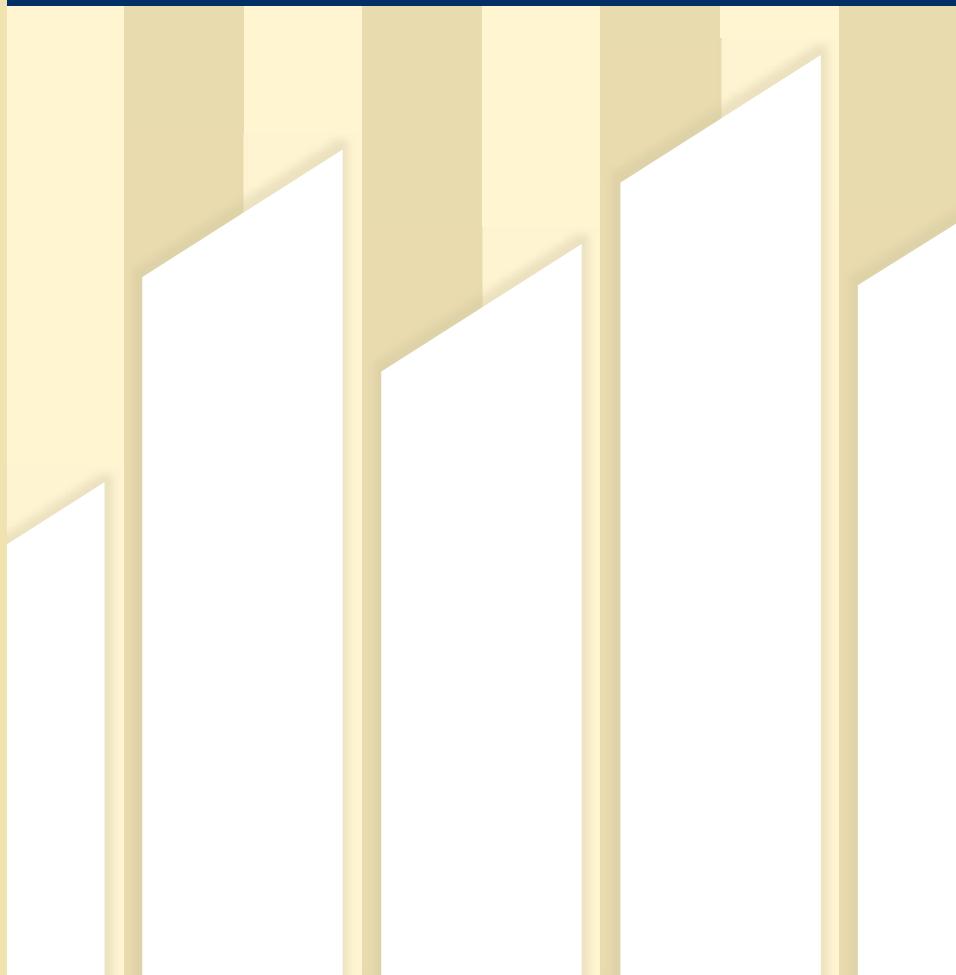


ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ  
ΠΟΛΙΤΙΚΗ  
ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ  
2003



ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2003

**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

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ  
ΠΟΛΙΤΙΚΗ  
ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ  
2003



ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2003

## Προς τη Βουλή των Ελλήνων και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Ενδιάμεση Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται στη Βουλή των Ελλήνων και το Υπουργικό Συμβούλιο όπως προβλέπεται στο Καταστατικό της Τράπεζας της Ελλάδος. Η Έκθεση εξετάζει και αξιολογεί τις οικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα κατά το τρέχον έτος, το τρίτο μετά την πλήρη ένταξη της χώρας μας στην ΟΝΕ και την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.

Τα κύρια σημεία της Έκθεσης παρουσιάζονται συνοπτικά στο πρώτο κεφάλαιο. Στο δεύτερο κεφάλαιο εξετάζονται οι νομισματικές εξελίξεις, η πορεία και οι προοπτικές του πληθωρισμού και της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ, καθώς και το διεθνές οικονομικό περιβάλλον, δεδομένου ότι τα στοιχεία αυτά αποτελούν τη βάση για την κατανόηση των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στη διάρκεια του 2003, οι οποίες επηρεάζουν άμεσα την ελληνική οικονομία.

Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται οι προσδιοριστικοί παράγοντες και οι προοπτικές του πληθωρισμού στην Ελλάδα, καθώς και η απόκλισή του από το μέσο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ. Εξετάζονται επίσης διεξοδικά οι εξελίξεις και οι προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας και της απασχόλησης για το τρέχον έτος, καθώς και η διαμόρφωση του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών. Οι εξελίξεις στις αγορές χρήματος, πιστώσεων και κεφαλαίων στην Ελλάδα εξετάζονται στο τέταρτο κεφάλαιο.

Για την πληρέστερη ενημέρωση της Βουλής και του Υπουργικού Συμβουλίου, η Έκθεση περιλαμβάνει επίσης παρουσιάσεις για ειδικά θέματα,

όπως η εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία, οι εναλλακτικοί τρόποι μέτρησης και η εξέλιξη του δημοσιονομικού ελλείμματος, η διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των λοιπών στοιχείων ενεργητικού της Τράπεζας της Ελλάδος, καθώς και το σύστημα πληρωμών TARGET και οι επιδράσεις της λειτουργίας του στον ισολογισμό της Τράπεζας.

Το γενικό συμπέρασμα της Έκθεσης για την ελληνική οικονομία είναι θετικό. Το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν εκτιμάται ότι θα αυξηθεί εφέτος κατά 4%, έναντι περίπου 0,5% στη ζώνη του ευρώ, με αποτέλεσμα να σημειωθεί περαιτέρω πρόοδος ως προς την πραγματική σύγκλιση. Η απασχόληση αυξάνεται εφέτος ταχύτερα από ό,τι το 2002 και το ποσοστό ανεργίας εξακολουθεί να υποχωρεί. Ο πληθωρισμός επιβραδύνθηκε σταδιακά στη διάρκεια του έτους και εκτιμάται ότι η μέση ετήσια αύξηση των τιμών καταναλωτή θα είναι εφέτος κατά τι μικρότερη από ό,τι το 2002.

Παρά τη βελτίωση αυτή των οικονομικών επιδόσεων, ο πληθωρισμός στην Ελλάδα εξακολουθεί να αποκλίνει αισθητά από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ. Το ποσοστό ανεργίας, αν και μειώνεται, παραμένει υψηλό, όπως και στη ζώνη του ευρώ, ενώ το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών υπερβαίνει το 6% του ΑΕΠ για τέταρτο κατά σειρά έτος. Τέλος, το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, αν και εκτιμάται ότι μειώθηκε αισθητά εφέτος, παραμένει από τα υψηλότερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Τα προβλήματα αυτά αντανακλούν αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας για την αντιμετώπιση των οποίων απαιτούνται περαιτέρω διαρθρω-

τικές μεταρρυθμίσεις και συνέχιση της προσπάθειας για δημοσιονομική εξυγίανση. Απαιτείται συγχρόνως η σύμπραξη των κοινωνικών εταίρων για την επίτευξη και διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών με την εφαρμογή συνετής τιμολογιακής πολιτικής και με συγκράτηση των πραγματικών μισθολογικών αυξήσεων πλησίον

του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας, ώστε να προστατευθεί η αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων των εργαζομένων, να ενισχυθεί η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και να περιοριστεί σε ανεκτά επίπεδα η ανεργία. Τα ζητήματα αυτά εξετάζονται διεξοδικά στο πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο της Έκθεσης.

Αθήνα, Οκτώβριος 2003

Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας  
Διοικητής

# 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	19
1.1	Γενική επισκόπηση και εξελίξεις στις κυριότερες οικονομικές περιοχές	19
1.2	Οι διεθνείς εμπορικές συναλλαγές και οι τιμές των εμπορευμάτων	23
1.3	Διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές	24
2.	Μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη ζώνη του ευρώ	26
2.1	Πληθωρισμός	26
2.2	Οικονομική δραστηριότητα	27
2.3	Αγορά εργασίας	28
2.4	Δημοσιονομικές εξελίξεις	28
3.	Νομισματικές εξελίξεις	29
3.1	Η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ	29
3.2	Η εξελίξη του Μ3, των συνιστωσών του και των παραγόντων μεταβολής του και η έκδοση ομολόγων και άλλων χρεογράφων	33
3.3	Επιτόκια της αγοράς χρήματος, τραπεζικά επιτόκια και αποδόσεις μακροπρόθεσμων τίτλων	36
3.4	Χρηματιστηριακές εξελίξεις	39
III.	Οι μακροοικονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα	
1.	Εξελίξεις, προσδιοριστικοί παράγοντες και προοπτικές του πληθωρισμού	41
2.	Οι διαφορές πληθωρισμού εντός της ζώνης του ευρώ και η περίπτωση της Ελλάδος	51
3.	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας και της απασχόλησης	57
4.	Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών	70
4.1	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	70
4.2	Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών	75
IV.	Οι αγορές χρήματος, πιστώσεων και κεφαλαίων στην Ελλάδα	
1.	Εξελίξεις των βασικών νομισματικών μεγεθών στην Ελλάδα	85
2.	Πιστωτική επέκταση	87
3.	Τραπεζικά επιτόκια	92
4.	Οι αγορές κεφαλαίων	96
4.1	Η αγορά ομολόγων	96
4.2	Χρηματιστηριακές εξελίξεις	99
	Παράρτημα Κεφαλαίου IV: Η εξελίξη του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος την τελευταία δεκαετία	102
V.	Η κατάσταση της οικονομίας και οι προκλήσεις για την οικονομική πολιτική και τους οικονομικούς φορείς	
1.	Τα κύρια χαρακτηριστικά των οικονομικών εξελίξεων του 2003 και οι συντεταγμένες της ελληνικής οικονομίας	117
2.	Οι προοπτικές της οικονομίας και οι προκλήσεις για την οικονομική πολιτική και τους οικονομικούς φορείς	118
	Μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος	131
	Πλωσσάριο	133
	Στατιστικό παράρτημα	137

<b>Διαγράμματα</b>		
1 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπέζων	21	
2 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και του γιεν Ιαπωνίας	25	
3 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι της λίρας Αγγλίας και του φράγκου Ελβετίας	26	
4 Επιτόκια ΕΚΤ και επιτόκιο αγοράς χρήματος διάρκειας μίας ημέρας (ΕΟΝΙΑ)	32	
5 Ποσότητα χρήματος Μ3 στη ζώνη του ευρώ	34	
6 Διαχρονική μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων στις αγορές χρήματος και ομολόγων στη ζώνη του ευρώ	36	
7 Βραχυπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ	37	
8 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ	38	
9 Δείκτες χρηματιστηριακών αγορών	39	
10 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδος, ζώνης ευρώ και Ευρωπαϊκής Ένωσης	42	
11 Ο πυρήνας του πληθωρισμού στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	42	
12 Δείκτης τιμών καταναλωτή και πυρήνας πληθωρισμού στην Ελλάδα	43	
13 Πυρήνας πληθωρισμού, τιμές οπωροκηπευτικών και καυσίμων	44	
14 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΧ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ	45	
15 Συμβολή της μεταβολής των τιμών των καυσίμων στον πληθωρισμό		45
16 Δείκτης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος		46
17 Δείκτης τιμών εισαγομένων χονδρικής και αντίστροφο συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος		46
18 Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία		48
19 Πληθωριστικές προσδοκίες καταναλωτών και επιχειρήσεων		51
20 Διαφορές ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού Ελλάδος και ζώνης ευρώ		57
21 Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος		58
22 Καταναλωτική ζήτηση		60
A. Όγκος λιανικών πωλήσεων και επιχειρηματικές προσδοκίες		
B. Νέες κυκλοφορίες I.X. αυτοκινήτων		
23 Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών με βάση τις άδειες		63
24 Βιομηχανική παραγωγή		65
25 Παραγωγή και επιχειρηματικές προσδοκίες στη μεταποίηση		66
A. Δείκτες		
B. Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ιδίου μηνός του προηγούμενου έτους		
26 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για τη Μεταποίηση (PMI)		67
27 Απασχόληση		68
28 Ποσοστό συνολικής ανεργίας		68

29 Επιχειρηματικές προβλέψεις για την απασχόληση	69	V Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: Ελλάδα και ΕΕ	52
30 Εμπορικό ισοζύγιο και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	70	VI Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	52
31 Εξέλιξη των καταθέσεων, των συμφωνιών επαναγοράς και των μεριδίων αφοιβίσιων κεφαλαίων διαθεσίμων στην Ελλάδα	87	VII Ζήτηση και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν	58
32 Επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ	92	VIII Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης	59
33 Επιτόκια τραπεζικών χορηγήσεων στην Ελλάδα	93	IX Δείκτης αξίας λιανικών πωλήσεων	59
34 Διαφορές επιτοκίων τραπεζικών χορηγήσεων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	95	X Δείκτης τιμών κατοικιών	61
35 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου	97	XI Δείκτες επενδυτικής ζήτησης	62
36 Διαχρονική μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου	98	XII Δείκτης τιμών εξαγομένων και σταθμισμένη συνολική αγορά	67
37 Μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ	98	(εκτός καυσίμων)	
38 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και αξία συναλλαγών	100	A. Εξαγωγικές εισπράξεις	
		B. Εισαγωγική δαπάνη	
		XIV Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά γεωγραφική περιοχή	73
		A. Εξαγωγές	
		B. Εισαγωγές	
		XV Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	86
		XVI Συνολική πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα	88
I Προσαρμογές βασικών επιτοκίων της EKT	33	XVII Χρηματοδότηση επιχειρήσεων και νοικοκυριών στην Ελλάδα κατά κλάδο	89
II Κύριες συνιστώσες της ποσότητας χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ	34	XVIII Εξέλιξη επιτοκίων τραπεζικών χορηγήσεων στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα	94
III Κύριοι παράγοντες μεταβολής της ποσότητας χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ	35	XIX Εκδόσεις τίτλων Ελληνικού Δημοσίου	99
IV Αποδοχές, παραγωγικότητα και κόστος εργασίας	49	XX Αντληθέντα κεφάλαια μέσω Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών	101

## Πίνακες

I Προσαρμογές βασικών επιτοκίων της EKT	33	XVII Χρηματοδότηση επιχειρήσεων και νοικοκυριών στην Ελλάδα κατά κλάδο	89
II Κύριες συνιστώσες της ποσότητας χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ	34	XVIII Εξέλιξη επιτοκίων τραπεζικών χορηγήσεων στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα	94
III Κύριοι παράγοντες μεταβολής της ποσότητας χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ	35	XIX Εκδόσεις τίτλων Ελληνικού Δημοσίου	99
IV Αποδοχές, παραγωγικότητα και κόστος εργασίας	49	XX Αντληθέντα κεφάλαια μέσω Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών	101

1 Αξιολόγηση της στρατηγικής της EKT για τη νομισματική πολιτική	29	Πίνακας Π1: Συγχωνεύσεις και εξαγορές τραπεζών στην Ελλάδα	105
2 Το σύστημα πληρωμών TARGET: επιδράσεις της λειτουργίας του στον ισολογισμό της Τράπεζας της Ελλάδος	77	Πίνακας Π2: Παρουσία ελληνικών τραπεζών στη Νοτιοανατολική Ευρώπη	108
Διάγραμμα: Ρευστότητα και υπόλοιπο λογαριασμών TARGET	81	Πίνακας Π3: Αντληθέντα κεφάλαια μέσω Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών	110
3 Η διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των λοιπών στοιχείων του ενεργητικού της Τράπεζας της Ελλάδος	82	Διάγραμμα Π1: Μέσο επιτόκιο καταθέσεων και χορηγήσεων	106
4 Πρόσφατες εξελίξεις των νομισματικών συνθηκών στην Ελλάδα	120	Διάγραμμα Π2: Χρηματιστηριακά μεγέθη	109
Διάγραμμα: Δείκτης νομισματικών συνθηκών στην Ελλάδα	120	Διάγραμμα Π3: Δείκτες τιμών μετοχών: Ελλάδα και ζώνη του ευρώ	110
5 Δημοσιονομικό έλλειμμα: Μέθοδοι μέτρησης και στοιχεία	122	Διάγραμμα Π4: Ακαθάριστες εικδόσεις χρεογράφων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	112
Πίνακες: Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού (δημοσιονομικά στοιχεία)	124	Διάγραμμα Π5: Αμοιβαία κεφάλαια	113
Δανειακές ανάγκες κεντρικής κυβέρνησης και δημόσιων οργανισμών (ταμειακά στοιχεία)	124	Διάγραμμα Π6: Ασφαλιστικές εταιρίες	114
Αποτελέσματα κεντρικής και γενικής κυβέρνησης	125		
Έλλειμμα (-)/πλεόνασμα(+) γενικής κυβέρνησης: στόχοι και τελική διαμόρφωση	125		

# I. Σύνοψη

Συμπληρώνεται ήδη το τρίτο έτος συμμετοχής της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ. Η ενιαία νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος, η οποία εφαρμόζεται στην Ελλάδα από το 2001, έχει ως πρωταρχικό σκοπό να διασφαλίζει μεσοπρόθεσμα τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) διευκρίνισε το Μάιο του 2003, όταν ολοκλήρωσε την αξιολόγηση της στρατηγικής για τη νομισματική πολιτική, ότι έχει ως στόχο να διατηρείται ο ρυθμός του πληθωρισμού κατώτερος αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα.

Στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ χαλάρωσε περαιτέρω τη νομισματική της πολιτική το 2003, λαμβάνοντας υπόψη τη σταδιακή υποχώρηση των πληθωριστικών πιέσεων και το χαμηλό ρυθμό ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας. Τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ, μετά από μείωση κατά 50 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2002, μειώθηκαν δύο φορές, το Μάρτιο και τον Ιούνιο, κατά 75 μονάδες βάσης συνολικά.<sup>1</sup>

Το πρώτο εξάμηνο του 2003 τα επιτόκια της ενιαίας αγοράς χρήματος στη ζώνη του ευρώ συνέχισαν την πτωτική πορεία που είχε αρχίσει το Μάιο του 2002. Από τον Ιούλιο όμως, η πτωτική αυτή πορεία ανακόπτηκε και μάλιστα σημειώθηκε μικρή αύξηση στα επιτόκια για τις μεγαλύτερες διάρκειες, τα οποία όμως εξακολουθούν να βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα. Παρομίωση, η πτωτική τάση των αποδόσεων που είχε επικρατήσει στην αγορά ομολόγων το πρώτο εξάμηνο αντιστράφηκε μετά τα μέσα Ιουνίου, λόγω της βελτίωσης των προσδοκιών για την οικονομική ανάκαμψη και της στροφής των επεν-

---

**1** Στις 6 Ιουνίου το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διαμορφώθηκε στο 2%, το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης στο 3% και το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων στο 1%.

δυτών προς τις χρηματιστηριακές αγορές (από τα μέσα Μαρτίου), αν και στη διάρκεια του Σεπτεμβρίου παρατηρήθηκε υποχώρηση. Τέλος, τα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια, τόσο των χορηγήσεων όσο και των καταθέσεων, συνέχισαν να μειώνονται έως και τον Αύγουστο, με εξαίρεση ορισμένα επιτόκια χορηγήσεων στα οποία σημειώθηκε άνοδος τον Αύγουστο. Τα τραπεζικά επιτόκια συνήθως επηρεάζονται με κάποια υστέρηση από τις εξελίξεις των επιτοκίων στην αγορά χρήματος και των αποδόσεων των ομολόγων.

Ο ρυθμός αύξησης της ποσότητας χρήματος Μ3 στη ζώνη του ευρώ επιταχύνθηκε στη διάρκεια του τρέχοντος έτους και παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα (γύρω στο 8%) σε σύγκριση με την τιμή αναφοράς της EKT (4,5%). Η εξέλιξη αυτή του Μ3 αντανακλά αφενός το χαμηλό κόστος ευκαιρίας της διακράτησης χρήματος και αφετέρου την προτίμηση των επενδυτών για πιο ρευστά περιουσιακά στοιχεία όταν επικρατούν συνθήκες υψηλής αβεβαιότητας. Η συμπεριφορά αυτή των επενδυτών επηρεάστηκε από τις διεθνείς γεωπολιτικές εξελίξεις και δεν μεταβλήθηκε πλήρως μετά τη λήξη του πολέμου στο Ιράκ. Με δεδομένη την υποτονική οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ, το Διοικητικό Συμβούλιο της EKT κρίνει ότι οι νομισματικές εξελίξεις δεν εγκυμονούν κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών.

Στην Ελλάδα, οι βασικές συνιστώσες της ελληνικής συμβολής στο Μ3<sup>2</sup> της ζώνης του ευρώ (δηλ. οι καταθέσεις και οι τοποθετήσεις σε συμφωνίες επαναγοράς –repos– και σε αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων) κινήθηκαν με διαφορετικές τάσεις στο οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2003, αλλά το άθροισμά τους αυξήθηκε, σε όλη τη διάρκεια της περιόδου, με σημαντικά χαμηλότερους ρυθμούς από ό,τι το αντίστοιχο μέγεθος της ζώνης του ευρώ. Αναλυτικότερα, ο ετήσιος

ρυθμός ανόδου των καταθέσεων διαμορφώθηκε σε χαμηλά επίπεδα τους πρώτους μήνες του έτους, στη συνέχεια όμως επιταχύνθηκε. Οι τοποθετήσεις σε repos συνέχισαν να μειώνονται κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Αντίθετα, οι τοποθετήσεις σε μεριδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων αυξήθηκαν με πολύ υψηλό ρυθμό.

Με δεδομένο το περιβάλλον των χαμηλών επιτοκίων, οι εξελίξεις αυτές οδήγησαν σε ανακατανομή των αποταμιευτικών πόρων, η οποία αντανακλά το γεγονός ότι οι αποταμιευτές/επενδυτές αναζητούν πιο αποδοτικές τοποθετήσεις και στρέφονται προς τις καταθέσεις με μεγαλύτερη διάρκεια (όπως οι καταθέσεις προθεσμίας έως δύο ετών, των οποίων το επιτόκιο είναι αρκετά υψηλότερο από εκείνο των καταθέσεων ταμιευτηρίου), αλλά και προς τις τοποθετήσεις σε μεριδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων. Έχει παρατηρηθεί ότι σε περιόδους χρηματιστηριακής αβεβαιότητας (όπως ήταν οι πρώτοι μήνες του τρέχοντος έτους) τα μεριδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων συγκεντρώνουν την προτίμηση των αποταμιευτών. Εξάλλου, η συνεχιζόμενη μείωση των τοποθετήσεων σε repos συνδέεται και με την εκ νέου φορολόγηση των αποδόσεων τους (με συντελεστή 7%) από τον Ιανουάριο του 2002.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI – δηλ. τράπεζες και αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων) παρουσίασε επιβράδυνση το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2003 και τον Αύγουστο του 2003 περιορίστηκε σε 5,1% από 7,1% το τελευταίο τρίμηνο του 2002. Η επιβράδυνση αυτή

**2** Για τους λόγους που αναφέρονται στο Κεφάλαιο IV.1, δεν σχολιάζεται εφεξής η εξέλιξη του ελληνικού Μ3, παρά μόνο η εξέλιξη των βασικών συνιστωσών του (εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία).

συνδυάζει μεγάλη μείωση της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης (Αύγουστος 2003: -13,4%, τέταρτο τρίμηνο 2002: -5,2%) και μικρή επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (Αύγουστος 2003: 18,7%, τέταρτο τρίμηνο 2002: 18,3%). Ειδικότερα, η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις ήταν ταχύτερη (Αύγουστος 2003: 14,0%, τέταρτο τρίμηνο 2002: 11,4%), ενώ η πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά επιβραδύνθηκε (Αύγουστος 2003: 27,3%, τέταρτο τρίμηνο 2002: 33,1%).

Όσον αφορά τις επιχειρήσεις, παρατηρήθηκε επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τη βιομηχανία, τη γεωργία, τη ναυτιλία, τον τουρισμό και ιδίως τους "λοιπούς" κλάδους. Αντίθετα, επιβραδύνθηκε ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς το εμπόριο και τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Όσον αφορά τα νοικοκυριά, η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης οφείλεται κυρίως στα στεγαστικά δάνεια, των οποίων ο ετήσιος ρυθμός ανόδου υποχώρησε σημαντικά, αν και παραμένει ακόμη σε σχετικά υψηλό επίπεδο. Ο υψηλός ρυθμός αύξησης των στεγαστικών δανείων αντανακλά το γεγονός ότι στην Ελλάδα το συνολικό υπόλοιπό τους είναι ακόμη σχετικά χαμηλό, εφόσον στο τέλος του 2002 αντιστοιχούσε στο 15% του ΑΕΠ, έναντι 31% στη ζώνη του ευρώ. Τέλος, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταναλωτικών δανείων επιβραδύνθηκε σε 23,1% τον Αύγουστο του 2003 από 27,4% το τέταρτο τρίμηνο του 2002.

Τα περισσότερα τραπεζικά επιτόκια μειώθηκαν περαιτέρω το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2003, ακολουθώντας τη γενικά πτωτική πορεία των επιτοκίων της αγοράς χρήματος στη ζώνη του ευρώ. Την τελευταία πενταετία έχουν μειωθεί σημαντικά τα επιτόκια τόσο των τραπεζικών χορηγήσεων όσο και των καταθέ-

σεων, αλλά και η μεταξύ τους διαφορά. Εκτός από τη μείωση των βασικών επιτοκίων (της Τράπεζας της Ελλάδος έως την ένταξη στη ζώνη του ευρώ, της ΕΚΤ στη συνέχεια), σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη των επιτοκίων είχαν και άλλοι παράγοντες, όπως ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών και ο περιορισμός του λειτουργικού τους κόστους. Οι παράγοντες αυτοί, σε συνδυασμό με την κατάργηση ή τον περιορισμό ορισμένων φόρων και εισφορών που επιβάρυναν τις τραπεζικές εργασίες αλλά και με την εναρμόνιση του καθεστώτος των υποχρεωτικών καταθέσεων των τραπεζών στην Τράπεζα της Ελλάδος προς το αντίστοιχο της ζώνης του ευρώ, συνέβαλαν στη σημαντική μείωση του περιθωρίου μεταξύ των επιτοκίων τραπεζικών χορηγήσεων και των επιτοκίων καταθέσεων. Συγκεκριμένα, μεταξύ Δεκεμβρίου 1998 και Αυγούστου 2003 η διαφορά μεταξύ του μέσου επιτοκίου των νέων τραπεζικών χορηγήσεων και του μέσου επιτοκίου καταθέσεων μειώθηκε κατά 3,2 εκατοστιαίες μονάδες.

