυτίζεται με το υπόλοιπό τους στο τέλος του μηνός. Ως επιτόκιο των ανωτέρω καταθέσεων λογίζεται το επιτόκιο που ισχύει στο τέλος του μηνός, ακόμη και αν το επιτόκιο αυτό ίσχυσε για μερικές μόνο ημέρες και όχι για ολόκληρο το μήνα. Το επιτόκιο στο μήνα αναφο-

ράς υπολογίζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων όλων των ΠΙ, με συντελεστές στάθμισης τα μερίδια των ΠΙ στο υπόλοιπο των σχετικών καταθέσεων στο τέλος του μηνός αναφοράς. Επομένως, το επιτόκιο μπορεί να μεταβληθεί είτε λόγω μεταβολής των επιτοκίων των επιμέρους ΠΙ είτε λόγω μεταβολής των μεριδών των ΠΙ στις συνολικές καταθέσεις μίας ημέρας, στο βαθμό βέβαια που τα επιτόκια των επιμέρους ΠΙ διαφέρουν μεταξύ τους.

Η δεύτερη κατηγορία επιτοκίων αφορά τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια. Στην κατηγορία αυτή καταγράφονται κυρίως, αλλά όχι μόνο, τα επιτόκια των νέων προθεσμιακών καταθέσεων που έγιναν στη διάρκεια του μηνός. Το επιτόκιο των καταθέσεων αυτών υπολογίζεται για τρεις υποκατηγορίες καταθέσεων ανάλογα με την αρχική διάρκειά τους (μέχρι 1 έτος, από 1 έως 2 έτη, άνω των 2 ετών) ως ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των επιμέρους ΠΙ, με συντελεστές στάθμισης το μερίδιο των ΠΙ στο σύνολο των αντίστοιχων νέων καταθέσεων του μηνός αναφοράς. Μια προθεσμιακή κατάθεση θεωρείται ως νέα κατάθεση στο μήνα αναφοράς όταν κατά το μήνα αυτό καθορίζονται για πρώτη φορά οι όροι της, δηλαδή το ποσό, το επιτόκιο και η διάρκειά της. Ανανέωσης προθεσμιακών καταθέσεων κατά τις οποίες δεν μεταβάλλεται κανένας από τους όρους τους δεν θεωρούνται νέες. Αντίθετα, εάν κατά την ανανέωση μεταβληθεί είτε το ποσό είτε το επιτόκιο είτε η διάρκεια, τότε θεωρείται ότι γίνεται μια νέα κατάθεση. Στην Ελλάδα, σχεδόν το σύνολο των προθεσμιακών καταθέσεων έχει μικρή διάρκεια και περιλαμβάνεται στην κατηγορία "έως 1 έτος". Μόνο στην κατηγορία "άνω των 2 ετών" καταγράφονται αξιόλογα ποσά καταθέσεων, με πολύ μικρό επιτόκιο. Αυτό οφείλεται στο ότι στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται οι παρακαταθήκες στο Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων, οι οποίες αποτελούν και τον κύριο όγκο των καταθέσεων αυτής της κατηγορίας και, σύμφωνα με το άρθρο 3 του Π.Δ. της 30ής →

2 Στα μη τραπεζικά ιδρύματα του χρηματοπιστωτικού τομέα περιλαμβάνονται οι εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης, πρακτορείας επιχειρηματικών απαρτήσεων, κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών, επενδύσεων χαρτοφυλακίου, παροχής πιστώσεων, παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, χρηματιστηριακές εταιρίες κ.λπ.

→ Δεκεμβρίου 1926/3 Ιανουαρίου 1927, είναι άτοκες. Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι στις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια περιλαμβάνονται και τα προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου, το επιτόκιο των οποίων θεωρείται ότι είναι μηδενικό ή, γενικότερα, ίσο με την ελάχιστη εγγυημένη απόδοση.

Η τρίτη κατηγορία επιτοκίων αφορά το επιτόκιο των καταθέσεων υπό προειδοποίηση. Το επιτόκιο αυτό υπολογίζεται για δύο υποκατηγορίες καταθέσεων ανάλογα με τη διάρκεια της προειδοποίησης, αν δηλαδή αυτή είναι μέχρι 3 μήνες ή μεγαλύτερη από 3 μήνες. Στις καταθέσεις υπό προειδοποίηση περιλαμβάνονται εκείνες οι καταθέσεις ταμιευτηρίου στις οποίες η ανάληψη των χρημάτων μπορεί να γίνει είτε με την πάροδο προσυμφωνημένου χρονικού διαστήματος μετά από σχετική προειδοποίηση του καταθέτη είτε σε πρώτη ζήτηση, αλλά μόνο αφού επιβληθεί από το ΠΙ κάποια χρηματική ποινή. Οι απλές καταθέσεις ταμιευτηρίου, που είναι και οι πλέον συνήθεις στην Ελλάδα, δεν εμπίπτουν στην κατηγορία αυτή, αλλά, όπως προαναφέρθηκε, περιλαμβάνονται στις καταθέσεις μίας ημέρας. Στην κατηγορία όμως των "καταθέσεων υπό προειδοποίηση άνω των 3 μηνών" περιλαμβάνονται οι καταθέσεις στεγαστικού ταμιευτηρίου, εάν το δικαίωμα λήψης στεγαστικού δανείου θεμελιώνεται μετά την παρέλευση τουλάχιστον δύο ετών.<sup>3</sup>

Στις καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αντιστοιχούν δύο μόνο κατηγορίες επιτοκίων, δεδομένου ότι οι καταθέσεις υπό προειδοποίηση δεν είναι διαδεδομένες στην περίπτωση των επιχειρήσεων. Η πρώτη κατηγορία αφορά το επιτόκιο καταθέσεων μίας ημέρας, όπου περιλαμβάνονται οι καταθέσεις όψεως, και η δεύτερη το επιτόκιο των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια, για τις οποίες ισχύουν όσα αναφέρθηκαν παραπάνω για τα νοικοκυριά. Και στην περίπτωση των επιχειρήσεων, ενδιαφέρον παρουσιάζει μόνο η κατηγορία "έως 1 έτος".

Αναφέρεται, τέλος, και το επιτόκιο των νέων συμφωνιών επαναγοράς (*repos*), χωρίς να γίνεται διάκριση των *repos* κατά διάρκεια και κατηγορία επενδυτή (δηλ. νοικοκυριά ή μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις). Τα *repos* έχουν γενικά μικρή διάρκεια, ενώ η διάκριση μεταξύ ιδιωτών και επιχειρήσεων δεν

παρουσιάζει ενδιαφέρον. Ως προς το τι θεωρείται νέα συμφωνία επαναγοράς, ισχύουν εν προκειμένω τα ίδια όπως και στην περίπτωση των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια.

#### Επιτόκια νέων δανείων

Τα επιτόκια των νέων δανείων διακρίνονται επίσης, ανάλογα με την κατηγορία του δανειοδοτουμένου, σε επιτόκια νέων δανείων προς νοικοκυριά και προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Τα επιτόκια των δανείων προς νοικοκυριά διακρίνονται περαιτέρω σε τέσσερις βασικές κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία αφορά το επιτόκιο των δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια και περιλαμβάνει τρεις επιμέρους κατηγορίες: (α) το επιτόκιο των δανείων μέσω πιστωτικών καρτών, (β) το επιτόκιο των ανοικτών δανείων, όπου ο πελάτης έχει ένα ανώτατο πιστωτικό όριο και ανάλογα με τις ανάγκες του μπορεί να προγματοποιεί αναλήψεις μέχρι το όριο αυτό, και (γ) το επιτόκιο υπεραναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς. Ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων αυτών των τριών επιμέρους κατηγοριών δανείων αποτελεί το επιτόκιο των δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια. Στην κατηγορία αυτή, ως "νέα δάνεια" θεωρείται το συνολικό υπόλοιπο των ανωτέρω υποκατηγοριών, όπως διαμορφώνεται στο τέλος του μηνός αναφοράς. Το επιτόκιο υπολογίζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των επιμέρους ΠΙ, με συντελεστές στάθμισης τα μεριδιά τους στα υπόλοιπα των αντίστοιχων δανείων στο τέλος του μηνός αναφοράς.

Οι άλλες τρεις κατηγορίες επιτοκίων αφορούν δάνεια με καθορισμένη διάρκεια, που καλύπτουν τις καταναλωτικές, στεγαστικές και λοιπές ανάγκες των νοικοκυριών. Και για τις τρεις αυτές κατηγορίες δανείων τα ΠΙ αναφέρουν τα επιμέρους επιτόκια όχι με βάση τη διάρκεια του δανείου (αν δηλαδή αυτό είναι βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο), αλλά με βάση την αρχική περίοδο για την οποία το επιτόκιο παραμένει σταθερό, δεδομένου ότι το στοιχείο αυτό έχει πρωταρχική σημασία για τον τρόπο μετάδοσης →

3 Οι καταθέσεις της κατηγορίας αυτής αφορούν, προς το παρόν τουλάχιστον, μόνο ένα ΠΙ και για το λόγο αυτό το επιτόκιο τους δεν δημοσιεύεται, προκειμένου να τηρηθεί η εμπιστευτικότητα των στοιχείων.

→ της νομισματικής πολιτικής. Ως νέα δάνεια θεωρούνται οι νέες συμβάσεις δανείων που συνομολογήθηκαν στη διάρκεια του μηνός αναφοράς, ανεξάρτητα από την πορεία της εκταμίευσής των δανείων. Επισημαίνεται ότι στα στεγαστικά δάνεια περιλαμβάνονται, εκτός από τα δάνεια για αγορά ή ανέγερση κατοικίας, και τα δάνεια για επισκευή ή ανακαίνιση κατοικίας. Στα λοιπά δάνεια προς τα νοικοκυριά περιλαμβάνονται τα σπουδαστικά δάνεια, τα δάνεια μεταφοράς υπολοίπου πιστωτικών καρτών για το χρονικό διάστημα που αυτά εκτοκίζονται με επιτόκιο μικρότερο από αυτό των πιστωτικών καρτών, τα δάνεια για εξόφληση φορολογικών και ασφαλιστικών υποχρεώσεων, τα δάνεια προς φυσικά πρόσωπα για αγορά μετοχών, καθώς και τα δάνεια προς τα ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα. Το επιτόκιο υπολογίζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των επιμέρους ΠΙ, με συντελεστές στάθμισης τα μεριδια κάθε ΠΙ στο συνολικό ποσό των νέων δανείων στο μήνα αναφοράς.

Τα επιτόκια των νέων δανείων προς τις επιχειρήσεις διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία αφορά, όπως και στην περίπτωση των νοικοκυριών, το επιτόκιο των δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια, δηλαδή το επιτόκιο των πιστώσεων μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και το επιτόκιο των υπεραναλήψεων από λογαριασμούς όψεως. Ο σταθμικός μέσος όρος των δύο αυτών επιτοκίων είναι το επιτόκιο των δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια. Οι άλλες δύο κατηγορίες αφορούν τα επιτόκια των δανείων συγκεκριμένου ποσού και διάρκειας. Γίνεται διάκριση μεταξύ των επιτοκίων των σχετικά μικρού ύψους δανείων (δηλαδή μέχρι 1 εκατ. ευρώ) και των μεγάλων δανείων (δηλαδή άνω του 1 εκατ. ευρώ). Όπως και στην περίπτωση των δανείων προς τα νοικοκυριά, τα επιτόκια διακρίνονται όχι με βάση τη διάρκεια του δανείου, αλλά με βάση την αρχική περίοδο για την οποία το επιτόκιο παραμένει σταθερό. Ως νέα δάνεια νοούνται και πάλι όσα συνομολογήθηκαν στη διάρκεια του μηνός αναφοράς, ανεξάρτητα από το χρόνο εκταμίευσής τους.

Όσον αφορά τα επιτόκια των νέων δανείων προς τα νοικοκυριά, τα ΠΙ αναφέρουν τέσσερα επιπλέον επιτόκια. Το πρώτο αφορά το μέσο επιτόκιο για το σύνολο των νέων καταναλωτικών δανείων συγκεκρι-

μένου ποσού και διάρκειας, το οποίο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των τριών επιμέρους επιτοκίων που αναφέρθηκαν παραπάνω, με συντελεστές στάθμισης τα σχετικά ποσά των νέων δανείων. Με τον ίδιο τρόπο υπολογίζεται και το μέσο επιτόκιο του συνόλου των νέων στεγαστικών δανείων, δηλαδή ως ο σταθμικός μέσος όρος των τεσσάρων επιτοκίων των επιμέρους υποκατηγοριών στεγαστικών δανείων. Τα υπόλοιπα δύο επιτόκια αφορούν το συνολικό ετήσιο ποσοστό επιβάρυνσης (ΣΕΠΕ) για τα νέα καταναλωτικά και στεγαστικά δάνεια.

#### Επιτόκια στα υφιστάμενα υπόλοιπα καταθέσεων

Συμπληρωματικές πληροφορίες για τη διαμόρφωση των επιτοκίων και την εξέλιξη των χρεωστικών τόκων των πιστωτικών ιδρυμάτων παρέχονται από τα επιτόκια που αντιστοιχούν στα υφιστάμενα υπόλοιπα των καταθέσεων. Τα επιτόκια αυτά αφορούν μόνο τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια, επειδή, όπως προαναφέρθηκε, για τις άλλες κατηγορίες καταθέσεων το ποσό των νέων καταθέσεων συμπίπτει με το υπόλοιπό τους. Τα επιτόκια των υπόλοιπων των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια είναι αυτά που ισχύουν στο τέλος του μηνός αναφοράς. Γίνεται διάκριση μεταξύ των επιτοκίων καταθέσεων από νοικοκυριά και καταθέσεων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, τα οποία περαιτέρω διακρίνονται σε δύο υποκατηγορίες, ανάλογα με την αρχική διάρκεια των καταθέσεων. Η πρώτη υποκατηγορία αναφέρεται στις καταθέσεις με αρχική διάρκεια έως 2 έτη, οι οποίες περιλαμβάνονται στα νομισματικά μεγέθη που παρακολουθεί η ΕΚΤ στο πλαίσιο της στρατηγικής της για τη νομισματική πολιτική, και η άλλη στις καταθέσεις με διάρκεια μεγαλύτερη των 2 ετών, οι οποίες δεν περιλαμβάνονται στα νομισματικά μεγέθη. Τέλος, τα ΠΙ αναφέρουν το μέσο επιτόκιο για το σύνολο των γερος στο τέλος του μηνός αναφοράς, χωρίς και πάλι να γίνεται διάκριση ανάλογα με τη διάρκεια και την κατηγορία επενδυτή (δηλ. νοικοκυριά ή μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις).

#### Επιτόκια στα υφιστάμενα υπόλοιπα δανείων

Όπως και στην περίπτωση των επιτοκίων που αφορούν τα υπόλοιπα των καταθέσεων, τα επιτόκια →

→ που αφορούν τα υπόλοιπα των δανείων παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες για τη διαμόρφωση των πιστωτικών τόκων των ΠΙ αλλά και των χρηματοοικονομικών εξόδων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Όσον αφορά τα δάνεια προς τα νοικοκυριά, αναφέρονται τα επιτόκια δύο κατηγοριών δανείων: (α) των στεγαστικών δανείων και (β) των καταναλωτικών και λοιπών δανείων. Τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων διακρίνονται, ανάλογα με την αρχική διάρκεια των δανείων, σε τρεις υποκατηγορίες: επιτόκια δανείων με διάρκεια έως και 1 έτος που αφορούν επισκευαστικά δάνεια, επιτόκια δανείων με διάρκεια από 1 έως και 5 έτη και επιτόκια δανείων με διάρκεια άνω των 5 ετών.

Η δεύτερη κατηγορία επιτοκίων των δανείων προς τα νοικοκυριά περιλαμβάνει ομοδοποιημένα τα επιτόκια των καταναλωτικών και των λοιπών δανείων προς τα νοικοκυριά. Όπως και στα επιτόκια των στεγαστικών δανείων, γίνεται διάκριση των επιτοκίων ανάλογα με την αρχική διάρκεια του δανείου. Πρέπει να σημειωθεί ότι τα δάνεια προς τα νοικοκυριά χωρίς καθορισμένη διάρκεια (πιστωτικές κάρτες, ανοικτά δάνεια, υπεραναλήψεις από τρεχούμενους λογαριασμούς) περιλαμβάνονται στα υπόλοιπα των καταναλωτικών και λοιπών δανείων και κατατάσσονται κυρίως στην κατηγορία "με διάρκεια έως 1 έτος" και σε μικρότερο βαθμό στην κατηγορία "με διάρκεια άνω του ενός και έως 5 έτη". Επομένως, τα

επιτόκια αυτών των κατηγοριών δανείων ενσωματώνουν και πληροφορίες για την εξέλιξη των επιτοκίων των δανείων προς τα νοικοκυριά χωρίς καθορισμένη διάρκεια.

Τα επιτόκια των δανείων προς τις επιχειρήσεις διακρίνονται επίσης, ανάλογα με την αρχική διάρκεια του δανείου, σε τρεις υποκατηγορίες. Επισημαίνεται ότι τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις χωρίς καθορισμένη διάρκεια (αλληλόχρεοι λογαριασμοί, υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως) περιλαμβάνονται στα υπόλοιπα των δανείων προς τις επιχειρήσεις στην κατηγορία "με διάρκεια έως 1 έτος". Επομένως, το επιτόκιο της κατηγορίας αυτής ενσωματώνει και πληροφορίες για τα επιτόκια των δανείων προς τις επιχειρήσεις χωρίς καθορισμένη διάρκεια.

Ύψος νέων καταθέσεων και δανείων και υφιστάμενα υπόλοιπα καταθέσεων και δανείων κατά κατηγορία

Επισημαίνεται τέλος ότι, εκτός από τα επιτόκια, συλλέγονται και δημοσιεύονται στοιχεία για το ύψος των νέων καταθέσεων και δανείων κατά το μήνα αναφοράς και για το ύψος του υπολοίπου τους κατά κατηγορία, όπως αυτό διαμορφώνεται στο τέλος κάθε μηνός. Οι πληροφορίες αυτές είναι απαραίτητες για τη στάθμιση και την ορθή αξιολόγηση της εξέλιξης των επιμέρους επιτοκίων.

τική πορεία των επιτοκίων στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ, μετά τη μείωση των βασικών επιτοκίων της EKT (κατά 75 μονάδες βάσης) η οποία πραγματοποιήθηκε στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2003. Σχετικά μικρή ήταν η μείωση του επιτοκίου που παρατηρήθηκε στις καταθέσεις μίας ημέρας τόσο των νοικοκυριών όσο και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, ενώ η μείωση ήταν μεγαλύτερη στις καταθέσεις των νοικοκυριών με διάρκεια έως ένα έτος καθώς και στις τοποθετήσεις με συμφωνίες επαναγοράς (repos).

Αναλυτικότερα, το μέσο επιτόκιο καταθέσεων μίας ημέρας των νοικοκυριών, που αποτελεί το

μέσο σταθμικό όρο του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων ταμιευτηρίου, μειώθηκε το 2003 κατά 23 μονάδες βάσης και διαμορφώθηκε σε 0,87% το Δεκέμβριο του 2003 (βλ. Διάγραμμα 36). Παραμένει ωστόσο υψηλότερο κατά 18 μονάδες βάσης από το αντίστοιχο μέσο επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ (βλ. Πίνακα XXI). Ειδικότερα, το επιτόκιο των καταθέσεων ταμιευτηρίου μειώθηκε το 2003 κατά 23 μονάδες βάσης και το Δεκέμβριο διαμορφώθηκε σε 0,86%, ενώ μικρότερη ήταν η μείωση του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών (14 μονάδες βάσης), το οποίο όμως κινείται σε ελαφρά υψηλότερο επίπεδο (Δεκέμβριος 2003: 1,06%) από το επιτόκιο

**Πίνακας XXI**

Εξέλιξη επιτοκίων νέων τράπεζικών καταθέσεων και δανείων στη ζώνη του ευρώ  
και την Ελλάδα

(Ποσοστά % επησίως)

**A. Καταθέσεις**

	Ιανουάριος 2003	Δεκέμβριος 2003	Μεταβολή μεταξύ Ιαν. και Δεκ. 2003
<b>A.1 Μίας ημέρας από νοικοκυριά<sup>1</sup></b>			
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	0,89	0,69	-0,20
Μέγιστο επιτόκιο	1,20	1,08	-0,12
Ελάχιστο επιτόκιο	0,18	0,09	-0,09
Επιτόκιο στην Ελλάδα	1,10	0,87	-0,23
<b>A.2 Με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος από νοικοκυριά<sup>2</sup></b>			
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	2,57	1,89	-0,68
Μέγιστο επιτόκιο	2,97	2,38	-0,59
Ελάχιστο επιτόκιο	2,07	1,47	-0,60
Επιτόκιο στην Ελλάδα	2,83	2,22	-0,61

**B. Δάνεια με επιτόκιο κυμανόμενο ή σταθερό έως 1 έτος<sup>2</sup>**

	Ιανουάριος 2003	Δεκέμβριος 2003	Μεταβολή μεταξύ Ιαν. και Δεκ. 2003
<b>B.1 Προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις για δάνεια μέχρι 1 εκατ. ευρώ</b>			
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	4,88	4,04	-0,84
Μέγιστο επιτόκιο	6,69	5,40	-1,29
Ελάχιστο επιτόκιο	4,21	3,68	-0,53
Επιτόκιο στην Ελλάδα	5,53	5,13	-0,40
<b>B.2 Προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις για δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ</b>			
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	3,70	3,12	-0,58
Μέγιστο επιτόκιο	4,73	4,33	-0,40
Ελάχιστο επιτόκιο	3,43	2,90	-0,53
Επιτόκιο στην Ελλάδα	4,39	3,78	-0,61
<b>B.3 Στεγανοτικά δάνεια</b>			
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	4,44	3,63	-0,81
Μέγιστο επιτόκιο	5,45	4,63	-0,82
Ελάχιστο επιτόκιο	4,08	3,43	-0,65
Επιτόκιο στην Ελλάδα	4,53	4,31	-0,22
<b>B.4 Καταναλωτικά δάνεια</b>			
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	7,27	7,66	0,39
Μέγιστο επιτόκιο	10,46	10,86	0,40
Ελάχιστο επιτόκιο	5,87	5,02	-0,85
Επιτόκιο στην Ελλάδα	10,46	9,60	-0,86

1 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

2 Μέσο επιτόκιο μηνός.

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

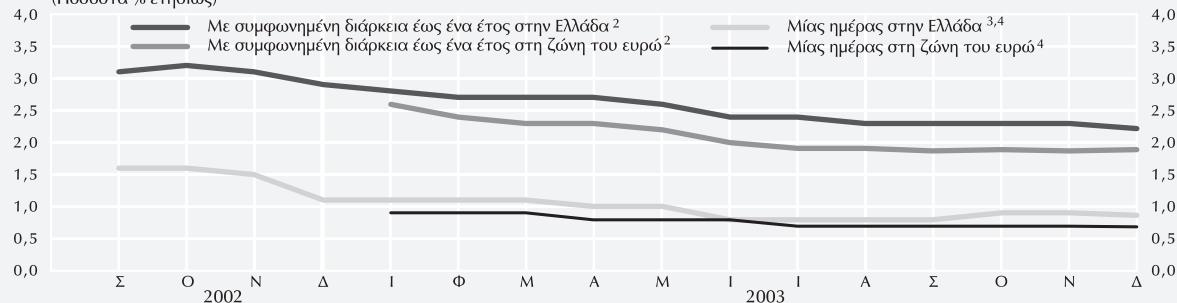
των καταθέσεων ταμιευτηρίου. Σημειώνεται ότι το σχετικά χαμηλό επιτόκιο στους τρεχούμενους λογαριασμούς και τις καταθέσεις ταμιευτηρίου αντανακλά εν μέρει και το υψηλό κόστος των υπηρεσιών που παρέχουν οι τράπεζες

μέσω των λογαριασμών αυτών, καθώς οι εν λόγω καταθέσεις, εκτός από το μεγάλο βαθμό ρευστότητας που διαθέτουν, παρέχουν τη δυνατότητα στους καταθέτες να διενεργούν πληρωμές (π.χ. εκτέλεση πάγιων εντολών πλη-

### Διάγραμμα 36

Επιτόκια<sup>1</sup> νέων τραπεζικών καταθέσεων από τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ  
(Σεπτέμβριος 2002 - Δεκέμβριος 2003)

(Ποσοστά % ετησίως)



1 Τα επιτόκια που εμφανίζονται στο διάγραμμα αυτό συλλέγονται με την νέα εναρμονισμένη μεθοδολογία για το σύνολο της ζώνης του ευρώ και είναι διαθέσιμα για την Ελλάδα από το Σεπτέμβριο του 2002 και για τη ζώνη του ευρώ από τον Ιανουάριο του 2003.

2 Μέσο επιπόκιο μηνός.

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

4 Επιπόκιο στο τέλος του μηνός.

**Πηγές:** Τράπεζα της Ελλάδος και EKT.

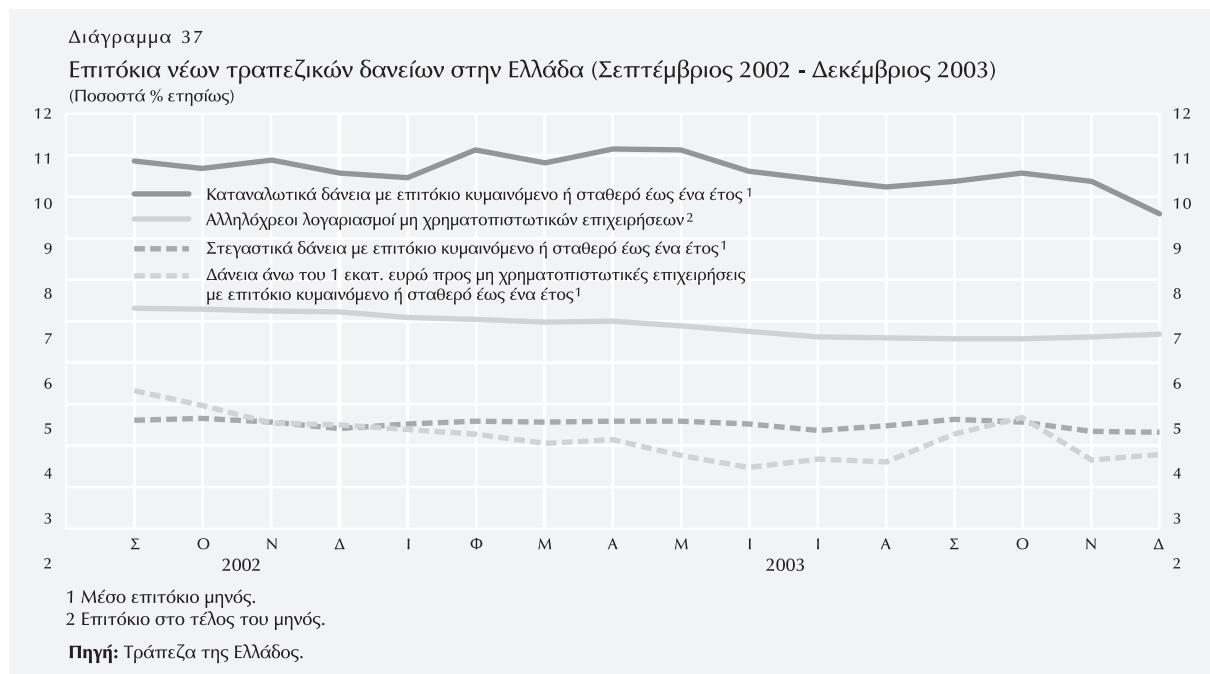
ρωμών και εξόφληση λογαριασμών μέσω καρτών). Εξάλλου, σ' αυτές τις κατηγορίες καταθέσεων οι τράπεζες γενικά προσφέρουν επιπόκια που κλιμακώνονται ανάλογα με το ύψος της κατάθεσης και είναι πολύ χαμηλά ή μηδενικά στα πρώτα κλιμάκια καταθέσεων.

Μεγαλύτερη μείωση σημειώθηκε, όπως προαναφέρθηκε, στο επιπόκιο των νέων καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια μέχρι ένα έτος από τα νοικοκυριά (κατά 71 μονάδες βάσης), το οποίο άμως παραμένει σε σημαντικά υψηλότερο επίπεδο (Δεκέμβριος 2003: 2,22%) από το επιπόκιο των καταθέσεων ταμιευτηρίου. Σημειώνεται ότι από την αρχή του 2003 το μέσο επιπόκιο των καταθέσεων αυτών στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε κατά 68 μονάδες βάσης και διαμορφώθηκε σε 1,89% το Δεκέμβριο του 2003, ήταν δηλαδή κατά 33 μονάδες βάσης χαμηλότερο από ότι το αντίστοιχο ελληνικό επιπόκιο (έναντι διαφοράς 26 μονάδων βάσης τον Ιανουάριο του 2003). Ακόμη μεγαλύτερη ήταν η μείωση του επιπόκιου των νέων repos το 2003, η οποία έφθασε τις 99 μονάδες βάσης και το επιπόκιο αυτό περιορίστηκε σε 1,98% το Δεκέμβριο του 2003. Το επιπόκιο των repos στην Ελλάδα διαμορφώνεται

περίπου στο ίδιο επίπεδο με το μέσο όρο των επιπόκιων των repos στη ζώνη του ευρώ (Δεκέμβριος 2003: 1,99%). Γενικά, οι αποδόσεις των repos παρουσιάζουν σχετικά μικρές αποκλίσεις στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ, γεγονός που υποδηλώνει τον υψηλό βαθμό ενοποίησης της αγοράς αυτής, λόγω του ότι περιλαμβάνει συναλλαγές που αφορούν μεγάλα χρηματικά ποσά αλλά και λόγω της σχετικά μεγάλης ομοιογένειας των προσφερόμενων προϊόντων.