Αντανακλώντας παρόμοιες εξελίξεις στις αποδόσεις των αντίστοιχων τίτλων στη ζώνη του ευρώ, οι αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου ακολούθησαν πτωτική πορεία από τα μέσα Μαΐου του 2002 μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2003, οπότε και διαμορφώθηκαν σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα, ενώ στη συνέχεια παρουσίασαν αύξηση, η οποία ανακόπτηκε το Σεπτέμβριο. Στις εξελίξεις αυτές διεθνώς συνέβαλαν αρχικά η αβεβαιότητα για την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και η κορύφωση των γεωπολιτικών εντάσεων με την έναρξη των στρατιωτικών επιχειρήσεων στο Ιράκ. Στη συνέχεια ωστόσο, η υποχώρηση των εντάσεων αυτών και οι περισσότερο αισιόδοξες εκτιμήσεις για την πορεία της οικονομίας των ΗΠΑ και των επιχειρηματικών κερδών συνέβαλαν στη στροφή των επενδυτών από τις αγορές κρατικών ομολόγων προς τις χρηματιστηριακές αγορές. Οι

συναλλαγές στη δευτερογενή αγορά τίτλων διαμορφώθηκαν κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2003 σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Στην πρωτογενή αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου σημειώθηκε αύξηση των αντληθέντων κεφαλαίων και ελαφρά μετατόπιση των εκδόσεων 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 τρέχοντος έτους, σημείωσαν συνολικά αισθητή ανάκαμψη τα δύο επόμενα τρίμηνα. Ανάλογη ήταν η πορεία των τιμών των μετοχών και στις χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ και της Ζώνης του ευρώ, λόγω των εξελίξεων που προαναφέρθηκαν. Επιπλέον, η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά επηρεάστηκε θετικά από τη βελτίωση της κερδοφορίας των ελληνικών επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003. Επίσης, οι χρηματιστηριακές συναλλαγές και τα κεφάλαια που άντλησαν οι επιχειρήσεις από το ΧΑΑ παρουσίασαν σημαντική άνοδο το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2003, μετά τη συνεχή πτώση των τελευταίων ετών.

\* \* \*

Τα πρόσφατα μακροοικονομικά στοιχεία επιβεβαιώνουν προγενέστερες προβλέψεις, σύμφωνα με τις οποίες αναμενόταν βραδεία ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας το πρώτο εξάμηνο του 2003. Ταυτόχρονα, υπάρχουν ενδείξεις ότι ο ρυθμός ανάπτυξης επιταχύνεται το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Οι ανησυχίες σχετικά με τις γεωπολιτικές εντάσεις έχουν υποχωρήσει, όμως ορισμένοι άλλοι παράγοντες, όπως τα αυξανόμενα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και του προϋπολογισμού

στις ΗΠΑ, αποτελούν πηγή αβεβαιότητας. Από την άλλη πλευρά, οι τιμές του πετρελαίου — μετά την έντονη άνοδό τους το πρώτο τρίμηνο του έτους λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων — μειώθηκαν το επόμενα δύο τρίμηνα, αν και από τα τέλη Σεπτεμβρίου αυξάνονται και πάλι. Επίσης, οι τιμές των μετοχών εμφάνισαν σημαντική άνοδο το δεύτερο και το τρίτο τρίμηνο του έτους. Παράλληλα, τους τελευταίους μήνες διαφαίνεται σχετική βελτίωση των δεικτών εμπιστοσύνης. Οι εξελίξεις αυτές αναμένεται να επηρεάσουν θετικά την άνοδο της καταναλωτικής δαπάνης, η οποία με τη σειρά της θα συμβάλει στην επιτάχυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης. Εξαιτίας όλων αυτών των παραγόντων, το παγκόσμιο ΑΕΠ αναμένεται — σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο — να αυξηθεί το 2003 κατά 3,2% (έναντι 3,0% το 2002), δηλαδή με ρυθμό χαμηλότερο από το μέσο όρο της περιόδου 1995-2000 (3,9%). Στις προηγμένες οικονομίες, το ΑΕΠ των ΗΠΑ αυξάνεται με σχετικά ταχείς ρυθμούς. Η ιαπωνική οικονομία εμφανίζει ανάκαμψη, ενώ οι αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας είναι οι ταχύτερα αναπτυσσόμενες παγκοσμίως. Πάντως, ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών εκτιμάται ότι αυξάνεται με σχετικά χαμηλό ρυθμό (2,9% το 2003, έναντι 3,2% το 2002 και περίπου 8%, κατά μέσον όρο, την περίοδο 1995-2000).

Στη ζώνη του ευρώ, η οικονομική δραστηριότητα παρέμεινε ιδιαίτερα υποτονική, καθώς ο τριμηνιαίος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ ήταν μηδενικός το πρώτο τρίμηνο και -0,1% το δεύτερο τρίμηνο του τρέχοντος έτους. Ωστόσο, η αβεβαιότητα έχει εν μέρει υποχωρήσει, αναμένεται αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος (λόγω της προβλεπόμενης περαιτέρω υποχώρησης του πληθωρισμού από το τέλος του έτους) και οι συνθήκες χρηματοδότησης εξακολουθούν να είναι ευνοϊκές. Για τους λόγους αυτούς αναμένεται σταδιακή ανάκαμψη της οικονομικής δρα-

στηριότητας το δεύτερο εξάμηνο του 2003 και ο μέσος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ για ολόκληρο το 2003 προβλέπεται να διαμορφωθεί γύρω στο 0,5%. Ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη ζώνη του ευρώ αναμένεται ότι θα διαμορφωθεί γύρω στο 2% για ολόκληρο το 2003 και ότι θα μειωθεί περαιτέρω το 2004, εφόσον οι τιμές των εισαγωγών εξελιχθούν ευνοϊκά, ενώ η ελαφρά επιτόχυνση του ρυθμού ανόδου των μισθών αναμένεται να αντισταθμίστει από την ανάκαμψη της παραγωγικότητας. Η παρατεταμένη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και, σε ορισμένες περιπτώσεις, η μείωση της φορολογίας αναμένεται να προκαλέσουν σημαντική διεύρυνση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ και αποκλίσεις από τους στόχους που είχαν τεθεί στα αντίστοιχα προγράμματα σταθερότητας. Για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο αναμένεται πλέον ότι το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης θα προσεγγίσει το 3% του ΑΕΠ το 2003, αν και το "διαφθωτικό" (κυκλικά προσαρμοσμένο) έλλειμμα προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει ελαφρά (στο 1,7% του ΑΕΠ, από 2,0% το 2002, σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου).

Στην ελληνική οικονομία, το ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί εφέτος κατά 4,0%, σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, δηλαδή ελαφρά ταχύτερα από ό,τι το 2002 (3,8%). Στην ίδια εκτίμηση καταλήγει και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, καθώς και το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών στο Προσχέδιο του Προϋπολογισμού του 2004. Με βάση τις προβλέψεις αυτές, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας θα είναι εφέτος ο υψηλότερος μεταξύ των 15 χωρών της ΕΕ, ενώ μεταξύ των 30 χωρών του ΟΟΣΑ η Ελλάδα θα βρίσκεται στη δεύτερη θέση. Στην αύξηση του ΑΕΠ συντελούν η ισχυρή αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, των επενδύσεων των ιδιωτικών και

των δημόσιων επιχειρήσεων, των επενδύσεων σε κατοικίες και των επενδύσεων του τομέα της γενικής κυβέρνησης, καθώς και η ανάκαμψη των εξαγωγών αγαθών.

Ειδικότερα, η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης στηρίζεται στην αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, ενώ συνδέεται επίσης με τον υψηλό ρυθμό ανόδου των καταναλωτικών δανείων και τη θετική επίδραση της αύξησης της αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών. Η αύξηση των επενδύσεων αντανακλά τη μεγάλη αύξηση των εκταμιεύσεων του Προϋπολογισμού Δημόσιων Επενδύσεων (η οποία οφείλεται, σε μεγάλο βαθμό, στην επιτόχυνση της εκτέλεσης των μεγάλων δημόσιων έργων – ιδιαίτερα αυτών που συνδέονται με τους Ολυμπιακούς Αγώνες), τη σημαντική αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων σε κατοικίες (την οποία στηρίζει και η ισχυρή πιστωτική επέκταση), καθώς και την αξιόλογη αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων (τόσο των δημόσιων επιχειρήσεων όσο και των επιχειρήσεων που η δραστηριότητά τους συνδέεται με τους Ολυμπιακούς Αγώνες). Από την άλλη πλευρά, η μεταβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου σε εθνικολογιστική βάση εκτιμάται ότι θα έχει και το 2003 αρνητική συμβολή στη μεταβολή του ΑΕΠ, δεδομένου ότι, παρά την παρατηρούμενη ανάκαμψη των εξαγωγών αγαθών, ανακάμπτουν ταυτόχρονα και οι εισαγωγές αγαθών,<sup>3</sup> ενώ η αύξηση των εξαγωγών μεταφορικών (κυρίως ναυτιλιακών) υπηρεσιών αντισταθμίζεται από τη μείωση των εξαγωγών ταξιδιωτικών υπηρεσιών (δηλαδή από τη μείωση τόσο των αφίξεων αλλοδαπών επισκεπτών όσο και των αντίστοιχων εισπράξεων).

<sup>3</sup> Οι εισαγωγές υπηρεσιών (κατά κύριο λόγο οι ταξιδιωτικές δαπάνες στο εξωτερικό από Έλληνες) μειώνονται, αλλά το άθροισμα των εισαγωγών αγαθών και των εισαγωγών υπηρεσιών εμφανίζει αύξηση (έναντι μείωσης το 2002).

Εξάλλου, η εξελιξη της απασχόλησης είναι σαφώς θετικότερη εφέτος από ό,τι το 2002 και το ποσοστό ανεργίας εξακολουθεί να υποχωρεί. Αξίζει ιδιαίτερα να τονιστεί ότι η αύξηση της απασχόλησης κατά 82.000 άτομα (το πρώτο εξάμηνο του 2003 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002) αντανακλά τόσο τη μείωση του αριθμού των ανέργων κατά 35.000 άτομα όσο και την είσοδο 47.000 ατόμων στο εργατικό δυναμικό.

Ο πληθωρισμός στην Ελλάδα επιβραδύνθηκε σταδιακά στη διάρκεια του έτους, ενώ άρχισε να μειώνεται η απόκλισή του από τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Ακόμη περισσότερο υποχώρησε ο πυρήνας του πληθωρισμού. Όπως εκτιμάται, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τόσο του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) όσο και του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) θα υποχωρήσει περαιτέρω στο 3,2% περίπου το τελευταίο τρίμηνο του 2003 (έναντι 3,8% για τον ΕνΔΤΚ και 3,6% για τον ΔΤΚ το τελευταίο τρίμηνο του 2002). Για ολόκληρο το 2003 η μέση ετήσια αύξηση τόσο του ΕνΔΤΚ όσο και του ΔΤΚ εκτιμάται ότι θα είναι περίπου 3,5%, δηλαδή ελαφρώς μικρότερη από ό,τι το 2002 (όταν ο ΕνΔΤΚ είχε διαμορφωθεί στο 3,9% και ο ΔΤΚ στο 3,6%).

Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ διαμορφώθηκε τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003 στο ίδιο επίπεδο όπως την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Οι ευνοϊκές επιδράσεις της υποχώρησης του πυρήνα του πληθωρισμού και της βραδύτερης αύξησης των τιμών των νωπών οπωροκηπευτικών αντισταθμίστηκαν από τη δυσμενή επιδραση της αύξησης των τιμών των καυσίμων, η οποία θα ήταν μάλιστα μεγαλύτερη, εάν η ανατίμηση του ευρώ δεν περιορίζει τις επιπτώσεις της ανόδου της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου σε δολάρια. Η υποχώρηση του πυρήνα του πληθωρισμού

αντανακλά τόσο την ανατίμηση του ευρώ, η οποία συγκρατεί τον εισαγόμενο πληθωρισμό, όσο και την επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον επιχειρηματικό τομέα κάτω του 2%.

Το γεγονός ότι, παρά την υποχώρηση του πυρήνα, ο πληθωρισμός στην Ελλάδα παραμένει σχετικά υψηλός οφείλεται αφενός στις μη ικανοποιητικές συνθήκες ανταγωνισμού σε ορισμένες αγορές (οι οποίες δεν λειτουργούν αποτελεσματικά) και αφετέρου σε μακροοικονομικούς παράγοντες. Κατά κύριο λόγο, η υπερβάλλουσα ζήτηση οδηγεί, στις αγορές εκείνες που δεν λειτουργούν αποτελεσματικά, σε αυξήσεις τιμών μεγαλύτερες από ό,τι θα δικαιολογούσε η εξελιξη των παραγόντων κόστους, με αποτέλεσμα να διευρύνονται τα περιθώρια λειτουργικού κέρδους (όπως παρατηρείται το τρέχον έτος σε ορισμένους κλάδους). Εξάλλου, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας επιβραδύνθηκε μεν, αλλά εξακολουθεί να υπερβαίνει το επίπεδο που είναι κατ' αρχήν συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών (δηλαδή με πληθωρισμό κατώτερο αλλά πλησίον του 2%). Γενικότερα, η απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο (η οποία, όπως προαναφέρθηκε, μειώνεται εφέτος) συνδέεται με τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης της οικονομίας,<sup>4</sup> με τη διαφορετική φάση του οικονομικού κύκλου στην οποία βρίσκεται η ελληνική οικονομία σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ, με την υστέρηση της ελληνικής οικονομίας έναντι της ευρωπαϊκής όσον αφορά την αποτελεσματική λειτουργία των αγορών αγαθών και υπηρεσιών,

<sup>4</sup> Όπως προκύπτει έμμεσα από ορισμένες πρόσφατες μελέτες, η "επιδραση Balassa-Samuelson" εξηγεί περίπου το ήμισυ της διαφοράς πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ το 2002 και εφέτος.

καθώς και με άλλους λόγους, που περιγράφονται αναλυτικά στο Κεφάλαιο III.2.

\* \* \*

Η υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος έχει μεταβάλει ριζικά και μη αναστρέψιμα το πλαίσιο και τις συνθήκες άσκησης της νομισματικής πολιτικής και επηρεάζει καθοριστικά τη λειτουργία και τις επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας, στην οποία τα τελευταία χρόνια επιτεύχθηκε υψηλός βαθμός μακροοικονομικής σταθερότητας. Ενώ οι προοπτικές επίτευξης της πραγματικής σύγκλισης επηρεάζονται ευνοϊκά από την υιοθέτηση του ευρώ και τη νομισματική και συναλλαγματική σταθερότητα που αυτή συνεπάγεται, η διατήρηση ταχύρρυθμης οικονομικής ανάπτυξης μακροχρόνια θα εξαρτηθεί σε σημαντικό βαθμό από τις προσπάθειες που θα καταβληθούν σε εθνικό επίπεδο με την άσκηση πρόσφορης οικονομικής πολιτικής για την ολοκλήρωση της δημοσιονομικής εξυγίανσης και για τη συνεχή βελτίωση της παραγωγικότητας και της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Κύρια επιδίωξη πρέπει να είναι επίσης η επίτευξη και διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη χώρα μας, η οποία, όπως δείχνουν οι εξελίξεις των τριών τελευταίων ετών, δεν μπορεί να εξασφαλιστεί μόνο με την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Το γεγονός ότι η πολιτική αυτή αποσκοπεί στο να διασφαλίσει πληθωρισμό ελαφρά χαμηλότερο του 2% μεσοπρόθεσμα στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο και όχι σε επιμέρους χώρες, σε συνδυασμό με την οικονομική στασιμότητα που παρατηρείται στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, έχει οδηγήσει σε μείωση των ονομαστικών επιτοκίων. Η μείωση αυτή συνεπάγεται, λόγω του υψηλότερου πληθωρισμού στη χώρα μας, σημαντική χαλάρωση των νομισματικών συνθηκών, με αποτέλεσμα η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής να είναι, όσον αφορά την Ελλάδα, έντονα επεκτατική.

Εφόσον λοιπόν διατηρούνται χαλαρές οι νομισματικές συνθήκες στην Ελλάδα και ταυτόχρονα δεν υπάρχει δυνατότητα να ασκηθεί πολιτική επιποκίων ή πολιτική συναλλαγματικής ισοτιμίας σε εθνικό επίπεδο, προκύπτει το συμπέρασμα ότι απαιτείται η συνδρομή των άλλων οικονομικών πολιτικών για να επιτευχθούν βασικοί στόχοι. Συγκεκριμένα, πρέπει να εξασφαλιστεί ότι ο ελληνικός πληθωρισμός θα συγκλίνει προς το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ και θα αποφευχθούν έτσι οι περαιτέρω απώλειες ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές και οι δυσμενείς επιδράσεις τους στην απασχόληση και την ανάπτυξη. Παράλληλα, πρέπει να επιτευχθούν υψηλότεροι ρυθμοί ανόδου της παραγωγικότητας και σημαντική βελτίωση του επιπέδου της ανταγωνιστικότητας.

Η δημοσιονομική πολιτική ουσιαστικά αποτελεί το μόνο μέσο άσκησης μακροοικονομικής πολιτικής που είναι διαθέσιμο σε εθνικό επίπεδο στη ζώνη του ευρώ. Τα μέχρι στιγμής διαθέσιμα στοιχεία για το τρέχον έτος δείχνουν ότι η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στην Ελλάδα υπήρξε χαλαρότερη σε σύγκριση με το στόχο που είχε τεθεί στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Δεκεμβρίου του 2002.<sup>5</sup> Με δεδομένη την αναπόφευκτη χαλάρωση των νομισματικών συνθηκών που προαναφέρθηκε, η δημοσιονομική πολιτική πρέπει να γίνει πιο περιοριστική και όχι πιο χαλαρή. Η συνέχιση της προσπάθειας για δημοσιονομική εξυγίανση μπορεί να συμβάλει στον έλεγχο των πληθωριστικών πιέσεων, με στόχο την επίτευξη και τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών στη χώρα μας. Ταυτόχρονα, η αύξηση της δημόσιας αποταμίευσης που θα προκύψει αν μειωθεί το δημοσιονομικό έλλειμμα θα συμβάλει στον περιορισμό του

<sup>5</sup> Βλ. Κεφάλαιο V, ιδίως Πλαίσιο 5.

ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, που αποτελεί το πλαίσιο άσκησης της δημοσιονομικής πολιτικής στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, προβλέπει ότι ο προϋπολογισμός σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης πρέπει μεσοπρόθεσμα να είναι σχεδόν ισοσκελισμένος ή πλεονασματικός. Για να επιτευχθεί αυτό, είναι απαραίτητη η διατήρηση υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων κατά τα επόμενα έτη, μέσω του ελέγχου των πρωτογενών δαπανών και του περιορισμού της φοροδιαφυγής. Με τον τρόπο αυτό θα εξασφαλιστεί η ταχύτερη μείωση του δημόσιου χρέους, το οποίο εξακολουθεί να είναι πολύ υψηλό και να επιβαρύνει την οικονομία, και θα αντιμετωπιστεί η πρόσθετη δημόσια δαπάνη που θα απαιτείται στο μέλλον για τη χρηματοδότηση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης (λόγω και των δημοσιονομικών επιπτώσεων από την αναμενόμενη γήρανση του πληθυσμού). Επιπλέον, η επίτευξη – μεσοπρόθεσμα – σχεδόν ισοσκελισμένου ή πλεονασματικού προϋπολογισμού καθιστά δυνατή την πλήρη, συμμετρική και χωρίς ανεπιθύμητες παρενέργειες λειτουργία των αυτόματων δημοσιονομικών σταθεροποιητών σε όλη τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου και επομένως επιτρέπει στη δημοσιονομική πολιτική να αμβλύνει βραχυπρόθεσμα τις συνέπειες για την οικονομική δραστηριότητα από κυκλικές διαταράξεις.

Η κυβέρνηση επιδιώκει να συνεχιστεί η προσπάθεια δημοσιονομικής εξυγίανσης και το 2004. Την περίοδο αυτή όμως, προβάλλονται σημαντικές οικονομικές διεκδικήσεις από ορισμένες κοινωνικές ομάδες, ενώ το 2004 θα είναι έτος βουλευτικών εκλογών. Γι' αυτό είναι χρήσιμο να υπενθυ-

μιστεί ότι, ήδη από την περίοδο των προσπάθειών για την ονομαστική σύγκλιση κατά τη δεκαετία του '90, έχει επιτευχθεί σημαντική πρόοδος όσον αφορά τη μείωση της επιδραστης του "εκλογικού" ή "πολιτικού" κύκλου στις οικονομικές εξελίξεις, η οποία έχει συμβάλει ουσιαστικά στην εδραίωση των συνθηκών μακροοικονομικής σταθερότητας και στις αναπτυξιακές επιδόσεις των τελευταίων ετών. Εάν η πρόοδος αυτή δεν διαφυλαχθεί, η αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής θα υπονομευθεί και οι οικονομικές προσδοκίες θα επηρεαστούν δυσμενώς, με αρνητικές συνέπειες για το μέλλον της οικονομίας.

Πρέπει επίσης να συνεχιστούν εντατικά οι προσπάθειες στον τομέα των διαφθωτικών μεταρρυθμίσεων, με στόχο την περαιτέρω ενίσχυση της ευκαμψίας των αγορών προϊόντων, εργασίας και κεφαλαίων, την τόνωση του ανταγωνισμού και τη μείωση των διοικητικών εμποδίων, ώστε να αυξηθεί η παραγωγικότητα, να διασφαλιστούν συνθήκες σταθερότητας των τιμών και να βελτιωθεί η διεθνής ανταγωνιστικότητα της χώρας και, άρα, να εξασφαλιστούν υψηλοί ρυθμοί ανόδου του ΑΕΠ και της απασχόλησης.

Τέλος, οι κοινωνικοί εταίροι πρέπει να συντελούν στην επίτευξη και διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών με την εφαρμογή συνετής τιμολογιακής πολιτικής και με τη διαμόρφωση πραγματικών μισθολογικών αυξήσεων πλησίον του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας. Με τον τρόπο αυτό οι κοινωνικοί εταίροι μπορούν να συμβάλλουν στην προστασία της αγοραστικής δύναμης των εισοδημάτων των εργαζομένων, στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας, στη μείωση της ανεργίας και στην ταχύτερη και σταθερή αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων.

## 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 και εξελίξεις στις κυριότερες οικονομικές περιοχές

Τα πρόσφατα μακροοικονομικά στοιχεία επιβεβαιώνουν προγενέστερες προβλέψεις, σύμφωνα με τις οποίες αναμενόταν βραδεία ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας το πρώτο εξάμηνο του 2003. Ταυτόχρονα, υπάρχουν ενδείξεις ότι ο ρυθμός ανάπτυξης επιταχύνεται το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Οι ανησυχίες σχετικά με τις γεωπολιτικές εντάσεις έχουν υποχωρήσει, όμως ορισμένοι άλλοι παράγοντες, όπως τα αυξανόμενα ελλειμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και του δημοσιονομικού ισοζυγίου στις ΗΠΑ, αποτελούν πηγή αβεβαιότητας.

Στον τομέα των επενδύσεων οι επιδόσεις ήταν γενικά πενιχρές το πρώτο εξάμηνο του 2003, παρότι υπήρξαν κάποιες ενδείξεις ανάκαμψης των ιδιωτικών επενδύσεων, κυρίως στις ΗΠΑ. Η διόρθωση των ανισορροπιών που είχαν συσσωρευθεί στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, ειδικότερα του πλεονάζοντος παραγωγικού δυναμικού και της υψηλής δανειακής εξάρτησης από τον τραπεζικό τομέα, συνεχίζεται και αναμένεται ότι – σε συνδυασμό με την εκτόνωση της κερδοσκοπικής εξαρσης στις χρηματιστηριακές τιμές που προηγήθηκε – θα επηρεάζει δυσμενώς τις επενδύσεις βραχυπρόθεσμα.

Από την άλλη πλευρά όμως, υπήρξαν κάποιες ευνοϊκές εξελίξεις. Με την υποχώρηση των γεωπολιτικών εντάσεων, οι τιμές του πετρελαίου – μετά την έντονη άνοδό τους το πρώτο

<sup>1</sup> Η ανάλυση που ακολουθεί βασίζεται στις εξελίξεις που έχουν σημειωθεί έως τις αρχές Οκτωβρίου 2003, σε αξιολόγησή τους εκ μέρους των υπηρεσιών της Τράπεζας της Ελλάδος και στις προβλέψεις διεθνών οργανισμών, ιδιαίτερα τις πρόσφατες προβλέψεις του ΔΝΤ (*World Economic Outlook*, Σεπτέμβριος 2003).