Τα επιπόκια των τραπεζικών δανείων διαφέρουν ανάλογα με την κατηγορία του δανείου, τη διάρκειά του, το δανειολήπτη κ.ά. Γενικά υψηλότερα είναι τα επιπόκια των δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια, ενώ χαμηλότερα είναι τα επιπόκια των δανείων με κυμαινόμενο επιπόκιο προς μεγάλες επιχειρήσεις και των στεγαστικών δανείων (βλ. Διάγραμμα 37).

Ειδικότερα, όσον αφορά τα νέα δάνεια προς τα νοικοκυριά, το επιπόκιο των πιστωτικών καρτών διαμορφώθηκε το Δεκέμβριο του 2003 σε 14,80%, δηλαδή 4,9 εκατοσταίες μονάδες πάνω από το μέσο επιπόκιο (9,86%) των (νέων) καταναλωτικών δανείων συγκεκριμένου ποσού



και διάρκειας, ενώ στο μέσον περίπου μεταξύ των δύο αυτών επιτοκίων είναι το επιτόκιο των ανοικτών δανείων (12,16%). Το επιτόκιο των πιστωτικών καρτών μειώθηκε στη διάρκεια του 2003 κατά 64 μονάδες βάσης, ενώ την ίδια περίοδο το μέσο επιτόκιο του συνόλου των καταναλωτικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια μειώθηκε κατά 59 μονάδες βάσης.

Το μέσο επιτόκιο του συνόλου των νέων στεγαστικών δανείων κινήθηκε ανοδικά, ιδίως το πρώτο εξάμηνο του 2003, αλλά το Δεκέμβριο υποχώρησε στο 4,53%, δηλαδή σε επίπεδο ελαφρά χαμηλότερο σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2002 (4,61%). Ωστόσο, το επιτόκιο αυτό διαμορφώνεται σε πολύ χαμηλότερο επίπεδο από ό,τι το επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων, ιδιαίτερα στην κατηγορία των στεγαστικών δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο ή με επιτόκιο σταθερό μέχρι και ένα έτος, που αποτελεί και την πλέον διαδεδομένη κατηγορία δανείων. Το επιτόκιο των δανείων της κατηγορίας αυτής που χορηγήθηκαν το Δεκέμβριο του 2003 διαμορφώθηκε σε 4,31%, έναντι 4,42% το Δεκέμβριο του 2002.

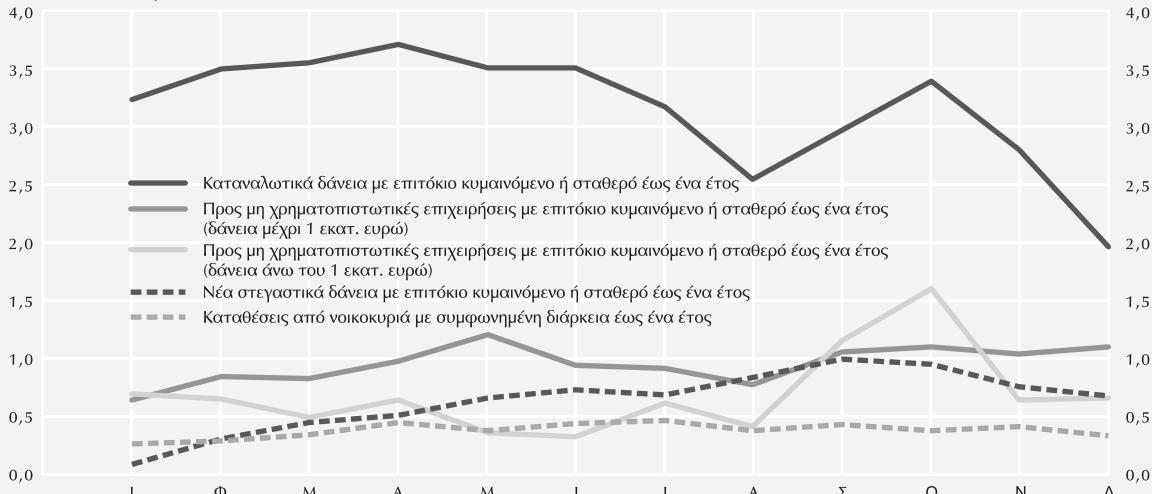
Όσον αφορά τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα, το επιτόκιο των αλληλόχρεων λογαριασμών διαμορφώθηκε το Δεκέμβριο του 2003 σε 6,68%, ενώ το επιτόκιο των νέων δανείων συγκεκριμένου ποσού και διάρκειας με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό μέχρι ένα έτος ήταν 5,13% για τα δάνεια μέχρι 1 εκατ. ευρώ και 3,78% για τα δάνεια μεγαλύτερα του 1 εκατ. ευρώ.<sup>18</sup> Στις δύο αυτές κατηγορίες δανείων, που αποτελούν και τις σημαντικότερες από άποψη όγκου εργασιών, η μείωση του επιτοκίου ξεπέρασε τις 60 μονάδες βάσης σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2002.

Συμπληρωματικές πληροφορίες για τη διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων παρέχονται από τα μέσα επιτόκια που ισχύουν στα υπόλοιπα των δανείων. Τα επιτόκια αυτά είναι

**18** Στο δίμηνο Σεπτεμβρίου-Οκτωβρίου του 2003 τα επιτόκια των δανείων της τελευταίας αυτής κατηγορίας εμφανίζουν σημαντική αύξηση σε σχέση με τους προηγούμενους μήνες, η οποία όμως δεν αντανακλά την πορεία των επιτοκίων αλλά τη μεταβολή των μεριδίων πιστωτικών ιδρυμάτων που χορηγούν δάνεια με σχετικώς υψηλά επιτόκια.

Διάγραμμα 38

Διαφορές επιτοκίων νέων τραπεζικών καταθέσεων και δανείων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ  
(Ιανουάριος - Δεκέμβριος 2003)  
(Εκαποστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και EKT.

ενδεικτικά για τη διαμόρφωση των πιστωτικών τόκων των ΝΧΙ καθώς και των χρηματοοικονομικών εξόδων των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Όσον αφορά τα νοικοκυριά, τα μέσα επιτόκια των υπολοίπων τόσο των στεγαστικών όσο και των καταναλωτικών δανείων παρουσίασαν σημαντική μείωση το 2003. Αναλυτικότερα, το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων με αρχική διάρκεια άνω των 5 ετών μειώθηκε σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2002 κατά 37 μονάδες βάσης και στο τέλος του 2003 διαμορφώθηκε σε 5,16%. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι τα περισσότερα στεγαστικά δάνεια έχουν κυμαινόμενο επιτόκιο, το οποίο αναπροσαρμόστηκε προς τα κάτω το 2003, ακολουθώντας τη μείωση των επιτοκίων της EKT και της ενιαίας αγοράς χρήματος της ζώνης του ευρώ. Μείωση κατά 40 μονάδες βάσης παρουσίασε και το επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων με αρχική διάρκεια έως 5 έτη, που αποτελούν σχεδόν το σύνολο των δανείων αυτής της κατηγορίας. Η ανωτέρω υποχώρηση αντανακλά κυρίως τη μείωση των επιτοκίων των δανείων μέσω πιστω-

τικών καρτών, λαμβανομένου υπόψη ότι το 70% των δανείων μέσω καρτών κατατάσσεται από τις τράπεζες στην κατηγορία "με διάρκεια έως ένα έτος" και το υπόλοιπο στην κατηγορία "με διάρκεια άνω του ενός και έως 5 έτη". Μεγαλύτερη μείωση παρουσίασαν τα επιτόκια των δανείων προς τις επιχειρήσεις. Το επιτόκιο των βραχυπρόθεσμων δανείων μειώθηκε, σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2002, κατά 59 μονάδες βάσης και στο τέλος του 2003 διαμορφώθηκε σε 5,82%. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη μείωση του επιτοκίου των αλληλόχρεων λογαριασμών, δεδομένου ότι τα δάνεια της κατηγορίας αυτής κατατάσσονται στα βραχυπρόθεσμα δάνεια. Μείωση κατά 70 μονάδες βάσης παρουσίασε και το επιτόκιο των μακροπρόθεσμων δανείων, το οποίο στο τέλος του 2003 διαμορφώθηκε σε 5,22%, ενώ μικρότερη ήταν η μείωση του επιτοκίου των μεσοπρόθεσμων δανείων, το υπόλοιπο των οποίων είναι σχετικά μικρό.

Τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα διαμορφώνονται σε υψηλότερο επίπεδο



από ό,τι κατά μέσον όρο στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα 38). Οι μεγαλύτερες διαφορές παρατηρούνται στα καταναλωτικά δάνεια, ενώ μικρότερες είναι οι διαφορές στα μεγάλα επιχειρηματικά δάνεια. Αναλυτικότερα, στα νέα καταναλωτικά δάνεια καθορισμένης διάρκειας με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό μέχρι ένα έτος η διαφορά επιτοκίων το Δεκέμβριο του 2003 ήταν 1,94 εκατοστιαία μονάδα, έναντι 3,19 εκατοστιαίων μονάδων στην αρχή του έτους (βλ. Πίνακα XXI). Σημαντικά μεγαλύτερη (4,39 εκατοστιαίες μονάδες) ήταν η διαφορά των επιτοκίων στα δάνεια προς τα νοικοκυριά χωρίς καθορισμένη διάρκεια, γεγονός που αντανακλά τη σχετικά μεγάλη σπουδαιότητα που έχει στην Ελλάδα ο δανεισμός μέσω πιστωτικών καρτών, που περιλαμβάνεται σ' αυτή την κατηγορία και εμφανίζει τις μεγαλύτερες επισφάλειες. Στα στεγαστικά δάνεια, η διαφορά επιτοκίων είναι μικρότερη της μίας εκατοστιαίας μονάδας, παρουσιάζει όμως ανοδική τάση από την αρχή του 2003. Όσον αφορά τα επιχειρηματικά δάνεια, η διαφορά των επιτοκίων για τα δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό μέχρι ένα έτος είναι 1,09 εκατοστιαία μονάδα στα δάνεια μέχρι 1 εκατ. ευρώ και 0,66 της εκατοστιαίας μονάδας στα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ. Και στην περί-

πτωση των επιχειρήσεων, η διαφορά επιτοκίων στα δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια είναι μεγαλύτερη και το Δεκέμβριο του 2003 διαμορφώθηκε σε 1,21 εκατοστιαία μονάδα.

#### 4. Οι αγορές κεφαλαίων

##### 4.1 Η αγορά ομολόγων

Οι αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου παρουσίασαν το 2003 μεγάλη διακύμανση. Ενώ υποχώρησαν σημαντικά κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους, στη συνέχεια ακολούθησαν ανοδική πορεία και στο τέλος Δεκεμβρίου του 2003 διαμορφώθηκαν σε επίπεδα παραπλήσια με εκείνα του τέλους Δεκεμβρίου του 2002. Επίσης, οι συναλλαγές στους τίτλους αυτούς στη δευτερογενή αγορά παρουσίασαν σημαντική αύξηση το 2003 σε σύγκριση με το 2002.

Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, αντανακλώντας ανάλογες εξελίξεις στις αγορές ομολόγων της ζώνης του ευρώ, υποχώρησαν από τις αρχές του 2003 μέχρι τα μέσα Ιουνίου, οπότε και διαμορφώθηκαν σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα. Στη

συνέχεια όμως και μέχρι τα τέλη Δεκεμβρίου παρουσίασαν αξιόλογη ανάκαμψη, ενώ κατά το πρώτο δίμηνο του 2004 οι αποδόσεις των τίτλων αυτών σημείωσαν πτώση (βλ. Διάγραμμα 39). Η μείωση των αποδόσεων το πρώτο εξάμηνο του 2003 οφείλεται στην αυξημένη ζήτηση των επενδυτών για κρατικούς ομολογιακούς τίτλους, οι οποίοι, ως τοποθετήσεις σταθερού εισοδήματος, ενέχουν μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με την ενίσχυση των γεωπολιτικών εντάσεων λόγω των στρατιωτικών επιχειρήσεων στο Ιράκ, την αβεβαιότητα για την παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη, καθώς και το αρνητικό κλίμα στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές.<sup>19</sup> Στη συνέχεια ωστόσο η υποχώρηση των γεωπολιτικών εντάσεων και η βελτίωση των προσδοκιών για την πορεία της διεθνούς οικονομίας (κυρίως των ΗΠΑ) και των επιχειρηματικών κερδών συνέβαλαν στη στροφή των επενδυτών από τις αγορές τίτλων σταθερού εισοδήματος προς τις χρηματιστηριακές αγορές. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε επίσης η μείωση των επιτοκίων της EKT κατά 75 μονάδες βάσης στο πρώτο εξάμηνο του 2003.<sup>20</sup>

Η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου διαμορφώθηκε σε 4,42% στο τέλος Δεκεμβρίου του 2003, δηλαδή περίπου στο ίδιο επίπεδο όπως στο τέλος Δεκεμβρίου του 2002 (4,44%), ενώ παρουσίασε έντονη διακύμανση κατά τη διάρκεια του 2003.<sup>21</sup> Συγκεκριμένα, η κατώτατη απόδοση (3,62%) σημειώθηκε στις 13 Ιουνίου και η ανώτατη (4,60%) στις 12 Νοεμβρίου. Η διαφορά απόδοσης μεταξύ του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού περιορίστηκε, μεταξύ άλλων λόγω της αναβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας,<sup>22</sup> στις 12 μονάδες βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2003, από 23 μονάδες βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2002 και 34 μονάδες βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2001 (βλ. Διάγραμμα 39). Αυτή η ευνοϊκή εξέλιξη για την ελλη-

νική αγορά ομολόγων είχε ως αποτέλεσμα οι αποδόσεις των ελληνικών ομολογιακών τίτλων να προσεγγίσουν εκείνες των αντίστοιχων ιταλικών από τα μέσα Ιουνίου του 2003 και μετά. Συγκεκριμένα, η διαφορά απόδοσης μεταξύ του ελληνικού και του ιταλικού δεκαετούς ομολόγου παρουσίασε από τα μέσα Ιουνίου έως τα μέσα Δεκεμβρίου του 2003 περιορισμένη διακύμανση γύρω από το μηδέν, ενώ στη συνέχεια, μέχρι το τέλος Δεκεμβρίου του 2003, η απόδοση του ελληνικού ομολόγου διαμορφώθηκε σε επίπεδο ελαφρά χαμηλότερο από εκείνη του αντίστοιχου ιταλικού. Τους δύο πρώτους μήνες του 2004, η διαφορά απόδοσης μεταξύ του ελληνικού και του γερμανικού δεκαετούς ομολόγου αυξήθηκε και διαμορφώθηκε σε 22 μονάδες βάσης στο τέλος Φεβρουαρίου (επειδή στις αρχές Ιανουαρίου εκδόθηκε νέο ελληνικό ομόλογο αναφοράς, με εναπομένουσα διάρκεια μεγαλύτερη κατά 5,5 μήνες εκείνης του γερμανικού), ενώ η αντίστοιχη διαφορά μεταξύ του ελληνικού και του ιταλικού ομολόγου έγινε και πάλι θετική.

Οι αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων του Δημοσίου παρουσίασαν μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2002 και τέλους Δεκεμβρίου του 2003 ελαφρά άνοδο στις διάρκειες των 5 και 7 ετών, πτώση κυρίως στη διάρκεια των 12 μηνών και, σε μικρότερο βαθμό, των 15 και 3 ετών, ενώ οι αποδόσεις στις διάρκειες των 10 και 20 ετών διαμορφώθη-

**19** Σημειώνεται ότι στο δεύτερο τρίμηνο του 2003 η άνοδος των τιμών των ομολογιακών τίτλων στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ συνοδεύθηκε από άνοδο των τιμών των μετοχών. Ειδικότερα για τη ζώνη του ευρώ, στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν, μεταξύ άλλων, οι σημαντικές εισροές κεφαλαίων στις αγορές ομολόγων και η διατήρηση της ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου σε υψηλό επίπεδο την περίοδο αυτή.

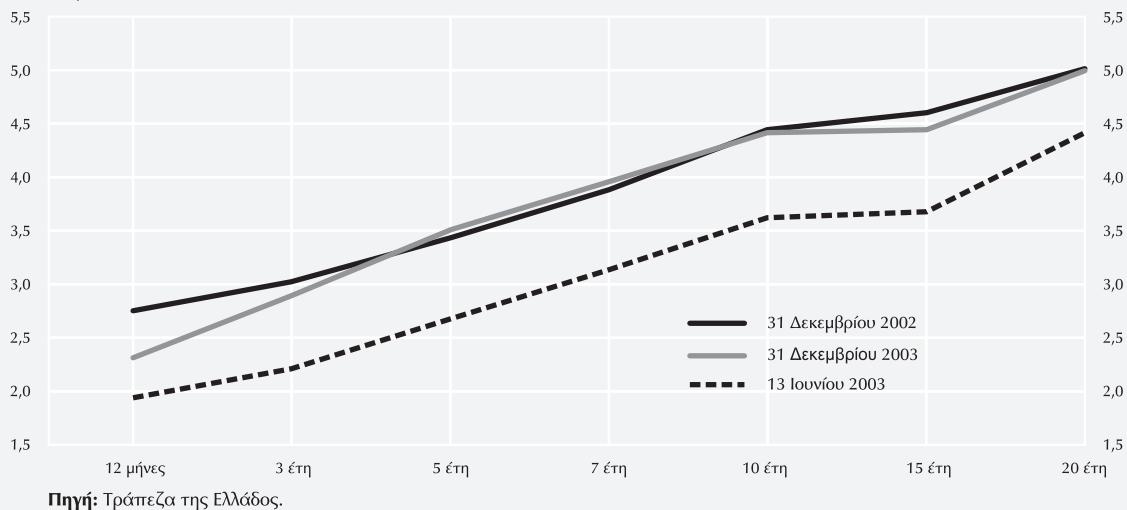
**20** Βλ. Κεφάλαιο II.3.1.

**21** Υψηλή διακύμανση παρουσίασαν το 2003 και οι αποδόσεις των κρατικών ομολογιακών τίτλων στη ζώνη του ευρώ.

**22** Στις 21 Οκτωβρίου 2003 ο διεθνής οίκος Fitch ανακοίνωσε την αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας σε A+ από A, ενώ, νωρίτερα, στις 10 Ιουνίου 2003, και ο οίκος Standard and Poor's είχε προχωρήσει στην ίδια αναβάθμιση. Συνεπώς, και οι δύο οίκοι αξιολόγησης έχουν ευθυγραμμίσει την αξιολόγησή τους με εκείνη των Moody's σε A+.

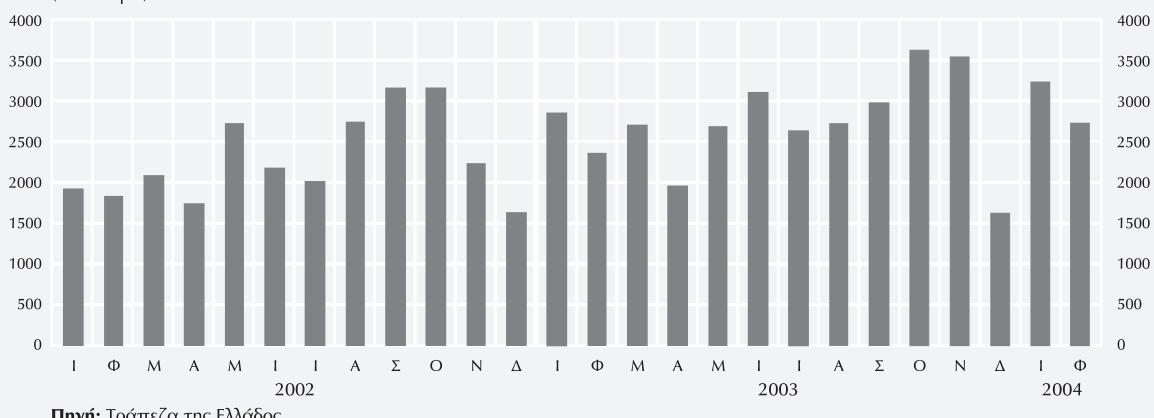
Διάγραμμα 40

Διοχρονική μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου  
(Ετήσιες εκαποσταίες αποδόσεις)



Διάγραμμα 41

Μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ (Ιανουάριος 2002 - Φεβρουάριος 2004)  
(Εκατ. ευρώ)



καν περίπου στα ίδια επίπεδα όπως στο τέλος Δεκεμβρίου του 2002. Η καμπύλη αποδόσεων απέκτησε μεγαλύτερη θετική κλίση στο τμήμα από 12 μήνες έως 10 έτη (βλ. Διάγραμμα 40), όπως φαίνεται από τη διαφορά απόδοσης μεταξύ του δωδεκάμηνου έντοκου γραμματίου και του δεκαετούς ομολόγου, η οποία, από το τέλος Δεκεμβρίου του 2002 έως το τέλος Δεκεμβρίου του 2003, αυξήθηκε κατά 42 μονάδες βάσης.

Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών στην

Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) αυξήθηκε σε 2,7 δισεκ. ευρώ το 2003, από 2,3 δισεκ. ευρώ το 2002 (βλ. Διάγραμμα 41). Η άνοδος αυτή των συναλλαγών προήλθε από την αυξημένη ζήτηση ομολόγων από επενδυτές, ιδιαίτερα του εξωτερικού αλλά και του εσωτερικού, που είχε ως αποτέλεσμα να ενισχυθεί σημαντικά η ρευστότητα της δευτερογενούς αγοράς, όπως διαπιστώνεται από την περαιτέρω μείωση της διαφοράς μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων τιμών των ομολογιακών τίτλων.

**Πίνακας XXII**

**Εκδόσεις τίτλων Ελληνικού Δημοσίου**

Τίτλοι	Ιανουάριος - Δεκέμβριος					
	2002		2003			
	Εκατ. ευρώ	Ποσοστό (%) του συνόλου	Εκατ. ευρώ	Ποσοστό (%) του συνόλου		
Έντοκα γραμμάτια	1.506	4,7	1.737	4,8		
Ομόλογα <sup>1</sup>	30.563	95,3	34.784	95,2	100,0	
1ετή	–	–	2.569	7,4		
3ετή	6.931	22,7	7.828	22,5		
5ετή	7.351	24,1	9.002	25,9		
7ετή	1.541	5,0	191	0,5		
10ετή	8.891	29,1	9.757	28,0		
15ετή	–	–	649	1,9		
20ετή	5.849	19,1	3.541	10,2		
23ετή	–	–	1.247	3,6		
<b>Σύνολο</b>	<b>32.069</b>	<b>100,0</b>	<b>36.521</b>	<b>100,0</b>		

1 Η κατανομή των αντληθέντων κεφαλαίων έγινε με βάση την αρχική και όχι την εναπομένουσα διάρκεια των τίτλων.

Πηγή: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών.

Συγκεκριμένα, η διαφορά αυτή περιορίστηκε σε 8,2 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2003, από 9,4 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2002 και 9,8 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2001. Τα δεκαετή ομόλογα προσελκυσαν το ενδιαφέρον των επενδυτών και κάλυψαν κατά το δωδεκάμηνο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου του 2003 το 53% περίπου της συνολικής αξίας των συναλλαγών.

Η πρωτογενής αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου χαρακτηρίστηκε από τις εκδόσεις κοινοπρακτικών ομολογιακών δανείων και, σε μικρότερο βαθμό, από τις εκδόσεις με τη μέθοδο της δημοπρασίας. Επίσης, το Δημόσιο επανεξέδωσε τίτλους παλαιότερων εκδόσεων με τις μεθόδους τόσο της δημοπρασίας όσο και της κοινοπραξίας. Το συνολικό ποσό των κεφαλαίων που αντλήθηκαν το 2003 ανήλθε σε 36,5 δισεκ. ευρώ, έναντι 32 δισεκ. ευρώ το 2002 (βλ. Πίνακα XXII). Σημειώνεται ότι για πρώτη φορά εκδόθηκαν Ειδικοί Τίτλοι Αποταμίευσης (ΕΤΑ) διάρκειας ενός έτους και ομόλογα διάρκειας 23 ετών. Οι τίτλοι αυτοί, η αξία των οποίων ανήλθε σε 2,6 δισεκ. ευρώ<sup>23</sup> και 1,2 δισεκ. ευρώ<sup>24</sup> αντίστοιχα, από κοινού κάλυψαν το 11% περίπου του συνόλου της αξίας των ομολογιακών τίτλων που εκδόθηκαν κατά τη διάρκεια του έτους.

Εξάλλου, ποσό 16,8 δισεκ. ευρώ (48% του συνόλου της αξίας των ομολογιακών εκδόσεων) αφορούσε εκδόσεις τριετών και πενταετών ομολόγων, 0,2 δισεκ. ευρώ (1%) εκδόσεις επταετών ομολόγων, ενώ το υπόλοιπο ποσό (40%) εκδόσεις δεκαετών, δεκαπενταετών και εικοσαετών ομολόγων. Επιπρόσθετα, οι εκδόσεις έντοκων γραμματίων του Δημοσίου (τρίμηνων, εξάμηνων και δωδεκάμηνων) κάλυψαν ποσοστό 5% περίπου της αξίας του συνόλου των εκδόσεων του 2003, όσο δηλαδή και το 2002. Συνεπώς, διαπιστώνεται ελαφρά μετατόπιση των εκδόσεων από τίτλους επταετούς διάρκειας και άνω προς τίτλους πενταετούς διάρκειας και κάτω. Η μέση σταθμική διάρκεια των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου που εκδόθηκαν το 2003 παρουσίασε πτώση σε σύγκριση με το 2002.<sup>25</sup>

23 Οι τίτλοι αυτοί προσφέρθηκαν το Φεβρουάριο (0,8 δισεκ. ευρώ), το Μάιο (0,7 δισεκ. ευρώ), το Σεπτέμβριο (0,6 δισεκ. ευρώ) και το Νοέμβριο (0,5 δισεκ. ευρώ) του 2003 στο ευρύ αποταμιευτικό κοίνο με δημόσια εγγραφή. Οι ΕΤΑ διατέθηκαν με επιτόκιο 3,6% και είναι αφορολόγητοι, υπό την προϋπόθεση ότι ο κάτοχός τους θα τους διατηρήσει μέχρι τη λήξη τους.

24 Αφορούν κοινοπρακτικό ομολογιακό δάνειο συνδεδεμένο με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή της ζώνης του ευρώ, με τοκομερίδιο βάσης 2,9%.

25 Η μέση σταθμική διάρκεια των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου μειώθηκε σε 6,92 έτη την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2003 (διαθέσιμα στοιχεία), από 8,55 έτη το 2002.



#### 4.2 Χρηματιστηριακές εξελίξεις

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (XAA) ακολούθησαν το 2003 γενικά ανοδική πορεία με έντονη διακύμανση. Εξάλλου, αισθητή ανάκαμψη παρουσίασαν τόσο οι χρηματιστηριακές συναλλαγές όσο και η άντληση κεφαλαίων από τη χρηματιστηριακή αγορά, σε σύγκριση με τα χαμηλά επίπεδα στα οποία είχαν διαμορφωθεί την τριετία 2000-2002.

Αντανακλώντας ανάλογες εξελίξεις στις χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ και της ζώνης του ευρώ, οι τιμές των μετοχών στην εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά παρουσίασαν πτώση με υψηλή διακύμανση από τις αρχές Ιανουαρίου μέχρι τα μέσα Μαρτίου του 2003 (βλ. Διάγραμμα 42), κυρίως λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων σε σχέση με τον πόλεμο στο Ιράκ, καθώς και λόγω της αβεβαιότητας για την ανάκαμψη της διεθνούς οικονομικής δραστηριότητας. Στη συνέχεια ωστόσο, οι τιμές των μετοχών σημείωσαν αισθητή άνοδο, η οποία οφείλεται κυρίως στον τερματισμό του πολέμου στο Ιράκ, στη διαφαινόμενη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και κυρίως των ΗΠΑ, καθώς

και στις αισιόδοξες εκτιμήσεις για την πορεία των επιχειρηματικών κερδών. Επιπλέον, η άνοδος (κατά 35% περίπου) της κερδοφορίας των ελληνικών επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο XAA το 2003 επηρέασε θετικά την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.

Αναλυτικότερα, μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2002 και τέλους Δεκεμβρίου του 2003, ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών στο XAA αυξήθηκε κατά 29,5%.<sup>26</sup> Η υψηλότερη τιμή του δείκτη (2.310,5 μονάδες) καταγράφηκε στις 22 Αυγούστου και η χαμηλότερη (1.467,3 μονάδες) στις 31 Μαρτίου. Η άνοδος του γενικού δείκτη τιμών μετοχών του XAA κατά την εξεταζόμενη περίοδο ήταν μεγαλύτερη από εκείνη του δείκτη Standard and Poor's 500 στις ΗΠΑ (26,4%) και του δείκτη Dow Jones EURO STOXX στη ζώνη του ευρώ (18,1%).<sup>27</sup>

<sup>26</sup> Ωστόσο, το μέσο μηνιαίο επίπεδο του δείκτη αυτού το 2003 ήταν χαμηλότερο κατά 11,6% σε σύγκριση με το 2002, γεγονός που αντανακλά την υψηλή μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.

<sup>27</sup> Βλ. Κεφάλαιο II.3.4 και Διάγραμμα 9, για αναλυτικότερη παρουσίαση των χρηματιστηριακών εξελίξεων στη ζώνη του ευρώ.

**Πίνακας ΧΧΙΙΙ**

Αντληθέντα κεφάλαια μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών  
(Εκατ. ευρώ)

Κλάδοι επιχειρήσεων	Ιανουάριος - Δεκέμβριος			
	Αριθμός επιχειρήσεων		Αντληθέντα κεφάλαια <sup>1</sup>	
	2002	2003*	2002	2003*
Εταιρίες με ήδη εισηγμένες μετοχές	23	35	267,2	317,0
Νέες εταιρίες	14	13	85,8	61,0
<b>Σύνολο</b>	<b>37</b>	<b>48</b>	<b>353,0</b>	<b>378,0</b>
– Τράπεζες	3	4	55,1	105,8
– Επενδυτικές	0	2	–	3,0
– Ασφαλιστικές	0	2	–	95,0
– Συμμετοχών	4	1	162,3	0,3
– Βιομηχανικές	7	17	12,6	80,4
– Κατασκευαστικές	0	1	–	7,5
– Εμπορικές	5	5	25,0	36,3
– Τηλεπικοινωνιών	2	3	8,0	3,0
– Διαχείρισης ακίνητης περιουσίας	1	0	32,6	–
– Πληροφορικής	9	12	18,3	38,6
– Υπηρεσιών υγείας	1	0	18,8	–
– Λοιπές	5	1	20,3	8,1

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 Αξιών Αθηνών και Τράπεζα της Ελλάδος.

Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών σε μετοχές διαμορφώθηκε στα 141 εκατ. ευρώ το 2003, από 100 εκατ. ευρώ το 2002. Η αύξηση αυτή των συναλλαγών προήλθε κυρίως από θεσμικούς επενδυτές του εσωτερικού και του εξωτερικού. Συγκεκριμένα, οι τοποθετήσεις των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων σε μετοχές εσωτερικού αυξήθηκαν μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2002 και τέλους Δεκεμβρίου του 2003 κατά 35% περίπου.<sup>28</sup> Εξάλλου, τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν από τη χρηματιστηριακή αγορά<sup>29</sup> το 2003 αυξήθηκαν στα 378 εκατ. ευρώ,<sup>30</sup> από 353 εκατ. ευρώ το 2002 (βλ. Πίνακα ΧΧΙΙΙ). Τα κεφάλαια αυτά αντλήθηκαν από 48 εταιρίες (2002: 37 εταιρίες), από τις οποίες οι 13 εισήγαγαν για πρώτη φορά τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο και άντλησαν 61 εκατ. ευρώ (2002: 14 εταιρίες, 86 εκατ. ευρώ).

Τα χρηματιστηριακά μεγέθη του τραπεζικού κλάδου εμφάνισαν κατά το προηγούμενο έτος

καλύτερη εικόνα σε σύγκριση με το σύνολο της αγοράς, λόγω της σχετικά αυξημένης ζήτησης μετοχών του κλάδου αυτού από τους επενδυτές. Συγκεκριμένα, οι τιμές των μετοχών, οι συναλλαγές και η χρηματιστηριακή αξία των τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ αυξήθηκαν το 2003 με ταχύτερο ρυθμό από ό,τι τα αντίστοιχα μεγέθη για το σύνολο των μετοχών. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με το ότι η κερδοφορία των ελληνικών εμπορικών τραπεζών σημείωσε αξιόλογη αύξηση, μετά τη συνεχή πτώση που παρουσίασε την περίοδο 2000-2002. Αναλυτικότερα, τα προ φόρων κέρδη των ελληνικών εμπορικών τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ αυξήθηκαν κατά

28 Το σύνολο του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων σημείωσε την ίδια περίοδο αύξηση κατά 20% περίπου.

29 Με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

30 Επιπλέον, το 2003 αντλήθηκαν 1.523 εκατ. ευρώ με διάθεση υφιστάμενων μετοχών εταιριών, κυρίως του δημόσιου τομέα, έναντι 880 εκατ. ευρώ το 2002.

34% περίπου το 2003,<sup>31</sup> έναντι μείωσης κατά 45% και 14% το 2002 και το 2001 αντίστοιχα.

Η βελτίωση των κερδών των τραπεζών οφείλεται κυρίως στην αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους και, σε μικρότερο βαθμό, των εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις, τίτλους

και προμήθειες, ενώ συγκρατημένη ήταν η αύξηση των λειτουργικών εξόδων.

---

**31** Τα καθαρά προ φόρων κέρδη του συνολικού χρηματοπιστωτικού τομέα αυξήθηκαν κατά 60% περίπου το 2003 σε σύγκριση με το 2002.



## V. Οικονομικές προοπτικές και προκλήσεις για την οικονομική πολιτική και τους κοινωνικούς εταίρους

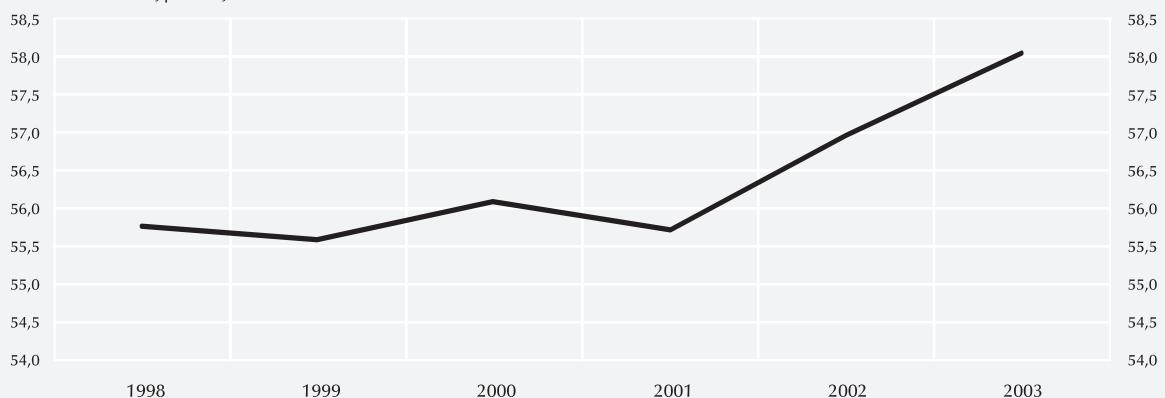
### 1. Οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας για το 2004

Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβλέψεις που παρουσιάστηκαν στο Κεφάλαιο III, εκτιμάται ότι οι εξελίξεις στην ελληνική οικονομία θα είναι ευνοϊκές το 2004. Ο ρυθμός αύξησης του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ) προβλέπεται ότι θα διαμορφωθεί στο 4,1%, δηλαδή περίπου στο ίδιο επίπεδο όπως και το 2003.<sup>1</sup> Επίσης εκτιμάται ότι η μείωση του ποσοστού ανεργίας που παρατηρήθηκε το προηγούμενο έτος θα συνεχιστεί εφέτος, αντανακλώντας τον υψηλό ρυθμό οικονομικής ανόδου και την ευνοϊκή επίδραση της διεξαγωγής των Ολυμπιακών Αγώνων στην απασχόληση. Ωστόσο, το ποσοστό ανεργίας μειώνεται με αργούς ρυθμούς και παραμένει ένα από τα υψηλότερα στην ΕΕ, ενώ το ποσοστό απασχόλησης εξακολουθεί να είναι χαμηλό (βλ. Διάγραμμα 43). Οι συνδυασμένες επιδράσεις των στοιχείων δυσκαμψίας στις αγορές προϊόντων και εργασίας, καθώς και το σχετικά χαμηλό επίπεδο των επενδύσεων στην επαγγελματική εκπαίδευση και στην έρευνα, αποτελεσμα του οποίου είναι να καθυστερεί η ανάπτυξη μιας οικονομίας βασισμένης στη γνώση, εμποδίζουν την ταχύτερη άνοδο τόσο της παραγωγικότητας της εργασίας όσο και της απασχόλησης. Ο πληθωρισμός, ο οποίος επιβραδύνθηκε σταδιακά στη διάρκεια του 2003, αναμένεται ότι σε μέση ετήσια βάση θα διαμορφωθεί το 2004 στο ίδιο επίπεδο όπως πέρυσι ή σε επίπεδο οριακά υψηλότερο, ενώ η διαφορά του από τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ ενδεχομένως θα πλησιάσει τις 2 εκατοστιαίες μονάδες.

<sup>1</sup> Κατά το χρόνο σύνταξης της Έκθεσης, δεν ήταν διαθέσιμες οι αναλυτικές ετήσιες εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ για την αύξηση του ΑΕΠ το 2003 αλλά μόνο οι προσωρινές τριμηνιαίες εκτιμήσεις (βλ. Κεφάλαιο III.3). Για το λόγο αυτό, χρησιμοποιούνται εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, καθώς και οι εκτιμήσεις του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών που περιλήφθηκαν στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2003.

Διάγραμμα 43

Ποσοστό απασχόλησης\* (1998 - 2003)  
(Εκατοστιαίες μονάδες)



\* Ο λόγος των απασχολουμένων 15-64 ετών προς τον πληθυσμό ηλικίας 15-64 ετών.

Πηγή: ΕΣΥΕ/Έρευνες Εργατικού Δυναμικού, β' τρίμηνο κάθε έτους.

Οι παράγοντες οι οποίοι στηρίζουν την προοπτική αύξησης του ΑΕΠ με ρυθμό της τάξεως του 4% για πέμπτο κατά σειρά έτος είναι ο υψηλός βαθμός μακροοικονομικής σταθερότητας που έχει επιτευχθεί με την πλήρη ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ, η σημαντική χαλάρωση των νομισματικών συνθηκών, η συνεχιζόμενη σημαντική εισροή πόρων από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και η αύξηση της επενδυτικής και καταναλωτικής δαπάνης που συνδέεται με τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004. Εξάλλου, οι εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία προβλέπεται ότι θα είναι γενικά ευνοϊκές το 2004: ο ρυθμός ανάπτυξης θα είναι ιδιαίτερα υψηλός (μπορεί να πλησιάσει το 5%, έναντι σχεδόν 4% το 2003), ο πληθωρισμός θα είναι σχετικά χαμηλός και προβλέπεται σημαντική επέκταση του όγκου του διεθνούς εμπορίου (8% έναντι 4% το 2003). Οι εξελίξεις αυτές θα επηρεάσουν βεβαίως θετικά ορισμένα βασικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας, ιδίως τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, οπότε ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στην Ελλάδα ενδεχομένως θα υπερβεί αισθητά το 4%.

Όσον αφορά την πορεία του πληθωρισμού κατά το τρέχον έτος, πρέπει να ληφθεί υπόψη

η αβεβαιότητα σχετικά με την εξελίξη του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, η διαμόρφωση του οποίου θα εξαρτηθεί κυρίως από την έκβαση των διαπραγματεύσεων για την εθνική γενική συλλογική σύμβαση εργασίας (η οποία καθορίζει την αύξηση των κατώτατων ημερομισθίων), αλλά και από τις κλαδικές και ομοιοεπαγγελματικές συλλογικές συμβάσεις εργασίας που θα υπογραφούν εφέτος. Με βάση την ανάλυση που προηγήθηκε (βλ. Κεφάλαιο III), η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα αυξηθεί εφέτος με ρυθμό υψηλότερο από ό,τι το 2003. Η εκτίμηση αυτή στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι μέσες αποδοχές θα αυξηθούν το 2004 με τον ίδιο περίπου ρυθμό όπως και τη διετία 2002-2003, καθώς και στην πρόβλεψη ότι το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα επηρεαστεί αυξητικά από την προβλεπόμενη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της παραγωγικότητας το 2004.

Εξάλλου, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2004 – εφόσον ανέλθει, όπως προβλέπεται, σε επίπεδο όνω του 4% – θα υπερβαίνει το ρυθμό αύξησης του δυνητικού προϊόντος, συμβάλλοντας, για τέταρτο κατά σειρά έτος, στη διαμόρ-

φωση θετικού “παραγωγικού κενού”.<sup>2</sup> Αυτή η προβλεπόμενη εξέλιξη, καθώς και η ενίσχυση της υπερβάλλουσας ζήτησης σε καίριους τομείς της οικονομίας εξαιτίας της διεξαγωγής των Ολυμπιακών Αγώνων, είναι πολύ πιθανό να επηρεάσουν δυσμενώς την πορεία του πληθωρισμού κατά το τρέχον έτος. Από την άλλη πλευρά όμως, εκτιμάται ότι η εξέλιξη των τιμών στην Ελλάδα θα επηρεαστεί ευνοϊκά από την προβλεπόμενη υποχώρηση του πληθωρισμού στις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ και γενικά στις βιομηχανικές χώρες.

Εάν ληφθούν υπόψη αυτές οι επιδράσεις, καθώς και η ανατίμηση του ευρώ, η οποία εκτιμάται ότι θα εξουδετερώσει την προβλεπόμενη αύξηση της τιμής του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί εφέτος στο ίδιο επίπεδο όπως το 2003 ή σε επίπεδο οριακά υψηλότερο.

Όμως, όπως ήδη αναφέρθηκε, υπάρχουν εφέτος εντονότερα από ό,τι συνήθως στοιχεία αβεβαιότητας. Το ενδεχόμενο να αυξηθεί η διεθνής τιμή του πετρελαίου περισσότερο από ό,τι προβλέπεται, η πιθανή εμφάνιση υπερβάλλουσας ζήτησης στην οικονομία εντονότερης από αυτή που έχει εκτιμηθεί, καθώς και η διαμόρφωση κατά τις συλλογικές διαπραγματεύσεις μισθολογικών αυξήσεων υψηλότερων από αυτές που έχουν υποθέσει οι υπηρεσίες της Τράπεζας κατά την εκτίμηση των προοπτικών του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, θα επηρεάσουν δυσμενώς την πορεία του πληθωρισμού σε σχέση με τη βασική πρόβλεψη. Η ύπαρξη αυτών των στοιχείων αβεβαιότητας επιβάλλει επαγρύπνηση και –δεδομένου ότι δεν υπάρχει πλέον η δυνατότητα άσκησης νομισματικής πολιτικής προσαρμοσμένης στις συνθήκες της χώρας – καθιστά αναγκαία τη συνδρομή της δημοσιονομικής πολιτικής και δημιουργεί υποχρεώσεις για τους κοινωνικούς εταί-

ρους, ώστε όχι μόνο να αποφευχθεί αύξηση του πληθωρισμού, αλλά και να επιτευχθεί σταδιακά και να διασφαλιστεί η σταθερότητα των τιμών και, κατ' επέκταση, να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας.

## 2. Προκλήσεις και κατεύθυνση της οικονομικής πολιτικής

Στην περίοδο της προσπάθειας για την ένταξη στη ζώνη του ευρώ, η Ελλάδα επέτυχε την ονομαστική σύγκλιση και έθεσε τα θεμέλια για μια ριζική μεταρρύθμιση της οικονομίας με μακροπρόθεσμη προοπτική. Η σημαντική μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων κατά τη δεκαετία του 1990, η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και το άνοιγμα στο διεθνή ανταγωνισμό, σε συνδυασμό με τη νομισματική σταθερότητα, απελευθέρωσαν παραγωγικές δυνάμεις και συνέβαλαν στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας με ρυθμούς που ξεπέρασαν κατά πολύ το μέσο ρυθμό ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ. Έτσι, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδος (σε μονάδες αγοραστικής δύναμης) αυξήθηκε από 65,3% του μέσου κατά κεφαλήν ΑΕΠ της ΕΕ το 1995 σε 73,5% το 2003.<sup>3</sup> Όμως, εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικές προκλήσεις για την οικονομική πολιτική. Το ποσοστό ανεργίας μειώνεται με αργούς ρυθμούς και είναι το δεύτερο υψηλότερο στην ΕΕ. Ο πληθωρισμός παραμένει σταθερά πάνω από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ. Το 2003 αντιστράφηκε η τάση μείωσης του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης, ενώ ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ μειώθηκε μόνο οριακά και παραμένει άνω του 100% του ΑΕΠ, γεγονός

<sup>2</sup> Το “παραγωγικό κενό” δεν είναι άμεσα μετρήσιμο, γεγονός που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά την αξιολόγηση των συμπερασμάτων των σχετικών αναλύσεων.

<sup>3</sup> Αναθεωρημένες εκτιμήσεις της Eurostat (“Διαρθρωτικό δείκτες”), Δεκέμβριος 2003-Ιανουάριος 2004.

που θα πρέπει να συνεκτιμηθεί με τις μελλοντικές δημοσιονομικές πιέσεις που θα προέλθουν, λόγω της γήρανσης του πληθυσμού, από την αύξηση των δαπανών για συντάξεις και των δαπανών για την υγεία. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχει διευρυνθεί και επί τέσσερα έτη είναι γύρω στο 6% του ΑΕΠ. Προκλήσεις παραμένουν επίσης στον τραπεζικό τομέα, όπου αυξάνεται η σημασία της προληπτικής εποπτείας, ιδιαίτερα αν ληφθεί υπόψη η μεγάλη πιστωτική επέκταση που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια.

### *Απόκλιση του πληθωρισμού από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ*

Συμπληρώθηκε ήδη το τρίτο έτος μετά την υιοθέτηση από την Ελλάδα του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος και ο πληθωρισμός παραμένει περίπου στο 3,5%, σταθερά υψηλότερος από το μέσο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ. Όπως αναφέρθηκε συνοπτικά στο Κεφάλαιο III, και αναλυτικότερα σε προηγούμενες εκθέσεις για τη νομισματική πολιτική,<sup>4</sup> η σημαντική απόκλιση από το μέσο πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ εξηγείται εν μέρει από ειδικούς ή προσωρινού χαρακτήρα παράγοντες, όπως είναι οι ασύμμετρες επιδράσεις της αύξησης των τιμών του αργού πετρελαίου και των νωπών οπωροκηπευτικών. Πιθανόν, σε κάποιο βαθμό, αντανακλά και τη σχετικά έντονη αύξηση της παραγωγικότητας σε ορισμένους κλάδους που είναι εκτεθειμένοι στο διεθνή ανταγωνισμό.<sup>5</sup>

Σε σημαντικό βαθμό όμως, ο σχετικά υψηλότερος πληθωρισμός στην Ελλάδα πρέπει να αποδοθεί στην ύπαρξη συνθηκών υπερβάλλουσας ζήτησης σε τομείς της οικονομίας. Πράγματι, η ελληνική οικονομία για τέσσερα συνεχή έτη αναπτύσσεται με ετήσιο ρυθμό πλησίον ή άνω του 4%. Σύμφωνα με ορισμένες εκτιμήσεις (βλ. Τμήματα 1 και 5 του Κεφαλαίου III), αυτός ο

ρυθμός υπερβαίνει το ρυθμό αύξησης του δυνητικού προϊόντος, συμβάλλοντας στη διαμόρφωση θετικού “παραγωγικού κενού”, ενώ στην οικονομία της ζώνης του ευρώ το “παραγωγικό κενό” είναι αρνητικό. Σε συνδυασμό με τη μη αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς εργασίας, καθώς και το μη επαρκώς αποκεντρωμένο σύστημα προσδιορισμού των μισθών, η υπερβάλλουσα ζήτηση έχει συμβάλει στην επί σειρά ετών παρατηρούμενη ταχύτερη –σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ– αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

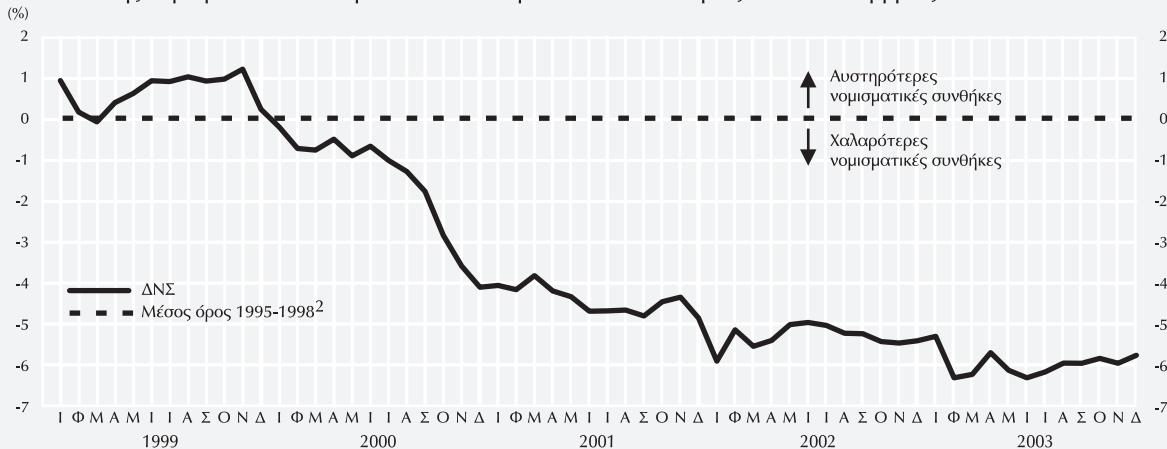
Η σταθερή προς τα άνω απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το μέσο όρο του πληθωρισμού στην ευρωζώνη ενδέχεται να ενισχύσει τις προσδοκίες για μελλοντικές αυξήσεις των τιμών. Στην περίπτωση αυτή, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία θα τείνει να υπερτιμηθεί σημαντικά. Εάν, λαμβανομένης υπόψη και της δυσκαμψίας που παρουσιάζει η αγορά εργασίας, η τάση αυτή δεν καταστεί τελικά δυνατόν να αντιστραφεί, τότε –στο βαθμό που ο σχετικά υψηλότερος πληθωρισμός στην Ελλάδα δεν οφειλεται στις επιδράσεις της διαδικασίας πραγματικής σύγκλισης στην οποία βρίσκεται η ελληνική οικονομία– η απώλεια ανταγωνιστικότητας θα σωρεύεται διαχρονικά, με κίνδυνο να επηρεάσει αρνητικά τις καθαρές εξαγωγές, το ρυθμό ανάπτυξης και την απασχόληση.

Με δεδομένη τη διατήρηση χαλαρών νομισματικών συνθηκών μετά την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα 44), οι κοινωνικοί εταίροι στην Ελλάδα πρέπει να συντελέσουν στη διαμόρφωση μισθολογικών αυξή-

<sup>4</sup> Νομισματική Πολιτική: Ενδιάμεση Έκθεση, Νοέμβριος 2002 (Κεφάλαιο IV.3), Οκτώβριος 2003 (Κεφάλαιο III.2).

<sup>5</sup> Για τη σχετική επιχειρηματολογία των Balassa και Samuelson, βλ. Νομισματική Πολιτική: Ενδιάμεση Έκθεση, Οκτώβριος 2003, σελ. 53.

Διάγραμμα 44

Δείκτης νομισματικών συνθηκών ( $\Delta \Sigma$ )<sup>1</sup> στην Ελλάδα (Ιανουάριος 1999 - Δεκέμβριος 2003)<sup>1</sup> Ο δείκτης νομισματικών συνθηκών ( $\Delta \Sigma$ ) ορίζεται ως:
$$\Delta \Sigma = 0,25(E(t)/E^* - 1) + 0,75(R(t) - R^*)$$
, όπου  $E(t)$ : πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία βάσει του ΔΤΚ,  $E^*$ : μέση πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία για την περίοδο 1995-1998,  $R(t)$ : πραγματικό επιπόκιο (Athibor τριών μηνών μείον πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ), μέχρι το Δεκέμβριο του 2000, στη συνέχεια Euribor τριών μηνών μείον πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ),  $R^*$ : μέσο πραγματικό επιπόκιο για την περίοδο 1995-1998 (βλ. υποσημείωση 2).<sup>2</sup> Δεν περιλαμβάνεται η περίοδος της σοβαρής αναταραχής στην αγορά από τον Οκτώβριο του 1997 μέχρι το Φεβρουάριο του 1998.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΔΝΤ.

σεων και τιμολογιακής πολιτικής που θα είναι συμβατές με τη σταθερότητα των τιμών, αλλά και με τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. Παράλληλα, θα πρέπει η δημοσιονομική πολιτική να συμβάλει και αυτή στη μείωση του πληθωρισμού. Υπάρχει ακόμη ανάγκη για περαιτέρω διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που θα αποβλέπουν στην ταχύτερη άνοδο της παραγωγικότητας και την ενίσχυση του ανταγωνισμού στην εγχώρια αγορά, ώστε να διασφαλιστεί η διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης στο μέλλον.

#### Μισθολογικές διαπραγματεύσεις και τιμολογιακή πολιτική

Όπως είχε τονιστεί και στην Ενδιάμεση Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος τον Οκτώβριο του 2003, η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων έπαιξε σημαντικό ρόλο στη σταδιακή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στην Ελλάδα έως και το 1999. Από το 2000 όμως, ο ετή-

σιος ρυθμός ανόδου των μέσων ονομαστικών αποδοχών άρχισε να επιταχύνεται. Σε κάποιο βαθμό, η εξέλιξη αυτή ενδεχομένως αντανακλούσε, πρώτον, ένα αίσθημα χαλάρωσης ή εφησυχασμού μετά την επιτυχή ολοκλήρωση της προσπάθειας για την ικανοποίηση των κριτηρίων ονομαστικής σύγκλισης της Συνθήκης του Μάαστριχτ και, δεύτερον, τους υψηλούς ρυθμούς ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας.

Ειδικότερα, τα τελευταία χρόνια η δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό στο σύνολο της οικονομίας αυξάνεται στην Ελλάδα με μέσο ετήσιο ρυθμό υψηλότερο κατά 3,5 εκατοστιαίες μονάδες περίπου από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Βεβαίως, εκείνο που έχει σημασία για τον πληθωρισμό και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας είναι η αύξηση των μισθών σε σχέση με την άνοδο της παραγωγικότητας, δηλ. η εξέλιξη του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας είναι πρόγματι σημα-

ντικά υψηλότερος στην Ελλάδα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο,<sup>6</sup> αντανακλώντας κυρίως τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης της οικονομίας και τη διαφορά φάσης του οικονομικού κύκλου. Η διαφορά όμως των ρυθμών ανόδου της παραγωγικότητας δεν είναι αρκετή για να αντισταθμίσει πλήρως την ταχύτερη αύξηση των μισθών. Έτσι, κατά την πρώτη τριετία συμμετοχής της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ (2001-2003) ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα υπερέβη σχεδόν κατά μία εκατοστιαία μονάδα (0,7 έως 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας, σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις που θα αναθεωρηθούν προς τα πάνω) τον αντίστοιχο ρυθμό ανόδου στη ζώνη του ευρώ και συνέβαλε ώστε να διαμορφωθεί η διαφορά πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ σε 1,4 εκατοστιαία μονάδα κατά μέσον όρο. Η διαφορά πληθωρισμού, καθώς και η μεγαλύτερη χαλάρωση των νομισματικών συνθηκών στη χώρα μας σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο,<sup>7</sup> είναι μεταξύ των παραγόντων που έχουν συμβάλει στη διαμόρφωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε σχετικώς υψηλά επίπεδα (γύρω στο 6% του ΑΕΠ) κατά την ίδια περίοδο, όπως αναφέρθηκε.<sup>8</sup>

Με βάση τα ανωτέρω, οι μισθολογικές προοπτικές μέχρι το τέλος του 2004 θα παίξουν σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη του πληθωρισμού. Μετά την υποχώρηση που σημείωσε το 2003 (2,6% έναντι 3,4% το 2002<sup>9</sup>), ο ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται — με βάση ορισμένες υποθέσεις που έχουν εξηγηθεί στο Κεφάλαιο III — ότι θα επιταχυνθεί σε 3,2% το 2004. Ωστόσο, δοθέντος ότι δεν έχει ακόμη συναφθεί η εθνική γενική συλλογική σύμβαση εργασίας για την αύξηση των κατώτατων ημερομισθίων στον ιδιωτικό τομέα, ούτε οι κλαδικές και οι ομοιοεπαγγελματικές συλλογικές συμβάσεις, οι κοινωνικοί εταίροι θα πρέπει να λάβουν

υπόψη τους ότι — επειδή δεν υπάρχει πλέον η δυνατότητα υποτίμησης του νομίσματος σε εθνικό επίπεδο — έχουν μεγαλύτερο μερίδιο ευθύνης για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, η οποία, όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, αποτελεί μία από τις προϋποθέσεις για τη διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης στο μέλλον και την άνοδο του επιπέδου απασχόλησης.

Επομένως, κατά τις συλλογικές διαπραγματεύσεις οι κοινωνικοί εταίροι πρέπει, αφού λάβουν υπόψη τη σημαντική άνοδο των πραγματικών αποδοχών τα τελευταία έτη (μέση ετήσια αύξηση της τάξεως του 3% στη διετία 2002-2003) και αφού συνεκτιμήσουν τις προοπτικές για την αύξηση της παραγωγικότητας στην Ελλάδα, αλλά και τις μισθολογικές αυξήσεις στις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ, να επιδιώξουν τη σύναψη συμφωνιών που θα συμβάλουν στον περιορισμό των πληθωριστικών πιέσεων και στη σταδιακή εξάλειψη της προς τα άνω απόκλισης του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το μέσο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ.

Ειδικότερα, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει τονίσει και άλλοτε<sup>10</sup> ότι — επειδή κατά την παρούσα

**6** Λόγω των δυσκολιών μέτρησης της παραγωγικότητας, οι συγκρίσεις τόσο των ρυθμών ανόδου όσο και των επιπέδων της παραγωγικότητας μεταξύ Ελλάδος και άλλων χωρών πρέπει να αντιμετωπίζονται με επιφύλαξη. Επιπλέον, τα στοιχεία για την Ελλάδα πρόκειται να αναθεωρηθούν, αφού ληφθούν υπόψη τα αναθερμένα (“προσαρμοσμένα”) στοιχεία της έρευνας εργατικού δυναμικού της ΕΣΥΕ για την περίοδο 1998-2003 (βλ. Κεφάλαιο III.3).

**7** Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική: Ενδιάμεση Έκθεση 2003*, Οκτώβριος 2003, Πλαίσιο 4, σελ. 120-21.