τρίμηνο του 2003 – μειώθηκαν το επόμενα δύο τρίμηνα, αλλά από τα τέλη Σεπτεμβρίου άρχισαν να αυξάνονται. Επίσης, οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν σημαντικά το δεύτερο και το τρίτο τρίμηνο του έτους. Παράλληλα, τους τελευταίους μήνες διαφαίνεται σχετική βελτίωση των δεικτών εμπιστοσύνης. Οι εξελίξεις αυτές αναμένεται να στηρίξουν την άνοδο της καταναλωτικής δαπάνης, που με τη σειρά της θα συμβάλει στην επιτάχυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης. Εξαιτίας όλων αυτών των παραγόντων, το παγκόσμιο ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί το 2003 κατά 3,2% σε πραγματικούς όρους, δηλ. με ρυθμό ελαφρά υψηλότερο από ό,τι το 2002 (3,0%), αλλά βραδύτερο από το μέσο όρο της περιόδου 1995-2000 (3,9%).<sup>2</sup>

Αν και η οικονομική δραστηριότητα στις προηγμένες οικονομίες παρέμεινε σχετικά υποτονική το 2003 (το ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα αυξηθεί κατά 1,8%, δηλ. με τον ίδιο ρυθμό όπως το 2002), ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι επιταχύνεται ελαφρά, παραμένοντας όμως γενικά σε χαμηλά επίπεδα (1,8%, έναντι 1,5% το 2002). Οι απότομες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου τους πρώτους μήνες του 2003, οι οποίες συνδέονταν κυρίως με την κρίση στο Ιράκ, μετριάστηκαν στη συνέχεια και δεν είχαν σημαντικό αντίκτυπο στις τιμές καταναλωτή και τους μισθούς. Ωστόσο, οι τιμές του πετρελαίου σε δολάρια παραμένουν υψηλότερες από το μέσο όρο τους το 2002, τόσο λόγω της πορείας της συνολικής προσφοράς στις διεθνείς αγορές όσο και λόγω της υπό εξέλιξη ανάκαμψης της διεθνούς οικονομίας. Σε ορισμένες ασιατικές χώρες, το γενικό επίπεδο των τιμών υποχώρησε. Σε κάποιες από αυτές, λ.χ. στην Κίνα, η πτώση του γενικού επιπέδου των τιμών ήταν μάλλον θετική εξέλιξη για την οικονομία – αφού συνδυάστηκε με ταχεία αύξηση της παραγωγικότητας και του ΑΕΠ – αν και αναμένεται να είναι βραχύβια. Στην Ιαπωνία όμως, οι μειώσεις των τιμών συνδέονταν με τη

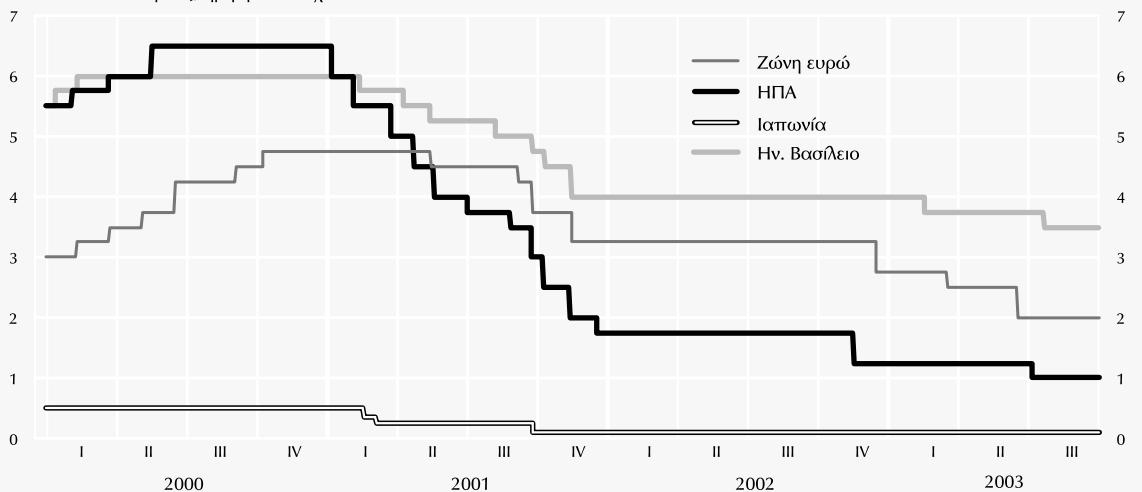
βραδεία οικονομική ανάπτυξη και αποδείχθηκαν πολύ πιο επίμονες.

Η οικονομική πολιτική στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες παρέμεινε χαλαρή το 2003. Οι κεντρικές τράπεζες στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ προέβησαν σε διαδοχικές μειώσεις των επιτοκίων τους (βλ. Διάγραμμα 1). Στις 25 Ιουνίου το επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ μειώθηκε περαιτέρω κατά 25 μονάδες βάσης, στο 1%, δηλ. στο κατώτατο επίπεδο των τελευταίων 45 ετών. Στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ χαλάρωσε τη νομισματική της πολιτική μειώνοντας τα επιτόκια της κατά 125 μονάδες βάσης συνολικά, στο 2%, μεταξύ αρχών Δεκεμβρίου 2002 και Ιουνίου 2003. Τα δημοσιονομικά ελλείμματα αναμένεται να αυξηθούν σημαντικά στις ΗΠΑ και σε μικρότερο βαθμό στη ζώνη του ευρώ (αντανακλώντας κυρίως τα αυξανόμενα ελλείμματα στις μεγαλύτερες οικονομίες της ζώνης). Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων άρχισαν να αυξάνονται τον Ιούνιο στις ΗΠΑ, στη ζώνη του ευρώ και σε άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες, αντιστρέφοντας τη μακρά καθοδική τους πορεία. Το γεγονός ότι τα εν λόγω επιτόκια αυξήθηκαν περισσότερο στις ΗΠΑ από ό,τι σε άλλες οικονομίες αντανακλά τις συγκριτικά καλύτερες προοπτικές ανάκαμψης, καθώς και την αυξημένη διάθεση κρατικών ομολόγων από τις ΗΠΑ στις χρηματοπιστωτικές αγορές, τάση που αναμένεται να συνεχιστεί λόγω των υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Το Σεπτέμβριο τα μακροπρόθεσμα επιτόκια υποχώρησαν διεθνώς, αντανακλώντας τη συνεχιζόμενη αβεβαιότητα ως προς την ισχύ της οικονομικής ανάκαμψης.

<sup>2</sup> Ο ρυθμός μεταβολής του παγκόσμιου ΑΕΠ υπολογίζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος των μεταβολών του ΑΕΠ στις επιμέρους χώρες, όπου οι συντελεστές στάθμισης βασίζονται στις ισοτιμίες αγοραστικής δύναμης του νομίσματος κάθε χώρας (Για περαιτέρω λεπτομέρειες βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2002, Απρίλιος 2003, σελ. 303, υποσημ. 1).

Διάγραμμα 1

Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών  
(1 Ιανουαρίου 2000 - 30 Σεπτεμβρίου 2003)  
(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 αναπροεξοφλητικό επιτόκιο (official discount rate). Ην. Βασιλείου: Τράπεζα της Αγγλίας, επιτόκιο συμφωνιών επαναγοράς (repo rate).

Η οικονομία των ΗΠΑ φαίνεται να ανακάμπτει με σχετικά ταχείς ρυθμούς σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ήταν χαμηλότερος του δυνητικού κατά τα τελευταία τρίμηνα (το πρώτο τρίμηνο του 2003 ο ρυθμός αυτός, αναγόμενος σε ετήσια βάση, ήταν 1,4%, δηλ. αμετάβλητος σε σχέση με το τέταρτο τρίμηνο του 2002), ενώ το δεύτερο τρίμηνο του 2003 σημείωσε επιτάχυνση σε 3,3%.<sup>3</sup> Στην άνοδο αυτή συνέβαλαν κυρίως η ιδιωτική κατανάλωση, οι δαπάνες της ομοσπονδιακής κυβέρνησης και η ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων. Ιδιαίτερα οι αμυντικές δαπάνες, που συνδέονται κυρίως με τον πόλεμο στο Ιράκ, αυξήθηκαν θεαματικά το δεύτερο τρίμηνο (με ρυθμό 46%, μετά από αναγωγή σε ετήσια βάση). Αντίθετα, η αύξηση των εισαγωγών λόγω της ανάκαμψης μετρίασε το ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ, το οποίο, σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβλέψεις, αναμένεται να αυξηθεί το 2003 κατά 2,6% έναντι 2,4% το προηγούμενο έτος.

Ενώ οι πρόσφατοι οικονομικοί δείκτες παρέχουν

θετικές ενδείξεις για τις προοπτικές της αμερικανικής οικονομίας, η άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων από τα μέσα Ιουνίου και οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας αποτελούν παράγοντες αβεβαιότητας όσον αφορά την ταχεία επάνοδο σε ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ πλησίον του δυνητικού.<sup>4</sup> Τα στοιχεία για την απασχόληση τον Ιούνιο υποδήλωναν χαλαρές συνθήκες στην αγορά εργασίας και το ποσοστό ανεργίας ήταν 6,4%, δηλ. στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων εννέα ετών. Τους μήνες που ακολούθησαν, το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε ελαφρά και τον Αύγουστο ήταν 6,1%. Το Σεπτέμβριο,

3 Ο τριμηνιαίος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ στις ΗΠΑ υπολογίζεται διαφορετικά από ότι στην Ευρώπη και την Ιαπωνία. Στις ΗΠΑ ως τριμηνιαία μεταβολή ανακοινώνεται η εκατοστία αια μεταβολή μεταξύ δύο διαδοχικών τριμήνων, αναγόμενη σε ετήσια βάση. Ο συγκριτισμός με τα στοιχεία που δημοσιεύουν οι άλλες οικονομίες ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στις ΗΠΑ ήταν 0,4% και 0,8% το πρώτο και το δεύτερο τρίμηνο του 2003 αντίστοιχα (έναντι του προηγούμενου τριμήνου).

4 Η άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, αν και όχι αυτή καθευντήν ιδιαίτερα σημαντική, ενδέχεται να επηρεάσει δυσμενώς δραστηριότητες ευαίσθητες στη μεταβολή των επιτοκίων, ιδίως στην παρούσα συγκυρία όπου η δανειακή επιβαρυνση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων είναι υψηλή.

μετά από επτά μήνες συνεχούς μείωσης, η απασχόληση κατέγραψε μικρή αύξηση, αλλά το ποσοστό ανεργίας διατηρήθηκε στο 6,1%. Ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία αυξήθηκε κάπως τους μήνες Ιούλιο και Αύγουστο (74,6%), παρέμεινε όμως σε σημαντικώς χαμηλά επίπεδα (μέσος όρος τελευταίων 30 ετών: 81,3%).

Η υποτίμηση του δολαρίου το πρώτο εξάμηνο του 2003, εφόσον διατηρήθει, θα ασκήσει θετική επιδραση στην οικονομική δραστηριότητα, αν και η επιδραση αυτή θα εκδηλωθεί με κάποια χρονική υστέρηση, δηλ. κυρίως κατά το 2004. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να φθάσει στο 5,1% το 2003, από 4,6% το 2002. Ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού βάσει του ΔΤΚ αναμένεται να αυξηθεί από 1,6% το 2002 σε 2,1% το 2003. Στη μικρή αυτή επιτάχυνση του πληθωρισμού θα συμβάλουν αφενός η υποτίμηση του δολαρίου και αφετέρου η αναμενόμενη ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας.

Το πρώτο τετράμηνο του 2003 το δημοσιονομικό έλλειμμα ήταν υπερτριπλάσιο από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Στο τέλος Μαΐου το Κογκρέσο ενέκρινε δέσμη δημοσιονομικών μέτρων ύψους 350 δισεκ. δολ. με δεκαετή ορίζοντα εφαρμογής. Τα μέτρα αυτά αναμένεται να δώσουν περαιτέρω ώθηση στην οικονομική δραστηριότητα, περίπου κατά 0,7% του ΑΕΠ το 2003 και 1,5% το 2004. Το 2003, το δημοσιονομικό έλλειμμα αναμένεται να αυξηθεί σε 6,0% του ΑΕΠ, από 3,8% το 2002 και μόλις 0,7% το 2001.

Στην Ιαπωνία, η οικονομική δραστηριότητα δείχνει να ανακάμπτει από το δεύτερο εξάμηνο του 2002 και μετά. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το πρώτο τρίμηνο του 2003 ήταν 0,3% (έναντι του προηγούμενου τριμήνου), ενώ εκτιμάται

ότι το δεύτερο τρίμηνο επιταχύνθηκε στο 1,0%. Ο εν λόγω ρυθμός αναμένεται να επιταχυνθεί σε 2,0% το 2003 από 0,2% το 2002. Οι πιο θετικές οικονομικές προοπτικές συνδέονται με τη βελτίωση στις αγορές όπου κατευθύνονται οι ιαπωνικές εξαγωγές, κυρίως τις ΗΠΑ και τις χώρες της ανατολικής Ασίας, αλλά και με την αύξηση της εγχώριας ζήτησης. Στις θετικές εξελίξεις θα πρέπει να περιληφθούν η υποχώρηση του κινδύνου εξασθένησης της ζήτησης ιαπωνικών εξαγωγών εκ μέρους άλλων ασιατικών οικονομιών, καθώς ο ίδιος της άτυπης πνευμονίας φαίνεται ότι είχε μόνο πρόσκαιρη επίπτωση στις χώρες της περιοχής. Επίσης ανάκαμψη εμφανίζει το 2003 και η βιομηχανική παραγωγή. Στα τέλη Σεπτεμβρίου ο δείκτης τιμών μετοχών Nikkei ήταν 34% υψηλότερος από το κατώτατο επίπεδο όπου είχε φθάσει στα τέλη Απριλίου (το κατώτερο από τις αρχές της δεκαετίας του '80), ενώ από τον Ιούνιο οι αποδόσεις των ιαπωνικών κρατικών ομολόγων άρχισαν να αυξάνονται. Παρότι οι εξελίξεις αυτές φαίνεται να αντανακλούν βελτίωση των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών, ορισμένοι σημαντικοί παράγοντες αβεβαιότητας παραμένουν. Το φαινόμενο του αποπληθωρισμού προβλέπεται να συνεχιστεί και κατά το προσεχές έτος, ενώ η εξυγίανση του τραπεζικού τομέα προχωρεί με βραδείς ρυθμούς. Το δημοσιονομικό έλλειμμα αναμένεται ότι θα παραμείνει σε υψηλά επίπεδα (7,4% του ΑΕΠ, από 7,5% το 2002), ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος θα συνεχίσει να αυξάνεται, κινούμενο σε πολύ υψηλά επίπεδα (167% του ΑΕΠ το 2003, από 158% το 2002).

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ήταν 0,2% το πρώτο τρίμηνο του 2003 έναντι 0,5% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Το δεύτερο τρίμηνο του έτους το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,6%, εξέλιξη η οποία στηρίχθηκε στον υψηλό ρυθμό αύξησης τόσο της

κατανάλωσης των νοικοκυριών όσο και των επενδύσεων (0,7% και 1,2%, αντίστοιχα, έναντι του προηγούμενου τριμήνου). Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2003 ενδέχεται να επιταχυνθεί ελαφρά σε σύγκριση με το 2002 (1,8%, σύμφωνα με αναθεωρημένα στοιχεία). Το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται ότι θα παραμείνει σταθερό το 2003, γύρω στο 5%. Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ αναμένεται να είναι ελαφρά χαμηλότερος του 2%. Η Τράπεζα της Αγγλίας μείωσε το επιτόκιο των συμφωνιών επαναγοράς, για πρώτη φορά μετά από 15 μήνες και πλέον, κατά 25 μονάδες βάσης σε 3,75% στις 6 Φεβρουαρίου και κατά 25 μονάδες βάσης ακόμη στις 10 Ιουλίου 2003. Για το 2003 προβλέπεται διεύρυνση του δημοσιονομικού ελλείμπατος σε 2,5% του ΑΕΠ, από 1,5% το 2002.

Στις υπό ένταξη χώρες ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν σχετικά υψηλός τους πρώτους μήνες του 2003, με κύριο προωθητικό παράγοντα σε ορισμένες χώρες (λ.χ. Ουγγαρία, Τσεχία) την εγχώρια ζήτηση και σε άλλες (λ.χ. Σλοβακία, Πολωνία) την εξωτερική ζήτηση. Η εισροή κεφαλαίων με τη μορφή ξένων άμεσων επενδύσεων – το ετήσιο ύψος των κεφαλαίων αυτών ανήλθε τα δύο τελευταία έτη σε 3%-5% του ΑΕΠ στις περισσότερες υπό ένταξη χώρες – συνέβαλε σημαντικά στην οικονομική άνοδο στις χώρες αυτές. Ο μέσος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στις 12 υπό ένταξη χώρες<sup>5</sup> αναμένεται να επιταχυνθεί σε 3,3% εφέτος από 2,9% το 2002, με παράλληλη υποχώρηση του πληθωρισμού.

Οι αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας, παρά τις επιπτώσεις από την εξάπλωση του ιού της άτυπης πνευμονίας, παραμένουν οι ταχύτερα αναπτυσσόμενες παγκοσμίως το 2003. Το ΑΕΠ της Κίνας αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 8,2% το πρώτο εξάμηνο του 2003, χάρη στην έντονη άνοδο των εξαγωγών και των πάγιων επενδύ-

σεων. Το ΔΝΤ προβλέπει ότι το 2003 το ΑΕΠ της Κίνας θα αυξηθεί με ρυθμό 7,5%, έναντι 8% το 2002, αν και με βάση νεότερα στοιχεία δεν αποκλείεται ακόμη καλύτερη επίδοση. Οι οικονομικές προοπτικές για τις αναδυόμενες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής βελτιώθηκαν το τρέχον έτος, μετά τις χαμηλές επιδόσεις του 2002, το οποίο αποδείχθηκε το χειρότερο έτος μετά τις χρηματοοικονομικές κρίσεις του 1982-83. Η άνοδος του ΑΕΠ στην περιοχή προέρχεται από την έντονη αύξηση των εξαγωγών μετά τις μεγάλες υποτιμήσεις της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας των νομισμάτων των χωρών αυτών το 2002, καθώς και από τη σταδιακή βελτίωση των όρων χρηματοδότησης από το εξωτερικό.

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

Ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών προβλέπεται ότι θα αυξηθεί με σχετικά χαμηλό ρυθμό (2,9%, έναντι 3,2% το 2002 και περίπου 8%, κατά μέσον όρο, στην περίοδο 1995-2000). Στις προηγμένες οικονομίες και τις οικονομίες σε διαδικασία μετάβασης, επιταχύνεται ο ρυθμός αύξησης των εισαγωγών και επιβραδύνεται εκείνος των εξαγωγών, ενώ στις αναπτυσσόμενες οικονομίες παρουσιάζουν επιβράδυνση οι ρυθμοί ανόδου και των εισαγωγών και των εξαγωγών, παραμένοντας ωστόσο υψηλοί.

Η μεγάλη άνοδος των τιμών του πετρελαίου το πρώτο τρίμηνο του έτους (κατά 25,4% σε σύγκριση με το μέσο επιπέδου του 2002), η οποία οφειλόταν κυρίως στην αβεβαιότητα σχετικά

<sup>5</sup> Εκτός από τις 10 εντασσόμενες στην ΕΕ χώρες, συμπεριλαμβάνονται η Βουλγαρία και η Ρουμανία, για τις οποίες έχει οριστεί έτος ένταξης το 2007, εάν πληρούν τότε τις συμφωνηθείσες προϋποθέσεις.

με τον πόλεμο στο Ιράκ και στη διατάραξη της παγκόσμιας προσφοράς πετρελαίου λόγω των απεργιών στη Βενεζουέλα, στη συνέχεια αντιστράφηκε. Η μέση διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου με άμεση παράδοση (spot) υποχώρησε το δεύτερο τρίμηνο στα 26,5 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι από 31,3 δολ. το πρώτο τρίμηνο. Ωστόσο, η προσφορά πετρελαίου από το Ιράκ το Σεπτέμβριο του 2003 δεν είχε ακόμη αποκατασταθεί στα προηγούμενα επίπεδα και οι τιμές παρέμεναν σχετικά υψηλές. Οι τιμές του πετρελαίου ίσως παρουσιάσουν έντονες διακυμάνσεις βραχυπρόθεσμα, έως ότου αποκατασταθεί πλήρως η προσφορά πετρελαίου από το Ιράκ και ομαλοποιηθεί η προσφορά πετρελαίου από τη Νιγηρία (έβδομη κατά σειρά πετρελαιοπαραγωγό χώρα). Σημειώνεται επίσης ότι, μετά την απόφαση του ΟΠΕΚ (23.9.03) για περιορισμό της παραγωγής πετρελαίου, η τιμή άρχισε και πάλι να αυξάνεται. Σημαντικοί προσδιοριστικοί παράγοντες για την εξέλιξη των τιμών του πετρελαίου μεσοπρόθεσμα είναι οι προοπτικές σχετικά με την παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη και την προσφορά πετρελαίου από τις εκτός ΟΠΕΚ πετρελαιοπαραγωγούς χώρες. Για το 2003, το μέσο ετήσιο επίπεδο των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου με άμεση παράδοση προβλέπεται να διαμορφωθεί στα 28,5 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι, από 25 δολ. το 2002.

Οι τιμές των εμπορευμάτων εκτός καυσίμων (σε δολάρια ΗΠΑ) αναμένεται επίσης να αυξηθούν το 2003, κατά 5% περίπου σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας στις παγκόσμιες αγορές, η ζήτηση χρυσού αυξανόταν διαρκώς το 2002 και το πρώτο τρίμηνο του 2003. Η τιμή του χρυσού αυξήθηκε κατά το 2003 και έφθασε τα 352 δολ. ΗΠΑ ανά ουγγία το πρώτο τρίμηνο του 2003, έναντι 310 δολ. κατά μέσον όρο το 2002, ενώ, μετά από μικρή υποχώρηση τον Απρίλιο, άρχισε

να αυξάνεται και πάλι. Στα τέλη Σεπτεμβρίου η τιμή του χρυσού βρέθηκε στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων 7 ετών, ξεπερνώντας τα 380 δολ. ανά ουγγία.

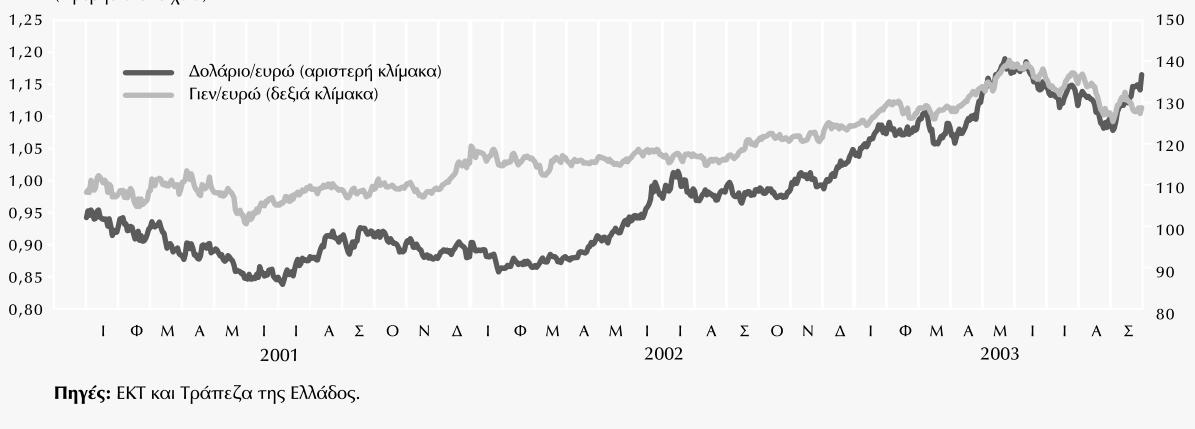
### 1.3 Διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές

Στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, η εμπορούμενη των επενδυτών ενισχύεται σταδιακά από το δεύτερο τρίμηνο και μετά. Στις διεθνείς αγορές ομολόγων η προηγούμενη καθοδική τάση των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων αντιστράφηκε. Αφού έφθασαν σε ιστορικώς πολύ χαμηλά επίπεδα στα μέσα Ιουνίου, οι εν λόγω αποδόσεις άρχισαν στην συνέχεια να αυξάνονται, καθώς η στροφή των επενδυτών από τίτλους σταθερού εισοδήματος προς μετοχές συνδυάστηκε με την παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη. Από τα μέσα Ιουνίου έως τα τέλη Αυγούστου, οι αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν κατά 135 μονάδες βάσης περίπου στις ΗΠΑ, κατά 70 μονάδες βάσης στη ζώνη του ευρώ και κατά 100 μονάδες βάσης στην Ιαπωνία και διαμορφώθηκαν σε 4,44%, 4,23% και 1,46% αντίστοιχα. Έτσι, η διαφορά αποδόσεων των ομολόγων αυτών μεταξύ ΗΠΑ και ζώνης του ευρώ, η οποία ήταν αρνητική επί δεκαεννέα μήνες μέχρι και τον Ιούλιο του 2003, έγινε θετική και διαμορφώθηκε σε 21 μονάδες βάσης στο τέλος Αυγούστου. Κατά τη διάρκεια του Σεπτεμβρίου όμως, με την ταχύτερη υποχώρηση των αποδόσεων των ομολόγων των ΗΠΑ, η διαφορά αυτή εξαλείφθηκε. Σημειώνεται ότι, παρά την άνοδο κατά τους τελευταίους μήνες, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια παραμένουν χαμηλότερα από το μέσο όρο κατά το 2002, ο οποίος ήταν 4,92%, 4,60% και 1,76% για τα δεκαετή ομόλογα σε ευρώ, δολάρια και γιεν αντίστοιχα.

Παρότι η εξέλιξη ορισμένων μακροοικονομικών

Διάγραμμα 2

Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και του γεν Ιαπωνίας  
(Ημερήσια στοιχεία)



δεικτών συνέχισε να ασκεί αρνητική επίδραση στις τιμές των μετοχών το πρώτο εξάμηνο του έτους, η γενική στάση των επενδυτών, η οποία έγινε θετική μετά την υποχώρηση των γεωπολιτικών εντάσεων που συνδέονταν με την κρίση στο Ιράκ, συνέβαλε στην άνοδο των τιμών των μετοχών. Η κερδοφορία των επιχειρήσεων το πρώτο τρίμηνο ήταν υψηλότερη της αναμενόμενης και, σε συνδυασμό με τις βελτιωμένες προβλέψεις για τις πωλήσεις κατά το υπόλοιπο του έτους, έδωσε ώθηση στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές στη διάρκεια του δεύτερου και του τρίτου τριμήνου του 2003.

Στο διάστημα από τα τέλη Δεκεμβρίου 2002 μέχρι τα τέλη Σεπτεμβρίου 2003, ο δείκτης Standard & Poor's 500 στις ΗΠΑ αυξήθηκε κατά 13,2%, ενώ ο ιαπωνικός δείκτης Nikkei 225 αυξήθηκε κατά 19,1%. Την ίδια περίοδο, άνοδο σημείωσε και ο ευρύς δείκτης Dow Jones Euro STOXX στη ζώνη του ευρώ, αν και με βραδύτερο ρυθμό (4,1%). Ωστόσο, σε σχέση με τα χαμηλότερα επίπεδα του έτους που σημειώθηκαν στα μέσα Μαρτίου (τέλη Απριλίου στην Ιαπωνία), οι αυξήσεις των δεικτών μέχρι τα τέλη Σεπτεμβρίου αντιπροσώπευαν αρκετά σημαντικότερες μεταβολές, 24%, 34% και 30% για ΗΠΑ, Ιαπωνία και ζώνη του ευρώ αντίστοιχα.

Στις αγορές συναλλαγμάτων, το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι των κυριότερων νομισμάτων στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2003. Ωστόσο, μέρος της ανατίμησης αυτής αντιστράφηκε στο διάστημα Ιουνίου-Αυγούστου. Το 2003 είναι το τρίτο συνεχές έτος κατά το οποίο η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ ενισχύεται. Το Σεπτέμβριο, η ισοτιμία αυτή βρισκόταν κατά 11,3% υψηλότερα από το μέσο όρο του 2002 και κατά 20,6% από τα ιστορικώς χαμηλότερα επίπεδα (του 2000). Σε μεγάλο βαθμό η άνοδος του ευρώ αντανακλά την εξασθένηση του δολαρίου, που οφείλεται κυρίως στο μεγάλο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στις ΗΠΑ. Αντανακλά επίσης την εξέλιξη των ισοτιμιών των νομισμάτων των χωρών της Νοτιοανατολικής Ασίας τα οποία είναι συνδεδεμένα με το δολάριο, παρά την ύπαρξη σημαντικών και αυξανόμενων πλεονασμάτων στο ισοζυγίο τρεχουσών συναλλαγών και πολύ υψηλών συναλλαγματικών διαθεσίμων στις χώρες αυτές. Η ισοτιμία ευρώ/δολαρίου στα τέλη Μαΐου έφθασε τα 1,19 δολ. ΗΠΑ ανά ευρώ, αλλά μετά υποχώρησε και στις αρχές Σεπτεμβρίου βρέθηκε στο 1,08 (βλ. Διάγραμμα 2). Κατά τη διάρκεια του Σεπτεμβρίου όμως το ευρώ άρχισε και πάλι να ενισχύεται και στα τέλη του μηνός έφθασε στα 1,17 δολ. ΗΠΑ ανά ευρώ.



Η μέση συναλλαγματική ισοτιμία το Σεπτέμβριο (1,12 δολ. ΗΠΑ ανά ευρώ) αντιστοιχεί σε ανατίμηση του ευρώ κατά 19% σε σχέση με το 2002 και κατά 32% σε σχέση με το χαμηλότερο επίπεδο που είχε σημειωθεί τον Ιούνιο του 2001. Το πρώτο εξάμηνο του 2003 το ευρώ συνέχισε να ανατιμάται έντονα και έναντι του γιεν Ιαπωνίας. Η βελτίωση του κλίματος στην οικονομία, στη συνέχεια, οδήγησε σε περιορισμό των απωλειών για το γιεν τους επόμενους 3 μήνες. Η μέση συναλλαγματική ισοτιμία το Σεπτέμβριο (128,9 γιεν ανά ευρώ) αντιστοιχεί σε ανατίμηση του ευρώ έναντι του γιεν Ιαπωνίας κατά 9,2% σε σχέση με το μέσο επίπεδο του 2002. Η λίρα Αγγλίας υποχώρησε έναντι του ευρώ, ιδίως τους πρέντε πρώτους μήνες του 2003. Το Σεπτέμβριο, η συναλλαγματική της ισοτιμία έναντι του ευρώ ήταν κατά 9,8% χαμηλότερη από ό,τι το 2002.

## 2. Μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη ζώνη του ευρώ

### 2.1 Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ, αφού έφθασε το Φεβρουάριο και το Μάρτιο στο υψηλότερο επίπεδο του έτους (2,4%), τους επόμενους

μήνες υποχώρησε και έφθασε στο 1,9% το Μάιο, κυρίως λόγω των χαμηλότερων τιμών της ενέργειας και των υπηρεσιών. Τους μήνες που ακολούθησαν, ο ρυθμός ανόδου του ΕνΔΤΚ κυμάνθηκε γύρω στο 2% (Σεπτέμβριος: 2,1%), αντανακλώντας τις μεταβολές των τιμών της ενέργειας και των εποχικών ειδών διατροφής.

Ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ αναμένεται ότι θα διαμορφωθεί γύρω στο 2% για ολόκληρο το 2003 και ότι θα μειωθεί περαιτέρω το 2004, εφόσον οι τιμές των εισαγωγών εξελιχθούν ευνοϊκά, αντανακλώντας και την ανατίμηση του ευρώ. Η ελαφρά επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των μισθών αναμένεται να αντισταθμιστεί από την ανάκαμψη της παραγωγικότητας, πράγμα το οποίο θα οδηγήσει στη συγκράτηση της ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Παρά την υποχώρηση του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικές διαφορές στις επιμέρους χώρες. Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβλέψεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ για το 2003 αναμένεται να κυμανθεί από 1,0% (στη Γερμανία) έως 4,0% (στην Ιρλανδία).

## 2.2 Οικονομική δραστηριότητα

Η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ το πρώτο τρίμηνο του 2003 παρέμεινε ιδιαίτερα υποτονική, καθώς ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι ήταν μηδενικός, όπως και το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Το δεύτερο τρίμηνο ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ ήταν ελαφρά αρνητικός (-0,1% έναντι του προηγούμενου τριμήνου). Στη Γερμανία, την Ιταλία και την Ολλανδία μάλιστα, σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat, το ΑΕΠ μειώθηκε για δεύτερο συνεχές τρίμηνο.

Ωστόσο, αρκετοί από τους παράγοντες οι οποίοι επιδρούσαν ανασταλτικά στην ανάπτυξη παρουσιάζουν ήδη βελτίωση: η αβεβαιότητα έχει εν μέρει υποχωρήσει, ο πληθωρισμός προβλέπεται να υποχωρήσει περαιτέρω από το τέλος του έτους (άρα μπορεί να αναμένεται αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος) και οι συνθήκες χρηματοδότησης έχουν γίνει πιο ευνοϊκές μετά τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Συνολικά, εξακολουθεί να αναμένεται σταδιακή ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας το δεύτερο εξάμηνο του 2003 και ο μέσος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ για ολόκληρο το 2003 προβλέπεται να διαμορφωθεί γύρω στο 0,5%. Ο κυριότερος παράγοντας που συνέβαλε αυξητικά στο ΑΕΠ κατά το πρώτο τρίμηνο ήταν, εκτός από τη δημιουργία αποθεμάτων, η ιδιωτική κατανάλωση, ενώ οι συνολικές επενδύσεις συρρικνώθηκαν κατά 1,2% σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο. Με εξαίρεση τη σχετική σταθεροποίησή τους το τρίτο και το τέταρτο τρίμηνο του 2002, οι επενδύσεις μειώνονται συνεχώς από το 2001. Οι πρόσφατες πληροφορίες για τις μακροοικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν ελαφρά βελτίωση του οικονομικού περιβάλλοντος το δεύτερο εξάμηνο του 2003 και βάσει αυτής διαμορφώνονται προβλέψεις για

τριμηνιαίο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ μεταξύ 0% και 0,4% για το τρίτο τρίμηνο και επιτάχυνση σε 0,2% έως 0,6% το τέταρτο τρίμηνο.<sup>6</sup> Για το 2004, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται να ανέλθει σε 2% περίπου.

Με δεδομένη την ανατίμηση του ευρώ και τη μείωση των επιτοκίων, η εγχώρια ζήτηση έχει μεγαλύτερη συμβολή στην οικονομική ανάπτυξη από ότι η εξωτερική ζήτηση. Η ιδιωτική κατανάλωση παραμένει σχετικά ανθεκτική και θα ευνοηθεί από την προβλεπόμενη μείωση του πληθωρισμού. Επίσης, η οικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων έχει σταθεροποιηθεί, παρότι ο κύκλος των προσαρμογών του επιχειρηματικού τομέα μάλλον δεν έχει ακόμη ολοκληρωθεί. Η βραδεία προσαρμογή της αγοράς εργασίας στον οικονομικό κύκλο έχει επηρεάσει αρνητικά την παραγωγικότητα και τα περιθώρια κέρδους. Η πρόσφατη εξασθένηση της συμβολής του εξωτερικού εμπορίου στην αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας υπογραμμίζει την ανάγκη να εφαρμοστεί πολιτική με στόχο την ενίσχυση των εγχώριων πηγών ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ.

Η ΕΚΤ χαλάρωσε τη νομισματική πολιτική, μειώνοντας διαδοχικά τα βασικά της επιτόκια κατά 125 μονάδες βάσης συνολικά σε 2% μεταξύ αρχών Δεκεμβρίου 2002 και Ιουνίου 2003. Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια βρίσκονται πλέον σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα και εκτιμάται ότι η νομισματική πολιτική υποβοηθεί την οικονομική ανάπτυξη χωρίς να θέτει σε κίνδυνο τη σταθερότητα των τιμών. Η δημοσιονομική πολιτική υπήρξε συνολικά ενισχυτική της οικονομικής δραστηριότητας, κυρίως με τη λει-

<sup>6</sup> Η πιο πρόσφατη πρόβλεψη (βάσει δεικτών) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ το τρίτο και το τέταρτο τρίμηνο του 2003 (9.10.2003) υποδηλώνει ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2003 θα κυμανθεί μεταξύ 0,2% και 0,5%.

τουργία των αυτόματων σταθεροποιητών. Σε εθνικό επίπεδο, σημειώνεται η ανακοίνωση της γερμανικής κυβέρνησης ότι οι περικοπές φόρων ύψους 22 δισεκ. ευρώ, που αντιστοιχούν στο 1% του ΑΕΠ, θα εφαρμοστούν το 2004 και όχι το 2005, όπως είχε αρχικά προγραμματιστεί.

Οι εαρινές προβλέψεις των διεθνών οργανισμών για την οικονομική ανάπτυξη κατά το 2003 αναθεωρούνται ήδη προς τα κάτω για τις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ. Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες προβλέψεις του ΔΝΤ (Σεπτέμβριος 2003), οι χώρες με τους υψηλότερους ρυθμούς αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ το 2003 θα είναι η Ελλάδα και η Ισπανία (4,0% και 2,2% αντίστοιχα), ενώ αρνητικοί ρυθμοί μεταβολής θα σημειωθούν στην Πορτογαλία και την Ολλανδία (-0,8% και -0,2% αντίστοιχα). Για τη Γερμανία προβλέπεται στασιμότητα.

### 2.3 Αγορά εργασίας

Στη ζώνη του ευρώ, η απασχόληση παρέμεινε στάσιμη κατά τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2003. Οι προοπτικές ανόδου της απασχόλησης φαίνονται ευνοϊκότερες στον τομέα των υπηρεσιών, σύμφωνα με τις έρευνες συγκυρίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Πάντως, σύμφωνα με τις έρευνες αυτές, οι προσδοκίες των επιχειρήσεων για την απασχόληση μέχρι και το Σεπτέμβριο δεν σηματοδοτούσαν αξιόλογη μεταβολή των τάσεων στην αγορά εργασίας. Το ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ ακολουθεί σταθερά ανοδική πορεία από τα μέσα του 2001 και αυξήθηκε περαιτέρω το δεύτερο τρίμηνο του 2003 (από 8,7% σε 8,8%). Σύμφωνα με τις εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το 2003, το ποσοστό ανεργίας αναμενόταν να διαμορφωθεί στο 8,8% στο σύνολο του έτους, αλλά, με δεδομένους τους τρέχοντες χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, υπάρχει κίνδυνος να είναι υψηλότερο.

### 2.4 Δημοσιονομικές εξελίξεις

Η παρατεταμένη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και, σε ορισμένες περιπτώσεις, η μείωση της φορολογίας αναμένεται να προκαλέσουν σημαντική διεύρυνση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ και αποκλίσεις από τους στόχους των αντίστοιχων προγραμμάτων σταθερότητας. Σε πολλές χώρες το μέγεθος των αποκλίσεων αυτών καθιστά αμφίβολη την επίτευξη των στόχων ακόμη και κατά το 2004. Σύμφωνα με τις εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το μέσο έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ αναμενόταν να αυξηθεί εφέτος σε 2,5% του ΑΕΠ (έναντι προβλεπόμενου έλλειμματος 1,8% σύμφωνα με τα προγράμματα σταθερότητας των κρατών-μελών), από 2,2% του ΑΕΠ το 2002 και 1,6% το 2001. Το κυκλικά προσαρμοσμένο έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης προβλεπόταν επίσης υψηλότερο, κατά 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας του ΑΕΠ, σε σχέση με το προβλεπόμενο από τα προγράμματα σταθερότητας.<sup>7</sup> Ωστόσο, το κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης αναμενόταν να παραμείνει ουσιαστικά αμετάβλητο το 2003.

Οι τελευταίες διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με την εκτέλεση των προϋπολογισμών των επιμέρους χωρών επιβεβαιώνουν ότι το δημοσιονομικό αποτέλεσμα στα περισσότερα κράτη-μέλη, καθώς και στη ζώνη του ευρώ συνολικά, θα είναι τελικά χειρότερο από ό,τι προβλεπόταν την άνοιξη. Για τη ζώνη του ευρώ αναμένεται πλέον ότι το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης θα προσεγγίσει το 3% του ΑΕΠ το 2003, αν και το "διαρθρωτικό" (κυκλικά προ-

<sup>7</sup> European Commission, DG ECFIN, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2 Ιουλίου 2003.

σαρμοσμένο) έλλειμμα, σύμφωνα με τις πρόσφατες εκτιμήσεις του ΔΝΤ, θα υποχωρήσει στο 1,7% του ΑΕΠ, από 2,0% το 2002. Πάντως, ιδιαίτερη ανησυχία προκαλεί η συνεχιζόμενη επιδεινώση της δημοσιονομικής κατάστασης στη Γερμανία, όπου, παρά τις προσπάθειες προσαρμογής, το έλλειμμα το 2003 ενδέχεται να διαμορφωθεί σε επίπεδο πλησίον του 4% του ΑΕΠ, και στη Γαλλία, όπου η κυβέρνηση ανακοίνωσε ήδη ότι το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2003 αναμένεται να ανέλθει στο 4% του ΑΕΠ. Για τη Γερμανία, την Πορτογαλία και τη Γαλλία έχει ενεργοποιηθεί η διαδικασία υπερβολικού έλλειμματος και το Συμβούλιο ECOFIN συνέστησε στις χώρες αυτές να διορθώσουν τα υπερβολικά τους έλλειμματα. Το 2003, ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα είναι υψηλότερος από 60%<sup>8</sup> στην Αυστρία, το Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ελλάδα και την Ιταλία. Ειδικότερα για το Βέλγιο, την Ελλάδα και την Ιταλία, το δημόσιο χρέος θα παραμείνει και εφέτος πάνω από το 100% του ΑΕΠ. Σημειώνεται ότι οι Γενικοί Προσανατολισμοί της Οικονομικής Πολιτι-

κής που υιοθετήθηκαν πρόσφατα παροτρύνουν τα κράτη-μέλη να διατηρούν σχεδόν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική δημοσιονομική κατάσταση στη διάρκεια του οικονομικού κύκλου και να προωθήσουν την εφαρμογή διαφρωτικών μεταρρυθμίσεων.

### 3. Νομισματικές εξελίξεις

#### 3.1 Η νομισματική πολιτική της EKT

Πρωταρχικός στόχος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) είναι η διαφύλαξη της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ μεσοπρόθεσμα. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ολοκλήρωσε το Μάιο την αξιολόγηση της στρατηγικής για τη νομισματική πολιτική που εφαρμόζει και τα σχετικά συμπεράσματα και διευκρινίσεις παρουσιάζονται στο Πλαίσιο 1.

<sup>8</sup> Τιμή αναφοράς σύμφωνα με τα κριτήρια του Μάαστριχτ για την ένταξη στην ΟΝΕ.

## ΠΛΑΙΣΙΟ 1

### Αξιολόγηση της στρατηγικής της ΕΚΤ για τη νομισματική πολιτική

Η στρατηγική της ΕΚΤ για τη νομισματική πολιτική έχει στόχο τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ και στηρίζεται σε ένα αναλυτικό πλαίσιο με βάση το οποίο λαμβάνονται οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Αυτό το πλαίσιο ανάλυσης διευκολύνει επίσης την επικοινωνία της ΕΚΤ με το κοινό.

Στις 8 Μαΐου 2003 ολοκληρώθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ η διαδικασία διεξοδικής αξιολόγησης της στρατηγικής για τη νομισματική πολιτική. Η στρατηγική αυτή θεωρήθηκε γενικά επιτυχής και επιβεβαιώθηκαν τα βασικά στοιχεία της, αλλά έγιναν ορισμένες διευκρινίσεις ως προς αυτά.

Βασικά στοιχεία της στρατηγικής για τη νομισματική πολιτική που είχε αρχικά ανακοινωθεί τον Οκτώβριο του 1998 ήταν ο ορισμός της σταθερότητας των τιμών σε ποσοτικούς όρους (ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή – ΕνΔΤΚ – για τη ζώνη του ευρώ με ρυθμό χαμηλότερο του 2% μεσοπρόθεσμα) και δύο “πυλώνες” (δηλαδή δύο αλληλοσυμπληρούμενες προσεγγίσεις) για την αξιολόγηση των πληθωριστικών κινδύνων. Ο πρώτος πυλώνας περιλάμβανε τη νομισματική ανάλυση, ιδιαίτερα την παρακολούθηση του ρυθμού μεταβολής της ποσότητας χρήματος υπό την ευρεία έννοια, αλλά και της εξέλιξης των πιστώσεων. Ο δεύτερος πυλώνας αφορούσε την αξιολόγηση των

► προοπτικών για την εξέλιξη των τιμών με τη βοήθεια ενός ευρέος φάσματος οικονομικών δεικτών εκτός των νομισματικών μεγεθών, όπως τα επιτόκια στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων και η συναλλαγματική ισοτιμία, δείκτες της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας και της δημοσιονομικής πολιτικής, καθώς και διάφοροι δείκτες κόστους και τιμών.

Οι διευκρινίσεις στις οποίες προχώρησε το Διοικητικό Συμβούλιο της EKT αφορούσαν τον ορισμό της σταθερότητας των τιμών και τους δύο πυλώνες.

Ο ορισμός της σταθερότητας των τιμών σε ποσοτικούς όρους

Το Διοικητικό Συμβούλιο διευκρίνισε ότι θα επιδιώκει να διατηρεί το ρυθμό πληθωρισμού κατώτερο αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα, δηλαδή κατά βάση θα αποφεύγεται η διαμόρφωση του πληθωρισμού σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Όπως είναι γνωστό, ο υψηλός πληθωρισμός αποτελεί εμπόδιο για την οικονομική ανάπτυξη και γι' αυτό συνεπάγεται σοβαρό κοινωνικό κόστος, κυρίως επειδή διαβρώνει την αποτελεσματικότητα του συστήματος των τιμών, οξύνει τις πιθανές στρεβλώσεις που προκαλεί το φορολογικό σύστημα και αυξάνει το ασφάλιστρο κινδύνου στα επιτόκια. Από την άλλη πλευρά, ένας χαμηλός θετικός ρυθμός πληθωρισμού (σε αντιδιαστολή με μηδενικό πληθωρισμό) παρουσιάζει ορισμένα πλεονεκτήματα, επειδή

έτσι:

(α) παρέχεται περιθώριο ασφαλείας για την αποφυγή του κινδύνου αποπληθωρισμού,

(β) λαμβάνεται υπόψη το γεγονός ότι ο δείκτης τιμών καταναλωτή ενδέχεται να υπερεκτιμά τη μεταβολή των τιμών λόγω σφαλμάτων μέτρησης και

(γ) αφήνεται περιθώριο για τη διαμόρφωση διαφορετικών, άλλα θετικών, ρυθμών πληθωρισμού στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ.

Με βάση τα παραπάνω, η επιδίωξη ρυθμού πληθωρισμού κατώτερου αλλά πλησίον του 2% συντελεί

ώστε να αποφεύγονται αφενός το κόστος του πληθωρισμού και αφετέρου οι κίνδυνοι αποπληθωρισμού.

#### Οι δύο αναλυτικές προσεγγίσεις

Για την πληρέστερη αξιολόγηση των προοπτικών του πληθωρισμού, το Διοικητικό Συμβούλιο της EKT εξετάζει ένα μεγάλο αριθμό δεικτών και χρηματοποιεί ποικιλά αναλυτικά μέσα (όπως π.χ. οικονομικά υποδείγματα και στατιστικές μεθόδους). Μετά την πρόσφατη αξιολόγηση της στρατηγικής για τη νομισματική πολιτική, αποφασίστηκε η ανάλυση αυτή να διεξάγεται μέσω δύο προσεγγίσεων, της οικονομικής και της νομισματικής. Η καθεμία από τις προσεγγίσεις αυτές έχει διαφορετικό χρονικό ορίζοντα. Ο λόγος είναι ότι ο πληθωρισμός μπορεί να αποδοθεί σε δύο κατηγορίες επιδράσεων:

- στη βραχυπρόθεσμη έως μεσοπρόθεσμη αλληλεπίδραση μεταξύ προσφοράς και ζήτησης, που προσεγγίζεται μέσω της οικονομικής ανάλυσης, και
- στις μεσοπρόθεσμες έως μακροπρόθεσμες τάσεις του πληθωρισμού, που συσχετίζονται εμπειρικά με το ρυθμό μεταβολής της ποσότητας χρήματος σε πιο μακροχρόνιο ορίζοντα και προσεγγίζονται μέσω της νομισματικής ανάλυσης.

Συνολικά, οι δύο αναλυτικές προσεγγίσεις παρέχουν ένα πλαίσιο το οποίο επιτρέπει να διασταυρώνονται οι ενδείξεις που προέρχονται από την πιο βραχυπρόθεσμή οικονομική ανάλυση με τις ενδείξεις που απορρέουν από τη νομισματική ανάλυση. Εφαρμόζοντας παράλληλα τις δύο προσεγγίσεις, το Διοικητικό Συμβούλιο διασφαλίζει ότι η νομισματική πολιτική της EKT θα αντανακλά τις τρέχουσες οικονομικές εξελίξεις, ενώ συγχρόνως θα λαμβάνεται υπόψη ο βασικός παράγοντας που επηρεάζει τον πληθωρισμό πιο μακροπρόθεσμα, δηλ. ο ρυθμός μεταβολής της ποσότητας χρήματος.

Η οικονομική ανάλυση αφορά την αξιολόγηση των τρέχουσών οικονομικών και χρηματοοικονομικών εξελίξεων και την εξέταση των συνεπειών τους για τον πληθωρισμό βραχυπρόθεσμα έως μεσοπρόθεσμα. Στο πλαίσιο αυτό, εξετάζεται η πληροφόρηση που →

► προέρχεται από ένα ευρύ φάσμα δεικτών, το οποίο περιλαμβάνει την εξέλιξη της παραγωγής και της συνολικής ζήτησης, τη δημοσιονομική πολιτική, τις επενδύσεις και το κόστος κεφαλαίου, πολλούς δείκτες κόστους και τιμών, τις εξελίξεις στις αγορές συναλλάγματος, την παγκόσμια οικονομία, το ισοζύγιο πληρωμών, τις αγορές χρήματος και κεφαλαίων, καθώς και τους ισολογισμούς των διαφόρων τομέων της οικονομίας στη ζώνη του ευρώ.

Τα τελευταία χρόνια, η οικονομική ανάλυση εμπλουτίστηκε με την παρακολούθηση νέων δεικτών και απέκτησε μεγαλύτερο βάθος με τη χρησιμοποίηση νέων τεχνικών και υποδειγμάτων για την καλύτερη αξιολόγηση και κατανόηση της οικονομικής κατάστασης στο παρελθόν και στο παρόν και την προβλεψη των μελλοντικών εξελίξεων. Ειδικότερα, οι προβλέψεις του Ευρωσυστήματος για βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές (π.χ. για το ρυθμό του πληθωρισμού και το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ κατά το τρέχον και τα επόμενα ένα ή δύο έτη) παίζουν σημαντικό ρόλο στην οικονομική ανάλυση. Η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ δεν βασίζεται αποκλειστικά σε μια πρόβλεψη με δεδομένο χρονικό ορίζοντα, αλλά προσαρμόζεται ανάλογα με τη φύση, το μέγεθος, την πηγή και την προοπτική μετάδοσης των διαταραχών που επηρεάζουν την οικονομία.

Η στενή σχέση που παρατηρείται πιο μακροπρόθεσμα ανάμεσα στο ρυθμό μεταβολής της ποσότητας χρήματος και τον πληθωρισμό εξηγεί τον ειδικό ρόλο που αποδίδεται στο χρήμα στο πλαίσιο της στρατηγικής για τη νομισματική πολιτική. Η αξιολόγηση έδειξε ότι δεν υπάρχουν ενδείξεις για αλλαγή της σχέσης αυτής τα τελευταία χρόνια. Για το λόγο αυτό, η νομισματική ανάλυση συνεχίζει να αποτελεί βασικό μέρος της συνολικής αξιολόγησης των προπτικών του πληθωρισμού.