**8** Για τον τρόπο με τον οποίο η μείωση της διαφοράς των πραγματικών επιποκίων της Ελλάδος από τα αντίστοιχα της ευρωζώνης συνέβαλε — μέσω της αύξησης των επενδύσεων και της μείωσης της ιδιωτικής αποταμίευσης (αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης) — στη διαμόρφωση σχετικά υψηλών ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, βλ. *Ενδιάμεση Έκθεση*, Οκτώβριος 2003, σελ. 71. Βλ. επίσης σελ. 121-22 πιο κάτω.

**9** Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος (οι οποίες, όπως αναφέρθηκε στο Κεφάλαιο III.1, πρόκειται να αναθεωρηθούν).

**10** Βλ. *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2002*, Απρίλιος 2003, σελ. 73 και 178.

φάση είναι περισσότερο επιτοκτική η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας— είναι σκόπιμο η αύξηση των πραγματικών αποδοχών να υπολείπεται της αύξησης της παραγωγικότητας μέχρι να εξαλειφθεί η διαφορά πληθωρισμού έναντι των άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ, οι οποίες είναι οι κυριότεροι εμπορικοί εταίροι της Ελλάδος. Αυτό σημαίνει ότι οι κοινωνικοί εταίροι πρέπει να συμβάλλουν ώστε ο ρυθμός ανόδου των ονομαστικών αποδοχών να συγκλίνει σταδιακά προς το άθροισμα του ρυθμού ανόδου της παραγωγικότητας στην Ελλάδα και του μέσου πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ. Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ ήταν 2,1% το 2003, προβλέπεται να υποχωρήσει ελαφρά το 2004 και, γενικά, μπορεί να αναμένεται ότι μεσοπρόθεσμα θα είναι χαμηλότερος αλλά πλησίον του 2% (όπως επιδιώκει η ενιαία νομισματική πολιτική της ΕΚΤ). Στην Ελλάδα όμως ο πληθωρισμός είναι κατά μέσον όρο γύρω στο 3,5% τα τελευταία χρόνια. Επομένως, εάν οι συλλογικές διαπραγματεύσεις στη χώρα μας οδηγούν σε ρυθμό ανόδου των ονομαστικών αποδοχών ίσο με το άθροισμα του ρυθμού ανόδου της παραγωγικότητας και του πληθωρισμού στην Ελλάδα, θα συντελούν στη διατήρηση της διαφοράς πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ ως συνόλου, με αποτέλεσμα να επιδεινώνεται συνεχώς η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Αντίθετα, εάν ο ρυθμός ανόδου των ονομαστικών αποδοχών συγκλίνει σταδιακά προς το άθροισμα του ρυθμού ανόδου της παραγωγικότητας και του 2% (δηλαδή του μέσου πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ), τότε και ο πληθωρισμός στην Ελλάδα θα συγκλίνει σταδιακά προς το μέσο πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ. Στην περίπτωση αυτή (και εφόσον όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί), ο ρυθμός ανόδου των πραγματικών αποδοχών τελικά θα συγκλίνει προς το ρυθμό ανόδου της παραγωγικότητας, μετά από μια σύντομη μεταβατική περίοδο (έως ότου εξα-

λειφθεί η διαφορά πληθωρισμού), στη διάρκεια της οποίας οι πραγματικές μισθολογικές αυξήσεις θα αντιστοιχούν σε μέρος μόνο της αύξησης της παραγωγικότητας. Επιπλέον, για να μην επηρεάζονται οι διαπραγματεύσεις για τις μισθολογικές αυξήσεις από συγκυριακές εξελίξεις και από ατέλειες των διαθέσιμων στατιστικών στοιχείων, είναι ορθότερο να λαμβάνεται υπόψη η μεσοπρόθεσμη τάση του ετήσιου ρυθμού ανόδου της παραγωγικότητας, η οποία εκτιμάται γύρω στο 2,5%.<sup>11</sup> (Πρόσθετα δεδομένα για τον τρόπο με τον οποίο οι μισθολογικές αυξήσεις επηρεάζουν τις επιδόσεις της οικονομίας παρουσιάζονται στο Παράρτημα του παρόντος κεφαλαίου.)

Είναι αυτονόητο ότι οι επιχειρήσεις και οι εργαζόμενοι μπορούν να συμβάλουν άμεσα και στην προσπάθεια για ταχύτερη άνοδο της παραγωγικότητας, ώστε να είναι μεγαλύτερα και τα περιθώρια αύξησης των πραγματικών μισθών. Ειδικότερα, οι επιχειρήσεις πρέπει να επιδιώξουν το άριστο μέγεθος που θα τους επιτρέψει την πλήρη αξιοποίηση των “οικονομιών κλίμακας” και να προχωρήσουν σε τεχνολογική αναβάθμιση καθώς και σε εκσυγχρονισμό της οργάνωσης και της λειτουργίας τους. Ακόμη, οι επιχειρήσεις και οι εργαζόμενοι μπορούν να συμφωνήσουν —στο επίπεδο της επιχείρησης— για καλύτερη οργάνωση της εργασίας, με στόχο ακριβώς την άνοδο της παραγωγικότητας.

Οι επιχειρήσεις πρέπει να συμβάλουν στη μείωση του πληθωρισμού και με την άσκηση κατάλληλης τιμολογιακής πολιτικής. Στην προηγούμενη Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική (Οκτώ-

<sup>11</sup> Για τα προβλήματα μέτρησης της μεταβολής της παραγωγικότητας (τα οποία αντανακλούν τις ατέλειες των στατιστικών στοιχείων για τον αριθμό των απασχολούμενων απόμων και για τις μέσες ώρες εργασίας) βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2002, Απρίλιος 2003, Πλαίσιο IV.2, σελ. 172-73.

βριος 2003) επισημάνθηκαν περιπτώσεις όπου η υπερβάλλουσα ζήτηση και ιδιαίτερα η μη ανταγωνιστική λειτουργία των αγορών κατέστησαν δυνατές αυξήσεις τιμών σημαντικά μεγαλύτερες από ό,τι θα δικαιολογούσε η αύξηση των παραγόντων κόστους. Η τιμολογιακή πολιτική των επιχειρήσεων πρέπει να εξισορροπεί την ανάγκη πραγματοποίησης ικανοποιητικών κερδών, ώστε να ενισχύεται η αποδοτικότητα και η αυτοχρηματοδότηση των επιχειρηματικών επενδύσεων, με την ανάγκη να συμβάλουν οι επιχειρήσεις στην εξάλειψη της προς τα άνω απόκλισης του ελληνικού πληθωρισμού από το μέσο πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ.

Όσα αναφέρθηκαν πιο πάνω σχετικά με την ανάγκη συγκράτησης του ρυθμού αύξησης των μισθών ισχύουν επίσης για τις μισθολογικές διεκδικήσεις των απασχολουμένων στο δημόσιο τομέα, αλλά και για την πολιτική μισθών του Δημοσίου, η οποία πρέπει να σηματοδοτεί την επιθυμητή γενική συγκράτηση του ρυθμού αύξησης των αποδοχών και το σημαντικό ρόλο της στην αντιπληθωριστική στρατηγική της κυβέρνησης. Πρέπει να επισημανθεί ότι, σύμφωνα με εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, τη διετία 2002-2003 οι μέσες ακαθάριστες αποδοχές των δημοσίων υπαλλήλων αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 7,1% και των υπαλλήλων που απασχολούνται στις δημόσιες επιχειρήσεις με ρυθμό 9,1%. Είναι αυτονόητο ότι αυξήσεις αυτού του ύψους όχι μόνο επηρεάζουν αυξητικά τον πληθωρισμό και διαβρώνουν την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, αλλά και οδηγούν σε διεύρυνση του ελλείμματος του ευρύτερου δημόσιου τομέα, με τελικό αποτέλεσμα μεγαλύτερη φορολογική επιβάρυνση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών.

#### Στρατηγική της δημοσιονομικής πολιτικής

Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό

του ΑΕΠ εξακολούθησε να μειώνεται το πρώτο έτος μετά την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ,<sup>12</sup> αλλά παρέμεινε σταθερό το 2002. Η πρόσδοσ ούμως ήταν σημαντικά βραδύτερη από τους στόχους που είχαν αρχικά τεθεί στο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Το 2003, το αποτέλεσμα υπολείπεται του στόχου που θέτει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης για ισοσκελισμένη ή πλεονασματική δημοσιονομική θέση. Με βάση τα ταμειακά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, το έλλειμμα (οι καθαρές δανειακές ανάγκες) της κεντρικής κυβέρνησης το 2003 διαμορφώθηκε σε 6,9% του ΑΕΠ, έναντι 5% το 2002. Σύμφωνα με τα προσωρινά δημοσιονομικά στοιχεία που υποβλήθηκαν από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών στην Eurostat την 1η Μαρτίου και δόθηκαν στη δημοσιότητα στα μέσα Μαρτίου στο πλαίσιο της "διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος", το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού (δηλ. της κεντρικής κυβέρνησης) έφθασε το 5,1% του ΑΕΠ, δηλαδή υπερέβη σημαντικά την πρόβλεψη του προϋπολογισμού του 2003 (3,5% του ΑΕΠ). Επίσης, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, σε εθνικολογιστική βάση, έφθασε το 1,7% του ΑΕΠ, ενώ στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2003 είχε γίνει η εκτίμηση ότι θα φθάσει το 1,4% και στο Πρόγραμμα του Δεκεμβρίου του 2002 είχε τεθεί στόχος να διαμορφωθεί στο 0,9% (βλ. Πίνακα XXIV). Ακόμη, το πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε το 2003 σε 3,9% του ΑΕΠ,<sup>13</sup> από 4,7% του ΑΕΠ το 2002 (σύμφωνα με αναθεωρημένα στοιχεία), 5,7% το 2001, 5,9% το 2000 και 6,5% του ΑΕΠ το 1999.

**12** Από 2,0% του ΑΕΠ το 2000 σε 1,4% τόσο το 2001 όσο και το 2002, σύμφωνα με τις αναθεωρημένες εκτιμήσεις που υποβλήθηκαν στην Eurostat την 1η Μαρτίου.

**13** Στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2003 προβλεπόταν ότι θα διαμορφωθεί στο 4,7%.

**Πίνακας XXIV**

**Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης**

(Σε εκατοσταίες μονάδες του ΑΕΠ)

	2000	2001	2002	2003		
				ΕΠΣΑ Δεκ. 2002	ΕΠΣΑ Δεκ. 2003	ΔΥΕ Μαρτ. 2004
Έλλειμμα	-2,0	-1,4	-1,4	-0,9	-1,4	-1,7
Πρωτογενές πλεόνασμα	5,9	5,7	4,7	4,4	4,7	3,9
Χρέος	106,2	106,9	104,7	100,2	101,7	102,4

**Πηγές:** Διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) του Μαρτίου του 2004, Επικαιροποιημένα προγράμματα σταθερότητας και ανάπτυξης (ΕΠΣΑ) του Δεκεμβρίου του 2002 και του Δεκεμβρίου του 2003.

**Πίνακας XXV**

**Βασικές δημοσιονομικές προβλέψεις του επικαιροποιημένου προγράμματος σταθερότητας και ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2003**

(Σε εκατοσταίες μονάδες του ΑΕΠ)

	2004	2005	2006
<b>Γενική κυβέρνηση</b>			
Έλλειμμα	-1,2	-0,5	0,0
Κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα	-1,8	-1,1	-0,5
Πρωτογενές πλεόνασμα	4,7	5,1	5,3
Κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές πλεόνασμα	4,1	4,5	4,6
Χρέος	98,5	94,6	90,5

Όσον αφορά το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, ήδη στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα του Δεκεμβρίου του 2003 είχε εκτιμήθει ότι αυξήθηκε σε 2% του ΑΕΠ το 2003 (από 1,4% του ΑΕΠ το 1999 και 1,5% το 2002), λόγω της μείωσης του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς πλεονάσματος από 6,8% του ΑΕΠ το 1999 σε 4,1% του ΑΕΠ το 2003. Με δεδομένο το ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον ταχύρρυθμης ανάπτυξης (μέσος ρυθμός ανάπτυξης 2001-2003: 3,9% σε πραγματικούς όρους, 7,7% σε ονομαστικούς όρους), είναι φανερό ότι μια πιο εντατική προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής θα είχε ευνοϊκότερες επιδράσεις στη δυναμική του πληθωρισμού κατά τα πρώτα τρία έτη συμμετοχής της χώρας στη ζώνη του ευρώ.

Το Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2003 προβλέπει ελαφρά μείωση του έλλειμματος της γενικής κυβέρνησης σε 1,2% του ΑΕΠ το 2004 και 0,5% το 2005, καθώς και ισοσκέλιση των λογαριασμών της γενικής κυβέρνησης το 2006 (βλ. Πίνακα XXV). Η κυκλικά διορθωμένη δημοσιονομική θέση, αν και προβλέπεται να παρουσιάσει κάποια βελτίωση (μείωση στο 1,8% του ΑΕΠ το 2004),<sup>14</sup> παραμένει έλλειμματική το 2006 (-0,5% του ΑΕΠ).<sup>15</sup> Αυτό οφελεται στο ότι το

**14** Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προβλέπει ότι το 2004 το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα δεν θα μεταβληθεί (εκτιμήσεις της Επιτροπής με βάση τα δεδομένα του Προγράμματος Σταθερότητας) ή ότι θα αυξηθεί (Φθινοπωρινές Προβλέψεις της Επιτροπής).

**15** Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή όμως προβλέπει ότι το 2006 το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα θα διαμορφωθεί στο 0,9% του ΑΕΠ.

**Πίνακας Σ**

**Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του δημόσιου χρέου προς το ΑΕΠ<sup>1</sup>**

(Σε εκατοστάδες μονάδες του ΑΕΠ<sup>2</sup>)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003*
Δημόσιο χρέος	79,6	82,2	87,8	110,1	107,6	108,7	111,3	108,2	105,8	105,2	106,2	106,9	104,7	102,4
Μεταβολές του δημόσιου χρέους	9,7	2,6	5,6	22,3	-2,5	1,1	2,6	-3,1	-2,4	-0,6	1,0	0,7	-2,2	-2,3
– Επιδραση του πρωτογενούς αποτελέσματος	6,5	3,0	2,1	2,2	-2,7	-2,6	-4,6	-5,6	-6,5	-5,9	-5,7	-4,7	-3,9	
– Επιδραση από την αύξηση του ΑΕΠ και τη μεταβολή των επιποκών	-4,9	-7,8	-1,7	-0,4	-1,1	0,3	1,5	-1,5	0,0	1,5	-0,3	-0,7	-1,8	-2,8
– Προσαριγή ελεύθματος χρέους <sup>2</sup>	8,1	7,4	5,2	20,5	1,3	3,4	5,7	4,0	4,1	4,4	7,2	7,1	4,3	4,4

<sup>1</sup> Η μεθυματική σχέση που χρηματοποιείται για την ανάλυση των μεταβολών του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ είναι η εξής:

$$\left[ \frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \right] = \frac{PB_t}{Y_t} + \left[ \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{i-g_t}{1+g_t} \right] + \frac{SF_t}{Y_t}$$

όπου,  $D_t$  = χρέος τελικής καβερηρησης

$PB_t$  = πρωτογενής αποτελεσμα (ελεύθμα ή πλεόνασμα)

$Y_t$  = ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές

$g_t$  = ονομαστικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ

$i$  = μέσο αναποτικού επιτόκιο δανεισμού του Δημοσίου

<sup>2</sup> Η "προσαριγή ελεύθματος χρέους" περιλαμβάνει και δαπάνες ή ανάληψη υποχρεώσεων που, ενώ δεν επηρεάζουν το έλειμμα, αυξάνουν το χρέος, καθώς και εισπράξεις (π.χ. από αποκρατικούς) οι οποίες δεν επηρεάζουν το έλειμμα.

\* Σύμφωνα με στοιχεία που υποβιβήθηκαν στην Eurostat με βάση τη Διεθνούσα Υπερβολικό Ελεύθματος (Μάρτιος 2004).

Πηγή: Εθνικοί λογαριασμοί και εκτιμήσεις Γραμματείας της ΕΛΔΟΣ.

κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές πλεόνασμα προβλέπεται, σύμφωνα με το Πρόγραμμα, να παραμείνει σταθερό το 2004 (στο 4,1% του ΑΕΠ) και να αυξηθεί ελάχιστα τα επόμενα δύο έτη (στο 4,5% του ΑΕΠ το 2005 και στο 4,6% το 2006).<sup>16</sup>

Η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι, επειδή πρέπει να περιοριστούν οι πληθωριστικές πιέσεις, αλλά και επειδή το επίπεδο των δημοσιονομικών υποχρεώσεων που θα προκύψουν στο μέλλον θα είναι υψηλό, κυρίως εξαιτίας της γήρανσης του πληθυσμού, είναι επείγουσα η ανάγκη για εντονότερες προσπάθειες δημοσιονομικής προσαρμογής. Η επίτευξη υψηλότερων πρωτογενών πλεονασμάτων είναι επίσης απολύτως απαραίτητη για την ταχύτερη μείωση του δημόσιου χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ. Ο λόγος δημόσιου χρέους/ΑΕΠ, παρά τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας και τα σημαντικά έσοδα από τις ιδιωτικοποιήσεις, μειώθηκε μόνο κατά 2,3 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ το 2003 (βλ. Πίνακα XXVI), αντί προβλεπόμενης μείωσης κατά 5,1 εκατοστιαίες μονάδες. Ο λόγος αυτός προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει στο 90,5% του ΑΕΠ έως το 2006, δηλαδή περίπου κατά 4 εκατοστιαίες μονάδες ετησίως κατά μέσον όρο, σε σύγκριση με το επίπεδο του 2003 (102,4% του ΑΕΠ, έναντι 101,7% που εκτιμούσε το Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα του Δεκεμβρίου του 2003).

Η Τράπεζα της Ελλάδος θεωρεί ότι, με δεδομένες τις μελλοντικές δημοσιονομικές πιέσεις που θα προκαλέσει η γήρανση του πληθυσμού, η μακροπρόθεσμη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών απαιτεί την ταχύτερη μείωση του δημόσιου χρέους. Παρά την αναμόρφωση του συστήματος συντάξεων (επιμήκυνση της χρονικής διάρκειας των εισφορών σε συνδυασμό με αύξηση του ορίου ηλικίας συνταξιοδότησης), οι δαπάνες για συντάξεις ως ποσοστό του

ΑΕΠ εξακολουθούν να είναι από τις υψηλότερες στην Κοινότητα και προβλέπεται να αυξηθούν περαιτέρω.<sup>17</sup> Η εμπειρία από άλλες χώρες δείχνει ότι η δημοσιονομική εξυγίανση μπορεί να επιτευχθεί και να διαφυλαχθεί αν βασιστεί σε μείωση των πρωτογενών δαπανών και όχι σε ευκαιριακή αύξηση των εσόδων ή σε εξοικονόμηση δαπανών για τόκους.

#### *Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών*

Κατά την πορεία σύγκλισης προς την οικονομία της Ζώνης του ευρώ, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών επιδεινώθηκε. Την τελευταία τετραετία το έλλειμμα παραμένει σε επίπεδα γύρω στο 6% του ΑΕΠ, αν και το 2003 μειώθηκε στο 5,7% του ΑΕΠ, από 6,1% το 2002.

Η επιδείνωση του έλλειμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μπορεί σε κάποιο βαθμό να θεωρηθεί δικαιολογημένη σε μια οικονομία που βρίσκεται σε διαδικασία σύγκλισης. Συγκεκριμένα, από τη σκοπιά της ορθολογικής μεταβίβασης πόρων από μια χρονική περίοδο σε μια άλλη, η διεύρυνση του έλλειμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών επιτρέπει σε μια χώρα να χρηματοδοτήσει υψηλότερες επενδύσεις με την προσδοκία υψηλών αποδόσεων ή να εξομαλύνει διαχρονικά την κατανάλωση.<sup>18</sup> Ωστόσο, η διεύρυνση του έλλειμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μπορεί να αντανακλά διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας και απώλεια ανταγωνιστικότητας και να σηματοδοτεί την ανάγκη μεταρρυθμίσεων για

**16** Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές πλεόνασμα θα μειωθεί στο 4,2% το 2004 (από 4,4% το 2003), θα αυξηθεί στο 4,4% το 2005 και θα υποχωρήσει στο 4,3% το 2006.

**17** Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική: Ενδιάμεση Έκθεση 2002*, Νοέμβριος 2002, Πλαίσιο 2.

**18** Βλ. M. Bassiere, M. Fratzscher and G.J. Mueller, "Current account dynamics in OECD and EU acceding countries – an inter-temporal approach", ECB Working Papers, Φεβρ. 2004.

την αύξηση της παραγωγικότητας και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας.

Η εξέλιξη των επενδύσεων και των αποταμιεύσεων στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια υποδηλώνει ότι υπάρχουν λόγοι να θεωρηθεί ότι η επιδείνωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρέχουσών συναλλαγών είναι εν μέρει αναμενόμενη και ότι συνδέεται με τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας, καθώς και με τη διαφορά φάσης του οικονομικού κύκλου σε σχέση με τους εμπορικούς εταίρους της χώρας μας. Στο βαθμό που η άνοδος των επενδύσεων και της κατανάλωσης μπορούν να δικαιολογηθούν με βάση ρεαλιστικές προσδοκίες των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών για μελλοντική αύξηση του εισοδήματός τους, το έλλειμμα αντανακλά τα οφέλη από τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης. Στην περίπτωση αυτή, η μελλοντική άνοδος του ΑΕΠ θα επιτρέψει την εξυπηρέτηση των εξωτερικών υποχρεώσεων που συσσωρεύονται λόγω της διεύρυνσης του ελλείμματος. Σε αντίθετη περίπτωση, εάν δηλαδή η ταχύτερη άνοδος των επενδύσεων έναντι της εγχώριας αποταμίευσης και η αύξηση της κατανάλωσης οφείλονται σε υπερβολικά αισιόδοξη εκτίμηση της τρέχουσας και της μελλοντικής παραγωγικής δυνατότητας της ελληνικής οικονομίας, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρέχουσών συναλλαγών δεν θα είναι δυνατόν να διατηρηθεί μακροχρόνια στα σημερινά επίπεδα και θα απαιτηθεί προσαρμογή της κατανάλωσης ή δημοσιονομική προσαρμογή ή – το πιθανότερο – συνδυασμός των δύο.

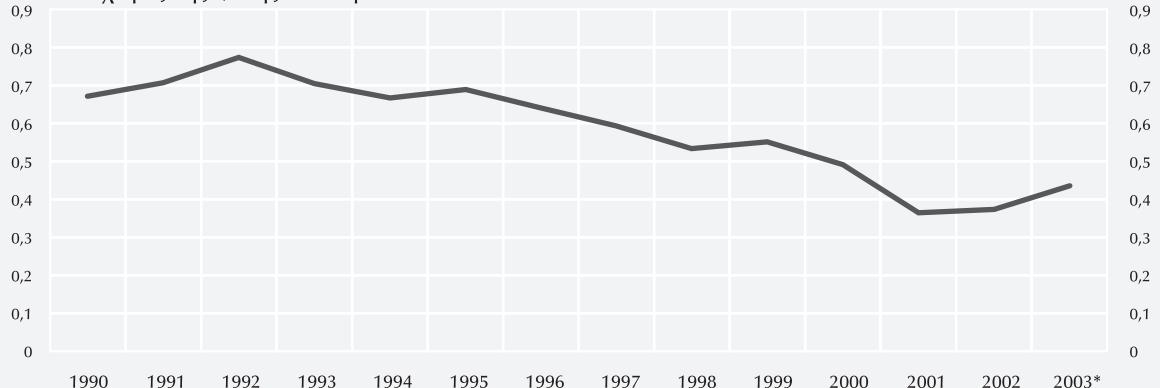
Ένας σημαντικός παράγοντας που συνέβαλε στην ταχύτερη άνοδο των επενδύσεων έναντι των αποταμιεύσεων είναι η ταχεία αύξηση του δανεισμού προς τον ιδιωτικό τομέα. Με τη μείωση των επιτοκίων αλλά και των κινδύνων που συνδέονται με τους διάφορους τύπους δανεισμού, ιδίως μετά την ένταξη της Ελλάδος στη

ζώνη του ευρώ, ο τραπεζικός δανεισμός προς τις επιχειρήσεις επεκτάθηκε ταχύτατα και έδωσε ώθηση στις επιχειρηματικές επενδύσεις, οι οποίες από 12,3% του ΑΕΠ το 1998 ανήλθαν σε 15,6% του ΑΕΠ το 2003. Ακόμη μεγαλύτερη αύξηση σημειώθηκε στο δανεισμό προς τα νοικοκυριά. Συγκεκριμένα, τα νοικοκυριά αύξησαν το δανεισμό τους από 9,3% του ΑΕΠ στο τέλος του 1998 σε 26,2% του ΑΕΠ στο τέλος του 2003. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά το γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια η πρόσβαση στο δανεισμό έχει καταστεί ευκολότερη και οι επιβαρύνσεις είναι σημαντικά χαμηλότερες, ενώ παράλληλα υπάρχουν προσδοκίες για σταδιακή σύγκλιση των πραγματικών εισοδημάτων προς το υψηλότερο επίπεδο των εισοδημάτων στην ΕΕ. Εάν όμως η αισιοδοξία σχετικά με τη σύγκλιση των πραγματικών εισοδημάτων προς τα υψηλότερα επίπεδα των πλουσιότερων χωρών της ΕΕ αποδειχθεί υπερβολική, τότε η αύξηση του τραπεζικού δανεισμού μπορεί να ενέχει κινδύνους. Γι' αυτό είναι αναγκαίες ορισμένες επισημάνσεις, οι οποίες πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπόψη τόσο από τα νοικοκυριά όσο και από τις τράπεζες.

Ειδικότερα, τα νοικοκυριά θα πρέπει να αξιολογούν προσεκτικά – δηλαδή με βάση ρεαλιστικές εκτιμήσεις για το προσδοκώμενο εισόδημά τους – τις δυνατότητές τους να εξυπηρετήσουν ομαλά το σύνολο των δανειακών υποχρεώσεων που αναλαμβάνουν. Κατά την αξιολόγηση αυτή θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη ότι στην παρούσα συγκυρία τα επιτόκια των δανείων έχουν διαμορφωθεί σε ιδιαιτέρως χαμηλά επίπεδα, λόγω των συνθηκών υποτονικής ανάπτυξης και χαμηλού πληθωρισμού που επικρατούν στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Στο βαθμό που – όπως αναμένεται – ο ρυθμός ανάπτυξης θα επιταχυνθεί τα προσεχή έτη, θα αυξηθούν και τα επιτόκια, οπότε θα αυξηθούν ανάλογα και οι δαπάνες των νοικοκυριών για την εξυπηρέτηση εκείνων των δανείων που

Διάγραμμα 45

Εξαγωγές αγαθών της Ελλάδος ως ποσοστό (%) των εισαγωγών αγαθών της ζώνης του ευρώ από χώρες της ζώνης του ευρώ



\* Στοιχεία Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2003.

Πηγές: ΕΣΥΕ για τις εξαγωγές αγαθών της Ελλάδος, EUROSTAT για τις εισαγωγές της ζώνης του ευρώ.

τους χορηγούνται με κυμαινόμενο επιτόκιο ή με σταθερό επιτόκιο του οποίου η συμβατική περίοδος ισχύος λήγει σχετικά σύντομα. Τα δάνεια αυτών των κατηγοριών αποτελούν την πλειοψηφία των δανείων προς τα νοικοκυριά.<sup>19</sup>

Όσον αφορά τις τράπεζες, η συνεχιζόμενη ταχεία αύξηση των δανείων προς τα νοικοκυριά, παρά την επιβράδυνση που παρατηρήθηκε το 2003 σε σύγκριση με το 2002 και το 2001, ενισχύει την πιθανότητα να αυξηθεί ο πιστωτικός κίνδυνος. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα εάν η ταχεία αύξηση των δανείων συνοδεύεται από χαλάρωση των κριτηρίων της πιστοδοτικής πολιτικής των τραπεζών, υπό την πίεση του ανταγωνισμού για αύξηση του κύκλου εργασιών. Ήδη για το σύνολο των εμπορικών τραπεζών παρατηρείται μικρή αύξηση του ποσοστού των καθυστερήσεων στα καταναλωτικά δάνεια κατά την τελευταία διετία.

Οι εξελίξεις αυτές δημιουργούν προκλήσεις για τις τράπεζες, για τις οποίες η ενδυνάμωση των συστημάτων διοίκησης και διαχείρισης κινδύνων αποτελεί μόνιμη ανάγκη. Η Τράπεζα της Ελλάδος, επειδή έχει πλήρη επίγνωση ότι οι εξελίξεις αυτές δημιουργούν προκλήσεις και για

την ίδια, έχει εντείνει περαιτέρω την προληπτική εποπτεία των τραπεζών, ώστε να διασφαλιστεί η σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος.

Εάν η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εξεταστεί από τη σκοπιά της ανταγωνιστικότητας, πρέπει να παρατηρηθεί ότι το μερίδιο των ελληνικών εξαγωγών αγαθών προς τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ στο σύνολο των εισαγωγών αγαθών της ευρωζώνης από χώρες της ζώνης του ευρώ μειώθηκε αισθητά στη διάρκεια της δεκαετίας του '90, αν και από το 1999 και μετά τείνει να σταθεροποιηθεί, σε χαμηλό όμως επίπεδο (βλ. Διάγραμμα 45).<sup>20</sup> Στην υποχώρηση αυτή ενδέχεται να έχουν συμβάλει οι διαρθρωτικές αδυναμίες

19 Σύμφωνα με τα αναλυτικά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος για τα στεγαστικά δάνεια, περίπου 7 στα 10 δάνεια (το 72%) που χορηγούνται έχουν κυμαινόμενο επιτόκιο ή επιτόκιο σταθερό τον πρώτο χρόνο. Τα υπόλοιπα έχουν σταθερό επιτόκιο για διάρκεια από 3 έως και 15 χρόνια. Αυτό υποδηλώνει ότι τα ελληνικά νοικοκυριά είναι ευάλωτα σε πιθανή άνοδο των επιτοκίων.