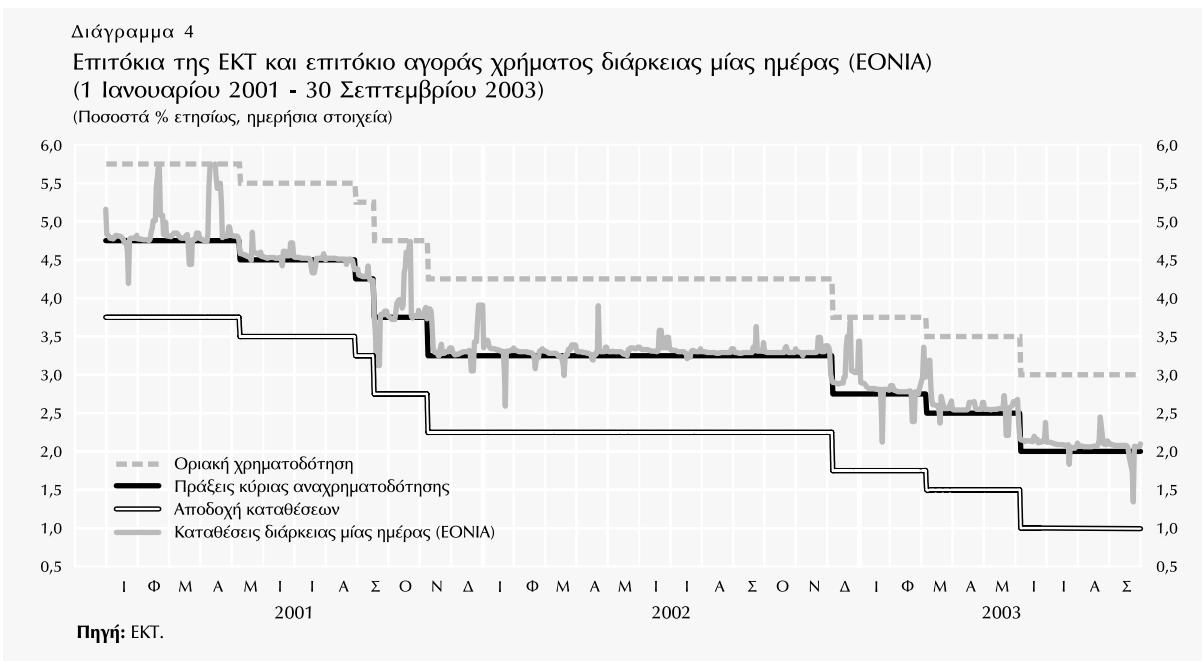
Με στόχο, όπως αναφέρθηκε, τη διασταύρωση των ενδείξεων για τις προοπτικές του πληθωρισμού που προέρχονται από την οικονομική ανάλυση, η νομισματική ανάλυση αξιολογεί τις γενικότερες συνθήκες ρευστότητας, βασιζόμενη σε πληροφορίες για τις συνιστώσες και τους παράγοντες μεταβολής της ποσότητας χρήματος, όπως π.χ. την πιστωτική επέκταση, τη διασυνοριακή κίνηση κεφαλαίων και

την κεφαλαιακή θέση των τραπεζών. Για να προσδιοριστεί κατά πόσον υπάρχει υπερβολική αύξηση της ποσότητας χρήματος που μπορεί να επηρεάσει τον πληθωρισμό, υπολογίζονται και παρακολουθούνται διάφοροι δείκτες της υπερβάλλουσας ρευστότητας. Ιδιαίτερη σημασία αποδίδεται στο ρυθμό μεταβολής της ποσότητας χρήματος M1, που αντανακλά τη ζήτηση χρήματος για συναλλακτικούς σκοπούς και γι' αυτό συνδέεται στενότερα με τη συνολική δαπάνη. Η παρακολούθηση των παραγόντων μεταβολής της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια με βάση τον ενοποιημένο ισολογισμό των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων επιτρέπει τον εντοπισμό αναδιαρθρώσεων των επενδυτικών χαρτοφυλακίων και την αξιολόγηση της επίδρασής τους στην εξέλιξη των τιμών.

Στο πλαίσιο της νομισματικής ανάλυσης καθορίζεται τιμή αναφοράς για το ρυθμό αύξησης της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια (M3),<sup>1</sup> η οποία αποτελεί βάση σύγκρισης για την ανάλυση των νομισματικών εξελίξεων και για την αξιολόγηση ενδεχόμενων μακροπρόθεσμων νομισματικών ανισορροπιών και των συνεπειών τους για τον πληθωρισμό. Παραδείγματος χάριν, αν η ποσότητα χρήματος αυξάνεται ταχύτερα από την τιμή αναφοράς, ενδέχεται να ακολουθήσουν πληθωριστικές πιέσεις. Εντούτοις, δεδομένου του πιο μακροχρόνιου ορίζοντα της νομισματικής ανάλυσης, το Ευρωσύστημα δεν αντιδρά μηχανιστικά με άμεση προσαρμογή των επιτοκίων σε περιπτώσεις προσωρινής απόκλισης του ρυθμού μεταβολής της ποσότητας χρήματος από την τιμή αναφοράς, αλλά λαμβάνει υπόψη του ότι ο ρυθμός μεταβολής του M3 πρέπει να είναι συμβατός με το στόχο της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα έως μακροπρόθεσμα. Για το λόγο αυτό εξάλλου, κατά την αξιολόγηση της στρατηγικής για τη νομισματική πολιτική, το Διοικητικό →

<sup>1</sup> Η τιμή αναφοράς υποδηλώνει το ρυθμό αύξησης της ποσότητας χρήματος ο οποίος μπορεί να στηρίξει αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ περίπου ίση με την μεσοπρόθεσμη τάση του (2%-2,5%) σε συνθήκες αφενός σταθερότητας των τιμών (δηλ. με πληθωρισμό χαμηλότερο από 2%, αλλά κοντά στο επίπεδο αυτό) και αφετέρου μείωσης της ταχύτητας κυκλοφορίας του χρήματος με μεσοπρόθεσμο ρυθμό μεταξύ 0,5%-1%. Με βάση τα ανωτέρω προκύπτει η τιμή αναφοράς (4,5%) για το ρυθμό μεταβολής του M3, η οποία ισχύει από το 1999.

► Συμβούλιο αποφάσισε να μην προβαίνει πλέον σε ετήσια επανεξέταση της τιμής αναφοράς για το ρυθμό αύξησης της ποσότητας χρήματος, αλλά μόνο όταν κριθεί ότι έπαυσαν να ισχύουν οι παραδοχές στις οποίες στηρίζεται ο υπολογισμός της εν λόγω τιμής, ώστε να υπογραμμίζεται ο πιο μακροπρόθεσμος χαρακτήρας της νομισματικής ανάλυσης και να αποφεύγεται να εκληφθεί εσφαλμένα ότι η τιμή αναφοράς αποτελεί ένα είδος νομισματικού στόχου.



Μετά τη μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ κατά 50 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2002, η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής συνεχίστηκε κατά το τρέχον έτος, καθώς τα επιτόκια αυτά μειώθηκαν κατά 75 μονάδες βάσης σε δύο στάδια. Στις 7 Μαρτίου (πριν από την έναρξη των πολεμικών επιχειρήσεων στο Ιράκ) τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν κατά 25 μονάδες βάσης και στις 6 Ιουνίου (μετά το τέλος του πολέμου) μειώθηκαν περαιτέρω, κατά 50 μονάδες βάσης. Μετά την τελευταία μείωση, το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διαμορφώθηκε στο 2%, το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης στο 3% και το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων στο 1% (βλ. Διάγραμμα 4 και Πίνακα I).

Οι αποφάσεις αυτές της ΕΚΤ στηρίχθηκαν στην αξιολόγηση των προοπτικών του πληθωρισμού,

με βάση την ανάλυση των οικονομικών και νομισματικών εξελίξεων. Όσον αφορά τις οικονομικές εξελίξεις, ελήφθη υπόψη το γεγονός ότι στο υπό εξέταση διάστημα συνεχίστηκε η επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ, ενώ οι προσδοκίες για το 2003 και το 2004 αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω. Πάντως, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται να ενισχυθεί σταδιακά το δεύτερο εξάμηνο του 2003 (βλ. Τμήμα 2 του παρόντος κεφαλαίου).

Γενικότερα, ήδη από την αρχή του έτους είχε αρχίσει να διαφαίνεται σταδιακή υποχώρηση των πληθωριστικών πιέσεων, παρά το γεγονός ότι ο πληθωρισμός διατηρήθηκε σε επίπεδα ελαφρώς υψηλότερα του 2% το πρώτο τρίμηνο του 2003 (2,3%). Πράγματι, μετά το Μάρτιο ο πλη-

## Πίνακας I

### Προσαρμογές βασικών επιτοκίων της EKT

(Ποσοστά % ετησίως)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων <sup>1</sup>	Αποδοχή καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	Οριακή χρηματοδότηση
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

<sup>1</sup> 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.

θωρισμός σημείωσε επιβράδυνση (δεύτερο τρίμηνο 2003: 1,9%), λόγω της ανατίμησης του ευρώ, της ασθενούς οικονομικής δραστηριότητας και της σταδιακής υποχώρησης της τιμής του πετρελαίου σε χαμηλότερα επίπεδα. Όσον αφορά το δεύτερο εξάμηνο του 2003, αναμένεται ο πληθωρισμός να παραμείνει στο 2% ή λίγο υψηλότερα από το επίπεδο αυτό, παρά τις βραχυπρόθεσμες πτίεσις που ενδέχεται να εκδηλωθούν λόγω της πρόσφατης αύξησης της τιμής του πετρελαίου. Για το 2004 ο πληθωρισμός αναμένεται, εφόσον επικρατήσει μισθολογική μετριοπάθεια, να υποχωρήσει κάτω από 2% υπό την επίδραση της σημαντικής ανατίμησης του ευρώ που σημειωνόταν έως τα μέσα του 2003.

Η εκτίμηση του Διοικητικού Συμβουλίου της EKT για βελτίωση των προοπτικών του πληθωρισμού το 2003 επιβεβαιώνεται και από την ανάλυση των νομισματικών και πιστωτικών εξελίξεων. Έτσι, παρότι ο ετήσιος ρυθμός ανάδοου<sup>9</sup> της ποσότητας χρήματος (M3)<sup>10</sup> παρέμεινε υψηλός στην υπό εξέταση περίοδο (πρώτο τρίμηνο 2003: 7,6%, δεύτερο τρίμηνο: 8,4%, Αύγουστος: 8,2%), θεωρήθηκε, για λόγους που εξηγούνται πιο κάτω, ότι δεν σηματοδοτούσε πληθωριστικούς κινδύνους. Η συνεχιζόμενη αυξημένη προτίμηση για ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι θα μειωθεί σταδιακά με την υποχώρηση της αβεβαιότητας στις αγορές.

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

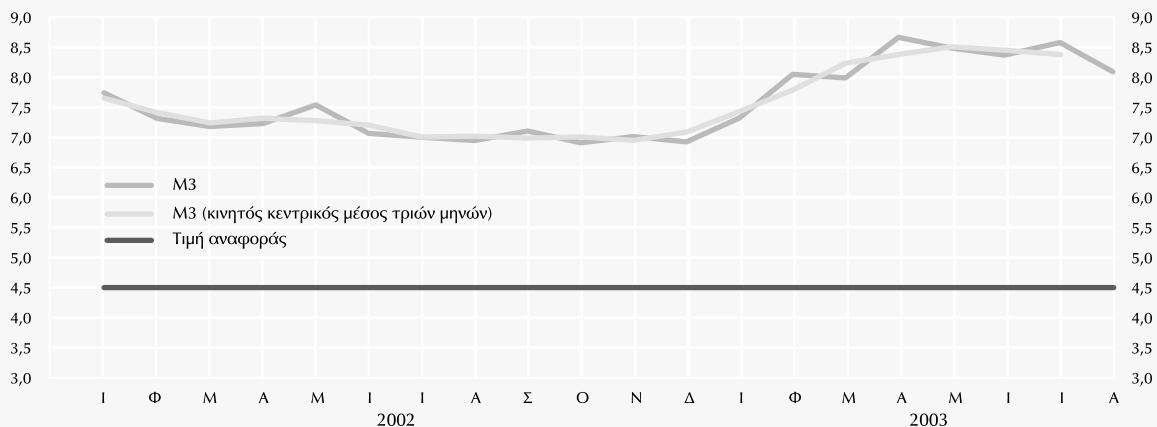
Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της ποσότητας χρήματος M3 σημείωσε επιτάχυνση από τις αρχές του έτους, όπως ήδη αναφέρθηκε (βλ. Διάγραμμα 5 και Πίνακα II). Η εξέλιξη αυτή μπορεί να αποδοθεί σε μεγάλο βαθμό στην αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων των επενδυτών. Η προτίμησή τους για περισσότερο ασφαλή και ρευστά περιουσιακά στοιχεία συνδεόταν με την υψηλή αβεβαιότητα για τις χρηματιστηριακές, οικονομικές και γεωπολιτικές εξελίξεις, η οποία δεν έχει υποχωρήσει πλήρως ακόμη, αλλά και με την πτωτική πορεία των αποδόσεων στις αγορές ομολόγων στη ζώνη του ευρώ έως τα μέσα Ιουνίου. Επιπλέον, το χαμηλό επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων περιόρισε το κόστος ευκαιρίας της διακράτησης χρήματος (όπως μετρείται από τη διαφορά μεταξύ του τρίμηνου επιτοκίου EURIBOR και της σταθμισμένης απόδοσης των συνιστωσών του M3) και τροφοδότησε τη ζήτηση για στοιχεία που περιλαμβάνο-

<sup>9</sup> Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής ενός νομισματικού μεγέθους ορίζεται ως η εκατοστιαία μεταβολή του υπολοίπου του μεγέθους αυτού στη διαδεκάμηνη περίοδο που μεσολαβεί μέχρι το συγκεκριμένο μήνα. Η EKT παρακολουθεί το μέσο όρο του ετήσιου ρυθμού μεταβολής για τρεις διαδοχικούς μήνες.

<sup>10</sup> Οι ορισμοί για τα νομισματικά μεγέθη δίνονται στο Γλωσσάριο.

Διάγραμμα 5

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



1 Οι μεταβολές αυτές προκύπτουν από στοιχεία τα οποία έχουν διορθωθεί εποχικά.

Πηγή: EKT.

## Πίνακας II

### Κύριες συνιστώσες της ποσότητας χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ

(Επήσιες εκαποστιαίες 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	Αύγουστος
<b>M1</b>				
Νόμισμα σε κυκλοφορία, Μ0	8,8	10,3	11,4	11,8
Καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας	12,9	39,1	35,7	28,8
	8,1	6,6	8,1	9,3
<b>Λοιπές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις (=M2-M1)</b>	4,9	4,4	5,4	5,5
Καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια μέχρι 2 έτη	1,5	0,5	0,0	-1,9
Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών	7,7	7,4	9,6	11,2
<b>M2</b>	6,7	7,1	8,2	8,5
<b>Εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα (=M3-M2)</b>	8,5	10,5	9,8	6,3
Συμφωνίες επαναγοράς	2,2	8,4	2,5	-2,9
Μεριδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος (AKAX)	18,5	16,6	17,5	15,4
Τίτλοι της αγοράς χρήματος και χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών	-8,8	-5,4	-5,5	-15,1
<b>M3</b>	7,0	7,6	8,4	8,2

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, σφράγιστα ταξινόμησης κ.ά.

2 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους αριθμητικούς 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.

νται στο M3 και ιδίως στο M1. Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M1 συνέχισε να επιταχύνεται την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2003 και διαμορφώθηκε σε 11,4% το δεύ-

τερο τρίμηνο του 2003 και 11,8% τον Αύγουστο, έναντι 10,3% το πρώτο τρίμηνο και 8,8% το τέταρτο τρίμηνο του 2002 (βλ. Πίνακα II). Η επιτάχυνση οφειλόταν στη στροφή των επενδυ-

### Πίνακας III

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

(Επήσιες εκατοσταίες 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	Αύγουστος
<b>Πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις</b>				
Καταθέσεις προθεσμίας άνω των 2 ετών	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,3</b>
Καταθέσεις υπό προειδοποίηση άνω των 3 μηνών	2,7	3,4	3,8	4,7
Χρεόγραφα διάρκειας άνω των 2 ετών	-9,1	-7,9	-9,1	-14,2
Κεφάλαιο και αποθεματικά	8,1	7,1	7,1	7,6
	4,3	3,1	2,7	4,3
<b>Πιστώσεις προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>
<b>Πιστώσεις προς τη γενική κυβέρνηση</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>
Χρεόγραφα	4,2	4,3	6,1	7,0
Δάνεια	-1,2	-1,2	-0,5	1,4
<b>Πιστώσεις προς λοιπούς κατοίκους ζώνης ευρώ</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>
Χρεόγραφα	6,8	8,7	14,3	16,8
Μετοχές και άλλοι συναφείς τίτλοι	2,6	1,0	4,8	5,6
Δάνεια	4,8	4,9	4,6	5,0

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

2 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους αριθμητικούς 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.

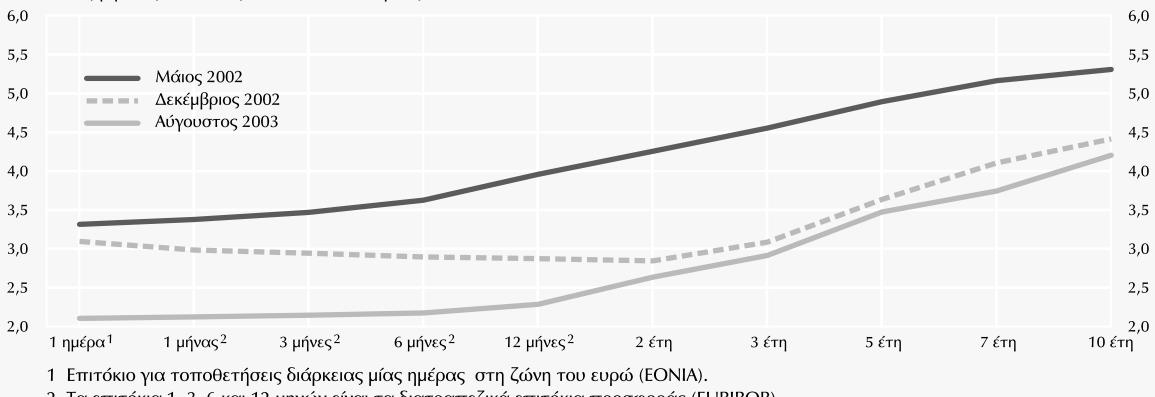
τών προς περισσότερο ρευστές και ασφαλείς τοποθετήσεις, εξαιτίας τόσο των μεγάλων διακυμάνσεων στην αγορά ομολόγων όσο και της αβεβαιότητας για τις προοπτικές της απασχόλησης, που ενδεχομένως τροφοδότησε την αποταμίευση για λόγους πρόνοιας. Η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του Μ1 συνδέεται τέλος και με τη σταδιακή επάνοδο του νομίσματος σε κυκλοφορία σε κανονικά επίπεδα, μετά την ολοκλήρωση της μετάβασης στο ευρώ.

Όσον αφορά τους παράγοντες μεταβολής του Μ3, η αύξηση των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, η οποία αποτελεί τον κύριο όγκο της πιστωτικής επέκτασης, κυμάνθηκε μεταξύ 4,5% και 5%, υποδηλώνοντας τερματισμό της πιστωτικής τάσης που παρατηρήθηκε από το τέλος του 2000 έως το τέλος του 2002 (βλ. Πίνακα III). Αν ληφθεί υπόψη η φάση του οικονομικού κύκλου στη ζώνη του ευρώ, το επίπεδο αυτό, σε πραγματικούς όρους, δεν αποκλίνει σημαντικά από τη

μακροχρόνια τάση του. Η σταθεροποίηση του ρυθμού ανόδου των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα αντανακλά αντίρροπες επιδράσεις – αφενός της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας και της αβεβαιότητας στις χρηματιστηριακές αγορές και αφετέρου του χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων δανεισμού – και συνεπώς δεν υποδηλώνει περιορισμό των πιστώσεων από τις τραπέζες. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των τριμηνιαίων ερευνών του Ευρωασυστήματος για τον τραπεζικό δανεισμό, τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2003 το ποσοστό των τραπεζών που χρησιμοποίησαν αυστηρότερα κριτήρια για τη χορήγηση δανείων, ιδιαίτερα προς τις επιχειρήσεις, ήταν μικρότερο σε σύγκριση με το τελευταίο τρίμηνο του 2002. Ο επήσιος ρυθμός αύξησης των τραπεζικών δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διαμορφώθηκε στο 3,6% το δεύτερο τρίμηνο του 2003, έναντι 3,8% το πρώτο τρίμηνο του 2003 και 3,5% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Την ίδια περίοδο, ο επήσιος ρυθμός

#### Διάγραμμα 6

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



Πηγή: EKT.

αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά σημείωσε επιβράδυνση, αλλά διατηρήθηκε σε σχετικά υψηλό επίπεδο (στο 5,5%, έναντι 5,8% το πρώτο τρίμηνο του 2003 και 5,9% το τέταρτο τρίμηνο του 2002), κυρίως λόγω της αυξημένης ζήτησης για στεγαστικά δάνεια, που τροφοδοτήθηκε από το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων τους και τις αυξήσεις των τιμών των κατοικιών σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

Ο ετήσιος ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τη γενική κυβέρνηση επιταχύνθηκε περαιτέρω σε 3,5% το δεύτερο τρίμηνο του 2003 και 4,8% τον Αύγουστο, έναντι 2,1% το πρώτο τρίμηνο του 2003 και 2% το τέταρτο τρίμηνο του 2002, λόγω της αύξησης των δανειακών αναγκών του δημόσιου τομέα την οποία προκάλεσε η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας.

Αξίζει τέλος να σημειωθεί ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του υπολοίπου των εκδοθέντων χρεογράφων από ιδιωτικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σημείωσε επιτάχυνση και διαμορφώθηκε σε 12,7% το δεύτερο τρίμηνο του 2003, από 6,6% το πρώτο τρίμηνο του 2003 και 4,5% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Η επιτάχυνση αυτή δεν μπορεί να δικαιολογηθεί από τις προ-

οπτικές για την οικονομική δραστηριότητα που επικρατούσαν στη ζώνη του ευρώ. Συνδέεται κυρίως με τη μείωση, από το τέταρτο τρίμηνο του 2002 και μετά, της θετικής διαφοράς των αποδόσεων μεταξύ των ομολόγων που εκδίδονται από επιχειρήσεις και των κρατικών ομολόγων, η οποία έκανε πιο ελκυστική για τις επιχειρήσεις την έκδοση χρεογράφων.<sup>11</sup> Παράλληλα, δεδομένου του πολύ χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων, η εν λόγω επιτάχυνση αντανακλά την αναζήτηση, εκ μέρους των επενδυτών, τοποθετήσεων με αποδόσεις υψηλότερες από εκείνες των κρατικών χρεογράφων.

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

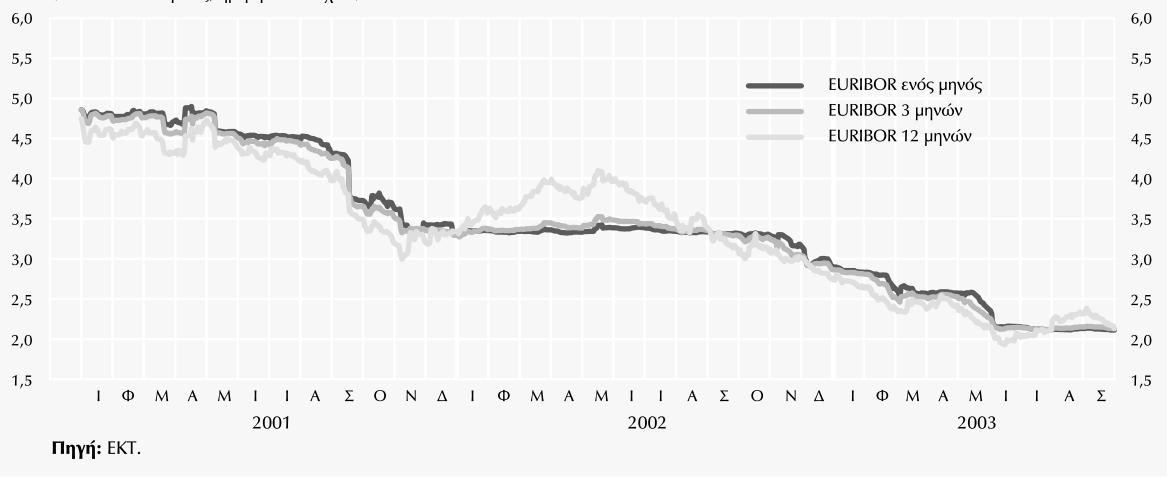
Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003 τα επιτόκια στην ενιαία αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν,<sup>12</sup> συνεχίζοντας την πτωτική πορεία

11 Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του υπολοίπου των εκδοθέντων χρεογράφων από τον τομέα της γενικής κυβέρνησης των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ διαμορφώθηκε σε 4,4% το δεύτερο τρίμηνο του 2003, έναντι 4,2% το πρώτο τρίμηνο του 2003 και 4,8% το τέταρτο τρίμηνο του 2002.

12 Με εξαίρεση τον Απρίλιο, οπότε στις μεγαλύτερες διάρκειες παρατηρήθηκε σταθεροποίηση των αποδόσεων σε οριακώς υψηλότερα επίπεδα.

Διάγραμμα 7

Βραχυπρόθεσμα επιτοκία στη ζώνη του ευρώ (1 Ιανουαρίου 2001 - 30 Σεπτεμβρίου 2003)  
(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



που είχε αρχίσει στα μέσα Μαΐου του 2002. Η πτώση των επιτοκίων στην αγορά χρήματος, που αντανακλούσε τη μείωση των βασικών επιτοκίων της EKT συνολικά κατά 75 μονάδες βάσης στο διάστημα αυτό, ήταν σημαντικότερη στις μεγαλύτερες διάρκειες, υποδηλώνοντας προσδοκίες για περαιτέρω μείωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στο μέλλον. Η κλίση της καμπύλης αποδόσεων στην αγορά χρήματος, όπως μετρείται με τη διαφορά μεταξύ των επιτοκίων EURIBOR 12 μηνών και ενός μηνός, παρουσίασε διακυμάνσεις αλλά παρέμεινε αρνητική έως και τον Ιούλιο. Από τον Αύγουστο όμως, η κλίση της εν λόγω καμπύλης έγινε θετική (βλ. Διάγραμμα 6), καθώς τα επιτόκια στις μεγαλύτερες διάρκειες (EURIBOR 6 και 12 μηνών) παρουσίασαν αύξηση, αντανακλώντας την εξασθένηση των προσδοκιών για περαιτέρω μείωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων μετά την τελευταία μείωση των βασικών επιτοκίων της EKT τον Ιούνιο.

Το διατραπεζικό επιτόκιο για πράξεις διάρκειας μίας ημέρας (επιτόκιο EONIA) παρέμεινε σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο λίγο πάνω από το επίπεδο του ελάχιστου επιτοκίου προσφοράς για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, το οποίο καθορίζει η EKT (βλ. Διά-

γραμμα 4). Το επιτόκιο EURIBOR τριών μηνών (βλ Διάγραμμα 7), το οποίο θεωρείται αντιπροσωπευτικό των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, μειώθηκε κατά 79 μονάδες βάσης τους πρώτους εννέα μήνες του 2003 (σε 2,15% το Σεπτέμβριο). Στο ίδιο διάστημα, τα επιτόκια μεγαλύτερης διάρκειας (EURIBOR 6 και 12 μηνών) μειώθηκαν συνολικά κατά 71 και 61 μονάδες βάσης σε 2,18% και 2,26%, αντίστοιχα, παρά την αύξηση που σημείωσαν από τον Ιούλιο και μετά.

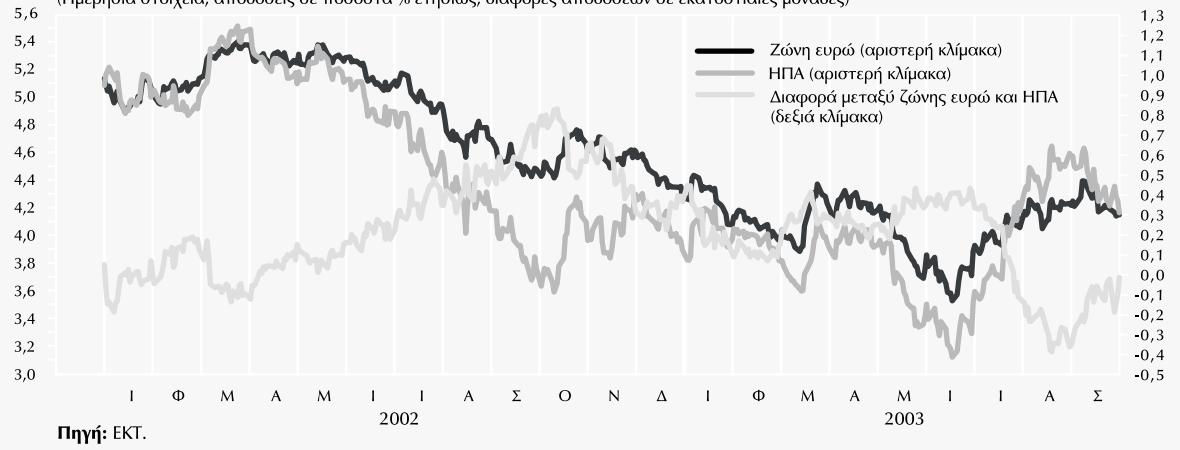
Ενώ κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003 οι προθεσμιακές τιμές των επιτοκίων στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ ακολουθούσαν πτωτική πορεία, που υποδήλωνε προσδοκίες για περαιτέρω μείωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στο μέλλον, μετά την τελευταία μείωση των βασικών επιτοκίων της EKT τον Ιούνιο σημείωσαν αύξηση. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά την εξασθένηση των προσδοκιών για περαιτέρω μείωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στο μέλλον. Παράλληλα, η διακύμανση των προθεσμιακών επιτοκίων, που αντανακλά την αβεβαιότητα ως προς την εξέλιξη των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, μειώθηκε τους τελευταίους μήνες σε αρκετά χαμηλά επίπεδα (σε σχέση με το παρελθόν), ιδιαίτερα μετά τη μεί-

Διάγραμμα 8

Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ

(1 Ιανουαρίου 2002 - 30 Σεπτεμβρίου 2003)

(Ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστά % ετησίως, διαφορές αποδόσεων σε εκατοστιαίες μονάδες)



ωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ τον Ιούνιο. Τα βραχυπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια καταθέσεων και χορηγήσεων συνέχισαν τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003 την πτωτική πορεία που είχε αρχίσει από το Μάιο του 2002 και διαμορφώθηκαν τον Αύγουστο σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα. Σημαντική μείωση, κατά 75 μονάδες βάσης, παρουσίασε το επιτόκιο των βραχυπρόθεσμων δανείων προς τις επιχειρήσεις (το επιτόκιο EURIBOR τριών μηνών μειώθηκε κατά 80 μονάδες βάσης την ίδια περίοδο). Παρόμοια εξέλιξη είχαν και τα μακροπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια (με εξαίρεση τον Απρίλιο), αν και τα επιτόκια χορηγήσεων σημείωσαν άνοδο τον Αύγουστο. Γενικά, οι πρόσφατες εξελίξεις στα επιτόκια της λιανικής τραπεζικής αγοράς αντανακλούν, με τις συνήθεις χρονικές υστερήσεις, την εξέλιξη των επιτοκίων της ενιαίας αγοράς χρήματος και των αποδόσεων των ομολόγων.

Από τις αρχές του 2003 μέχρι τα μέσα Ιουνίου, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα 8) ακολούθησαν συνολικά πτωτική πορεία, αντανακλώντας την αναθεώρηση προς τα κάτω των προσδοκιών για αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας, ενώ ανάλογη πορεία ακολούθησαν και οι απο-

δόσεις των κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ.<sup>13</sup> Μετά τα μέσα Ιουνίου, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στις ΗΠΑ αυξήθηκαν. Στη ζώνη του ευρώ η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη βελτίωση των δεικτών εμπιστοσύνης όσον αφορά την οικονομική ανάπτυξη και τις προοπτικές για τον πληθωρισμό μεσοπρόθεσμα (παρά την ανακοίνωση και θετικών και δυσμενών οικονομικών στοιχείων), το ανανεωμένο ενδιαφέρον των επενδυτών για αγορά μετοχών λόγω της μείωσης της αβεβαιότητας, καθώς και τις εξωτερικές επιδράσεις από την ανάκαμψη των αποδόσεων στην αγορά ομολόγων των ΗΠΑ. Με δεδομένη πάντως τη μεγαλύτερη αύξηση των αποδόσεων στις ΗΠΑ συγκριτικά με τη ζώνη του ευρώ, η διαφορά αποδόσεων του δεκαετούς ομολόγου μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ έγινε για πρώτη φορά (μετά από δεκαεννέα μήνες) αρνητική στο τέλος Ιουλίου του 2003, αλλά ήταν κοντά στο μηδέν στο τέλος Σεπτεμβρίου.

13 Οι αποδόσεις των ομολόγων τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στις ΗΠΑ αυξήθηκαν προσωρινά το Μάρτιο και τον Απρίλιο, παρουσιάζοντας όμως διακυμάνσεις, δεδομένης της αβεβαιότητας για την έκβαση των πολεμικών επιχειρήσεων στο Ιράκ και την επιδρασή τους στην τιμή του πετρελαίου.

Διάγραμμα 9

Δείκτες χρηματιστηριακών αγορών (2 Ιανουαρίου 2002 - 30 Σεπτεμβρίου 2003)  
(Ιανουάριος 2002=100, ημερήσια στοιχεία)



### 3.4 Χρηματιστηριακές εξελίξεις

Οι τιμές των μετοχών στα χρηματιστήρια των χωρών της ζώνης του ευρώ συνέχισαν να ακολουθούν καθοδική πορεία μέχρι τα μέσα Μαρτίου του 2003 (βλ. Διάγραμμα 9), λόγω της αναθεώρησης προς τα κάτω των προσδοκιών της αγοράς για ανάκαμψη της οικονομίας της ζώνης του ευρώ. Η μείωση των τιμών των μετοχών συνδεόταν επίσης με εξωτερικές επιδράσεις, όπως αβεβαιότητα για την πολιτική οικονομική ανάκαμψη, ανησυχίες για το ενδεχόμενο πολέμου στο Ιράκ και επιδράσεις από τις χρηματιστηριακές εξελίξεις στις ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, στις 12 Μαρτίου 2003 ο δείκτης Dow Jones EURO STOXX, ο οποίος καταρτίζεται με βάση τις τιμές ενός μεγάλου δείγματος μετοχών εταιριών της ζώνης του ευρώ, έφθασε στο χαμηλότερο επίπεδο από τον Ιανουάριο του 1997, έχο-

ντας υποχωρήσει κατά 19,7% σε σύγκριση με το τέλος Δεκεμβρίου του 2002. Στη συνέχεια όμως, η καθοδική πορεία των τιμών των μετοχών αντιστράφηκε, με αποτέλεσμα ο δείκτης Dow Jones EURO STOXX να σημειώσει αύξηση κατά 4,1% στην περίοδο μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 2002 και τέλους Σεπτεμβρίου 2003. Η αύξηση των τιμών των μετοχών αποδόθηκε κυρίως στην υποχώρηση των ανησυχιών σχετικά με τις πολεμικές επιχειρήσεις στο Ιράκ και την επακόλουθη σημαντική μείωση της τιμής του πετρελαίου, αλλά και στην προς τα άνω αναθεώρηση των προσδοκιών για τα επιχειρηματικά κέρδη. Η βελτίωση των προσδοκιών στις χρηματιστηριακές αγορές αντανακλάται και στη μείωση της διακύμανσης των τιμών των μετοχών μετά τα μέσα Μαρτίου 2003, η οποία κατά το πρώτο τρίμηνο είχε φθάσει σε επίπεδο πολύ υψηλότερο από το μέσο όρο των προηγούμενων δύο ετών.



### III. Οι μακροοικονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα

#### 1. Εξελίξεις, προσδιοριστικοί παράγοντες και προοπτικές του πληθωρισμού

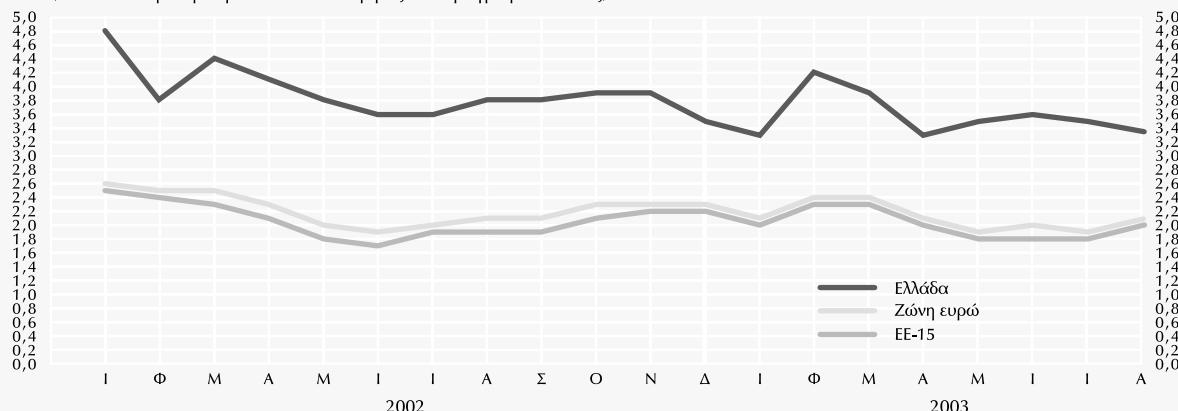
Τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003, ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού στην Ελλάδα υποχώρησε στο 3,6% (από 4,0% την αντίστοιχη περίοδο του 2002) βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ – βλ. Διάγραμμα 10) και έτσι η απόκλισή του από το μέσο ετήσιο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε σε 1,5 εκατοστιαία μονάδα (από 1,8 εκατοστιαία μονάδα τους πρώτους οκτώ μήνες του 2002). Ο πληθωρισμός επιβραδύνθηκε σταδιακά στη διάρκεια του έτους. Πράγματι, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΕνΔΤΚ ήταν 3,8% το πρώτο τρίμηνο, 3,5% το δεύτερο τρίμηνο και –όπως εκτιμάται –3,4% το τρίτο τρίμηνο. Τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους, ο πυρήνας του πληθωρισμού, όπως μετρείται με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και μη επεξεργασμένα ειδη διατροφής (βλ. Διάγραμμα 11), υποχώρησε στο 3,1%, κατά μέσον όρο, από 4,0% την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Η απόκλιση του πυρήνα του πληθωρισμού από το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ περιορίστηκε σε 1,1 εκατοστιαία μονάδα τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003, από 1,4 εκατοστιαία μονάδα την αντίστοιχη περίοδο του 2002.

Βάσει του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ), ο ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού διαμορφώθηκε, κατά μέσον όρο, σε 3,7% τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003, δηλαδή όσο και στην αντίστοιχη περίοδο του 2002.<sup>1</sup> Το ίδιο διαστημα, ο πυρήνας του πληθωρισμού, ο οποίος

<sup>1</sup> Το γεγονός ότι ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ εμφανίζει επιβραδυνση, ενώ βάσει του ΔΤΚ όχι, αντανακλά κυρίως τη μεγαλύτερη στάθμιση που έχουν στον ΕνΔΤΚ ορισμένα ειδη (όπως τα νωπά οπωροκηπευτικά), των οποίων ο ρυθμός ανόδου των τιμών επιβραδύνεται αισθητά εφέτος.

Διάγραμμα 10

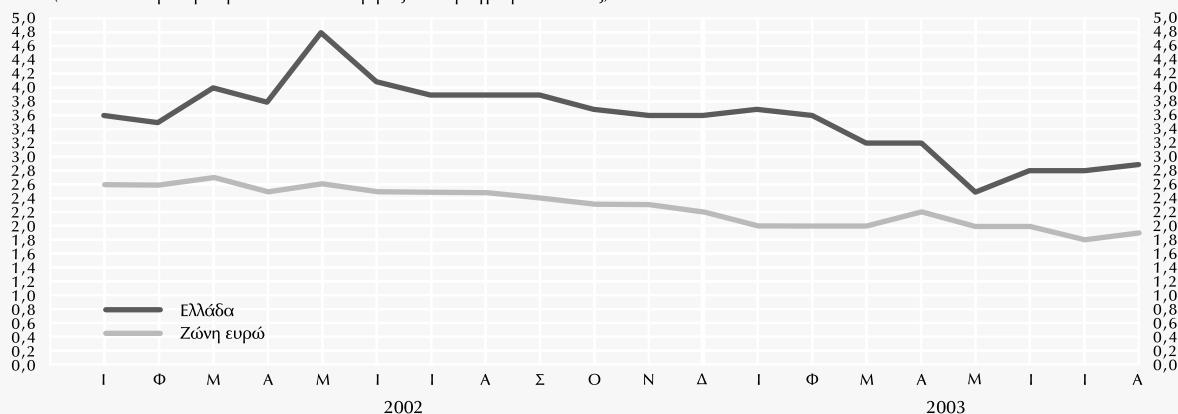
Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδος, Ζώνης ευρώ και Ευρωπαϊκής Ένωσης  
(Ιανουάριος 2002 - Αύγουστος 2003)  
(Εκατοσταία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: ΕΣΥΕ και Eurostat.

Διάγραμμα 11

Ο πυρήνας του πληθωρισμού στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και μη επεξεργασμένα είδη διατροφής (Ιανουάριος 2002 - Αύγουστος 2003)  
(Εκατοσταία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: ΕΣΥΕ και Eurostat.

στην περίπτωση αυτή μετρείται με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του ΔΤΚ χωρίς καύσιμα και νωπά οπωροκηπευτικά, υποχώρησε στο 3,2% κατά μέσον όρο, από 3,6% τους πρώτους οκτώ μήνες του 2002 (βλ. Διάγραμμα 12).

Η διακύμανση του πληθωρισμού τους πρώτους οκτώ μήνες του τρέχοντος έτους<sup>2</sup> αντανακλά κατ' αρχάς τις επιδράσεις εξωγενών ή έκτακτων παραγόντων. Συγκεκριμένα, αφού τον

Ιανουάριο οι τιμές των νωπών οπωροκηπευτικών διαμορφώθηκαν σε επίπεδα πολύ χαμηλότερα από ό,τι τον αντίστοιχο μήνα του 2002, ο ετήσιος ρυθμός τους επιταχύνθηκε από το Φεβρουάριο μέχρι και το Μάιο, ενώ από τον Ιούνιο παρουσίασε συνεχή επιβράδυνση (βλ.

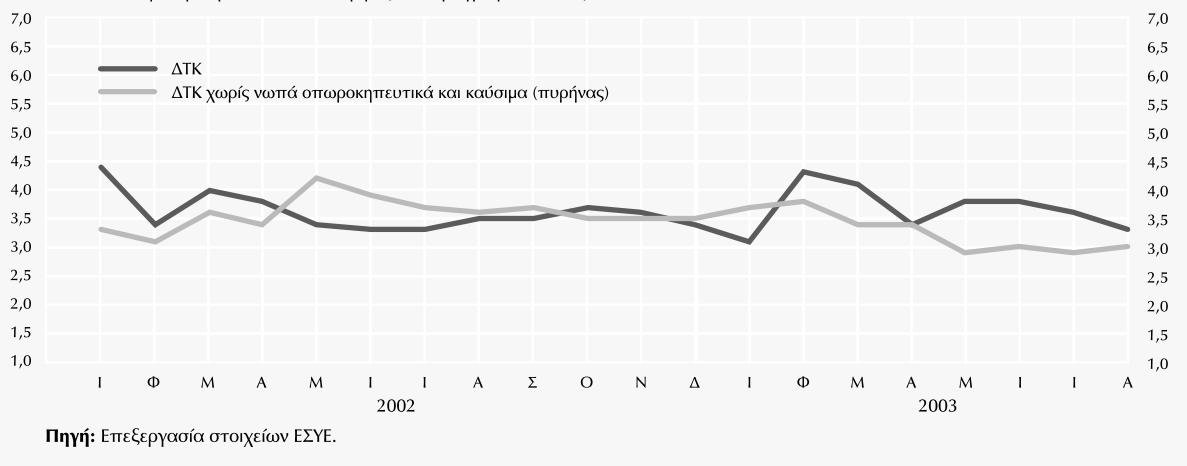
<sup>2</sup> Ο χαμηλότερος ρυθμός σημειώθηκε τον Ιανουάριο (3,1%) και ο υψηλότερος το Φεβρουάριο (4,3%).

Διάγραμμα 12

Δείκτης τιμών καταναλωτή και πυρήνας πληθωρισμού στην Ελλάδα

(Ιανουάριος 2002 - Αύγουστος 2003)

(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Διάγραμμα 13). Συνολικά, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών αυτών τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003 υποχώρησε σημαντικά, αν και παρέμεινε υψηλός (στο 12,6%, από 20,0% την αντίστοιχη περίοδο του 2002, βάσει του ΔΤΚ).

Αντίθετα, η τιμή του αργού πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ) στην παγκόσμια αγορά αρχικά αυξήθηκε (από το Δεκέμβριο του 2002 μέχρι τα μέσα Μαρτίου του τρέχοντος έτους), λόγω της αιβεβαιότητας που συνδεόταν με την προσπτική πολέμου στο Ιράκ. Η έναρξη και η εξελίξη των πολεμικών επιχειρήσεων οδήγησαν σε άμεση πτώση της τιμής του πετρελαίου. Στη συνέχεια, από το Μάιο έως και τον Αύγουστο παρατηρήθηκε ανοδική τάση (χωρίς όμως η τιμή να υπερβεί τα επίπεδα των αρχών του έτους). Η νέα υποχώρηση στις αρχές Σεπτεμβρίου ανακόπηκε μετά την απόφαση για περιορισμό της παραγωγής που έλαβε ο ΟΠΕΚ στις 24 Σεπτεμβρίου και η τιμή αυξήθηκε και πάλι. Έτσι, για ολόκληρο το 2003 αναμένεται, με βάση τις πιο πρόσφατες προθεσμιακές τιμές, μέση επήσια αύξηση της τάξεως του 14% (σε σχέση με 14,8%, κατά μέσον όρο, τους πρώτους εννέα

μήνες του έτους). Η μέση τιμή του πετρελαίου εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 28,5 δολάρια ΗΠΑ το βαρέλι (έναντι 25 δολ. το 2002). Σημαντικά (με μέσο ετήσιο ρυθμό 13,3%) αυξήθηκαν τους πρώτους εννέα μήνες του έτους και οι τιμές (επίσης σε δολάρια ΗΠΑ) των μη ενεργειακών πρώτων υλών στην παγκόσμια αγορά.

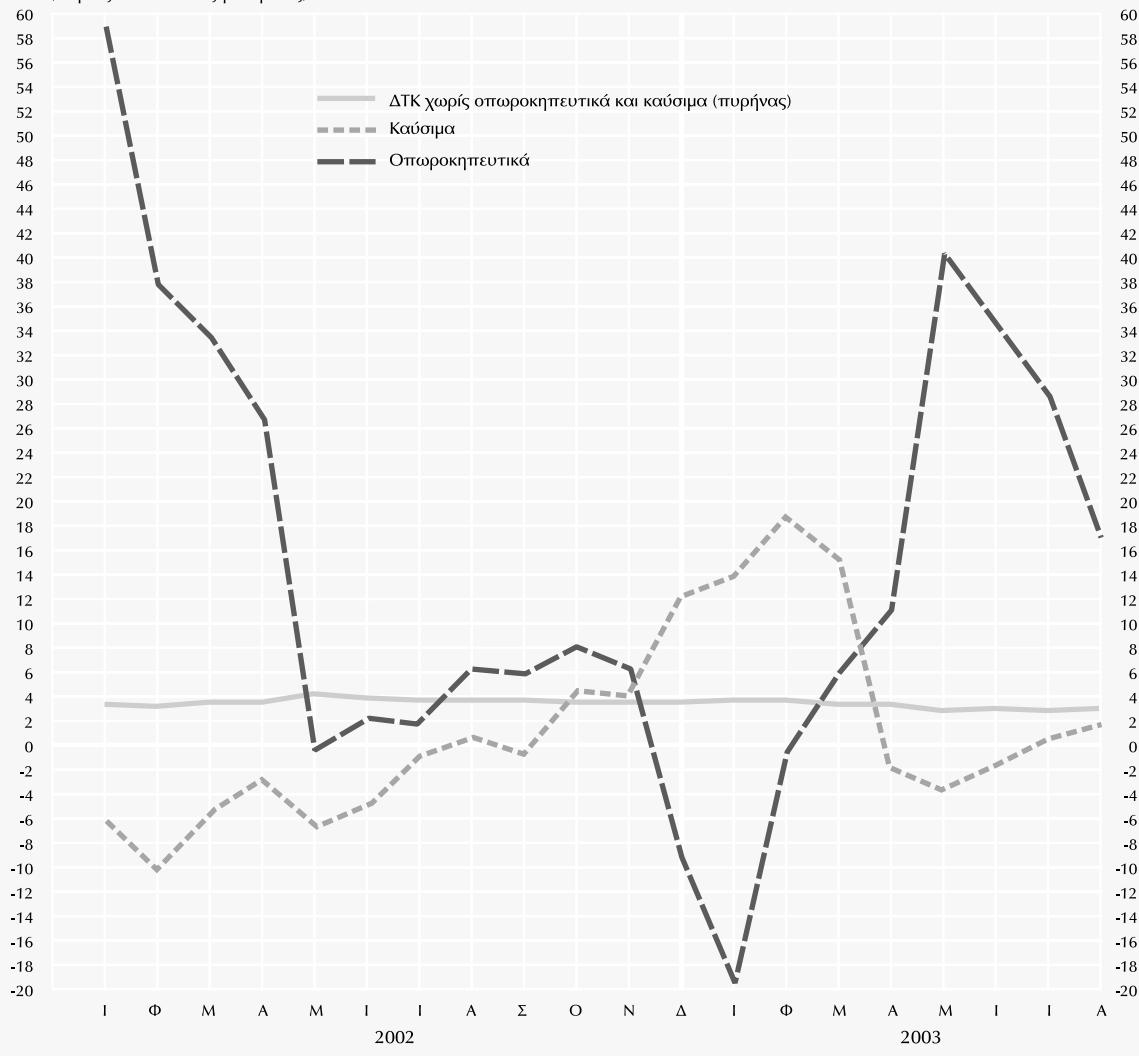
Οστόσο, λόγω της ανατίμησης του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ με μέσο ετήσιο ρυθμό 20,0% τους πρώτους εννέα μήνες του 2003, οι τιμές του αργού πετρελαίου και των μη ενεργειακών πρώτων υλών σε ευρώ τελικά μειώθηκαν, αντίστοιχα, κατά 4,3% και 5,6%. Ανάλογα αποτελέσματα αναμένονται και για ολόκληρο το έτος. Με βάση την τεχνική υπόθεση ότι η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ θα διατηρηθεί, έως το τέλος του 2003, στο επίπεδο που διαμορφώθηκε το Σεπτέμβριο του τρέχοντος έτους, η μέση ετήσια ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου θα φθάσει το 17,9%. Στην εγχώρια αγορά, τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003 οι τιμές λιανικής πώλησης των καυσίμων αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 5,0% και οι τιμές χονδρικής πώλησης κατά 5,4%, ενώ τους πρώτους οκτώ μήνες του 2002

Διάγραμμα 13

Πυρήνας πληθωρισμού, τιμές οπωροκηπευτικών και καυσίμων

(Ιανουάριος 2002 - Αύγουστος 2003)

(Επήσεις εκατοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

μειώνονταν με ρυθμό 4,7% και 8,9% αντίστοιχα.<sup>3</sup> Ωστόσο, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής τόσο των λιανικών όσο και των χονδρικών τιμών από τον Απρίλιο και μετά είναι άλλοτε αρνητικός και άλλοτε θετικός αλλά χαμηλός (βλ. Διαγράμματα 14 και 15).

Η ανατίμηση του ευρώ γενικότερα συμβάλλει στη συγκράτηση της ανόδου ή στη μείωση των τιμών (σε ευρώ) όλων των προϊόντων (και όχι μόνο των πρώτων υλών) που εισάγονται στην

Ελλάδα από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ. Επισημαίνεται ότι η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, σταθμισμένη με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος, αυξήθηκε τους πρώτους εννέα μήνες του 2003 με μέσο ετήσιο ρυθμό

<sup>3</sup> Το γεγονός ότι η εξέλιξη της τιμής του αργού πετρελαίου (δηλ. της πρώτης ύλης) δεν αντανακλάται αμέσως και πλήρως στην εξέλιξη των τιμών των καυσίμων που περιλαμβάνονται στον ΔΤΚ και στο Δείκτη Τιμών Χονδρικής Πώλησης (ΔΤΧ) συνδέεται με χρονικές υστερήσεις, με ατέλειες της αγοράς, αλλά και με το γεγονός ότι το κόστος της πρώτης ύλης είναι μία μόνο από τις συνιστώσεις της τιμής του τελικού προϊόντος.