20 Η υποχώρηση του μεριδίου πρέπει να αντιμετωπιστεί με επιφύλαξη, δεδομένου ότι παρατηρούνται διαφορές μεταξύ των στοιχείων για τις ελληνικές εξαγωγές και των αντίστοιχων στοιχείων των άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ για τις εισαγωγές από την Ελλάδα.

του τομέα παραγωγής αγαθών, σε συνδυασμό με τις τάσεις ανατίμησης της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας και –γενικότερα– με την απώλεια ανταγωνιστικότητας ένοντι των εταιρών μας στη ζώνη του ευρώ. Επομένως, η τάση του ελληνικού πληθωρισμού να είναι σταθερά υψηλότερος από το μέσο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ, εάν δεν αντιστραφεί, θα έχει αρνητικές συνέπειες για το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης και την απασχόληση. Ο κίνδυνος αυτός αναδεικνύει την ανάγκη να συμβάλουν τόσο η δημοσιονομική πολιτική όσο και οι κοινωνικοί εταίροι, όπως ήδη αναφέρθηκε, στη διόρθωση των ανισορροπιών ως προς τον πληθωρισμό και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Για να εξασφαλιστούν διατηρήσιμα υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, θα πρέπει επίσης να συνεχιστεί, και μάλιστα να επιταχυνθεί, η πραγματοποίηση των διαρθρωτικών αλλαγών οι οποίες αποφασίστηκαν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στη Λισσαβώνα το Μάρτιο του 2000.

#### Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις

Ο στρατηγικός στόχος που τέθηκε το 2000 στη Λισσαβώνα ήταν να γίνει η Ευρωπαϊκή Ένωση μέχρι το 2010 η “πιο ανταγωνιστική και δυναμική οικονομία βασισμένη στη γνώση” ανά την υφήλιο. Υπό το φως των εξελίξεων της τελευταίας τριετίας, η επίτευξη του στόχου αυτού αποτελεί σήμερα μείζονα πρόκληση και απαιτεί ταχύτερη πρόσδοτο στην εφαρμογή του προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που αποφασίστηκε στη Λισσαβώνα και –ενδεχομένως– πρόσθετες προσπάθειες. Αυτό ισχύει για την ΕΕ ως σύνολο, ισχύει όμως και για την Ελλάδα, δεδομένου ότι οι διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας παραμένουν, παρά τις υψηλές παραγωγικές της επιδόσεις από το 2000 μέχρι σήμερα.

Στις Εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, καθώς

και στους “Γενικούς Προσανατολισμούς της Οικονομικής Πολιτικής” που υιοθετεί κατ’ έτος το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών (ECOFIN) της ΕΕ, έχει τονιστεί επανειλημμένα ότι η Ελλάδα πρέπει να συνεχίσει την προσπάθεια δημοσιονομικής σταθεροποίησης, ώστε να μειωθεί το υψηλό δημόσιο χρέος και να ενισχυθεί η μακροοικονομική σταθερότητα. Παράλληλα, τα διαρθρωτικά προβλήματα στις αγορές εργασίας και προϊόντων πρέπει να αντιμετωπιστούν το συντομότερο δυνατόν, ώστε να μειωθεί το υψηλό ποσοστό ανεργίας, να βελτιωθεί η παραγωγικότητα και να ενισχυθεί η αποτελεσματική λειτουργία της οικονομίας.

Ηδη αναφέρθηκε τι απαιτείται για να εξασφαλιστεί μακροχρόνια η διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών.

Όσον αφορά το στόχο για ταχύτερη αύξηση της παραγωγικότητας, απαιτούνται εντονότερες προσπάθειες για την αναβάθμιση του ανθρώπινου κεφαλαίου, καθώς και στήριξη, από τον επιχειρηματικό τομέα, της έρευνας και των καινοτομιών. Παράλληλα, πρέπει να ενισχυθεί ο ανταγωνισμός. Όταν επικρατούν ανταγωνιστικές συνθήκες, είναι πιο εύκολο να μετατραπεί η άνοδος της παραγωγικότητας σε μείωση τιμών για τους καταναλωτές και σε χαμηλότερες τιμές εισροών για τους παραγωγούς, ενώ εντείνεται η πίεση στις επιχειρήσεις για πιο αποδοτική κατανομή και αξιοποίηση των διαθέσιμων πόρων. Είναι αυτονόητο ότι πρέπει να συνεχιστούν οι προσπάθειες με στόχο την απλοποίηση της φορολογίας και τη μείωση της γραφειοκρατίας, καθώς και –γενικότερα– για τη δημιουργία ενός περιβάλλοντος “φιλικού” για την επιχειρηματικότητα.

Τέλος, προκειμένου να μειωθεί το υψηλό ποσοστό διαρθρωτικής ανεργίας και να αυξηθεί το

ποσοστό απασχόλησης (ιδιαίτερα το ποσοστό απασχόλησης των γυναικών, το οποίο, παρά την άνοδό του, παραμένει σχετικά χαμηλό), απαιτείται να ληφθούν και άλλα μέτρα που ενθαρρύνουν την προσφορά εργασίας, δίνουν τη δυνατότητα στους ανέργους να αποκτήσουν χρήσιμες δεξιότητες και βελτιώνουν τα εκπαιδευτικά εφόδια των νέων. Οι μεταρρυθμίσεις στο θεσμικό πλαίσιο της αγοράς εργασίας πρέπει να συνεχιστούν και να κατατείνουν σε μια πιο ισόρροπη σχέση μεταξύ ευελιξίας και ασφάλειας, μέσω μέτρων για τον εκσυγχρονισμό της οργάνωσης της εργασίας και για την αναθεώρηση των πιο περιοριστικών ρυθμίσεων. Πρέπει τέλος να βελτιωθεί το σύστημα προσδιορισμού των αποδοχών (στην κατεύθυνση της αποκέντρωσης, όπως ήδη αναφέρθηκε), έτσι ώστε

να ενθαρρύνει τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας και να διευκολύνει την πιο ευέλικτη προσαρμογή των επιχειρήσεων στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες.

Η σταδιακή εφαρμογή αυτών των μεταρρυθμίσεων μπορεί να δημιουργήσει μια δυναμική για ταχύρρυθμη ανάπτυξη. Ωστόσο, η διατήρηση υψηλών ρυθμών οικονομικής ανόδου θα εξαρτηθεί επίσης από τη διασφάλιση ενός σταθερού μακροοικονομικού περιβάλλοντος, ιδιαίτερα από τη συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων και την υπεύθυνη τιμολογιακή πολιτική των επιχειρήσεων, αλλά και από μια δημοσιονομική πολιτική που θα στηρίζει αποφασιστικά τη μακροοικονομική σταθερότητα.

---

## Παράρτημα Κεφαλαίου V

### Η σημασία των μισθολογικών αυξήσεων για τις επιδόσεις της οικονομίας

Στο Παράρτημα αυτό παρουσιάζονται ορισμένα θέματα, η γνώση των οποίων διευκολύνει την ορθή αξιολόγηση της σημασίας που έχουν οι μισθολογικές αυξήσεις για τις γενικότερες επιδόσεις της οικονομίας.

#### Συμβατικές αποδοχές και μέσες ακαθάριστες αποδοχές

Ο ρυθμός ανόδου των μέσων ακαθάριστων αποδοχών (που λαμβάνεται υπόψη για να υπολογιστεί η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας) δεν συμπίπτει με την αύξηση των βασικών συμβατικών αποδοχών που προκύπτει από τις συλλογικές διαπραγματεύσεις σε εθνικό, κλαδικό ή ομοιοεπαγγελματικό επίπεδο, αλλά είναι συνήθως υψηλότερος, εφόσον επηρεάζεται και από διαπραγματεύσεις σε επιχειρησιακό και σε ατομικό επίπεδο, από ρυθμίσεις που αφορούν την επέκταση υπαρχόντων ή τη χορήγηση νέων επιδομάτων, καθώς και από αλλαγές στη διάρθρωση της απασχόλησης. Πράγματι, σύμφωνα με κατά προσέγγιση εκτιμήσεις για το μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου των ακαθάριστων αποδοχών την οκταετία 1996-2003 υπερέβαινε το μέσο ετήσιο ρυθμό ανόδου των συμβατικών αποδοχών σε κλαδικό-ομοιοεπαγγελματικό επίπεδο κατά 0,6 της εκατοστιαίας μονάδας, ο οποίος με τη σειρά του υπερέβαινε το μέσο ετήσιο ρυθμό ανόδου των γενικών κατώτατων συμβατικών αποδοχών κατά 0,3 της εκατοστιαίας μονάδας. Επομένως, η διαφορά μεταξύ του ρυθμού ανόδου των ακαθάριστων αποδοχών στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα και του ρυθμού ανόδου των γενικών κατώτατων συμβατικών αποδοχών έφθανε το 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας. Στο δημόσιο τομέα, οι διαφορές μεταξύ του ρυθμού ανόδου των ακαθάριστων αποδοχών και του ρυθμού ανόδου των συμβατικών απο-

δοχών είναι συνήθως μεγαλύτερες (της τάξεως των 2 εκατοστιαίων μονάδων). Εξάλλου, χαρακτηριστικό παράδειγμα της επίδρασης των αλλαγών που παρατηρούνται στη διάρθρωση της απασχόλησης είναι ο τραπεζικός τομέας, όπου το 2002 και το 2003 η αποχώρηση υψηλόμισθων υπαλλήλων (σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων) είχε ως αποτέλεσμα να είναι η αύξηση των μέσων ακαθάριστων αποδοχών μικρότερη από την αύξηση των συμβατικών αποδοχών. Τα δεδομένα αυτά πρέπει επίσης να λαμβάνονται υπόψη. Στον πίνακα του Παραρτήματος παρουσιάζονται οι ρυθμοί ανόδου των ακαθάριστων αποδοχών στο σύνολο της οικονομίας και των κατώτατων αποδοχών (1975-2003), καθώς και των συμβατικών αποδοχών στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα (1991-2003).

#### Επιδράσεις των μισθολογικών αυξήσεων στον πληθωρισμό, την παραγωγή και την απασχόληση

Για ποιους λόγους μπορεί να αναμένεται ότι "υπερβολικές" αυξήσεις μισθών (δηλαδή αυξήσεις υψηλότερες από εκείνες που θα προέκυπταν εάν ο ρυθμός ανόδου των ονομαστικών αποδοχών συνέκλινε σταδιακά προς το άθροισμα του ρυθμού ανόδου της παραγωγικότητας στην Ελλάδα και του μέσου πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ) θα έχουν δυσμενείς συνέπειες τόσο για τους ρυθμούς ανόδου της παραγωγής και της απασχόλησης στο σύνολο της οικονομίας όσο και για τον πληθωρισμό και, επομένως, για τα πραγματικά εισοδήματα των εργαζομένων; Για να δοθεί απάντηση στο ερώτημα αυτό, μια κρίσιμη παράμετρος που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι οι συνθήκες παραγωγής και ανταγωνισμού που επικρατούν στους διάφορους τομείς της οικονομίας.

Σε τομείς οι οποίοι χαρακτηρίζονται από σχεδόν απόλυτη ομοιογένεια των παραγόμενων ή πωλούμενων αγαθών η υπηρεσιών, μεγάλο αριθμό παραγωγών ή πωλητών και ελευθερία εισόδου νέων επιχειρήσεων, υπάρχει πολύ έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των παραγωγών ή των πωλητών αγαθών

**Μισθοί, μέσοι καθαρό εισόδημα μισθωτών και πιμές καταναλωτή: 1975-2003**

(Έκπτωσιδες, μέσες επήρεις μεταβολές)

Έτος	Τιμές καταναλωτή <sup>1</sup>	Μέσες προ φορολογίας αποδοχές στο σύνολο της οικονομίας <sup>2</sup>			Μέσο κοθαρό εισόδημα μισθωτών <sup>3</sup>			Κατώτατες αποδοχές εργούτωπων άλλων <sup>4</sup>			Κατώτατο ημερούσιο όναμα εργάτη χωρίς προϋπηρεσία <sup>5</sup>			Μέσες συμβατικές αποδοχές στο μη τραπεζικό δικαίωμα <sup>6</sup>			Εβδομαδιαίες αποδοχές εργατών μεταποίησης <sup>7</sup>		
		Ονομ.	Προη.	Δείκτης 1995=100	Ονομ.	Προη.	Δείκτης 1995=100	Ονομ.	Προη.	Δείκτης 1995=100	Ονομ.	Προη.	Δείκτης 1995=100	Ονομ.	Προη.	Δείκτης 1995=100	Ονομ.	Προη.	Δείκτης 1995=100
1975	13,6	22,6	7,9	82,9	22,1	7,5	89,9	21,5	7,0	81,8	20,9	6,4	91,4	22,7	8,0	...	21,4	6,9	66,8
1976	13,0	22,7	8,6	90,0	21,8	7,8	96,9	22,0	8,0	88,3	19,1	5,4	96,3	26,6	12,0	...	26,0	11,5	74,5
1977	12,4	19,2	6,0	95,4	20,7	7,4	104,1	17,3	4,4	92,2	15,8	3,0	99,2	18,7	5,6	...	18,7	5,6	78,7
1978	12,6	21,8	8,2	103,3	21,1	7,5	111,9	23,0	9,2	100,7	21,6	8,0	107,1	15,4	2,5	...	24,2	10,3	86,8
1979	18,9	18,8	-0,1	103,2	16,9	-1,7	110,0	17,9	-0,8	99,9	17,5	-1,2	105,8	13,8	-4,3	...	20,4	1,3	87,9
1980	24,8	20,6	-3,4	99,7	23,0	-1,4	108,4	22,0	-2,2	97,7	16,6	-6,6	98,9	21,0	-3,0	...	25,5	0,6	88,5
1981	24,5	24,0	-0,4	99,3	22,3	-1,8	106,5	24,1	-0,3	97,4	23,7	-0,6	98,3	21,9	-2,1	...	23,8	-0,6	87,9
1982	21,0	26,1	4,2	103,4	24,4	2,8	109,5	46,4	21,0	117,9	48,2	22,5	120,4	...	...	...	30,3	7,7	94,7
1983	20,2	17,2	-2,5	100,8	15,8	-3,7	105,4	15,4	-4,0	113,2	15,4	-4,0	115,6	...	...	...	19,2	-0,8	93,9
1984	18,5	23,1	3,9	104,8	22,2	3,1	108,7	25,8	6,2	120,2	26,0	6,3	122,8	...	...	...	25,3	5,7	99,3
1985	19,3	21,1	1,5	106,4	22,0	2,3	111,2	17,9	-1,2	118,7	18,0	-1,1	121,5	...	...	...	23,1	3,2	102,5
1986	23,0	12,3	-8,7	97,1	11,3	-9,5	100,6	10,8	-9,9	107,0	10,9	-9,8	109,6	...	...	...	12,5	-8,5	93,8
1987	16,4	10,9	-4,7	92,5	11,6	-4,1	96,5	10,1	-5,4	101,2	10,2	-5,3	103,8	...	...	...	9,8	-5,7	88,4
1988	13,5	20,5	6,2	98,3	19,5	5,3	101,6	17,0	3,1	104,3	17,1	3,2	107,1	...	...	...	24,0	9,3	96,7
1989	13,7	19,6	5,2	103,4	22,0	7,3	109,0	20,1	5,6	110,2	18,9	4,6	112,0	...	...	...	20,7	6,2	102,6
1990	20,4	22,1	1,4	104,8	21,2	0,7	109,8	17,3	-2,6	107,3	17,1	-2,7	109,0	...	...	...	19,3	-0,9	101,7
1991	19,5	14,7	-4,0	100,6	15,2	-3,7	105,8	15,1	-3,7	103,3	14,4	-4,3	104,3	15,5	-3,3	107,2	16,7	-2,3	99,4
1992	15,9	11,8	-3,5	97,1	15,8	-0,1	105,7	11,9	-3,5	99,7	11,3	-4,0	100,1	12,5	-2,9	99,2	13,7	-1,9	97,5
1993	14,4	12,5	-1,7	95,5	6,3	-7,1	98,2	12,4	-1,7	98,0	12,0	-2,1	98,0	12,4	-1,7	97,5	10,5	-3,4	94,2
1994	10,9	13,0	1,9	97,3	11,5	0,5	98,7	12,6	1,5	99,5	12,6	1,5	99,5	12,5	1,4	98,9	13,2	2,1	96,2
1995	8,9	11,9	2,8	100,0	10,3	1,3	100,0	9,4	0,5	100,0	9,4	0,5	100,0	10,1	1,1	100,0	13,3	4,0	100,0
1996	8,2	11,5	3,0	103,0	9,7	1,4	101,4	8,2	0,0	100,0	7,8	-0,4	99,6	8,6	0,4	100,4	8,8	0,6	100,6
1997	5,5	10,5	4,7	107,8	10,7	4,9	106,4	8,0	2,4	102,4	8,0	2,4	102,0	8,2	2,6	103,0	8,8	3,1	103,7
1998	4,8	6,3	1,4	109,4	5,7	0,9	107,3	5,4	0,6	103,0	5,4	0,6	102,6	5,7	0,9	103,9	4,6	-0,2	103,5
1999	2,6	4,5	1,9	111,4	3,6	1,0	108,4	3,5	0,9	103,9	3,5	0,9	103,5	3,9	1,3	105,3	...	...	...
2000	3,2	6,5	3,2	115,0	8,5	5,1	113,9	4,2	1,0	105,0	4,2	1,0	104,6	4,2	1,0	106,3	...	...	...
2001	3,4	5,2	1,7	116,9	3,8	0,4	114,4	3,5	0,1	105,1	3,3	-0,1	104,5	4,2	0,8	107,2	...	...	...
2002	3,6	7,2	3,5	121,0	6,8	3,1	117,9	5,4	1,7	106,9	5,4	1,7	106,2	5,7	2,0	109,3	...	...	...
2003	3,5	6,2	2,6	124,2	6,8	3,2	121,7	5,1	1,5	108,5	5,1	1,5	107,8	5,1	1,5	111,0	...	...	...

1 ΕΣΥΕ - Εθνικός Οικοπέδης.

2 Επιμήσης.

3 Επιμήσης. Αρροφουν μισθωτό με μέσες αποδοχές, ωμελή ή 4μελή οικογένεια και διοικητηρή ενοικιαζόμενη κατοικία.

4 Μέσος ορος εμπειρούμενον με κατώτατες αποδοχές (εργατών ή υπαλλήλων, σχόλιου ή εγγάμων, με ή χωρίς προϋπηρεσία).

5 Εθνικές γενικές απολογικές σημειώσεις εργατών.

6 Μέσος ορος σειράς καδοκίων και ομοιοπογνωμένων συλλογικών συμβάσεων μη τραπεζικού δικαίου της ΑΤΑ) διαν υπαρχόν εκπαίδευσης.

7 ΕΣΥΕ.

και υπηρεσιών. Για το λόγο αυτό, καθίσταται σχεδόν αδύνατη η διαφοροποίηση των τιμών. Επιπλέον, τα περιθώρια κέρδους είναι κανονικά και είναι δύσκολο να συμπιεστούν σημαντικά. Είναι φανερό ότι οι επιχειρήσεις στους τομείς αυτούς δεν έχουν τη δυνατότητα να αυξήσουν τις τιμές των προϊόντων τους όταν το κόστος παραγωγής τους αυξάνεται περισσότερο από ό,τι των ανταγωνιστών τους. Επομένως, εάν αποδεχθούν “υπερβολικές” αυξήσεις μισθών, τότε θα πρέπει να επιδιώξουν αντισταθμιστική αύξηση της παραγωγικότητας των απασχολουμένων στις επιχειρήσεις τους (π.χ. υιοθετώντας τεχνολογίες που συνεπάγονται μεγαλύτερη αυτοματοποίηση της παραγωγής) και επομένως να μειώσουν την απασχόληση. Εάν όμως οι επιχειρήσεις δεν επιτύχουν αύξηση της παραγωγικότητας, τότε η λειτουργία τους θα καταστεί ζημιογόνα και θα υποχρεωθούν να τη διακόψουν – εξέλιξη που συνεπάγεται μείωση της παραγωγής και της απασχόλησης.

Σε τομείς στους οποίους το προϊόν κάθε επιχείρησης δεν είναι απόλυτα όμοιο με αυτό των ανταγωνιστών της, όπως συμβαίνει στις περισσότερες αγορές καταναλωτικών αγαθών και υπηρεσιών, η διαφοροποίηση του προϊόντος επιτρέπει κάποια διαφοροποίηση των τιμών. Έτσι, π.χ., οι επιχειρήσεις που προσαρμόζονται καλύτερα στις μεταβαλλόμενες προτιμήσεις των καταναλωτών (και διαφημίζουν πιο αποτελεσματικά τα προϊόντα τους) τελικά απολαμβάνουν υψηλότερα ποσοστά κέρδους. Επιπλέον, δυνατότητα μεταβολής των τιμών έχουν οι επιχειρήσεις και σε τομείς όπου επικρατούν ολιγοπωλιακές ή μονοπωλιακές συνθήκες και όπου τα προϊόντα δεν είναι εκτεθειμένα στο διεθνή ανταγωνισμό (δηλαδή δεν είναι διεθνώς εμπορεύσιμα). Στους τομείς αυτούς, οι “υπερβολικές” αυξήσεις μισθών οδηγούν αρχικά σε αύξηση των τιμών και σε υψηλότερο πληθωρισμό, επειδή κατά κανόνα οι παραγωγοί τείνουν να διατηρούν αμετάβλητα τα περιθώρια κέρδους. Η αύξηση του πληθωρισμού όμως συνεπάγεται μείωση τόσο της αγοραστικής δύναμης των εισοδημάτων των εργαζομένων όσο και της ανταγωνιστικότητας της

εθνικής οικονομίας (λόγω της στροφής της εγχώριας και της εξωτερικής ζήτησης προς προϊόντα χωρών όπου οι ρυθμοί ανόδου του κόστους παραγωγής και των τιμών είναι χαμηλότεροι). Και στην περίπτωση αυτή, επομένως, η εγχώρια παραγωγή και η απασχόληση μειώνονται, επιπλέον όμως αυξάνεται και ο πληθωρισμός.

**Αυξήσεις των κατώτατων και των μέσων αποδοχών: ιστορική αναδρομή**

Με δεδομένη τη σημασία της Εθνικής Γενικής Συλλογικής Σύμβασης Εργασίας, οι εφετινές διαπρογματεύσεις για την οποία συνεχίζονται, είναι χρήσιμη μια σύντομη ιστορική αναδρομή στην εξελίξη των κατώτατων αποδοχών των εργατών και των υπαλλήλων, οι οποίες καθορίζονται από τη σύμβαση αυτή.<sup>1</sup> Συγκεκριμένα, κατά την εννεαετία 1982-1990 η σωρευτική ποσοστιαία αύξηση των πραγματικών κατώτατων αποδοχών ήταν σχεδόν διπλάσια από την αντίστοιχη αύξηση των πραγματικών μέσων ακαθάριστων αποδοχών. Αυτό συνεπαγόταν σημίρυνση των μισθολογικών διαφορών, η οποία οφειλόταν αφενός στη χορήγηση πολύ μεγάλων αυξήσεων στους χαμηλούς μισθούς τον Ιανουάριο του 1982 και αφετέρου στην εφαρμογή του συστήματος της αυτόματης τιμαριθμικής αναπτροσαρμογής (ATA), σύμφωνα με το οποίο οι ποσοστιαίες αυξήσεις των αποδοχών ήταν αντιστρόφως ανάλογες προς το επίπεδο των αποδοχών. Από το 1991 και μετά όμως, η κατάργηση της ATA οδήγησε σε διεύρυνση των μισθολογικών διαφορών. Είναι χαρακτηριστικό ότι τη δεκαετία 1994-2003 η εκτιμώμενη σωρευτική ποσοστιαία αύξηση των πραγματικών μέσων ακαθάριστων αποδοχών ήταν υπερτριπλάσια της αντίστοιχης αύξησης των πραγματικών κατώτατων αποδοχών (30% έναντι 10% περίπου). Την ίδια δεκαετία, η αγοραστική δύναμη του κατώτατου ημερομισθίου ενός νεοπροσλαμβανό-

<sup>1</sup> Βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 1999, Απρίλιος 2000, Πλαίσιο IV.3, σελ. 132-34.

μενου και άγαμου ανειδίκευτου εργάτη εμφάνισε σχέδον συνεχή αύξηση (με εξαίρεση ανεπαίσθητες μειώσεις το 1996 και το 2001). Μάλιστα, η αύξηση ήταν χωρίς εξαίρεση συνεχής εάν ληφθεί υπόψη ο μέσος όρος όλων των κατηγοριών των ανειδίκευτων (εργατών και υπαλλήλων, αγάμων και εγγάμων, με και χωρίς προϋπηρεσία – βλ. τον πίνακα του Παραρτήματος). Το γεγονός ότι κατά την πιο πρόσφατη περίοδο οι πραγματικές κατώτατες αποδοχές αυξάνονται λιγότερο από τις πραγματικές μέσες αποδοχές δεν πρέπει να οδηγεί στο συμπέρασμα ότι απαιτείται επιπρόσθετη αύξηση τους με στόχο να εξαλειφθεί η “υστέρηση”. Αντίθετα, η συγκρατημένη άνοδος των κατώτατων αποδοχών (σε σύγκριση με τις μέσες αποδοχές) πρέπει να αντιμετωπιστεί ως εξέλιξη που διευκολύνει τόσο την αποτελεσματικότερη σύνδεση των αποδοχών με την απόδοση και την παραγωγικότητα (ιδιαίτερα εάν ληφθεί υπόψη ότι ο λόγος των κατώτατων αποδοχών προς τις μέσες αποδοχές είναι σημαντικά υψηλότερος στην Ελλάδα από ό,τι στους εμπορικούς μας εταίρους) όσο και την ένταξη στην απασχόληση τόσο των ανειδικεύτων όσο και εκείνων που ζητούν εργασία για πρώτη φορά – δηλαδή, σε τελευταία ανάλυση, ευνοεί τη μείωση της ανεργίας.

**Η διαδικασία σύγκλισης των μέσων αποδοχών στην Ελλάδα προς το μέσο όρο των αποδοχών στην Ευρωπαϊκή Ένωση**

Τα τελευταία χρόνια (και εφέτος) στις συλλογικές διαπραγματεύσεις προβάλλεται συχνά ως αίτημα η σύγκλιση του επιπέδου των αποδοχών στην Ελλάδα προς το (υψηλότερο) επίπεδο στην Ευρωπαϊκή Ένωση (κατά μέσο όρο). Η πιο πρόσφατη ειδική “έρευνα κόστους εργασίας” της ΕΣΥΕ και της Eurostat (πρόκειται για έρευνα που διεξάγεται ανά τετραετία σε επίπεδο επιχείρησης) αφορά το έτος 2000<sup>2</sup> και παρέχει τα πιο αξιόπιστα στοιχεία που επιτρέπουν να γίνουν συγκρίσεις του επιπέδου των αποδοχών μεταξύ της Ελλάδος και του μέσου όρου 14 χωρών της ΕΕ (όλων πλην Βελγίου).<sup>3</sup> Τα στοιχεία αυτά αφορούν κατά προσέγγιση το “σύνολο της οικονομίας”:

ακριβέστερα, αφορούν όλες τις αγοραίες δραστηριότητες εκτός γεωργίας, δηλαδή τους κλάδους της βιομηχανίας (օρυχεία-λατομεία, μεταποίηση, ηλεκτρισμό-ύδρευση), τις κατασκευές, το εμπόριο, τα ξενοδοχεία-εστιατόρια, τις μεταφορές, τις επικοινωνίες, καθώς και τις χρηματοπιστωτικές και επιχειρηματικές υπηρεσίες. Σύμφωνα με αυτά, το 2000 η μηνιαία δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές<sup>4</sup> σε ευρώ ανά μισθωτό πλήρους απασχόλησης στην Ελλάδα (1.570 ευρώ) ήταν ίση με το 49,5% του μέσου όρου στην ΕΕ-14 (3.169 ευρώ) και ήταν η δεύτερη χαμηλότερη στην ΕΕ, μετά από εκείνη της Πορτογαλίας. Εάν η σύγκριση γίνει σε μονάδες αγοραστικής δύναμης, όπως είναι ορθότερο, το ποσοστό ανέρχεται σε 61,3% του μέσου όρου στην ΕΕ-14.<sup>5</sup> Επίσης, η ωριαία δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές<sup>6</sup> στην Ελλάδα (10,40 ευρώ) ήταν ίση με το 46,9% του μέσου όρου στην ΕΕ-14 (22,19 ευρώ), ενώ σε μονάδες αγοραστικής δύναμης ήταν ίση με το 58,0%.<sup>7</sup>

**2** Eurostat, “Labour Costs Survey 2000 – Member States”, Statistics in Focus, Theme 3 – 18/2003 (Ιούλιος 2003).

**3** Στην Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2002 (Απρίλιος 2003, Πλαίσιο IV.3, σελ. 177-78), είχαν παρουσιαστεί τα προσωρινά στοιχεία της έρευνας της Eurostat, που δεν περιλάμβαναν την Ιταλία.

**4** Η Eurostat χρησιμοποιεί τον όρο “μηνιαίο κόστος εργασίας”, ο οποίος δεν χρησιμοποιείται εδώ για να μη γίνει σύγχυση με το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

**5** Δεδομένου ότι το μέσο επίπεδο των τιμών τελικής κατανάλωσης των νοικοκυριών στην Ελλάδα το 2000 ήταν ίση με το 80,8% του μέσου επιπέδου τιμών στην ΕΕ (βλ. Eurostat, Διαρθρωτικό δείκτες, αναθεωρημένες εκτιμήσεις, Δεκέμβριος 2003-Ιανουάριος 2004).