Διάγραμμα 14

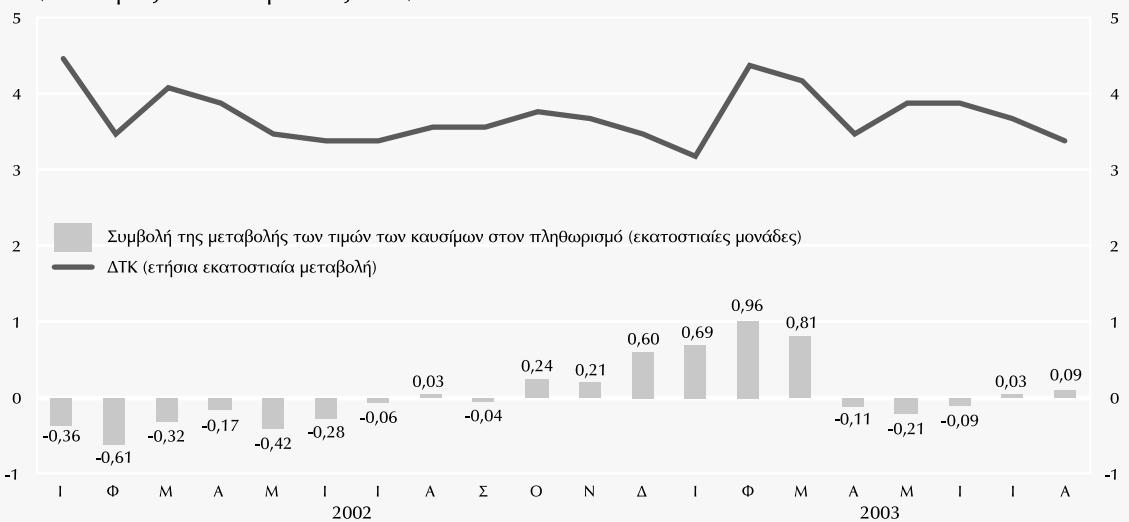
Εξελιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΧ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ  
(Ιανουάριος 2002 - Σεπτέμβριος 2003)  
(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



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

Διάγραμμα 15

Συμβολή της μεταβολής των τιμών των καυσίμων στον πληθωρισμό  
(Ιανουάριος 2002 - Αύγουστος 2003)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

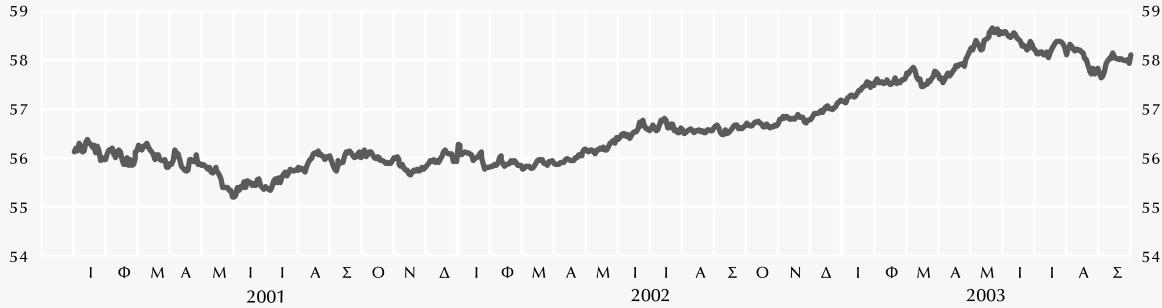
3,0%,<sup>4</sup> ενώ με ελαφρά χαμηλότερο ρυθμό (2,8%) θα αυξηθεί και το μέσο ετήσιο επίπεδο της για ολόκληρο το έτος, εάν ισχύσει η τεχνική υπόθεση ότι οι ισοτιμίες του ευρώ έναντι των άλλων νομισμάτων θα παραμείνουν στα επίπεδα του Σεπτεμβρίου (βλ. Διάγραμμα 16). Επιπλέον, επειδή στη ζώνη του ευρώ η ανατίμηση του νομίσματος (που συντελεί στη συγκράτηση της ανόδου του κόστους των εισαγόμενων

πρώτων υλών) καθώς και η υποτονικότητα της ζήτησης έχουν συμβάλει στην παρατηρούμενη ελαφρά υποχώρηση του πληθωρισμού (βλ. Κεφάλαιο II), τελικά συγκρατείται η άνοδος και

4 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 αυτονότο, μεταβολή της ισοτιμίας (λόγω του ενιαίου νομίσματος).

Διάγραμμα 16

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



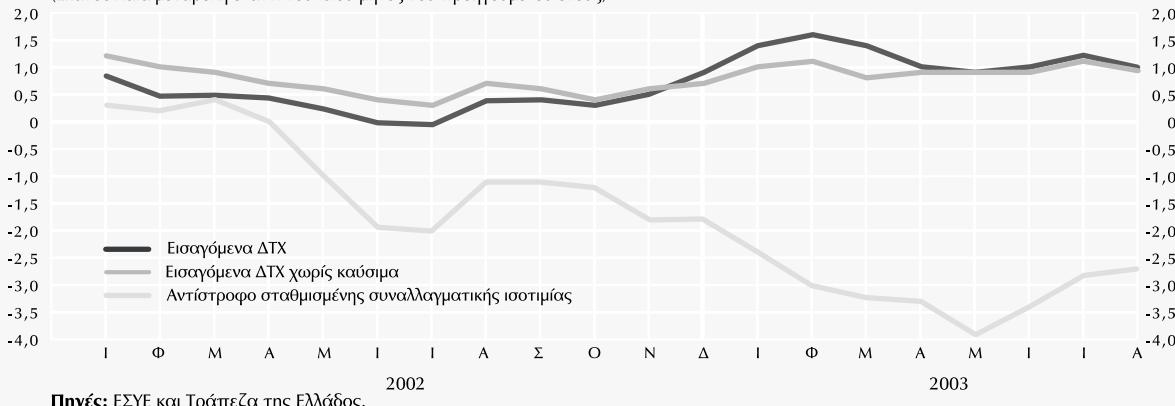
**Σημείωση:** Από τον Ιανουάριο του 2001, η μεταβολή του δείκτη αυτού είναι σχετικά περιορισμένη, εφόσον οι εμπορικές συναλλαγές με τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ (που αποτελούν σημαντικό μέρος του συνόλου) γίνονται σε ευρώ.

**Πηγή:** Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα 17

Δείκτης τιμών εισαγομένων χονδρικής και αντίστροφο συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος  
(Ιανουάριος 2002 - Αύγουστος 2003)

(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



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

των τιμών των προϊόντων που εισάγονται στην Ελλάδα από τις άλλες χώρες της ζώνης.

Με βάση τα δεδομένα αυτά, θα ήταν αναμενόμενο να παρουσιάσει επιβράδυνση ο ρυθμός ανόδου των τιμών των προϊόντων που εισάγονται στην Ελλάδα. Ωστόσο, σε επίπεδο χονδρικής πώλησης, ο μέσος επήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών των εισαγόμενων αγαθών εκτός καυσίμων δεν υποχώρησε τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002, αν και παρέμεινε εξαιρετικά χαμηλός (0,9%

– βλ. Διάγραμμα 17). Σε επίπεδο λιανικής πώλησης πάντως, ήταν σαφής η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των τιμών δύο ομάδων αγαθών (των διαρκών καταναλωτικών αγαθών και των “άλλων αγαθών”<sup>5</sup>) που λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό του πυρήνα του πληθωρισμού και ταυτόχρονα περιλαμβάνουν πολλά εισαγό-

<sup>5</sup> Ο μέσος επήσιος ρυθμός ανόδου τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002 υποχώρησε σε 1,3% από 1,6% για την πρώτη ομάδα και σε 2,1% από 3,1% για τη δεύτερη.

μενα προϊόντα (“λευκές” οικιακές συσκευές, άλλα ηλεκτρικά και ηλεκτρονικά είδη και τηλεφωνικές συσκευές, αυτοκίνητα και μοτοποδήλατα).

Στη διάρκεια των πρώτων οκτώ μηνών του 2003 εκτιμάται ότι εξαλείφθηκε η αυξητική επίδραση (0,5 της εκατοστιαίας μονάδας περίπου) στον ετήσιο ρυθμό ανόδου του ΔΤΚ από τις στρογγυλοποιήσεις-ανατιμήσεις που είχαν γίνει το αντίστοιχο διάστημα του 2002 με αφορμή ή πρόσχημα την εισαγωγή του ευρώ στην κυκλοφορία.<sup>6</sup> Ωστόσο, η ευνοϊκή αυτή επίδραση στη διαμόρφωση του πυρήνα του πληθωρισμού υπεραντισταθμίστηκε από νέες, υψηλότερες του συνήθους, αναπροσαρμογές τιμών, κυρίως των ειδών διατροφής (μη περιλαμβανομένων των νωπών οπωροκηπευτικών)<sup>7</sup> και των υπηρεσιών.<sup>8</sup> Οι αυξήσεις αυτές αντανακλούσαν διεύρυνση των περιθωρίων λειτουργικού κέρδους των επιχειρήσεων στους αντίστοιχους κλάδους.<sup>9</sup> Τελικά όμως ο πυρήνας του πληθωρισμού υποχώρησε, επειδή επιβραδύνθηκε ο ρυθμός ανόδου των τιμών των διαρκών και των “άλλων” αγαθών, όπως προαναφέρθηκε, καθώς και των τιμών των ειδών ένδυσης-υπόδησης.<sup>10</sup>

Το γεγονός ότι, παρά την υποχώρηση του πυρήνα, ο πληθωρισμός στην Ελλάδα παραμένει σχετικά υψηλός οφελεται αφενός στις μη ικανοποιητικές συνθήκες ανταγωνισμού σε ορισμένες αγορές (οι οποίες δεν λειτουργούν αποτελεσματικά) και αφετέρου σε μακροοικονομικούς παράγοντες. Κατά κύριο λόγο, η υπερβάλλουσα ζήτηση οδηγεί, στις αγορές εκείνες που δεν λειτουργούν αποτελεσματικά, σε αυξήσεις τιμών μεγαλύτερες από ό,τι θα δικαιολογούσε η εξέλιξη των παραγόντων κόστους, με αποτέλεσμα να διευρύνονται τα λειτουργικά περιθώρια κέρδους, όπως προαναφέρθηκε. Εξάλλου, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εξακολουθεί να υπερβαίνει το επίπεδο που είναι κατ’

αρχήν συμβατό<sup>11</sup> με τη σταθερότητα των τιμών (δηλαδή με πληθωρισμό κατώτερο αλλά πλησίον του 2%). Ωστόσο, ο ρυθμός αυτός παρουσιάζει επιβράδυνση, ενώ στον επιχειρηματικό τομέα εκτιμάται ότι έχει υποχωρήσει κάτω του 2% (βλ. παρακάτω).

Ειδικότερα όσον αφορά τις πληθωριστικές πιέσεις που ασκούνται από την πλευρά της ζήτησης, εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης επιταχύνεται εφέτος, ενώ σημαντική παραμένει η αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων σε κατοικίες (βλ. αναλυτικότερα Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου). Παράλληλα, είναι

**6** Για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, η αυξητική επίδραση της εισαγωγής των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ στον ετήσιο ρυθμό ανόδου του ΕνΔΤΚ ήταν, σύμφωνα με αναθεωρημένες εκτιμήσεις της Eurostat, 0,12-0,29 της εκατοστιαίας μονάδας. Βλ. το παράρτημα του δελτίου τύπου 69/18.6.2003.

**7** Οι τιμές αυτές αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,9% τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003, έναντι 3,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2002.

**8** Οι τιμές αυτές αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,2% τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003, δηλαδή όσο και την αντίστοιχη περίοδο του 2002, παρά την απουσία της αυξητικής επίδρασης από την εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ.

**9** Τα αποτελέσματα των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) επιχειρήσεων για το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους επιβεβιάσθηκαν ότι αυξήθηκαν σημαντικά τα λειτουργικά κέρδη άλλα και το περιθώριο λειτουργικού κέρδους (δηλαδή ο λόγος των λειτουργικών κερδών προς τις πωλήσεις ή τον κύκλο εργασιών) στους κλάδους παραγωγής τροφίμων και ποτών καθώς και εμπορίας καταναλωτικών αγαθών (το περιθώριο καθαρού κέρδους στους ίδιους κλάδους επίσης αυξήθηκε). Για το σύνολο των εισηγμένων στο ΧΑΑ επιχειρήσεων φαίνεται ότι το περιθώριο λειτουργικού κέρδους μειώθηκε το πρώτο εξάμηνο (δηλαδή τα λειτουργικά κέρδη αυξήθηκαν, αλλά λιγότερο από ό,τι ο κύκλος εργασιών), ενώ – αντίθετα – το περιθώριο καθαρού κέρδους αυξήθηκε ελαφρά. Τα στοιχεία αυτά δεν είναι κατ’ ανάγκη αντιπροσωπευτικά του συνόλου των επιχειρήσεων.

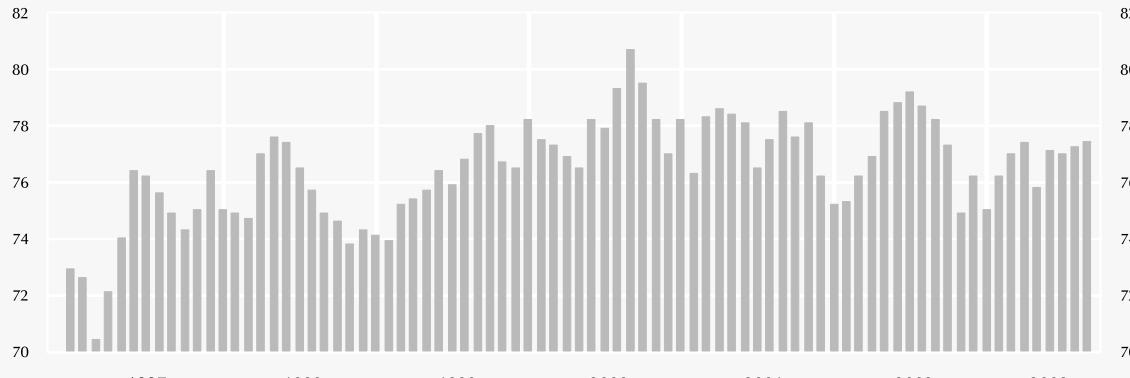
**10** Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών ένδυσης-υπόδησης υποχώρησε αισθητά τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003, στο 1,8% από 3,9% την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Εκτιμάται ότι η εξέλιξη αυτή εν μέρει αντανακλά την επιβράδυνση της ανόδου των τιμών των εισαγόμενων ειδών της ομάδας αυτής και εν μέρει την υποτονικότητα της ζήτησης τους πρώτους μήνες του έτους. Ο όγκος λιανικών πωλήσεων ειδών ένδυσης-υπόδησης αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,3% το πρώτο εξάμηνο του έτους, ενώ ο συνολικός όγκος λιανικών πωλήσεων αυξήθηκε κατά 4,6%.

**11** Εάν υποτεθεί ότι όλοι οι παράγοντες που προσδιορίζουν τον πληθωρισμό από την πλευρά του κόστους (κόστος εργασίας, κέρδη, έμμεσοι φόροι ανά μονάδα προϊόντος, τιμές εισαγομένων σε εγχώριο νόμισμα) αυξηθούν λιγότερο από 2%, τότε και ο πληθωρισμός θα είναι χαμηλότερος του 2%.

Διάγραμμα 18

Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία (μεταποίηση)  
(Ιανουάριος 1997 - Σεπτέμβριος 2003)

(Ποσοστά %)



Πηγή: IOBE.

χρήσιμο να ληφθεί υπόψη η διαμόρφωση του "παραγωγικού κενού".<sup>12</sup> Από τις διαθέσιμες εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του ΟΟΣΑ και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου,<sup>13</sup> κατ' αρχάς προκύπτει ότι το "παραγωγικό κενό" της ελληνικής οικονομίας είναι θετικό κατά την τελευταία τριετία.<sup>14</sup> Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις αυτές, η υπερβάλλουσα ζήτηση έχει συμβάλει ως ένα βαθμό στη διατήρηση του πληθωρισμού σε υψηλό επίπεδο. Ωστόσο, άλλα στοιχεία υποδηλώνουν ότι υπάρχουν ακόμη περιθώρια εντατικότερης χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού σε τομείς της οικονομίας: (α) ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία (με βάση τα στοιχεία του IOBE) μειώθηκε ελαφρά τους πρώτους εννέα μήνες του 2003 σε 76,7% (από 77,4% την αντίστοιχη περίοδο του 2002 – βλ. Διάγραμμα 18) και (β) το ποσοστό ανεργίας, αν και συνεχίζει να υποχωρεί, παραμένει υψηλό (βλ. Διάγραμμα 28 στη σελ. 68).

Όσον αφορά το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, εκτιμάται ότι στο σύνολο της οικονομίας αυξάνεται εφέτος με ρυθμό χαμηλότερο από ό,τι το 2002 αλλά πάντως υψηλότερο του 2% (2,5%, έναντι 3,4%),<sup>15</sup> ενώ οι μέσες πρ

**12** Το "παραγωγικό κενό" ορίζεται ως η διαφορά του επιπτέδου της τρέχουσας παραγωγής (ΑΕΠ) από την παραγωγική δυνατότητα της χώρας (επίπεδο του δυνητικού ΑΕΠ) ως ποσοστό του επιπτέδου 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.

**13** (α) Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Spring 2003 Economic Forecasts, Απρίλιος 2003, (β) OECD, Economic Outlook, Ιούνιος 2003, (γ) IMF, Greece: Staff Report, Ιούνιος 2003.

**14** Ειδικότερα, οι εκτιμήσεις για το θετικό "παραγωγικό κενό" κυμαίνονται μεταξύ 0,8 και 1,9 για το 2002 και είναι ανεπανθήτητα υψηλότερες για το τρέχον έτος (0,9 έως 2,0).

**15** 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 από το ΑΕΠ ανά απασχολούμενο μισθωτό). Στους Εθνικούς Λογαριασμούς ορίζεται διαφορετικά, 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 εμφανίζει αύξηση κατά 3,0% εφέτος. Η διαφορά μεταξύ των εκτιμήσεων με τον πρώτο και το δεύτερο ορισμό (2,5% και 3,0% αντίστοιχα) αντανακλά τη διαφορά μεταξύ των εκτιμώμενων ρυθμών μεταβολής της συνολικής και της μισθωτής απασχόλησης εφέτος (1,1% και 0,6% αντίστοιχα). Είναι χρήσιμο να υπενθυμιστεί ότι στην περίπτωση της Ελλάδος η μέτρηση της παραγωγικότητας με βάση τη μεταβολή του λόγου του ΑΕΠ προς τη συνολική απασχόληση (όπως γίνεται στους Εθνικούς Λογαριασμούς) συνήθως οδηγεί σε υπερεκτίμηση της ανόδου της παραγωγικότητας και, συνεπώς, σε υποεκτίμηση της ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (αυτό ισχύει για τα έτη 1999-2000-2001, ενώ για τα έτη 2002 και 2003 ισχύει το αντίθετο). Για το λόγο αυτό στις Εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος προκρίνεται να μετρείται η μεταβολή της παραγωγικότητας με βάση τη μεταβολή του λόγου του ΑΕΠ προς την απασχόληση των μισθωτών (βλ. Νομισματική Πολιτική 2002-2003, Πλάσιο 2, Μάρτιος 2003, σελ. 53-54, και Έκθεση του Διοικητη για το έτος 2002, Πλάσιο IV.2, Απρίλιος 2003, σελ. 172-173).

## Πίνακας IV

### Αποδοχές, παραγωγικότητα και κόστος εργασίας (2000-2003)

(Επήσεις εκατοστιαίες μεταβολές)

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

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

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

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

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

9 Έχει ληφθεί υπόψη η αύξηση τού στον εργατικής εισφοράς υπέρ της Εργατικής Εστίας 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 Τράπεζας της Ελλάδος (για το ΑΕΠ το 2003 και για τα υπόλοιπα ετήσια μεγέθη το 2000-2003).

φορολογίας αποδοχές αυξάνονται κατά 6,1%, εναντί 7,2% το 2002 (βλ. Πίνακα IV).<sup>16</sup> Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον επιχειρηματικό τομέα,<sup>17</sup> ο οποίος επηρεάζει αμεσότερα τη διαμόρφωση των τιμών, επίσης εκτιμάται ότι επιβραδύνεται εφέτος και διαμορφώνεται στο 1,8%, από 2,0% το 2002 – δηλαδή σε χαμηλότερα επίπεδα από ό,τι στο σύνολο της οικονομίας.

Η διαμόρφωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον επιχειρηματικό τομέα αντανακλά κατ' αρχάς την εξέλιξη των αποδοχών. Συγκεκριμένα, στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα, με βάση τις διετούς διάρκειας (2002-

2003) συλλογικές συμβάσεις εργασίας που υπογράφηκαν το 2002,<sup>18</sup> καθώς και εκείνες που υπογράφηκαν εφέτος, εκτιμάται ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης των συμβατικών αποδοχών (σε κλαδικό επίπεδο) επιβραδύνεται σε

16 Η μέση μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό, η οποία περιλαμβάνει και τις εργοδοτικές (ασφαλιστικές και άλλες) εισφορές, εκτιμάται ότι αυξάνεται κατά 6,0%, εναντί 6,5% το 2002.

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

18 Σύμφωνα με τις συμβάσεις αυτές, η διορθωτική αύξηση που χορηγήθηκε από 1.1.2003 ήταν μικρή. Επειδή ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός ήταν 3,6% το 2002, η διορθωτική αύξηση για τις κατώτατες αποδοχές από 1.1.2003 ήταν 0,3%. Για τις συμβατικές αποδοχές σε κλαδικό επίπεδο όμως, οι οποίες αυξήθηκαν το 2002 ελαφρά περισσότερο από ό,τι οι κατώτατες, η μέση διορθωτική αύξηση ήταν μικρότερη (της τάξεως του 0,1% μόνο, από 1.1.2003).

5,0% το 2003 από 5,7% το 2002.<sup>19</sup> Ανάλογη εκτιμάται ότι είναι η μέση ετήσια αύξηση των συμβατικών αποδοχών στις τράπεζες και στις επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας.<sup>20</sup> Επιπλέον, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι από την αρχή του 2003 εξαλείφθηκε η ευνοϊκή επιδραση (της τάξεως της μισής εκατοστιαίας μονάδας) που είχε η μείωση του μη μισθολογικού κόστους εργασίας λόγω της κατάργησης, από 1.1.2002, των τελών χαρτοσήμου που βάρυναν τις επιχειρήσεις. Ωστόσο, με δεδομένη την άνοδο του προϊόντος, η πολύ συγκρατημένη αύξηση του αριθμού των απασχολουμένων μισθωτών στον επιχειρηματικό τομέα (της τάξεως του 0,5%) υποδηλώνει, παρά την ταυτόχρονη αύξηση των ωρών εργασίας ανά απασχολούμενο, άνοδο της παραγωγικότητας, με αποτέλεσμα, όπως ήδη αναφέρθηκε, να επιβραδύνεται ελαφρά ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Ειδικότερα στη μεταποίηση (από την οποία προέρχεται το 11% του ΑΕΠ), ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί στο 2,2% εφέτος, από 2,8% το 2002, αν ληφθούν υπόψη η σημαντική μείωση του αριθμού των απασχολουμένων μισθωτών,<sup>21</sup> η εκτιμώμενη αύξηση των υπερωριών και η άνοδος της παραγωγικότητας.<sup>22</sup>

Τέλος, στο Δημόσιο, εάν ληφθούν υπόψη οι αρχικές προβλέψεις του Προϋπολογισμού του 2003, η εξέλιξη των δαπανών προσωπικού τους πρώτους οκτώ μήνες και της απασχόλησης το πρώτο εξάμηνο του έτους, εκτιμάται ότι η μισθολογική δαπάνη ανά υπάλληλο θα αυξηθεί τελικά κατά 6,7%, δηλαδή σχεδόν όσο και το 2002, και ότι οι συνολικές δαπάνες για αποδοχές (εκτός συντάξεων) θα αυξηθούν κατά 8,5%, έναντι 11,6% το 2002.<sup>23</sup>

Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές του πληθωρισμού διαγράφονται ευνοϊκές, τουλάχιστον σύμφωνα με τις έρευνες συγκυρίας του ΙΟΒΕ που

διεξήχθησαν τους πρώτους εννέα μήνες του τρέχοντος έτους στους τομείς της μεταποίησης, των κατασκευών και των υπηρεσιών (εκτός λιανικού εμπορίου και τραπεζών). Οι έρευνες αυτές δείχνουν ότι το ποσοστό των επιχειρήσεων οι οποίες προβλέπουν ότι κατά τους επόμενους 3-4 μήνες θα αυξηθούν οι τιμές των προϊόντων ή των υπηρεσιών που αυτές παρέχουν,<sup>24</sup> αφού αυξήθηκε το πρώτο τρίμηνο του 2003, στη συνέχεια υποχώρησε σημαντικά, με αποτέλεσμα το δεύτερο και το τρίτο τρίμηνο να βρίσκεται πολύ χαμηλότερα από τα μέσα επίπεδα του 2002 (βλ. Διάγραμμα 19). Ανάλογη ήταν και η εξέλιξη του ποσοστού των καταναλωτών που προβλέπουν άνοδο του πληθωρισμού κατά το επόμενο δωδεκάμηνο (όπως αυτό καταγράφεται σε έρευνα που διεξάγεται για λογαριασμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής). Η διαμόρφωση αυτή των πληθωριστικών προσδοκιών αντανακλά κυρίως την εξάλειψη της

**19** Η μέση ετήσια αύξηση των κατώτατων αποδοχών είναι 5,1% εφέτος, έναντι 5,4% το 2002.

**20** Στις τράπεζες, η κλαδική συλλογική σύμβαση 2002-2003 προβλέπει αύξηση 3,8% για το τρέχον έτος, η οποία όμως συμπληρώνεται από πρόσθετες αυξήσεις που έχουν συμφωνηθεί σε επίπεδο επιχειρησης. Ωστόσο, από τις συνοπτικές λογιστικές καταστάσεις των τραπεζών για το α' εξάμηνο προκύπτει ότι η αύξηση της κατά κεφαλήν μισθολογικής δαπάνης είναι μικρή, πιθανότατα επειδή συνεχίζει να παρατηρείται το φαινόμενο της "αρνητικής ωρίμανσης" (μείωση του μέσου επιπέδου των αποδοχών λόγω της αποχώρησης υψηλόμισθων και της πρόσληψης χαμηλόμισθων υπαλλήλων). Στη ΔΕΗ η μέση συμβατική αύξηση υπολογίζεται σε 4,7% και στον ΟΤΕ σε 5,3%.