**6** Η Eurostat χρησιμοποιεί τον όρο “ωριαίο κόστος εργασίας”, ο οποίος δεν χρησιμοποιείται εδώ, και πάλι για να μη γίνει σύγχυση με το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

**7** Η μηνιαία δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό πλήρους απασχόλησης και η ωριαία δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές είναι ουσιαστικά ισοδύναμοι δείκτες (όσον αφορά τη σχέση Ελλάδος και ΕΕ-14). Η διαφορά τους αντανακλά μόνο τη διαφορά μεταξύ Ελλάδος και ΕΕ-14 ως προς τη διάρκεια του κανονικού ωραρίου και υποδηλώνει (για το έτος 2000) ότι το κανονικό ωράριο (ωράριο πλήρους απασχόλησης) στην Ελλάδα ήταν μεγαλύτερο κατά περίπου 2,5 ώρες την εβδομάδα από το αντίστοιχο στην ΕΕ-14. Βεβαίως, εάν η μηνιαία δαπάνη είχε υπολογιστεί ανά μισθωτό (και όχι ανά μισθωτό πλήρους απασχόλησης), η διαφορά της (όσον αφορά τη σχέση Ελλάδος και ΕΕ-14) από την ωριαία δαπάνη θα ήταν σημαντικότερη, επειδή θα αντανακλούσε και το γεγονός ότι η μερική απασχόληση είναι πολύ πιο διαδεδομένη στις άλλες χώρες της ΕΕ και, επομένως, το μέσο πραγματικό ωράριο (ανά μισθωτό) είναι αισθητά χαμηλότερο σε αυτές από ό,τι στην Ελλάδα.

Το τελευταίο αυτό ποσοστό (58,0%) είναι δυνατόν να αντιπαραβληθεί με την παραγωγικότητα (ΑΕΠ ανά ώρα εργασίας)<sup>8</sup> σε μονάδες αγοραστικής δύναμης στην Ελλάδα, η οποία το 2000 ήταν ίση με το 67,8% του μέσου όρου στην ΕΕ-15 και –όπως εκτιμάται – με το 68,3% του μέσου όρου στην ΕΕ-14.<sup>9</sup> Η αντιπαραβολή αυτή οδηγεί σε ορισμένα χρήσιμα συμπεράσματα:

– Με βάση τα στοιχεία για την ωριαία δαπάνη για αποδοχές και την παραγωγικότητα (ΑΕΠ ανά ώρα εργασίας) υπολογίζεται ότι το επίπεδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα ήταν το 2000 ίσο με το 84,9% του μέσου όρου στην ΕΕ-14 (ή, κατά προσέγγιση, ίσο με το 85,5% του μέσου όρου στην ΕΕ-15). Το γεγονός ότι το επίπεδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα είναι χαμηλότερο από το μέσο όρο της ΕΕ είναι κατ' αρχήν θετικό για την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας και ευνοεί την αύξηση της απασχόλησης. Ο λόγος των δύο επιπέδων ήταν όμως ακόμη χαμηλότερος στο παρελθόν. Επομένως, το σχετικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έχει περιοριστεί σημαντικά.

– Σύμφωνα με κατά προσέγγιση εκτιμήσεις, μεταξύ του 2000 και του 2003 η ωριαία δαπάνη για αποδοχές (σε ευρώ) αυξήθηκε σωρευτικά στην Ελλάδα σχεδόν κατά 20% και στην ΕΕ κατά 10% περίπου. Έτσι, εκτιμάται ότι το 2003 ο λόγος μεταξύ των δύο μεγεθών σε ευρώ διαμορφώθηκε στο 51% (έναντι 46,9% το 2000),<sup>10</sup> ενώ σε μονάδες αγοραστικής δύναμης διαμορφώθηκε στο 63% (έναντι 58,0% το 2000). Εξάλλου, η παραγωγικότητα (ΑΕΠ ανά ώρα εργασίας) στην Ελλάδα εκτιμάται από την Eurostat ότι το 2003 διαμορφώθηκε στο 75% του μέσου όρου της ΕΕ.<sup>11</sup>

– Επομένως, η κάλυψη της απόστασης ώστε η σχέση "μέσες αποδοχές στην Ελλάδα/μέσες αποδοχές στην ΕΕ" να αντιστοιχεί στη σχέση "μέση παραγωγικότητα στην Ελλάδα/μέση παραγωγικότητα στην ΕΕ", όπως έχει διεκδικήσει η ΓΣΕΕ,<sup>12</sup> συνεπάγεται ότι ο λόγος 63% θα αυξηθεί και θα εξομοιωθεί με το λόγο 75%. Όταν αυτό συμβεί, το επίπεδο του κόστους

εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα θα είναι ίσο (100,0%) με το μέσο επίπεδο στην ΕΕ. Από τις στατιστικές προκύπτει ότι αυτή η διαδικασία σύγκλισης είναι όντως σε εξέλιξη. Ωστόσο, η πρόοδος της πρέπει να είναι βαθμιαία, για τους λόγους που ήδη αναφέρθηκαν, δηλαδή για να μην αντιστρατεύεται το στόχο για εξάλειψη της προς τα άνω απόκλισης του πληθωρισμού στην Ελλάδα από τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ, να μην οδηγεί σε απώλεια ανταγωνιστικότητας και να μην έχει, τελικά, αρνητικές συνέπειες για την παραγωγή, τα εισοδήματα και την ίδια την απασχόληση.

**8** Το μέγεθος αυτό περιλαμβάνεται στους "διαφρωτικούς δείκτες" που υπολογίζονται από την Eurostat. Είναι απαραίτητο η σύγκριση της ωριαίας δαπάνης να γίνει με το ΑΕΠ ανά ώρα εργασίας και όχι με το ΑΕΠ ανά απασχολούμενο, ως προς το οποίο ο λόγος Ελλάδος και ΕΕ-15 ήταν το 2000 πολύ υψηλότερος (81,8%), εξαιτίας ακριβώς της μεγαλύτερης διάδοσης της μερικής απασχόλησης στην ΕΕ (βλ. Eurostat, Διαφρωτικοί δείκτες, αναθεωρημένες εκτιμήσεις, Δεκέμβριος 2003-Ιανουάριος 2004).

**9** Όπως ήδη αναφέρθηκε (βλ. υποσημείωση 5 στο κύριο κείμενο) οι συγκρίσεις των επιπέδων της παραγωγικότητας πρέπει να αντιμετωπίζονται με επιφύλαξη, αφενός λόγω των δυσκολιών μέτρησης και αφετέρου επειδή τα στοιχεία για την Ελλάδα θα αναθεωρηθούν με βάση τα "προσαρμοσμένα" στοιχεία της έρευνας εργατικού δυναμικού για την περίοδο 1998-2003.

**10** Εκτός από τα στοιχεία των "ερευνών κόστους εργασίας" της Eurostat, υπάρχουν και οι εκτιμήσεις των εθνικών λογαριασμών (της Ελλάδος και των άλλων χωρών της ΕΕ) για τις ετήσιες αμοιβές της εξαρτημένης εργασίας (δηλαδή αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές) ανά μισθωτό. Οι εκτιμήσεις αυτές περιλαμβάνονται στη βάση δεδομένων AMEKO της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (τελευταία αναθεώρηση 12.1.2004), αλλά δεν παρέχουν βάση για αξιόπιστες συγκρίσεις. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις αυτές, η ετήσια δαπάνη (σε ευρώ) ανά μισθωτό στην Ελλάδα εμφανίζεται ότι ήταν το 2000 ίση με το 57,9% του μέσου όρου στην ΕΕ και ότι το 2003 έφθασε το 65,1%, ενώ εάν η ετήσια δαπάνη υπολογιστεί σε μονάδες αγοραστικής δύναμης, ο λόγος εμφανίζεται να αυξάνεται από 71,7% το 2000 σε 81% περίπου το 2003. Ο λόγος των μέσων αποδοχών στην Ελλάδα προς τις μέσες αποδοχές στην ΕΕ είναι τεχνητά υψηλότερος με βάση τις εθνικολογιστικές εκτιμήσεις, επειδή αυτές δεν αφορούν μισθωτούς πλήρους απασχόλησης για τις περισσότερες χώρες της ΕΕ (εκτός Αυστρίας, Γαλλίας, Ισπανίας, Ιταλίας και Ολλανδίας). Επειδή λοιπόν η μερική απασχόληση είναι περισσότερο διαδεδομένη στις άλλες χώρες της ΕΕ από ό,τι στη χώρα μας, η ετήσια δαπάνη ανά μισθωτό στις άλλες χώρες αφορά αισθητά λιγότερες ετήσιες ώρες εργασίας από ό,τι στην Ελλάδα, με αποτέλεσμα να γίνεται σύγκριση ανόμοιων πραγμάτων. Επομένως, τα στοιχεία των ερευνών κόστους εργασίας τα οποία αναλύονται στο Παράρτημα αυτό είναι τα καταλληλότερα για συγκρίσεις, εφόσον αφορούν μισθωτούς πλήρους απασχόλησης.

**11** Αναθεωρημένες εκτιμήσεις, Δεκέμβριος 2003-Ιανουάριος 2004.

**12** Βλ. Ινστιτούτο Εργασίας (INE) ΓΣΕΕ-ΑΔΕΔΥ, Η ελληνική οικονομία και η απασχόληση, Ετήσια Έκθεση 2002, Μέρος 3 ("Οι μισθοί στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση")

# Μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος

## 9 Ιανουαρίου, 6 Φεβρουαρίου 2003

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 2,75%, 3,75% και 1,75% αντίστοιχα.

## 23 Ιανουαρίου 2003

— Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να διατηρήσει στα 15 δισεκ. ευρώ ανά συναλλαγή το ποσό κατανομής για τις πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης που θα πραγματοποιηθούν το 2003. Για τον καθορισμό αυτού του ποσού λαμβάνονται υπόψη οι αναμενόμενες ανάγκες σε ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος στη ζώνη του ευρώ το 2003, καθώς και η επιθυμία του Ευρωσυστήματος να συνεχίσει να παρέχει τον κύριο όγκο της αναχρηματοδότησης του χρηματοπιστωτικού τομέα μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης.

— Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να εφαρμόσει τα ακόλουθα δύο μέτρα με σκοπό τη βελτίωση του λειτουργικού πλαισίου για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής:

1. Άλλαγή της χρονικής οριοθέτησης της περιόδου τήρησης των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών, έτσι ώστε η περίοδος αυτή να αρχίζει πάντοτε την ημέρα διακανονισμού της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης που πραγματοποιείται μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου στην οποία έχει προγραμματιστεί η μηνιαία αξιολόγηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, κατά κανόνα, οι εφαρμοζόμενες μεταβολές των επιτοκίων των πάγιων διευκολύνσεων θα συμπίπτουν χρονικά με την έναρξη της νέας περιόδου τήρησης.

2. Μείωση της διάρκειας των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης από δύο εβδομάδες σε μία.

Λόγω των απαιτούμενων προπαρασκευαστικών εργασιών, τα ανωτέρω μέτρα προβλέπεται να τεθούν σε ισχύ στη διάρκεια του πρώτου τριμήνου του 2004.

### **6 Μαρτίου 2003**

— Από 12.3.2003, το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος μειώνεται κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 2,50%.

— Από 7.3.2003, το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης μειώνεται κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 3,50%.

— Από 7.3.2003, το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων μειώνεται κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 1,50%.

### **3 Απριλίου, 8 Μαΐου 2003**

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 2,50%, 3,50% και 1,50% αντίστοιχα.

### **5 Ιουνίου 2003**

— Από 9.6.2003, το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος μειώνεται κατά 0,50 της εκατοστιαίας μονάδας στο 2,00%.

— Από 6.6.2003, το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης μειώνεται κατά 0,50 της εκατοστιαίας μονάδας στο 3,00%.

— Από 6.6.2003, το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων μειώνεται κατά 0,50 της εκατοστιαίας μονάδας στο 1,00%.

### **10 Ιουλίου, 31 Ιουλίου, 4 Σεπτεμβρίου,**

**2 Οκτωβρίου, 6 Νοεμβρίου,**

**4 Δεκεμβρίου 2003**

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 2,00%, 3,00% και 1,00% αντίστοιχα.

### **8 Ιανουαρίου 2004**

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 2,00%, 3,00% και 1,00% αντίστοιχα.

### **12 Ιανουαρίου 2004**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να αυξήσει από 15 σε 25 δισεκατομμύρια ευρώ το ποσό κατανομής για κάθε πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης που θα διενεργηθεί το 2004. Για τον καθορισμό αυτού του ποσού ελήφθη υπόψη η αναμενόμενη αύξηση των αναγκών σε ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος της ζώνης του ευρώ το 2004. Το Ευρωσύστημα ωστόσο θα εξακολουθήσει να παρέχει τον κύριο όγκο ρευστότητας μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης.

### **5 Φεβρουαρίου, 4 Μαρτίου 2004**

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 2,00%, 3,00% και 1,00% αντίστοιχα.



# Γλωσσάριο

**Αντιστρεπτέα πράξη:** συναλλαγή μέσω της οποίας η κεντρική τράπεζα αγοράζει ή πωλεί περιουσιακά στοιχεία με συμφωνία επαναπώλησης/επαναγοράς ή διενεργεί πιστωτικές πράξεις έναντι ενεχύρου τίτλων.

**Ασφάλειες ή μέσα εξασφάλισης απαιτήσεων:** περιουσιακά στοιχεία τα οποία δίδονται ως ενέχυρο προς εξασφάλιση της αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων δανείων ενίσχυσης της ρευστότητας που λαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα από τις κεντρικές τράπεζες, καθώς και περιουσιακά στοιχεία τα οποία τα πιστωτικά ιδρύματα πωλούν προς κεντρικές τράπεζες με συμφωνία επαναγοράς.

**Βάση υπολογισμού των υποχρεωτικών καταθέσεων:** το άθροισμα των στοιχείων του ισολογισμού (συγκεκριμένα, στοιχείων του παθητικού) επί του οποίου υπολογίζεται το ελάχιστο ύψος των υποχρεωτικών καταθέσεων ενός πιστωτικού ιδρύματος στην κεντρική τράπεζα.

**Βασικά επιτόκια της ΕΚΤ:** τα επιτόκια της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) (βλ. λήμμα), τα οποία ορίζουν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Επί του παρόντος, τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ είναι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (βλ. λήμμα), το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης (βλ. λήμμα) και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων (βλ. λήμμα). Πριν αποφασιστεί ότι οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης θα διενεργούνται ως δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου, το επιτόκιο των δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου έπαιζε το ρόλο του “βασικού επιτοκίου”. Το ρόλο αυτό καλύπτει το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ.

**Γενική κυβέρνηση:** όπως ορίζεται στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών του 1995 (ΕΣΛ 95), αποτελείται από την κεντρική κυβέρνηση, την περιφερειακή ή τοπική αυτοδιοίκηση και τους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης.

**Γενικό Συμβούλιο:** ένα από τα όργανα λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και τους διοικητές και των 15 εθνικών κεντρικών τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

**Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων:** πάγια διευκόλυνση (βλ. λήμμα) 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 (βλ. λήμμα) 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 λήψης αποφάσεων της EKT. Απαρτίζεται από όλα τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής (βλ. λήμμα) και τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

**Εκτελεστική Επιτροπή:** ένα από τα όργανα λήψης αποφάσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της EKT και άλλα τέσσερα μέλη, τα οποία διορίζονται από τους Αρχηγούς Κρατών ή Κυβερνήσεων των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

**Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ):** ο ΕνΔΤΚ είναι ο δείκτης τιμών τον οποίο χρησιμοποιεί το Διοικητικό Συμβούλιο προκειμένου να αξιολογήσει τη σταθερότητα των τιμών. Ο ΕνΔΤΚ αναπτύχθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Eurostat) σε στενή συνεργασία με τις εθνικές στατιστικές υπηρεσίες, το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα (ENI) και, αργότερα, την EKT, κατ' εφαρμογή των διατάξεων της Συνθήκης που προβλέπουν την κατάρτιση δείκτη τιμών σε συγκρίσιμη βάση, λαμβανομένων υπόψη των διαφορών των εθνικών ορισμών.

**ΕΟΝΙΑ (euro overnight index average):** δείκτης του σταθμικού επιτοκίου που επικρατεί στη διατραπεζική αγορά μίας ημέρας του ευρώ. Υπολογίζεται ως σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος τραπεζών για πράξεις διάρκειας μίας ημέρας χωρίς παροχή ασφαλειας (ενέχυρο) στην αγορά διατραπεζικών καταθέσεων.

**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 διάρκεια είτε μίας εβδομάδας είτε ενός έως 12 μηνών, ως ο μέσος όρος των ημερήσιων επιτοκίων προσφοράς μιας αντιπροσωπευτικής ομάδας τραπεζών υψηλής φερεγγυότητας, στρογγυλοποιημένος στα τρία δεκαδικά ψηφία.

**Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ):** η EKT βρίσκεται στο κέντρο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) (βλ. λήμμα) και του Ευρωσύστηματος (βλ. λήμμα) και έχει νομική προσωπικότητα σύμφωνα με το κοινοτικό δίκαιο. Εξασφαλίζει ότι τα καθήκοντα που ανατίθενται στο Ευρωσύστημα και στο ΕΣΚΤ εκτελούνται είτε μέσω των δικών της δραστηριοτήτων είτε μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών, σύμφωνα με το Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της EKT. Η EKT διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή και, ως τρίτο όργανο λήψης αποφάσεων, το Γενικό Συμβούλιο

**Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ):** το ΕΣΚΤ απαρτίζεται από την EKT και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες και των 15 κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δηλ. περιλαμβάνει, εκτός από τα μέλη του Ευρωσύστηματος, 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 EKT και, ως τρίτο όργανο λήψης αποφάσεων της EKT, το Γενικό Συμβούλιο.

**Ευρωσύστημα:** αποτελείται από την EKT και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ (βλ. και λήμμα: ζώνη του ευρώ). Προς το παρόν, στο Ευρωσύστημα συμ-

μετέχουν 12 εθνικές κεντρικές τράπεζες. Το Ευρωσύστημα διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή της EKT.

**Ζώνη του ευρώ:** η περιοχή η οποία αποτελείται από τα κράτη-μέλη που έχουν υιοθετήσει το ευρώ ως το ενιαίο νόμισμα σύμφωνα με τη Συνθήκη και στην οποία ασκείται ενιαία νομισματική πολιτική με ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου της EKT. Η ζώνη του ευρώ περιλαμβάνει την Αυστρία, το Βελγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ισπανία, την Ιταλία, το Λουξεμβούργο, την Ολλανδία, την Πορτογαλία και τη Φινλανδία.

**Καταθέσεις μίας ημέρας:** καταθέσεις που λήγουν την επόμενη εργάσιμη ημέρα. Αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει κυρίως όσες καταθέσεις όψεως είναι πλήρως μεταβιβάσιμες (μέσω επιταγής κ.λπ.). Περιλαμβάνει επίσης μη μεταβιβάσιμες καταθέσεις που είναι μετατρέψιμες ευθύς ως ζητηθεί ή έως το τέλος της επόμενης εργάσιμης ημέρας.

**Καταθέσεις προθεσμίας:** προθεσμιακές καταθέσεις με καθορισμένη διάρκεια, οι οποίες, ανάλογα με την εθνική πρακτική, είτε δεν είναι μετατρέψιμες πριν από τη λήξη τους είτε μπορούν να μετατραπούν υπό τον όρο καταβολής ποινής. Επίσης περιλαμβάνει ορισμένα μη διαπραγματεύσιμα στην αγορά χρεόγραφα, όπως μη διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (ιδιωτών). Οι καταθέσεις προθεσμίας έως δύο ετών περιλαμβάνονται στο M2 (άρα και στο M3), ενώ αυτές με προθεσμία άνω των δύο ετών περιλαμβάνονται στις (μη νομισματικές) πιο μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις του τομέα των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (NXI).

**Καταθέσεις υπό προειδοποίηση:** η κατηγορία αυτή αποτελείται από καταθέσεις ταμιευτηρίου τις οποίες ο καταθέτης μπορεί να αναλάβει εφόσον ειδοποιήσει πριν από ένα καθορισμένο χρονικό διάστημα. Σε μερικές περιπτώσεις, υπάρχει δυνατότητα ανάληψης ενός ορισμένου ποσού εντός μιας συγκεκριμένης προθεσμίας ή και νωρίτερα, υπό τον όρο καταβολής ποινής. Οι καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών ανήκουν στο M2 (άρα και στο M3), ενώ αυτές με μακρότερο χρόνο προειδοποίησης ανήκουν στις (μη νομισματικές) πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις του τομέα των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (NXI).

**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 NXI και των κεντρικών κυβερνήσεων οι οποίες έχουν σε υψηλό βαθμό “χαρακτήρα χρήματος” (ή υψηλό βαθμό ρευστότητας με ευρεία έννοια). Το στενό νομισματικό μέγεθος M1, όπως το ορίζει το Ευρωσύστημα, περιλαμβάνει το νόμισμα σε κυκλοφορία συν τις καταθέσεις μίας ημέρας (βλ. λήμμα) τις οποίες τηρούν σε ιδρύματα της ζώνης του ευρώ που εκδίδουν χρήμα κάτοικοι της ζώνης του ευρώ εκτός των NXI, στους οποίους δεν περιλαμβάνεται ο τομέας της κεντρικής κυβέρνησης. Το νομισματικό μέγεθος M2 αποτελείται

από το Μ1 συν καταθέσεις προθεσμίας (βλ. λήμμα) έως δύο ετών και καταθέσεις υπό προειδοποίηση (βλ. λήμμα) έως τριών μηνών. Το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος Μ3 περιλαμβάνει το Μ2 και επιπλέον συμφωνίες επαναγοράς (repos), μεριδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και τίτλους της αγοράς χρήματος, καθώς και χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει ανακοινώσει τιμή αναφοράς για την αύξηση του Μ3.

**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:** τακτική πράξη ανοικτής αγοράς που διενεργείται από το Ευρωσύστημα με τη μορφή αντιστρεπτέας συναλλαγής. Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διενεργούνται μέσω εβδομαδιαίων κανονικών δημοπρασιών και έχουν διάρκεια δύο εβδομάδων.

**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, χρησιμεύουν για να μετρηθεί η ανταγωνιστικότητα μιας χώρας ως προς τις τιμές και το κόστος.

**Σύστημα TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο):** σύστημα πληρωμών που αποτελείται από τα αντίστοιχα Συστήματα Διακανονισμού σε Συνεχή Χρόνο (ΣΔΣΧ) των 15 κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και το μηχανισμό πληρωμών της ΕΚΤ. Τα εθνικά ΣΔΣΧ και ο μηχανισμός πληρωμών της ΕΚΤ συνδέονται μεταξύ τους μέσω του Μηχανισμού Διασύνδεσης, έτσι ώστε να πραγματοποιούνται διασυνοριακές μεταφορές κεφαλαίων σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση σε συνεχή χρόνο.

# Στατιστικό παράρτημα



# Πίνακες

---

1 Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	143
2 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	144-145
3 Δείκτης τιμών χονδρικής πώλησης: γενικός και βασικές κατηγορίες	146
4 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε αγοραίες τιμές	147
5 Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλογών	148
6 Νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	149
7 Η ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	150
8 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικο- κυριών στα Λοιπά ΝΧΙ, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	151
9 Επιτόκια της ΕΚΤ και της Τράπεζας της Ελλάδος	152
10 Επιτόκια της αγοράς χρήματος	153
11 Αποδόσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου	154
12 Ελλάδα: δάνεια από τα εγχώρια ΝΧΙ προς τις εγχώριες επιχειρήσεις και νοικοκυριά κατά κλάδο δραστηριότητας	155
13 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων και δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	156-157



Πίνακας 1

Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς τιμές νωπών οπαροκηπευτικών και καυσίμων		ΔΤΚ χωρίς τιμές ειδών διατροφής και καυσίμων	
	Δείκτης (1999=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (1999=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (1999=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (1999=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (1999=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους
2000 .....	102,9	3,2	103,4	3,4	102,1	2,8	101,4	2,0	101,3	2,0
2001 .....	106,4	3,4	106,7	3,2	105,9	3,7	105,3	3,8	105,0	3,7
2002 .....	110,2	3,6	110,1	3,2	110,4	4,3	109,0	3,6	108,7	3,6
2003 .....	114,1	3,5	113,5	3,1	115,1	4,2	112,6	3,2	112,2	3,1
2002 I .....	108,6	4,0	108,6	4,0	108,6	3,9	106,9	3,3	106,5	3,4
II .....	110,8	3,5	111,2	3,0	110,2	4,4	109,4	3,9	109,3	3,9
III .....	109,6	3,5	108,8	2,7	110,9	4,6	108,8	3,7	108,4	3,6
IV .....	111,9	3,6	111,8	3,0	112,1	4,5	111,0	3,5	110,9	3,5
2003 I .....	112,8	3,8	112,4	3,4	113,4	4,5	110,7	3,6	110,1	3,4
II .....	114,9	3,7	114,9	3,4	114,7	4,1	112,8	3,1	112,5	3,0
III .....	113,3	3,4	112,0	2,9	115,4	4,1	112,1	3,0	111,6	2,9
IV .....	115,5	3,2	114,6	2,5	116,9	4,3	114,6	3,2	114,5	3,3
2001 Ιαν. ....	103,8	3,4	103,2	3,3	104,9	3,7	103,1	3,6	102,7	3,7
Φεβρ. ...	103,7	3,5	103,4	3,3	104,2	4,0	102,5	3,9	101,9	3,9
Μάρτ. ...	105,8	3,0	106,7	2,3	104,4	4,1	104,7	3,9	104,4	3,7
Απρ. ...	106,8	3,5	107,4	3,1	105,8	4,1	105,4	3,9	105,1	3,7
Μάιος ...	107,2	3,6	108,4	3,8	105,4	3,3	105,2	3,5	105,0	3,3
Ιούν. ...	107,1	3,9	108,2	4,0	105,5	3,7	105,6	3,8	105,4	3,8
Ιούλ. ...	105,2	3,9	104,8	4,0	105,8	3,9	104,2	4,1	103,8	4,1
Αύγ. ...	105,3	3,8	104,8	4,0	105,9	3,6	104,4	4,0	103,8	3,9
Σεπτ. ...	107,3	3,6	107,9	3,8	106,3	3,3	106,4	3,8	106,1	3,6
Οκτ. ...	107,6	2,8	108,1	2,2	106,8	3,7	106,9	3,7	106,7	3,5
Νοέμ. ...	107,7	2,4	108,1	1,4	107,1	3,9	107,2	3,8	107,0	3,6
Δεκ. ....	108,7	3,0	109,2	2,9	108,0	3,3	107,7	3,3	107,5	3,1
2002 Ιαν. ....	108,4	4,4	108,5	5,2	108,4	3,3	106,5	3,3	106,0	3,2
Φεβρ. ...	107,3	3,4	106,7	3,1	108,3	3,9	105,7	3,1	105,2	3,2
Μάρτ. ...	110,0	4,0	110,7	3,8	109,0	4,4	108,4	3,6	108,3	3,7
Απρ. ...	110,9	3,8	111,7	4,0	109,6	3,6	109,0	3,4	108,8	3,5
Μάιος ...	110,8	3,4	111,1	2,4	110,5	4,9	109,7	4,2	109,5	4,3
Ιούν. ...	110,6	3,3	110,9	2,5	110,3	4,5	109,7	3,9	109,5	3,8
Ιούλ. ...	108,7	3,3	107,6	2,7	110,5	4,4	108,1	3,7	107,4	3,5
Αύγ. ...	109,0	3,5	107,9	2,9	110,7	4,5	108,2	3,6	107,6	3,6
Σεπτ. ...	111,0	3,5	110,8	2,7	111,5	4,8	110,3	3,7	110,1	3,8
Οκτ. ...	111,6	3,7	111,6	3,2	111,7	4,6	110,7	3,5	110,6	3,6
Νοέμ. ...	111,6	3,6	111,5	3,1	111,9	4,5	110,9	3,5	110,8	3,5
Δεκ. ....	112,4	3,4	112,3	2,8	112,7	4,3	111,4	3,5	111,2	3,5
2003 Ιαν. ....	111,8	3,1	110,8	2,1	113,4	4,7	110,4	3,7	109,9	3,6
Φεβρ. ...	112,0	4,3	111,1	4,1	113,3	4,7	109,7	3,8	108,9	3,5
Μάρτ. ...	114,5	4,1	115,2	4,1	113,4	4,1	112,0	3,4	111,6	3,1
Απρ. ...	114,6	3,4	114,6	2,6	114,6	4,5	112,6	3,4	112,3	3,1
Μάιος ...	115,1	3,8	115,4	3,9	114,7	3,7	112,8	2,9	112,6	2,8
Ιούν. ...	114,9	3,8	114,9	3,6	114,9	4,2	113,0	3,0	112,7	3,0
Ιούλ. ...	112,7	3,6	111,1	3,2	115,0	4,1	111,2	2,9	110,5	2,9
Αύγ. ...	112,6	3,3	110,9	2,8	115,2	4,0	111,4	3,0	110,7	2,9
Σεπτ. ...	114,8	3,3	113,9	2,8	116,1	4,2	113,8	3,2	113,5	3,1
Οκτ. ...	115,2	3,2	114,4	2,5	116,4	4,2	114,3	3,2	114,1	3,2
Νοέμ. ...	115,4	3,3	114,7	2,9	116,5	4,1	114,4	3,1	114,3	3,2
Δεκ. ....	115,9	3,1	114,7	2,2	117,7	4,5	115,2	3,3	115,0	3,4
2004 Ιαν. ....	115,1	2,9	113,3	2,3	117,9	3,9	114,0	3,2	113,4	3,2
Φεβρ. ...	114,8	2,5	112,7	1,5	117,9	4,0	113,2	3,1	112,2	3,1

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 2

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΕνΔΤΚ (γενικός)		Μη επεξεργασμένα ειδη διατροφής		Επεξεργασμένα ειδη διατροφής		Βιομηχανικά αγαθά χωρίς τιμές ενέργειας	
	Δείκτης (1996=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1996=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1996=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1996=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
<b>2000</b> .....	115,8	2,9	116,9	1,7	114,6	2,7	111,8	0,6
<b>2001</b> .....	120,1	3,7	124,8	6,7	120,4	5,1	115,1	2,9
<b>2002</b> .....	124,8	3,9	133,5	6,9	127,0	5,5	118,0	2,5
<b>2003</b> .....	129,0	3,4	142,0	6,4	131,7	3,6	119,8	1,6
<b>2002</b> I .....	122,6	4,3	139,9	15,8	123,8	4,7	114,8	2,8
II .....	125,6	3,8	134,0	5,3	127,5	6,8	119,9	2,7
III .....	124,0	3,7	127,4	4,2	128,3	5,5	115,8	2,3
IV .....	126,8	3,8	132,5	2,8	128,5	4,9	121,3	2,1
<b>2003</b> I .....	127,3	3,8	141,0	0,8	129,6	4,7	116,8	1,7
II .....	129,9	3,5	150,4	12,3	130,6	2,4	122,0	1,8
III .....	128,2	3,4	138,9	9,0	132,4	3,2	117,4	1,3
IV .....	130,8	3,2	137,5	3,8	134,2	4,4	123,1	1,5
<b>2001</b> Ιαν. ....	116,8	3,2	118,7	0,5	117,7	4,4	110,3	2,7
Φεβρ. ...	116,6	3,5	120,7	0,0	118,4	4,6	108,5	2,5
Μάρτ. ...	119,3	3,2	123,1	1,1	118,5	4,3	116,3	3,1
Απρ. ...	120,6	3,7	125,6	1,7	118,6	4,3	116,4	3,1
Μάιος ...	121,2	3,9	129,6	6,0	118,8	4,3	116,6	3,2
Ιούν. ...	121,1	4,5	126,4	11,2	120,7	5,7	117,1	3,1
Ιούλ. ...	118,7	4,2	121,9	9,5	121,3	6,3	111,1	2,9
Αύγ. ...	118,7	4,0	121,8	7,9	121,6	6,4	111,1	2,8
Σεπτ. ...	121,2	4,0	123,2	8,9	121,9	6,3	117,5	3,0
Οκτ. ...	121,6	3,2	124,5	9,4	122,3	4,7	118,6	3,1
Νοέμ. ...	121,7	2,9	126,3	10,1	122,5	4,5	118,9	2,9
Δεκ. ...	123,1	3,5	135,9	15,7	122,8	4,9	118,9	2,8
<b>2002</b> Ιαν. ....	122,4	4,8	143,4	20,9	123,3	4,8	113,9	3,3
Φεβρ. ...	121,0	3,8	137,5	13,9	123,5	4,3	111,4	2,6
Μάρτ. ...	124,5	4,4	138,8	12,8	124,6	5,1	119,3	2,6
Απρ. ...	125,5	4,1	138,3	10,1	126,9	7,0	119,4	2,6
Μάιος ...	125,8	3,8	132,4	2,2	127,6	7,4	120,0	2,9
Ιούν. ...	125,5	3,6	131,2	3,9	128,0	6,1	120,2	2,6
Ιούλ. ...	123,0	3,6	126,6	3,8	128,2	5,7	113,7	2,4
Αύγ. ...	123,2	3,8	127,3	4,5	128,4	5,6	113,7	2,4
Σεπτ. ...	125,8	3,8	128,4	4,2	128,4	5,3	120,1	2,2
Οκτ. ...	126,4	3,9	130,8	5,1	128,5	5,0	121,1	2,1
Νοέμ. ...	126,5	3,9	132,4	4,8	128,6	5,0	121,4	2,1
Δεκ. ...	127,4	3,5	134,5	-1,1	128,6	4,7	121,4	2,1
<b>2003</b> Ιαν. ....	126,4	3,3	136,6	-4,7	128,9	4,5	116,1	1,9
Φεβρ. ...	126,1	4,2	141,6	3,0	129,7	5,0	113,1	1,5
Μάρτ. ...	129,3	3,9	144,8	4,4	130,2	4,5	121,3	1,7
Απρ. ...	129,6	3,3	147,7	6,8	130,5	2,8	121,5	1,7
Μάιος ...	130,2	3,5	153,8	16,1	130,6	2,3	122,2	1,8
Ιούν. ...	130,0	3,6	149,8	14,2	130,7	2,1	122,2	1,7
Ιούλ. ...	127,3	3,5	141,2	11,6	130,8	2,1	115,5	1,6
Αύγ. ...	127,3	3,3	137,8	8,3	132,0	2,9	115,2	1,3
Σεπτ. ...	129,9	3,3	137,6	7,2	134,3	4,6	121,4	1,1
Οκτ. ...	130,4	3,2	136,3	4,2	134,2	4,5	122,8	1,4
Νοέμ. ...	130,6	3,2	137,4	3,8	134,1	4,3	123,2	1,5
Δεκ. ...	131,4	3,1	138,9	3,3	134,2	4,4	123,4	1,7
<b>2004</b> Ιαν. ....	130,3	3,1	142,3	4,1	134,7	4,5	118,4	1,9
Φεβρ. ...	129,4	2,6	148,1	4,5	135,8	4,7	114,6	1,3

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

**Πίνακας 2 (συνέχεια)**

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	Ενέργεια		Υπηρεσίες		ΕνΔΤΚ χωρίς τιμές μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής & ενέργειας	
	Δείκτης (1996=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1996=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1996=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
<b>2000</b> .....	108,3	17,3	123,3	2,6	116,7	1,8
<b>2001</b> .....	106,4	-1,7	128,1	3,9	121,1	3,8
<b>2002</b> .....	106,1	-0,3	133,8	4,5	125,8	3,9
<b>2003</b> .....	110,0	3,7	139,4	4,1	129,7	3,1
<b>2002</b> I .....	101,4	-4,4	131,5	4,1	123,0	3,7
II .....	107,8	-3,1	133,8	4,6	126,6	4,2
III .....	107,9	0,6	134,3	4,7	125,4	3,9
IV .....	107,4	6,4	135,8	4,5	128,2	3,6
<b>2003</b> I .....	114,1	12,6	137,4	4,5	127,3	3,5
II .....	106,8	-1,0	139,0	3,9	130,2	2,8
III .....	109,5	1,5	139,8	4,1	129,0	2,9
IV .....	109,7	2,1	141,4	4,1	132,3	3,2
<b>2001</b> Ιαν. ....	103,7	6,0	126,9	3,3	118,2	3,3
Φεβρ. ...	107,7	6,5	125,8	4,0	117,2	3,6
Μάρτ. ...	106,9	0,6	126,1	4,1	120,4	3,7
Απρ. ...	110,1	6,0	128,3	4,1	121,3	3,8
Μάιος ..	113,7	6,6	127,7	3,4	121,2	3,5
Ιούν. ...	110,1	-0,3	127,8	4,3	121,8	4,1
Ιούλ. ...	107,3	-2,0	128,1	4,3	119,7	4,2
Αύγ. ...	106,5	-0,6	128,2	3,9	119,8	4,0
Σεπτ. ...	108,1	-1,7	128,7	3,9	122,6	4,0
Οκτ. ...	103,8	-10,5	129,2	4,1	123,3	3,8
Νοέμ. ...	100,6	-15,2	129,6	4,5	123,6	3,9
Δεκ. ...	98,4	-11,8	131,1	3,5	124,3	3,5
<b>2002</b> Ιαν. ....	99,9	-3,7	131,4	3,6	122,5	3,6
Φεβρ. ...	100,6	-6,6	130,9	4,1	121,3	3,5
Μάρτ. ...	103,7	-3,0	132,0	4,7	125,1	4,0
Απρ. ...	108,6	-1,4	133,0	3,7	126,0	3,8
Μάιος ..	108,1	-4,9	134,5	5,4	127,0	4,8
Ιούν. ...	106,8	-3,0	133,8	4,7	126,8	4,1
Ιούλ. ...	107,0	-0,2	134,0	4,6	124,3	3,9
Αύγ. ...	108,2	1,5	134,1	4,6	124,4	3,9
Σεπτ. ...	108,6	0,5	135,0	4,9	127,4	3,9
Οκτ. ...	108,9	4,9	135,2	4,6	127,9	3,7
Νοέμ. ...	105,1	4,5	135,4	4,5	128,1	3,6
Δεκ. ...	108,1	9,9	136,8	4,4	128,7	3,6
<b>2003</b> Ιαν. ....	111,0	11,2	137,7	4,8	127,0	3,7
Φεβρ. ...	115,2	14,5	137,2	4,7	125,7	3,6
Μάρτ. ...	116,1	12,0	137,3	4,0	129,1	3,2
Απρ. ...	107,9	-0,6	139,0	4,5	130,0	3,2
Μάιος ..	105,9	-2,0	138,8	3,2	130,2	2,5
Ιούν. ...	106,5	-0,3	139,1	4,0	130,4	2,8
Ιούλ. ...	108,4	1,3	139,3	4,0	127,8	2,8
Αύγ. ...	110,1	1,7	139,6	4,1	128,0	2,9
Σεπτ. ...	110,1	1,3	140,4	4,0	131,2	3,0
Οκτ. ...	110,5	1,4	140,8	4,1	131,9	3,1
Νοέμ. ...	110,6	5,2	140,8	4,0	132,1	3,1
Δεκ. ...	107,9	-0,2	142,7	4,3	133,0	3,3
<b>2004</b> Ιαν. ....	109,5	-1,4	143,0	3,9	131,2	3,3
Φεβρ. ...	108,9	-5,5	142,5	3,9	129,6	3,1

**Πηγή:** Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 3

Δείκτης τιμών χονδρικής πώλησης: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΧ (γενικός)		Εγχώρια πρωτογενή αγαθά <sup>1</sup>		Εγχώρια βιομηχανικά αγαθά <sup>1</sup>		Εξαγόμενα αγαθά		Εισαγόμενα αγαθά	
	Δείκτης (1995=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1995=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1995=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1995=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1995=100)	Εκαποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
<b>2000</b> .....	124,0	6,6	126,5	1,5	125,2	5,2	128,1	12,3	118,5	6,4
<b>2001</b> .....	126,8	2,3	139,2	10,0	128,7	2,7	128,9	0,7	120,7	1,9
<b>2002</b> .....	129,8	2,4	154,7	11,2	132,0	2,6	131,4	1,9	121,2	0,4
<b>2003</b> .....	132,5	2,1	168,1	8,6	135,6	2,7	131,5	0,1	122,5	1,1
<b>2002</b> I .....	130,3	4,3	174,1	34,7	130,3	2,6	130,5	2,4	120,8	0,6
II .....	129,9	1,7	153,1	6,9	131,9	2,2	132,3	1,2	121,2	0,2
III .....	129,1	1,6	142,6	4,8	132,5	2,4	131,2	1,3	121,3	0,2
IV .....	130,0	2,0	149,0	0,6	133,1	3,1	131,5	2,7	121,6	0,6
<b>2003</b> I .....	132,6	1,7	169,8	-2,5	134,9	3,6	131,9	1,1	122,6	1,5
II .....	132,7	2,2	183,1	19,6	134,4	1,9	129,6	-2,0	122,3	0,9
III .....	132,0	2,2	159,9	12,2	135,7	2,4	131,4	0,2	122,6	1,0
IV .....	132,8	2,2	159,5	7,1	137,2	3,1	132,8	1,0	122,6	0,8
<b>2001</b> Ιαν. ....	124,0	3,2	125,6	-5,8	126,3	3,8	126,4	5,3	119,7	4,6
Φεβρ. ...	125,1	3,2	130,1	-0,3	127,3	4,1	127,5	3,3	120,1	3,9
Μάρτ. ...	125,8	2,8	132,3	0,2	127,6	3,6	128,8	2,6	120,4	3,5
Απρ. ...	127,0	3,4	139,7	2,6	128,7	4,2	129,9	4,2	120,7	3,0
Μάιος ...	127,9	3,5	145,0	7,4	129,3	4,2	130,7	3,1	120,9	2,7
Ιούν. ...	128,1	4,0	145,2	17,1	129,2	3,6	131,4	3,0	121,1	2,8
Ιούλ. ...	127,1	3,4	136,9	17,1	129,2	3,3	129,8	2,1	121,1	2,6
Αύγ. ...	126,5	2,1	132,1	6,7	129,3	3,1	128,7	0,4	121,0	1,9
Σεπτ. ...	127,6	1,3	139,2	13,0	129,9	2,2	130,1	-2,4	121,1	0,9
Οκτ. ...	126,9	-0,4	138,0	17,4	129,2	0,3	128,2	-5,2	121,2	-0,7
Νοέμ. ...	126,8	-0,5	140,9	17,9	129,0	0,1	127,8	-5,1	120,9	-1,1
Δεκ. ...	128,7	1,5	165,1	30,8	129,2	0,5	128,1	-1,7	120,7	-0,5
<b>2002</b> Ιαν. ....	130,4	5,1	181,4	44,4	129,7	2,7	129,4	2,4	120,7	0,8
Φεβρ. ...	129,6	3,6	168,5	29,5	129,8	2,0	129,9	1,9	120,7	0,5
Μάρτ. ...	131,1	4,2	172,6	30,5	131,4	3,0	132,3	2,8	121,0	0,5
Απρ. ...	131,7	3,7	172,2	23,3	132,1	2,7	133,5	2,8	121,2	0,4
Μάιος ...	129,5	1,2	147,0	1,4	132,0	2,1	132,2	1,2	121,2	0,2
Ιούν. ...	128,5	0,3	140,2	-3,4	131,5	1,8	131,0	-0,3	121,1	0,0
Ιούλ. ...	128,2	0,8	136,0	-0,7	132,1	2,3	130,4	0,5	121,0	-0,1
Αύγ. ...	129,2	2,1	144,3	9,2	132,5	2,5	130,8	1,6	121,5	0,4
Σεπτ. ...	130,0	1,9	147,5	6,0	133,1	2,5	132,3	1,7	121,6	0,4
Οκτ. ...	130,0	2,4	145,7	5,6	133,3	3,1	132,3	3,2	121,6	0,3
Νοέμ. ...	129,5	2,1	147,2	4,5	132,7	2,9	130,6	2,2	121,5	0,5
Δεκ. ...	130,5	1,4	154,0	-6,8	133,3	3,2	131,5	2,7	121,8	0,9
<b>2003</b> Ιαν. ....	131,0	0,5	155,6	-14,2	134,3	3,5	131,2	1,4	122,4	1,4
Φεβρ. ...	133,0	2,6	172,7	2,5	135,2	4,1	132,3	1,9	122,7	1,6
Μάρτ. ...	133,7	2,0	181,0	4,9	135,4	3,0	132,4	0,0	122,7	1,4
Απρ. ...	133,0	1,0	183,4	6,5	134,5	1,8	130,6	-2,2	122,4	1,0
Μάιος ...	132,6	2,4	188,3	28,1	134,3	1,7	127,8	-3,3	122,3	0,9
Ιούν. ...	132,5	3,1	177,5	26,6	134,4	2,2	130,5	-0,3	122,3	1,0
Ιούλ. ...	131,9	2,9	164,3	20,9	134,9	2,1	131,3	0,7	122,4	1,2
Αύγ. ...	132,1	2,2	159,7	10,6	135,8	2,5	131,7	0,7	122,6	1,0
Σεπτ. ...	131,9	1,5	155,8	5,6	136,4	2,5	131,3	-0,7	122,7	0,9
Οκτ. ...	132,4	1,9	156,6	7,5	136,8	2,7	132,6	0,2	122,6	0,9
Νοέμ. ...	132,9	2,6	158,9	7,9	137,4	3,5	133,0	1,8	122,6	0,9
Δεκ. ...	133,1	2,0	163,0	5,9	137,3	3,0	132,9	1,1	122,5	0,6
<b>2004</b> Ιαν. ....	134,1	2,3	172,1	10,6	137,9	2,7	133,7	1,9	122,4	0,0

1 Για εσωτερική κατανάλωση.

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Π ίν α κ ας 4

Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε αγοραίες τιμές

	Αξία σε εκατ. ευρώ	Επήσια εκατοστιαία μεταβολή (σε σταθερές τιμές έτους 1995)					
		1995	1998	1999	2000	2001	2002
Πρωτογενής τομέας (Γεωργία)	7.277	2,3	3,5	-4,2	-4,1	-1,3	...
Δευτερογενής τομέας	16.550	7,2	2,4	5,4	5,8	2,8	...
Ορυχεία-Λατομεία	476	13,0	-17,9	23,2	2,2	8,6	...
Μεταποίηση	9.572	5,3	1,3	4,6	3,3	3,0	...
Ηλεκτρισμός-Φυσικό αέριο-Άγριευση	1.751	6,8	13,4	4,8	0,3	2,9	...
Κατασκευές	4.751	10,6	2,3	5,7	13,0	2,0	...
Τριτογενής τομέας	50.031	3,1	2,0	5,1	5,2	4,1	...
Εμπόριο	10.018	3,6	-0,8	3,1	11,7	1,2	...
Ξενοδοχεία-Εστιατόρια	4.821	3,7	-5,7	5,4	6,2	4,0	...
Μεταφορές-Επικοινωνίες	4.978	4,1	33,4	16,2	1,3	5,9	...
Οργανισμός χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης	3.112	11,5	11,0	10,0	5,9	-0,3	...
Διαχείριση ακίνητης περιουσίας και λοιπές δραστηριότητες	12.577	2,5	-5,9	3,3	3,0	4,0	...
Δημόσια Διοίκηση-Ασφάλεια	5.308	-0,6	0,9	-2,8	2,3	5,2	...
Εκπαίδευση	3.298	-0,7	-2,2	1,6	-1,2	9,6	...
Υγεία	3.855	1,2	-2,0	3,0	1,0	7,9	...
Λοιπές δραστηριότητες	2.064	6,5	9,6	7,6	15,2	6,8	...
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία	73.858	3,9	2,1	4,4	4,6	3,5	...
Τεκμαρτές τραπεζικές υπηρεσίες	-2.175	16,5	2,8	13,7	12,1	1,6	...
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	71.683	3,6	2,1	4,1	4,3	3,6	...
Τελική κατανάλωση	70.655	3,2	2,4	2,1	2,3	3,2	2,7
Ιδιωτική κατανάλωση	58.405	3,5	2,5	2,0	2,9	2,8	3,1
Δημόσια κατανάλωση	12.250	1,7	2,1	2,2	-1,0	5,1	0,5
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	14.867	10,6	11,0	8,0	6,5	5,7	9,7
Καποικίες	4.031	8,8	3,7	-4,3	4,8	8,8	6,0
Λοιπές κατασκευές	5.391	9,4	6,6	8,9	8,2	0,7	16,6
Εξοπλισμός	4.680	16,5	21,4	14,1	4,9	6,9	7,0
Λοιπές	765	-14,0	-2,4	7,6	20,1	20,8	3,0
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	252	0,3	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0
Εγχώρια τελική ζήτηση	85.774	4,6	3,8	3,7	2,9	3,8	4,2
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	14.087	5,3	18,1	14,1	-1,1	-7,7	1,9
Εξαγωγές αγαθών	8.344	2,7	6,3	8,7	-1,6	-7,1	4,6
Εξαγωγές υπηρεσιών	5.743	7,7	29,0	18,2	-0,7	-8,1	0,0
Τελική ζήτηση	99.861	4,7	6,1	5,6	2,1	1,7	3,8
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	19.934	9,2	15,0	8,9	-3,4	-4,7	3,0
Εισαγωγές αγαθών	18.084	9,4	8,5	7,6	-4,2	1,1	4,0
Εισαγωγές υπηρεσιών	1.849	8,5	52,9	14,4	-0,3	-26,6	-2,0
ΑΕΠ σε αγοραίες τιμές	79.927	3,4	3,4	4,4	4,0	3,8	4,0

**Πηγή:** ΕΣΥΕ/Εθνικοί Λογαριασμοί, Σεπτέμβριος 2003: οριστικά στοιχεία για τα έτη 1998-1999 και εκτιμήσεις για τα έτη 2000-2002. Για το έτος 2003, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης (Δεκέμβριος 2003).

Πίνακας 5

Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών

(Εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος – Δεκέμβριος			Δεκέμβριος		
	2001	2002	2003*	2001	2002	2003*
<b>I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)</b>	<b>-8.169,3</b>	<b>-8.571,3</b>	<b>-8.647,5</b>	<b>-1.109,5</b>	<b>-1.557,5</b>	<b>-1.590,4</b>
<b>I.A ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ (I.A.1-I.A.2)</b>	<b>-21.610,9</b>	<b>-22.708,7</b>	<b>-22.643,5</b>	<b>-1.789,6</b>	<b>-2.002,3</b>	<b>-2.260,7</b>
Εμπορικό ισοζύγιο χωρίς καύσιμα	-18.614,3	-19.203,7	-18.607,7	-1.640,3	-1.662,1	-1.870,9
Εμπορικό ισοζύγιο καυσίμων	-2.996,6	-3.505,0	-4.035,8	-149,3	-340,2	-389,8
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	11.545,4	10.433,6	11.113,6	909,4	987,7	1.025,6
Καύσιμα	1.650,0	1.121,7	1.280,7	95,3	109,0	94,5
Λοιπά αγαθά	9.895,4	9.311,9	9.832,9	814,1	878,1	931,1
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	33.156,3	33.142,3	33.757,1	2.699,0	2.989,4	3.286,3
Καύσιμα	4.646,6	4.626,7	5.316,5	244,6	449,2	484,3
Λοιπά αγαθά	28.509,7	28.515,6	28.440,6	2.454,5	2.540,2	2.802,0
<b>I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1-I.B.2)</b>	<b>9.150,0</b>	<b>10.755,4</b>	<b>11.498,3</b>	<b>551,5</b>	<b>280,9</b>	<b>406,7</b>
I.B.1 Εισπράξεις	22.075,9	21.131,4	21.395,1	1.511,8	1.135,5	1.437,3
Ταξιδιωτικό	10.579,9	10.284,7	9.460,1	533,8	241,4	221,5
Μεταφορές	9.113,3	8.523,4	9.569,8	682,0	704,9	970,2
Λοιπές υπηρεσίες	2.382,7	2.323,3	2.365,3	296,0	189,3	245,5
I.B.2 Πληρωμές	12.925,8	10.376,1	9.896,9	960,3	854,6	1.030,6
Ταξιδιωτικό	4.650,8	2.548,7	2.109,0	320,6	204,7	190,4
Μεταφορές	5.351,0	5.029,7	4.923,6	396,3	402,9	527,0
Λοιπές υπηρεσίες	2.924,1	2.797,7	2.864,3	243,4	247,1	313,1
<b>I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1-I.Γ.2)</b>	<b>-1.981,3</b>	<b>-2.073,4</b>	<b>-2.597,4</b>	<b>-178,6</b>	<b>-209,1</b>	<b>-221,4</b>
I.Γ.1 Εισπράξεις	2.100,3	1.626,5	1.569,1	151,8	139,2	171,2
Αμοιβές, μισθοί	606,3	509,6	337,2	50,8	35,4	27,3
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	1.494,0	1.116,9	1.231,9	101,0	103,8	143,9
I.Γ.2 Πληρωμές	4.081,6	3.699,9	4.166,5	330,4	348,3	392,7
Αμοιβές, μισθοί	280,9	240,4	169,9	22,9	14,4	16,7
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	3.800,8	3.459,5	3.996,6	307,5	333,9	376,0
<b>I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I.Δ.1-I.Δ.2)</b>	<b>6.272,9</b>	<b>5.455,4</b>	<b>5.095,1</b>	<b>307,3</b>	<b>372,9</b>	<b>485,0</b>
I.Δ.1 Εισπράξεις	8.945,9	7.801,4	7.817,4	906,6	564,9	854,8
Γενική κυβέρνηση (κυρίως εισπράξεις από ΕΕ)	5.921,7	5.458,0	5.375,0	682,9	356,9	645,2
Λοιποί τομείς (μεταναστευτικά εμβάσματα, κ.λπ.)	3.024,2	2.343,4	2.442,4	223,7	208,0	209,5
I.Δ.2 Πληρωμές	2.673,0	2.346,0	2.722,3	599,3	792,0	369,8
Γενική κυβέρνηση (κυρίως πληρωμές προς ΕΕ)	1.866,7	1.695,7	2.169,3	538,7	119,9	311,6
Λοιποί τομείς	806,3	650,3	553,0	60,6	72,0	58,1
<b>II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (II.A+II.B+II.Γ+II.Δ)</b>	<b>6.934,8</b>	<b>10.310,4</b>	<b>9.663,7</b>	<b>1.147,1</b>	<b>1.932,6</b>	<b>1.932,7</b>
<b>II.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>1.087,6</b>	<b>-643,0</b>	<b>544,7</b>	<b>-66,9</b>	<b>-126,4</b>	<b>1.143,8</b>
Κατοίκων στο εξωτερικό	-688,5	-696,3	-41,2	-79,0	-150,2	425,3
Μη κατοίκων στην Ελλάδα	1.776,1	53,4	585,9	12,1	23,8	718,5
<b>II.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ<sup>1</sup></b>	<b>9.464,8</b>	<b>10.937,8</b>	<b>12.334,0</b>	<b>1.344,0</b>	<b>-45,6</b>	<b>1.693,5</b>
Απαιτήσεις	-514,7	-2.230,0	-8.737,9	-223,2	-964,7	-793,2
Υποχρεώσεις	9.979,5	13.167,8	21.071,8	1.567,2	919,2	2.486,7
<b>II.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-9.794,6</b>	<b>1.998,6</b>	<b>-7.623,9</b>	<b>-529,9</b>	<b>2.030,5</b>	<b>-1.443,6</b>
Απαιτήσεις	-1.467,0	-7.481,9	-4.034,5	1.387,3	308,3	984,8
Υποχρεώσεις	-8.327,6	9.480,5	-3.589,4	-1.917,2	1.722,3	-2.428,4
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	-2809,7	-4.510,1	-2618,4	-94,6	-432,0	-158,9
<b>II.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>2</sup></b>	<b>6.177,0</b>	<b>-1.983,0</b>	<b>4.409,0</b>	<b>400,0</b>	<b>74,0</b>	<b>539,0</b>
<b>III ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</b>	<b>1.234,5</b>	<b>-1.739,0</b>	<b>-1.016,2</b>	<b>-37,7</b>	<b>-375,1</b>	<b>-342,3</b>
ΨΥΩΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ <sup>3</sup>				7.031,0	9.014,0	4.605,0

1 (+) καθαρή εισοροή, (-) 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 EKT, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χρυσό, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραβηγτικά 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 συναλλαγματικά και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της EKT.

\* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Πίνακας 6**

**Νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ<sup>1,2</sup>**

(Υπόλοιπα σε δισεκ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Νόμισμα σε κυκλοφορία	Καταθέσεις μίας ημέρας	M1	Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών	M2	Συμφωνίες επαναγοράς	Μερδια αμοιβαίων κεφαλαιών της αγοράς χρήματος	Τίτλοι της αγοράς χρήματος και χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών	M3 <sup>3</sup>
	(1)	(2)	(3)=(1)+(2)	(4)	(5)	(6)=(3)+(4)+(5)	(7)	(8)	(9)	(10)=(6)+(7)+(8)+(9)
<b>2000 .....</b>	348,4	1.776,7	2.125,1	991,8	1.173,2	4.290,0	174,9	300,0	135,7	4.900,7
<b>2001 .....</b>	239,7	2.040,6	2.280,3	1.088,8	1.316,3	4.685,4	218,5	398,0	145,9	5.447,8
<b>2002 .....</b>	341,2	2.158,3	2.499,4	1.075,7	1.405,9	4.981,0	226,9	470,5	127,7	5.806,1
<b>2003 .....</b>	398,1	2.334,1	2.732,3	1.041,1	1.519,8	5.293,1	208,7	581,6	89,9	6.173,4
<b>2002 Ιαν. ....</b>	246,7	1.993,4	2.240,0	1.081,0	1.335,0	4.656,1	216,2	416,6	141,8	5.430,7
Φεβρ. ....	240,5	1.987,9	2.228,3	1.076,8	1.339,1	4.644,2	221,1	427,0	138,8	5.431,0
Μάρτ. ...	254,3	1.983,7	2.238,0	1.088,5	1.342,8	4.669,3	229,6	431,2	137,2	5.467,4
Απρ. ....	261,7	2.016,0	2.277,7	1.092,1	1.335,8	4.705,6	228,1	437,5	134,7	5.505,9
Μάιος ...	273,8	2.016,5	2.290,3	1.099,6	1.337,8	4.727,7	234,8	442,6	144,0	5.549,1
Ιούν. ....	285,7	2.064,0	2.349,7	1.074,9	1.343,2	4.767,8	229,6	439,2	132,8	5.569,4
Ιούλ. ....	296,6	2.031,4	2.328,0	1.083,7	1.346,2	4.757,9	228,8	450,3	125,5	5.562,4
Αύγ. ....	301,1	2.000,1	2.301,2	1.096,9	1.351,6	4.749,7	236,5	463,4	126,5	5.576,1
Σεπτ. ....	306,7	2.057,4	2.364,1	1.073,6	1.353,7	4.791,4	238,3	460,4	131,3	5.621,5
Οκτ. ....	313,9	2.041,0	2.354,8	1.093,7	1.361,9	4.810,4	235,6	462,7	133,7	5.642,4
Νοέμ. ....	321,4	2.093,1	2.414,5	1.086,3	1.374,2	4.875,0	229,6	477,1	131,1	5.712,9
Δεκ. ....	341,2	2.158,3	2.499,4	1.075,7	1.405,9	4.981,0	226,9	470,5	127,7	5.806,1
<b>2003 Ιαν. ....</b>	312,1	2.130,1	2.442,3	1.077,2	1.403,8	4.923,3	233,0	534,9	109,2	5.800,3
Φεβρ. ....	319,3	2.133,3	2.452,7	1.079,6	1.418,1	4.950,3	233,8	547,2	109,0	5.840,4
Μάρτ. ...	327,2	2.171,8	2.499,1	1.072,9	1.431,2	5.003,1	224,0	550,8	99,4	5.877,2
Απρ. ....	336,3	2.192,5	2.528,8	1.082,1	1.439,1	5.050,0	230,5	563,0	123,9	5.967,4
Μάιος ...	343,8	2.219,0	2.562,8	1.097,4	1.448,0	5.108,2	231,4	571,1	105,0	6.015,7
Ιούν. ....	351,0	2.255,7	2.606,8	1.060,6	1.461,3	5.128,7	214,9	571,0	97,6	6.012,2
Ιούλ. ....	361,5	2.224,8	2.586,3	1.064,1	1.472,5	5.122,9	220,1	585,5	91,2	6.019,7
Αύγ. ....	362,7	2.212,0	2.574,7	1.070,1	1.479,8	5.124,6	217,1	587,7	88,9	6.018,3
Σεπτ. ....	364,8	2.252,3	2.617,1	1.038,6	1.479,9	5.135,6	211,5	576,8	91,7	6.015,7
Οκτ. ....	371,3	2.250,7	2.622,0	1.049,6	1.484,9	5.156,5	224,7	582,3	101,6	6.065,1
Νοέμ. ....	379,2	2.292,2	2.671,3	1.043,5	1.491,9	5206,7	224,7	584,7	101,1	6.117,2
Δεκ. ....	398,1	2.334,1	2.732,3	1.041,1	1.519,8	5.293,1	208,7	581,6	89,9	6.173,4

1 Τα νομισματικά μεγέθη αποτελούνται από τις νομισματικές υποχρεώσεις των NXI και της κεντρικής κυβέρνησης (Ταχυδρομικό Ταμευτήριο, Υπουργείο Οικονομικών) έναντι κατοίκων της ζώνης του ευρώ που δεν είναι NXI ούτε υπάρχουν στην κεντρική κυβέρνηση.

2 Τα στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ μέχρι το τέλος του 2000 αφορούν τη ζώνη του ευρώ των 11. Από την 1.01.2001 αφορούν τη ζώνη του ευρώ των 12.

3 Δεν περιλαμβάνονται στο M3 και στις συνιστώσεις του τα χρηματοδοτικά μέσα (μερδια αμοιβαίων κεφαλαιών της αγοράς χρήματος, τίτλοι της αγοράς χρήματος και χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών) τα οποία κατέχουν μη κάτοικοι της ζώνης του ευρώ.

Πηγή: EKT.

Πίνακας 7

Η ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ<sup>1</sup>

(Υπόλοιπα σε δισεκ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Καταθέσεις μίας ημέρας			Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών <sup>2</sup>	Συμφωνίες επαναγοράς (repos)	Μεριδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών	Σύνολο <sup>3</sup> (M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία)	
		Όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί	Απλού ταμευτηρίου							(7)=(1)+(2)+(3)+(4)+(5)+(6)
<b>2000 .....</b>	61,2	13,3	47,9	28,9	2,0	18,5	15,4	0,2	126,2	
<b>2001 .....</b>	70,8	16,1	54,7	29,4	2,4	24,2	9,7	0,1	136,7	
<b>2002 .....</b>	71,7	15,2	56,5	28,9	2,3	20,0	10,7	0,2	133,8	
<b>2003 .....</b>	79,5	17,6	61,9	32,3	2,0	10,8	15,7	0,5	140,8	
<b>2002 Ιαν. ....</b>	69,2	14,3	54,9	26,5	2,4	23,9	9,8	0,1	131,9	
Φεβρ. ....	68,9	13,8	55,1	27,3	2,4	23,0	9,4	0,1	131,1	
Μάρτ. ....	67,4	12,5	54,9	27,2	2,4	24,2	9,3	0,1	130,7	
Απρ. ....	69,3	13,7	55,6	26,9	2,4	22,9	8,9	0,0	130,4	
Μάιος ....	69,0	13,3	55,7	26,6	2,4	22,8	8,9	0,0	129,8	
Ιούν. ....	70,6	14,2	56,4	26,0	2,3	22,6	8,7	0,0	130,2	
Ιούλ. ....	70,8	14,3	56,5	26,0	2,3	22,5	8,9	0,0	130,6	
Αύγ. ....	71,3	14,1	57,2	26,3	2,3	22,8	8,9	0,1	131,7	
Σεπτ. ....	72,3	14,7	57,6	25,4	2,3	22,9	9,1	0,1	132,2	
Οκτ. ....	70,0	13,5	56,5	26,6	2,3	23,2	9,0	0,1	131,2	
Νοέμ. ....	69,1	13,3	55,8	27,3	2,3	22,0	9,1	0,2	130,0	
Δεκ. ....	71,7	15,2	56,5	28,9	2,3	20,0	10,7	0,2	133,8	
<b>2003 Ιαν. ....</b>	70,3	14,2	56,1	28,9	2,2	20,2	12,0	0,2	133,7	
Φεβρ. ....	71,8	14,4	57,4	27,1	2,2	19,2	12,9	0,2	133,5	
Μάρτ. ....	72,5	14,9	57,6	27,3	2,2	16,8	14,1	0,2	133,2	
Απρ. ....	72,7	14,6	58,1	28,7	2,2	16,3	14,4	0,3	134,7	
Μάιος ....	71,9	14,5	57,4	28,8	2,0	15,7	14,7	0,3	133,4	
Ιούν. ....	74,9	16,7	58,2	29,7	2,1	13,5	15,7	0,4	136,3	
Ιούλ. ....	72,9	15,8	57,1	32,0	2,1	13,0	15,8	0,4	136,3	
Αύγ. ....	74,0	16,1	57,9	33,0	2,2	12,2	15,7	0,4	137,5	
Σεπτ. ....	74,9	17,1	57,8	32,7	2,1	12,0	15,6	0,4	137,7	
Οκτ. ....	74,0	16,2	57,8	33,3	2,1	11,8	15,6	0,5	137,3	
Νοέμ. ....	74,1	15,4	58,7	32,9	2,1	11,6	15,5	0,5	136,7	
Δεκ. ....	79,5	17,6	61,9	32,3	2,0	10,8	15,7	0,5	140,8	

1 Η ελληνική συμβολή αρχίζει με την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ (1.1.2001). Για στατιστικούς λόγους όμως, τα στοιχεία για τα νομισματικά μεγέθη επεκτάθηκαν και σε προηγούμενα έτη.

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

3 Το νομισματικό μέγεθος M3 της Ελλάδος, αλλά και κάθε άλλης χώρας της ζώνης του ευρώ, δεν μπορεί πλέον να υπολογιστεί με ακρίβεια, καθώς η ποσότητα των τραπεζογραμμάτων και κερμάτων ευρώ που έχει τεθεί σε κυκλοφορία σε κάθε χώρα διακρατείται και από κατοίκους άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ (όπως και από κατοίκους τρίτων χωρών). Εξαιτίας αυτών των τεχνικών προβλημάτων, η κατάρτιση των ελληνικών μεγεθών M0, M1, M2 και M3 διακόπηκε τον Ιανουάριο του 2003.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Πίνακας 8**

Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα Λοιπά ΝΧΙ<sup>1</sup>, 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 <sup>2</sup>	Καταθέσεις σε λογιπά νομίσματα	Όφεως	Ταμιευτηρίου	Προθεσμίας <sup>3</sup>
<b>2000</b> .....	90.737,8	73.720,2	17.017,6	11.007,0	50.917,8	28.813,0
<b>2001</b> .....	101.809,5	79.566,0	22.243,5	13.385,2	58.323,1	30.101,1
<b>2002</b> .....	104.761,1	87.732,3	17.028,8	13.367,3	60.406,1	30.987,7
<b>2003</b> .....	115.750,1	98.119,3	17.630,8	15.395,8	65.141,1	35.213,2
<b>2002</b> Ιαν. .....	97.542,0	78.693,6	18.848,4	11.839,1	58.355,2	27.347,7
Φεβρ. .....	98.302,4	79.029,9	19.272,4	11.356,7	58.674,4	28.271,3
Μάρτ.	96.741,8	77.970,2	18.771,6	10.267,5	58.309,6	28.164,7
Απρ.	98.685,7	80.274,3	18.411,5	11.584,4	58.979,2	28.122,2
Μάιος	97.779,9	79.934,6	17.845,3	10.795,2	59.174,0	27.810,7
Ιούν.	98.751,5	81.549,4	17.202,1	11.758,3	59.654,1	27.339,2
Ιούλ.	99.132,9	81.816,4	17.316,4	11.888,0	59.768,1	27.476,8
Αύγ.	99.924,1	82.255,7	17.668,4	11.656,2	60.475,4	27.792,5
Σεπτ.	101.076,4	84.497,2	16.579,2	12.328,6	61.820,2	26.927,6
Οκτ.	100.492,7	83.175,9	17.316,8	11.399,8	60.572,9	28.519,9
Νοέμ.	100.771,6	83.612,4	17.159,2	11.686,3	59.933,8	29.151,4
Δεκ.	104.761,1	87.732,3	17.028,8	13.367,3	60.406,1	30.987,7
<b>2003</b> Ιαν. .....	102.687,7	85.423,3	17.264,4	11.703,0	59.707,7	31.277,0
Φεβρ. .....	102.455,9	85.527,5	16.928,4	12.419,8	60.981,4	29.054,7
Μάρτ.	103.684,4	86.637,5	17.046,9	12.996,7	61.203,6	29.484,0
Απρ.	105.407,4	87.642,8	17.764,6	12.664,5	61.690,6	31.052,2
Μάιος	104.593,8	86.997,3	17.596,5	12.586,4	60.809,6	31.197,8
Ιούν.	108.637,5	90.199,0	18.438,5	14.702,7	61.700,5	32.234,3
Ιούλ.	108.694,9	89.934,1	18.760,8	13.670,6	60.471,2	34.553,1
Αύγ.	110.793,2	91.498,3	19.294,9	14.035,9	61.242,3	35.515,0
Σεπτ.	111.384,5	92.881,7	18.502,8	14.958,4	61.151,5	35.274,5
Οκτ.	111.068,9	92.207,8	18.861,1	14.024,4	61.020,5	36.024,0
Νοέμ.	110.668,9	92.383,7	18.285,2	13.157,4	61.846,9	35.664,6
Δεκ.	115.750,1	98.119,3	17.630,8	15.395,8	65.141,1	35.213,2

1 Τα Λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (Λοιπά ΝΧΙ) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων.

2 Μέχρι τις 31.12.2001 περιλαμβάνονται οι καταθέσεις σε δραχμές και στα λοιπά εθνικά νομίσματα τα οποία αποτελούν εθνικές υποδιαιρέσεις του ευρώ.

3 Περιλαμβάνονται και οι δεσμευμένες καταθέσεις.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Πίνακας 9**

**Επιτόκια της ΕΚΤ και της Τράπεζας της Ελλάδος**

(Ποσοστά % ετησίως)

1. Επιτόκια της ΕΚΤ				2. Επιτόκια της Τράπεζας της Ελλάδος					
Από: <sup>1</sup>	Αποδοχή καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης <sup>3</sup>	Οριακή χρηματοδότηση	Από:	Αποδοχή καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας-πρώτο κλιμάκιο <sup>4</sup>	Αποδοχή καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας-δεύτερο κλιμάκιο <sup>4</sup>	Πράξεις διάρκειας 14 ημερών	Χρηματοδότηση με ενέχυρο τίτλους Ελληνικού Δημοσίου	
<b>1999</b>	1 Ιαν.	2,00	3,00	4,50	<b>1999</b> 14 Ιαν.	11,50	9,75	12,00	13,50
	4 Ιαν. <sup>2</sup>	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					
<b>2000</b>	4 Φεβρ.	2,25	3,25	4,25	<b>2000</b> 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. <sup>3</sup>	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
<b>2001</b>	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					
<b>2002</b>	6 Δεκ.	1,75	2,75	3,75					
<b>2003</b>	7 Μαρτ.	1,50	2,50	3,50					
	6 Ιουν.	1,00	2,00	3,00					

1 Η ημερομηνία αφορά τις διευκολύνσεις αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης. Για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, εκτός εάν σημειώνεται αλλιώς, οι μεταβολές του επιτοκίου ισχύουν από την πρώτη πράξη μετά την αναφερόμενη ημερομηνία. Η μεταβολή της 18ης Σεπτεμβρίου ισχυει από την ίδια αυτή ημερομηνία.

2 Στις 22 Δεκεμβρίου 1998, η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι στο διάστημα 4-21 Ιανουαρίου 1999 θα εφαρμόζεται κατ' εξαίρεση μικρό εύρος διαικύμανσης (μισή εκατοστιαία μονάδα) μεταξύ των επιτοκίων της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, έτσι ώστε οι συμμετέχοντες στην αγορά να προσαρμοστούν ομαλότερα στο νέο σύστημα.

3 Μέχρι τις 21 Ιουνίου 2000: δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου, από τις 28 Ιουνίου 2000: ελάχιστο επιπλέον προσφοράς σε δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιπλέον προσφοράς.

4 Στις 29 Ιουνίου 2000 καταργήθηκε το δεύτερο κλιμάκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και το επιπλέον αφορά πλέον τον ενιαίο λογαριασμό αποδοχής καταθέσεων.

Πηγές: ΕΚΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

**Πίνακας 10**

**Επιτόκια της αγοράς χρήματος**

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	Καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας <sup>1</sup>	Καταθέσεις ενός μηνός <sup>2</sup>	Καταθέσεις 3 μηνών <sup>2</sup>	Καταθέσεις 6 μηνών <sup>2</sup>	Καταθέσεις 9 μηνών <sup>2</sup>	Καταθέσεις 12 μηνών <sup>2</sup>
<b>2000</b> .....	8,24	8,28	7,89	7,32	6,90	6,55
<b>2001</b> .....	4,39	4,33	4,26	4,16	4,10	4,09
<b>2002</b> .....	3,29	3,30	3,32	3,35	3,41	3,49
<b>2003</b> .....	2,32	2,35	2,33	2,31	2,31	2,34
<b>2002</b> Ιαν. .....	3,29	3,35	3,34	3,34	3,39	3,48
Φεβρ. .....	3,28	3,34	3,36	3,40	3,48	3,59
Μάρτ. .....	3,26	3,35	3,39	3,50	3,65	3,82
Απρ. .....	3,32	3,34	3,41	3,54	3,70	3,86
Μάιος .....	3,31	3,37	3,46	3,62	3,80	3,95
Ιούν. .....	3,35	3,38	3,46	3,59	3,73	3,87
Ιούλ. .....	3,30	3,36	3,41	3,48	3,54	3,64
Αύγ. .....	3,29	3,33	3,35	3,38	3,40	3,44
Σεπτ. .....	3,32	3,32	3,31	3,27	3,23	3,24
Οκτ. .....	3,30	3,31	3,26	3,17	3,12	3,13
Νοέμ. .....	3,30	3,23	3,12	3,04	3,01	3,02
Δεκ. .....	3,09	2,98	2,94	2,89	2,87	2,87
<b>2003</b> Ιαν. .....	2,79	2,86	2,83	2,76	2,72	2,71
Φεβρ. .....	2,76	2,77	2,69	2,58	2,53	2,50
Μάρτ. .....	2,75	2,60	2,53	2,45	2,42	2,41
Απρ. .....	2,56	2,58	2,53	2,47	2,45	2,45
Μάιος .....	2,56	2,52	2,40	2,32	2,27	2,26
Ιούν. .....	2,21	2,18	2,15	2,08	2,04	2,01
Ιούλ. .....	2,08	2,13	2,13	2,09	2,07	2,08
Αύγ. .....	2,10	2,12	2,14	2,17	2,21	2,28
Σεπτ. .....	2,02	2,13	2,15	2,18	2,21	2,26
Οκτ. .....	2,01	2,10	2,14	2,17	2,23	2,30
Νοέμ. .....	1,97	2,09	2,16	2,22	2,31	2,41
Δεκ. .....	2,06	2,13	2,15	2,20	2,28	2,38
<b>2004</b> Ιαν. .....	2,02	2,08	2,09	2,12	2,15	2,22
Φεβρ. .....	2,03	2,06	2,07	2,09	2,12	2,16

1 Μέχρι και το Δεκέμβριο του 2000: επιτόκιο διατραπεζικής αγοράς διάρκειας μίας ημέρας στην Ελλάδα. Από τον Ιανουάριο του 2001: μέσος όρος του δείκτη επιτοκίων διάρκειας μίας ημέρας στη ζώνη του ευρώ (EONIA).

2 Μέχρι και το Δεκέμβριο του 2000: διατραπεζικά επιτόκια (ATHIBOR). Από τον Ιανουάριο του 2001: διατραπεζικά επιτόκια προσφοράς στη ζώνη του ευρώ (EURIBOR).

**Πηγές:** Τράπεζα της Ελλάδος και Bloomberg.

**Πίνακας 11**

**Αποδόσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου**

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	Απόδοση ετήσιων έντοκων γραμματίων	Απόδοση δραχμικών ομολόγων					
		3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών
<b>2000</b>	6,22	5,99	5,98	6,05	6,10	6,26	6,35
<b>2001</b>	4,08	4,28	4,58	4,82	5,30	5,51	5,76
<b>2002</b>	3,50	4,06	4,45	4,78	5,12	5,24	5,52
<b>2003</b>	2,34	2,82	3,37	3,83	4,27	4,32	4,91
<b>2002</b> Ιαν.	3,48	4,27	4,51	4,95	5,24	5,36	5,55
Φεβρ.	3,59	4,37	4,73	5,07	5,31	5,41	5,60
Μάρτ.	3,81	4,58	5,00	5,27	5,51	5,58	5,78
Απρ.	3,86	4,59	4,99	5,27	5,51	5,60	5,84
Μάιος	3,98	4,63	5,00	5,27	5,52	5,60	5,86
Ιούν.	3,87	4,46	4,81	5,09	5,36	5,47	5,71
Ιούλ.	3,65	4,23	4,59	4,90	5,21	5,33	5,57
Αύγ.	3,44	3,90	4,29	4,60	4,95	5,07	5,34
Σεπτ.	3,24	3,59	3,98	4,33	4,73	4,86	5,18
Οκτ.	3,13	3,52	3,95	4,34	4,79	4,94	5,32
Νοέμ.	3,02	3,40	3,87	4,26	4,76	4,90	5,33
Δεκ.	2,87	3,19	3,63	4,05	4,58	4,71	5,13
<b>2003</b> Ιαν.	2,70	2,91	3,36	3,81	4,43	4,51	4,97
Φεβρ.	2,50	2,65	3,31	3,89	4,24	4,27	4,83
Μάρτ.	2,41	2,82	3,38	3,83	4,26	4,33	4,90
Απρ.	2,46	2,99	3,50	3,96	4,38	4,45	5,02
Μάιος	2,25	2,64	3,12	3,57	4,02	4,09	4,73
Ιούν.	2,02	2,38	2,88	3,33	3,81	3,86	4,57
Ιούλ.	2,08	2,62	3,18	3,65	4,12	4,16	4,83
Αύγ.	2,28	2,98	3,52	3,91	4,29	4,34	4,90
Σεπτ.	2,26	2,91	3,47	3,91	4,32	4,37	4,96
Οκτ.	2,30	2,94	3,52	3,95	4,38	4,43	5,02
Νοέμ.	2,41	3,06	3,66	4,09	4,51	4,55	5,10
Δεκ.	2,38	2,97	3,58	4,02	4,45	4,49	5,04
<b>2004</b> Ιαν.	2,21	2,71	3,34	3,81	4,37	4,33	4,94
Φεβρ.	2,16	2,91	3,28	3,90	4,35	4,28	4,91

**Πηγή:** Τράπεζα της Ελλάδος.

**Πίνακας 12**

Ελλάδα: δάνεια από τα εγχώρια ΝΧΙ προς τις εγχώριες επιχειρήσεις και νοικοκυριά κατά κλάδο δραστηριότητας

(Υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ)

Τέλος περιόδου	Σύνολο	Σε ευρώ	Σε λοιπά νομίσματα	Κλάδοι						
				Γεωργία	Βιομηχανία <sup>1</sup>	Εμπόριο	Οικισμός	Τουρισμός	Καταναλωτική πίστη	Λοιπά
<b>2000</b> .....	59.330,0	50.065,6	9.264,4	3.884,9	11.823,7	12.374,2	11.271,9	1.814,3	5.511,3	12.649,7
<b>2001</b> .....	74.027,4	66.722,6	7.304,8	3.724,2	12.614,9	15.524,3	15.652,2	2.171,3	7.852,0	16.488,5
<b>2002</b> .....	86.510,5	80.099,7	6.410,8	3.224,7	14.364,0	15.670,8	21.224,7	2.903,2	9.755,4	19.367,7
<b>2003</b> .....	101.178,1	95.649,4	5.528,7	3.082,7	15.865,1	16.514,4	26.534,2	3.488,2	12.409,6	23.283,9
<b>2002</b> Ιαν.....	73.982,0	66.648,1	7.333,9	3.230,0	12.435,1	15.174,6	16.024,7	2.236,0	7.783,7	17.097,9
Φεβρ...	75.202,2	67.723,9	7.478,3	3.030,3	12.724,5	15.846,7	16.417,5	2.267,5	7.944,7	16.971,0
Μάρτ...	76.235,3	69.080,0	7.155,3	3.139,4	13.168,1	15.788,0	16.891,9	2.316,4	8.129,8	16.801,7
Απρ....	76.958,0	69.886,9	7.071,1	3.196,1	12.801,1	15.939,4	17.362,1	2.341,0	8.301,2	17.017,1
Μάιος .	78.009,6	71.192,8	6.816,8	3.193,0	12.912,6	16.064,7	17.721,8	2.372,2	8.508,3	17.237,0
Ιούν....	79.960,9	73.475,3	6.485,6	3.167,7	13.360,0	16.516,2	18.194,3	2.414,5	8.678,1	17.630,1
Ιούλ....	81.233,9	74.622,8	6.611,1	3.167,7	13.720,8	16.570,9	18.759,9	2.411,6	8.868,0	17.735,0
Αύγ. ....	82.041,4	75.311,8	6.729,6	3.191,4	13.625,4	16.580,6	19.304,9	2.399,3	8.997,7	17.942,1
Σεπτ. ...	82.662,6	75.930,7	6.731,9	3.212,8	13.785,6	16.059,8	19.503,8	2.560,0	9.228,1	18.312,5
Οκτ. ....	83.996,1	77.164,1	6.832,0	3.221,6	13.961,2	16.161,2	19.914,7	2.635,0	9.420,9	18.681,5
Νοέμ. ...	85.614,8	78.732,9	6.881,9	3.167,1	14.528,2	15.663,2	20.416,6	2.761,1	9.612,9	19.465,7
Δεκ. ....	86.510,5	80.099,7	6.410,8	3.224,7	14.364,0	15.670,8	21.224,7	2.903,2	9.755,4	19.367,7
<b>2003</b> Ιαν.....	88.241,8	81.751,6	6.490,2	2.964,2	14.529,2	16.321,5	21.599,4	2.978,4	9.884,9	19.964,2
Φεβρ...	88.787,7	82.332,2	6.455,5	2.980,5	14.485,6	16.310,3	22.062,6	3.049,0	10.023,3	19.876,4
Μάρτ...	89.363,0	83.075,2	6.287,8	2.994,0	14.422,3	16.053,5	22.366,8	3.095,5	10.247,3	20.183,6
Απρ....	90.770,3	84.710,6	6.059,7	3.043,0	14.565,0	16.113,4	22.747,1	3.149,2	10.344,7	20.807,9
Μάιος .	92.497,1	86.811,4	5.685,7	3.027,6	14.866,7	16.488,6	23.183,1	3.085,8	10.432,6	21.412,7
Ιούν....	94.344,1	88.447,4	5.896,7	3.062,3	15.165,2	16.139,3	23.705,7	3.201,0	10.600,9	22.469,7
Ιούλ....	96.253,7	90.203,0	6.050,7	3.062,9	15.674,1	16.307,5	24.267,2	3.207,5	10.871,8	22.862,7
Αύγ. ....	97.350,8	91.177,5	6.173,3	3.102,1	15.681,4	16.700,8	24.573,2	3.255,1	11.075,2	22.963,0
Σεπτ. ...	97.747,2	91.865,5	5.881,7	3.103,0	15.544,4	16.612,9	25.043,9	3.278,1	11.301,1	22.863,8
Οκτ. ....	98.403,4	92.480,6	5.922,8	3.117,3	15.481,2	16.393,0	25.559,5	3.321,0	11.670,4	22.861,0
Νοέμ. ...	99.829,3	94.044,9	5.784,4	3.093,6	15.780,9	16.633,3	25.808,6	3.392,4	12.063,2	23.057,3
Δεκ. ....	101.178,1	95.649,4	5.528,7	3.082,7	15.865,1	16.514,4	26.534,2	3.488,2	12.409,6	23.283,9

<sup>1</sup> Περιλαμβάνει τους κλάδους της μεταποίησης (βιομηχανία, βιοτεχνία) και των μεταλλείων.

**Πηγή:** Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 13

Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων και δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(Ποσοστά % ετησίων)

Περίοδος	Καταθέσεις από νοικοκυριά			Καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις		Συμφωνίες επαναγοράς (repos) <sup>3</sup>
	Μίας ημέρας <sup>1,2</sup>	Ταμιευτηρίου <sup>2</sup>	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος <sup>3</sup>	Μίας ημέρας <sup>2</sup>	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος <sup>3</sup>	
<b>2002 Σεπτ.</b> .....	1,57	1,57	3,13	0,84	3,36	3,22
Οκτ. .....	1,56	1,57	3,17	0,90	3,39	3,01
Νοέμ. .....	1,55	1,55	3,15	0,84	3,46	3,17
Δεκ. .....	1,10	1,09	2,93	0,74	3,10	2,97
<b>2003 Ιαν.</b> .....	1,10	1,09	2,83	0,74	2,88	2,75
Φεβρ. .....	1,10	1,10	2,73	0,75	2,79	2,71
Μάρτ.	1,06	1,05	2,68	0,69	2,40	2,54
Απρ.	1,05	1,04	2,70	0,73	2,67	2,46
Μάιος	1,04	1,03	2,61	0,70	2,66	2,45
Ιούν.	0,82	0,81	2,44	0,55	2,41	2,10
Ιούλ.	0,80	0,79	2,38	0,60	2,36	2,04
Αύγ.	0,81	0,79	2,29	0,52	2,31	2,00
Σεπτ.	0,81	0,80	2,30	0,55	2,30	1,98
Οκτ.	0,87	0,85	2,27	0,62	2,37	1,98
Νοέμ.	0,87	0,85	2,29	0,54	2,33	1,94
Δεκ.	0,87	0,86	2,22	0,59	2,35	1,98
<b>2004 Ιαν.</b> .....	0,88	0,86	2,26	0,55	2,18	1,99

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.

3 Μέσο επιτόκιο μηνός.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Πίνακας 13 (συνέχεια)**

Τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων και δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ  
(Ποσοστά % ετησίως)

Περίοδος	Δάνεια προς νοικοκυριά					Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις		
	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>1,2</sup>	Καταναλωτικά δάνεια <sup>3</sup>		Στεγαστικά δάνεια <sup>3</sup>		Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>2,4</sup>	Κυμαινόμενο ή σταθερό επιτόκιο έως ένα έτος <sup>3</sup>	
		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
<b>2002 Σεπτ.</b> .....	14,40	10,86	10,43	4,62	4,74	7,31	6,64	5,33
Οκτ. .....	14,51	10,69	10,45	4,65	4,81	7,28	6,37	4,98
Νοέμ. .....	14,48	10,87	10,61	4,56	4,75	7,23	5,78	4,54
Δεκ. .....	14,54	10,58	10,45	4,42	4,61	7,23	5,76	4,50
<b>2003 Ιαν.</b> .....	14,71	10,46	10,17	4,53	4,77	7,15	5,53	4,39
Φεβρ. .....	14,68	11,13	10,60	4,58	4,81	7,09	5,59	4,27
Μάρτ.	14,66	10,82	10,76	4,58	4,87	7,04	5,37	4,06
Απρ.	14,76	11,15	10,82	4,58	4,93	7,07	5,55	4,14
Μάιος .....	14,58	11,13	10,70	4,59	4,93	6,95	5,68	3,76
Ιούν.	14,54	10,61	10,44	4,53	4,86	6,84	5,15	3,47
Ιούλ.	14,24	10,41	10,33	4,37	4,66	6,70	5,06	3,68
Αύγ.	14,05	10,24	10,37	4,48	4,76	6,67	4,95	3,60
Σεπτ.	14,14	10,37	10,60	4,62	4,81	6,67	5,14	4,27
Οκτ.	14,22	10,57	10,58	4,57	4,81	6,68	5,24	4,68
Νοέμ.	14,27	10,36	10,46	4,35	4,63	6,72	5,14	3,66
Δεκ.	14,08	9,60	9,86	4,31	4,53	6,78	5,13	3,78
<b>2004 Ιαν.</b> .....	13,92	9,82	9,94	4,36	4,68	6,77	5,12	3,92

1 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς νοικοκυριά μέσω πιστωτικών καρτών, των ανοικτών δανείων και των υπεραναλήψεων από τρέχομενους λογαριασμούς.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

3 Μέσο επιτόκιο 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.