**21** Σύμφωνα με την έρευνα εργατικού δυναμικού της ΕΣΥΕ, ο αριθμός των απασχολούμενων στη μεταποίηση μισθωτών μειώθηκε κατά 7,4% το πρώτο τρίμηνο του 2003 και κατά 6,4% το δεύτερο (σε σύγκριση με τα αντίστοιχα τρίμηνα του 2002), αφού είχε μειωθεί κατά 3,8% ολόκληρο το 2002.

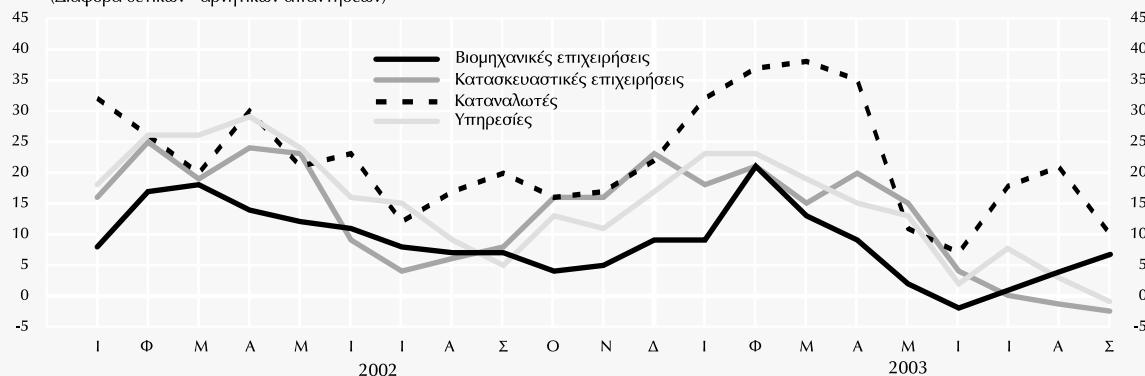
**22** Όπως προκύπτει έμμεσα από τα στοιχεία της ΕΣΥΕ, στη μεταποίηση η παραγωγή ανά απασχολούμενο μισθωτό αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 7,1% το πρώτο εξάμηνο του 2003. Εάν όμως υποτεθεί ότι ταυτόχρονα αυξήθηκαν οι μέσες ώρες εργασίας κατά 3,0-3,5% περίπου (λόγω αυξημένων υπερωριών), τότε η παραγωγή ανά ώρα εργασίας αυξήθηκε κατά 3,5-4,0% την ίδια περίοδο. Λόγω έλλειψης επαρκών στοιχείων, οι εκτιμήσεις αυτές πρέπει να αντιμετωπίζονται με επιφύλαξη.

**23** Οι συνολικές δαπάνες για αποδοχές και συντάξεις εκτιμάται ότι θα αυξηθούν κατά 8% περίπου (έναντι 10,5% το 2002).

**24** Για την ακρίβεια: η θετική διαφορά του ποσοστού των επιχειρήσεων που προβλέπουν άνοδο των τιμών τους από το ποσοστό εκείνων που προβλέπουν μείωση.

Διάγραμμα 19

Πληθωριστικές προσδοκίες<sup>1</sup> καταναλωτών και επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2002 - Σεπτέμβριος 2003)  
(Διαφορά θετικών - αρνητικών απαντήσεων)



<sup>1</sup> Οι απαντήσεις των επιχειρήσεων αφορούν την προοπτική αύξησης του προηγούντων των τιμών των προϊόντων τους κατά τους επόμενους 3-4 μήνες. Οι απαντήσεις των καταναλωτών αφορούν την προοπτική ταχύτερης αύξησης των τιμών καταναλωτή κατά το επόμενο δώδεκα μήνα. Τα στοιχεία για τους καταναλωτές είναι εποχικάς διορθωμένα.

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

αβεβαιότητας για τις εξελίξεις στο Ιράκ και τη σχετική ομαλοποίηση των συνθηκών στην παγκόσμια αγορά αργού πετρελαίου.

Εάν ληφθούν υπόψη:

- (α) η προβλεπόμενη έως το τέλος του έτους εξέλιξη του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, της ζήτησης και των περιθωρίων κέρδους, καθώς και των τιμών των εισαγόμενων προϊόντων,
- (β) η διαμόρφωση των πληθωριστικών προσδοκιών των επιχειρήσεων και των καταναλωτών, που ήδη αναφέρθηκε,
- (γ) η ένταση των ελέγχων στην αγορά νωπών οπωροκηπευτικών από τις υπηρεσίες του Υπουργείου Ανάπτυξης,
- (δ) η αυτοδέσμευση ορισμένων φορέων εμπορίας καταναλωτικών προϊόντων (π.χ. μεγάλων αλυσίδων καταστημάτων) για πάγωμα τιμών ή συγκράτηση της ανόδου τους έως τις αρχές του 2004 και
- (ε) η υποχώρηση, από τις αρχές Σεπτεμ-

βρίου, των τιμών πώλησης των επιβατικών αυτοκινήτων και των μοτοσυκλετών λόγω της μείωσης της έμμεσης φορολογίας (του τέλους ταξινόμησης) που ανακοινώθηκε από την Κυβέρνηση στις 2.9.2003,

τότε εκτιμάται ότι ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τόσο του ΕνΔΤΚ όσο του ΔΤΚ θα υποχωρήσει περαιτέρω και θα διαμορφωθεί γύρω στο 3,2% το τελευταίο τρίμηνο του 2003 (έναντι 3,8% για τον ΕνΔΤΚ και 3,6% για τον ΔΤΚ το τελευταίο τρίμηνο του 2002). Για ολόκληρο το 2003 η μέση ετήσια αύξηση τόσο του ΕνΔΤΚ όσο και του ΔΤΚ εκτιμάται ότι θα είναι περίπου 3,5%, δηλαδή ελαφρά μικρότερη από ό,τι το 2002 (όταν ο ΕνΔΤΚ είχε διαμορφωθεί στο 3,9% και ο ΔΤΚ στο 3,6%).

## 2. Οι διαφορές πληθωρισμού εντός της ζώνης του ευρώ και η περίπτωση της Ελλάδος

Όπως ήδη αναφέρθηκε, η διαφορά πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ ως συνόλου παραμένει αξιόλογη. Ενώ το 2000 είχε περιοριστεί σε 0,8

## Πίνακας V

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: Ελλάδα και ΕΕ (2001-2003)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

Χώρα	2001	2002	Αύγ. 2002	Αύγ. 2003
Βέλγιο	2,4	1,6	1,3	1,6
Δανία	2,3	2,4	2,4	1,5
Γερμανία	1,9	1,3	1,1	1,1
Ελλάδα	3,7	3,9	3,8	3,3
Ισπανία	2,8	3,6	3,7	3,1
Γαλλία	1,8	1,9	1,8	2,0
Ιρλανδία	4,0	4,7	4,5	3,9
Ιταλία	2,3	2,6	2,6	2,7
Λουξεμβούργο	2,4	2,1	2,0	2,3
Ολλανδία	5,1	3,9	3,7	2,2
Αυστρία	2,3	1,7	2,1	0,9
Πορτογαλία	4,4	3,7	3,9	2,9
Φινλανδία	2,7	2,0	1,8	1,2
Σουηδία	2,7	2,0	1,7	2,2
Ηνωμένο Βασίλειο	1,2	1,3	1,0	1,4
Ευρωπαϊκή Ένωση	2,2	2,1	1,9	2,0
Ζώνη ευρώ	2,3	2,3	2,1	2,1

Πηγή: Eurostat.

## Πίνακας VI

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

(Εκατοστιαίες μονάδες)

Διαφορά μέσων ετήσιων ρυθμών μεταβολής ΕνΔΤΚ	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 (θμηνο)	1,5	0,9	0,6

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

της εκατοστιαίας μονάδας, το 2001 αυξήθηκε σε 1,4 εκατοστιαία μονάδα και το 2002 σε 1,6 εκατοστιαία μονάδα. Το τρέχον έτος όμως, η διαφορά μειώθηκε ελαφρά σε 1,5 εκατοστιαία

μονάδα τους πρώτους οκτώ μήνες (1,2 εκατ. μονάδα τον Αύγουστο). Εξάλλου, η διαφορά του πυρήνα του πληθωρισμού, που ήταν και αυτή 0,8 της εκατοστιαίας μονάδας το 2000, αυξήθηκε σε 1,9 εκατ. μονάδα το 2001. Στη συνέχεια όμως μειώθηκε σε 1,4 εκατ. μονάδα το 2002, ενώ τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003 περιορίστηκε σε 1,1 εκατ. μονάδα (1,0 εκατ. μονάδα τον Αύγουστο – βλ. Διαγράμματα 10 και 11 και Πίνακα V).

Αξίζει να σημειωθεί ότι, όπως υπολογίζεται, στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και Ζώνης του ευρώ τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003 (1,5 εκατ. μονάδα) συνέβαλαν κατά 0,9 της εκατ. μονάδας η διαφορά του πυρήνα του πληθωρισμού και κατά 0,6 της εκατ. μονάδας η διαφορά του ρυθμού ανόδου των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής (βλ. Πίνακα VI).

Η ύπαρξη διαφορών πληθωρισμού μεταξύ χωρών που συμμετέχουν σε μια νομισματική

ένωση δεν αποτελεί παράδοξο,<sup>25</sup> αλλά είναι δυνατόν να αντανακλά διαφορές ως προς τη φάση του οικονομικού κύκλου στην οποία βρίσκεται κάθε χώρα, ασύμμετρες επιδράσεις των μεταβολών των παραγόντων κόστους (π.χ. της τιμής του αργού πετρελαίου), διαφορές ως προς το βαθμό ευκαμψίας των αγορών προϊόντων και εργασίας, επιδράσεις στις τιμές από μετρα εθνικής οικονομικής πολιτικής (π.χ. μεταβολές της έμμεσης φορολογίας), διαφορές στα πρότυπα κατανάλωσης (οι οποίες αντανακλώνται σε διαφορές στη σύνθεση του δείκτη τιμών καταναλωτή κάθε χώρας) και, τέλος, επιδράσεις της διαδικασίας πραγματικής σύγκλισης στην οποία μπορεί να βρίσκεται μια χώρα με χαμηλότερο επίπεδο ανάπτυξης από τις άλλες.

Όσον αφορά τη ζώνη του ευρώ, έχει διαπιστωθεί ότι η διασπορά των ρυθμών πληθωρισμού (μεταξύ των χωρών που σήμερα την απαρτίζουν) μειώθηκε σημαντικά την περίοδο 1990-1998 (κατά τα πρώτα δύο στάδια της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης), ενώ από το 1999 μέχρι σήμερα παραμένει σχεδόν σταθερή και χαμηλή, μη διαφέροντας αισθητά από τη διασπορά των ρυθμών πληθωρισμού μεταξύ των κυριότερων μητροπολιτικών περιοχών των ΗΠΑ (δηλαδή μιας νομισματικής ένωσης με ιστορία 211 ετών). Παρατηρείται όμως ότι από το 1999 ορισμένες χώρες της ζώνης (η Ελλάδα, η Ισπανία, η Ιρλανδία, η Ολλανδία και η Πορτογαλία) παρουσιάζουν συνεχώς αξιόλογη θετική διαφορά πληθωρισμού (από τον πληθωρισμό της ζώνης ως συνόλου), ενώ ορισμένες άλλες (η Γερμανία, η Γαλλία και η Αυστρία) παρουσιάζουν συνεχώς αρνητική διαφορά.

Σχετικά με την Ελλάδα υπενθυμίζεται, όσον αφορά τις επιδράσεις της διαδικασίας πραγματικής σύγκλισης στην οποία βρίσκεται η οικονομία, η επιχειρηματολογία των Balassa και Samuelson.<sup>26</sup> Σύμφωνα με αυτήν, σε χώρες που

βρίσκονται σε διαδικασία οικονομικής σύγκλισης ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας στους τομείς παραγωγής διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών επιταχύνεται 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 “αγαθών” (κυρίως υπηρεσιών), όπου ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας παραμένει χαμηλότερος, τότε οι τιμές σε αυτούς τους τομείς αυξάνονται ταχύτερα και ο γενικός πληθωρισμός αυξάνεται, χωρίς όμως να επηρεάζεται η ανταγωνιστικότητα (εφόσον οι αυξήσεις τιμών αφορούν μη εμπορεύσιμα προϊόντα). Στην περίπτωση της Ελλάδος, βεβαίως, πρέπει να ληφθεί υπόψη και η απελευθέρωση ή η προοπτική απελευθέρωσης συγκεκριμένων αγορών (π.χ. αερομεταφορών, τηλεπικοινωνιών, ηλεκτρισμού, ακτοπλοΐας) καθώς και η περαιτέρω ενσωμάτωση άλλων αγορών (π.χ. της τραπεζικής αγοράς αλλά και τομέων του λιανικού εμπορίου) στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά. Οι διαδικασίες αυτές έχουν ως συνέπεια:

— (α) ορισμένα αγαθά και κυρίως υπηρεσίες να γίνονται πολύ περισσότερο εμπορεύσιμα, σε διασυνοριακό επίπεδο, από ό,τι προηγουμένως και

<sup>25</sup> Βλ. (α) EKT, *Μηνιαίο Δελτίο*, “Διαφορές πληθωρισμού σε μια νομισματική ένωση”, Οκτώβριος 1999, (β) ECB, *Monthly Bulletin*, “Box 3: The dispersion of inflation across the euro area countries and the US metropolitan areas”, Απρίλιος 2003, (γ) IMF, *Monetary and exchange rate policies of the euro area – Selected Issues*, IMF Country Report No. 02/236, 2002, Κεφάλαιο I, (δ) Mads Kieler, “The ECB’s inflation objective”, IMF Working Paper, Μάιος 2003, (ε) EKT, *Μηνιαίο Δελτίο*, “Τα αποτελέσματα της αξιολόγησης που διενήργησε η EKT για τη στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της”, Ιούνιος 2003 (σελ. 85-86: “Διαρκείς διαφορές πληθωρισμού σε μια νομισματική ένωση”), (στ) ECB, *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, Σεπτέμβριος 2003.

<sup>26</sup> Βλ. τις μελέτες που αναφέρονται στην προηγούμενη υποσημείωση.

– (β) σε κάθε περίπτωση, να αυξάνεται ταχύτερα η παραγωγικότητα και να ενισχύεται ο ανταγωνισμός σε τομείς (κυρίως των υπηρεσιών) όπου προηγουμένως η υστέρηση της ανόδου της παραγωγικότητας (σε σύγκριση με τους άλλους τομείς της οικονομίας) ή οι μη ικανοποιητικές ανταγωνιστικές συνθήκες οδηγούσαν σε υψηλότερους ρυθμούς αύξησης των τιμών και συνέβαλλαν έτσι αισθητά στην προς τα άνω απόκλιση του ελληνικού πληθωρισμού από εκείνον των Ευρωπαίων εταίρων μας.

Σύμφωνα με παλαιότερη μελέτη του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου,<sup>27</sup> η επιβάρυνση του πληθωρισμού από το φαινόμενο αυτό ήταν κατά το παρελθόν σημαντική στην Ελλάδα.<sup>28</sup> Νεότερες εκτιμήσεις για την Ελλάδα και τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ περιλαμβάνονται σε πρόσφατες μελέτες του ΔΝΤ.<sup>29</sup> Σύμφωνα με αυτές, με βάση τα δεδομένα της περιόδου 1995-2001 η “αναμενόμενη”, λόγω της επίδρασης Balassa-Samuelson, απόκλιση του ετήσιου ρυθμού ανόδου του ΕνΔΤΚ της Ελλάδος από τον αντίστοιχο της ζώνης του ευρώ (εάν ο τελευταίος ήταν 2%) θα ήταν ίση με 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας.<sup>30</sup> Εάν η εκτίμηση αυτή συνδυαστεί με τη σημερινή κατάσταση (όπου ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ όντως βρίσκεται γύρω στο 2%), προκύπτει το συμπέρασμα ότι – με βάση τις πρόσφατες αυτές μελέτες – η επίδραση Balassa-Samuelson εξηγεί περίπου το ήμισυ της διαφοράς πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ το 2002 και εφέτος.<sup>31</sup>

Εκτός από την επίδραση Balassa-Samuelson, έχουν ήδη αναφερθεί<sup>32</sup> και άλλοι παράγοντες που εξηγούν τη θετική διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ:

– Η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε διαφορετική φάση του οικονομικού κύκλου από ό,τι η ζώνη του ευρώ (με αποτέλεσμα να έχει θετικό

“παραγωγικό κενό”, ενώ η ζώνη του ευρώ έχει αρνητικό).

– Η ελληνική οικονομία είναι περισσότερο ευαίσθητη στις διακυμάνσεις της τιμής του πετρελαίου στην παγκόσμια αγορά, επειδή η εγχώρια κατανάλωση πετρελαίου ανά μονάδα ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος είναι υψηλότερη από ό,τι στην Ευρωπαϊκή Ένωση.<sup>33</sup> Επί-

**27** “The contribution of the Balassa-Samuelson effect to inflation: cross-country evidence”, στο IMF, *Greece: Selected Issues*, Δεκέμβριος 1999, και *Greece: Staff Report*, Νοέμβριος 1999.

**28** Συγκεκριμένα, στην περίοδο 1960-90, η επιβάρυνση εκτιμήθηκε σε μία εκατοστιαία μονάδα το χρόνο (με μέσο ετήσιο πληθωρισμό της περιόδου ίσο με 11,8%), ενώ στην περίοδο 1990-96 έφθασε τη 1,7 εκατοστιαία μονάδα (με μέσο ετήσιο πληθωρισμό της περιόδου ίσο με 14%). Όπως προκύπτει από τη συγκριτική εξέταση διαφόρων ευρωπαϊκών χωρών, στην περίοδο αυτή (1990-96) σημαντικό μέρος της διαφοράς πληθωρισμού ανάμεσα στην Ελλάδα και αυτές τις χώρες (ίσο με 1,2 εκατοστιαία μονάδα) αποδίδεται στην επιδροση Balassa-Samuelson.

**29** Βλ. IMF, *Monetary and Exchange Rate Policies of the Euro Area – Selected Issues*, IMF Country Report No. 02/236, 2002, Κεφάλαιο I. Τα ίδια αποτελέσματα παρουσιάζονται αναλυτικότερα στο: Mads Kieler, “The ECB’s inflation objective”, IMF Working Paper, Μάιος 2003.

**30** Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγει και πρόσφατη μελέτη δύο ερευνητών της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος. Βλ. N. Magginas-E. Panopoulou, “Benign and less benign inflation differentials with the euro area”, στο National Bank of Greece, *Greece: economic and market analysis*, Απρίλιος-Μάιος 2003.

**31** Παρατηρείται ότι στην πρόσφατη μελέτη της EKT λαμβάνονται υπόψη οι δύο μελέτες του ΔΝΤ (η παλαιότερη του 1999 και η τελευταία του 2002) από τις οποίες προκύπτει ότι, με πληθωρισμό 2% στη ζώνη του ευρώ, η “αναμενόμενη” προς τα άνω απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα θα ήταν 0,8 ή 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας, αντίστοιχα. Ταυτόχρονα όμως, λαμβάνεται υπόψη και μια τρίτη μελέτη (των Sinn και Reutter, 2001), σύμφωνα με την οποία η “αναμενόμενη” απόκλιση είναι 3,3 εκατοστιαίες μονάδες (!), και τελικά υπολογίζεται ο αριθμητικός μέσος όρος των τριών εκτιμήσεων, βάσει του οποίου εξάγεται το εξωπραγματικό συμπέρασμα ότι η “αναμενόμενη” απόκλιση είναι 1,6 εκατοστιαία μονάδα. Ωστόσο, τόσο η ίδια η μελέτη της EKT όσο και η μελέτη του ΔΝΤ (2002) επισημαίνουν ότι η μεθοδολογία των Sinn και Reutter οδηγεί σε υπερεκτίμηση της “αναμενόμενης” απόκλισης.

**32** Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2002*, Απρίλιος 2003, Κεφάλαιο IV.1.3 (“Η διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ”).

**33** Αυτό σημαίνει ότι οι έμεσες επιδράσεις στις τιμές των αγαθών και των υπηρεσιών (από τη μεταβολή της τιμής του πετρελαίου) είναι στην Ελλάδα μεγαλύτερες από ό,τι στην ΕΕ. Ωστόσο, οι άμεσες επιδράσεις συμβαίνει να είναι μικρότερες, εφόσον οι δαπάνες των νοικοκυριών για ενέργεια αποτελούν μικρότερο ποσοστό της συνολικής καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών στην Ελλάδα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (και είναι αντίστοιχα μικρότερος ο συντελεστής στάθμισης της ενέργειας στο ελληνικό “καλάθι του καταναλωτή”).

σης, είναι μεγαλύτερες οι επιδράσεις στον πληθωρισμό από τη διακύμανση των τιμών των νωπών οπωροκηπευτικών, λόγω της μεγαλύτερης στάθμισής τους στο “καλάθι” του ΕνΔΤΚ. Και στις δύο περιπτώσεις, η μη αποτελεσματική λειτουργία των αγορών (καυσίμων και νωπών οπωροκηπευτικών) μπορεί να διογκώνει ή να παρατείνει την πληθωριστική επίδραση μιας εξωγενούς διαταραχής (όπως είναι η αύξηση της τιμής του αργού πετρελαίου στην πταγκόσμια αγορά ή η απότομη μείωση, λόγω κακοκαιρίας, της προσφοράς νωπών οπωροκηπευτικών).

– Η υστέρηση της ελληνικής οικονομίας έναντι της ευρωπαϊκής όσον αφορά την αποτελεσματική λειτουργία των αγορών αγαθών και υπηρεσιών μπορεί και σε άλλες περιπτώσεις να διογκώνει την πληθωριστική επίδραση εξωτερικών ή εσωτερικών διαταραχών.

Ιδιαίτερος παράγοντας απόκλισης είναι η επί πολλά έτη παρατηρούμενη θετική διαφορά των ρυθμών ανόδου του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μεταξύ Ελλάδος και Ζώνης του ευρώ, η οποία όμως έχει περιοριστεί αισθητά την τελευταία τριετία, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.<sup>34</sup> Βεβαίως, η θετική διαφορά των ρυθμών ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εν μέρει απλώς αποτελεί την άλλη όψη της απόκλισης του πληθωρισμού – δηλαδή οφείλεται και αυτή στους ίδιους παράγοντες, οι οποίοι μόλις αναφέρθηκαν. Αυτό συμβαίνει είτε επειδή οι ανωτέρω παράγοντες επηρεάζουν τον πληθωρισμό και – μέσω αυτού – τις μισθολογικές διεκδικήσεις, είτε επειδή συμβάλλουν άμεσα στον προσδιορισμό των μισθών (όπως π.χ. συμβαίνει όταν το θετικό “παραγωγικό κενό” ή η μη αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς εργασίας έχουν ως αποτέλεσμα να εκδηλώνεται υπερβάλλουσα ζήτηση εργασίας).

Οστόσο, η θετική διαφορά των ρυθμών ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εν μέρει αποτελεί αυτοτελή παράγοντα απόκλισης του πληθωρισμού, στο βαθμό που ανάγεται σε διαφορές στις συνθήκες λειτουργίας της ελληνικής αγοράς εργασίας (σε σύγκριση με άλλες χώρες της Ζώνης του ευρώ). Οι διαφορές αυτές αντανακλούν αφενός διαφορές στο νομικό πλαίσιο των εργασιακών σχέσεων (κυρίως ορισμένα στοιχεία δυσκαμψίας που υπάρχουν ακόμη παρά τις μεταρρυθμίσεις που έχουν γίνει από το 1990 έως σήμερα), και αφετέρου διαφορές στη συμπεριφορά των κοινωνικών εταίρων (κυρίως παλαιότερα, ενώ από τις αρχές της δεκαετίας του '90 τόσο τα εργατικά συνδικάτα όσο και οι εργοδοτικές οργανώσεις διαμόρφωσαν σταδιακά πολύ πιο υπεύθυνη και εποικοδομητική συμπεριφορά κατά τις μισθολογικές διαπραγματεύσεις).

Η θετική διαφορά πληθωρισμού μεταξύ μιας χώρας (της Ελλάδος) που συμμετέχει σε μια νομισματική ένωση (τη Ζώνη του ευρώ) και της ένωσης ως συνόλου μπορεί να ασκήσει αντίρροπες επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Από τη μία πλευρά, εφόσον τα ονομαστικά επιτόκια τείνουν να είναι ενιαία σε όλες τις χώρες της ένωσης,<sup>35</sup> τα πραγματικά επιτόκια θα είναι χαμηλότερα στη χώρα με τον υψηλότερο πληθωρισμό: το γεγονός αυτό θα έχει επεκτατικό αποτέλεσμα στην εγχώρια ζήτηση. Από την άλλη πλευρά, η θετική διαφορά πληθωρισμού συνεπάγεται άνοδο της πραγματικής

34 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 είναι θετική και ίση με 0,7-0,9 της εκατοστιάσιας μονάδας, ανάλογα με τον ορισμό που χρησιμοποιείται (βλ. και υποσημείωση 15 πιο πάνω).

35 Στην πράξη, βεβαίως, παρατηρούνται διαφορές στα ονομαστικά επιτόκια μεταξύ χωρών της Ζώνης του ευρώ. Γενικά, αυτές αντανακλούν διαφορές μεταξύ χωρών ως προς τις συνθήκες λειτουργίας της αγοράς οι οποίες δεν έχουν ακόμη εξαλειφθεί, παρά την πίεση του διασυνοριακού ανταγωνισμού.

σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, δηλαδή (στο βαθμό που δεν οφείλεται στην επίδραση Balassa-Samuelson) μείωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές και – όλων των άλλων παραγόντων τηρουμένων σταθερών – τελικά μείωση των καθαρών εξαγωγών και του ΑΕΠ. Το ζήτημα που τίθεται είναι πτοια από τις δύο επιδράσεις υπερισχύει και σε ποιο χρονικό ορίζοντα. Εάν υποτεθεί ότι η διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ μένει σταθερή και ότι τα ονομαστικά επιτοκία δεν μεταβάλλονται, τότε φαίνεται εύλογο το συμπέρασμα ότι το επεκτατικό αποτέλεσμα των χαμηλών πραγματικών επιτοκίων (που μένουν και αυτά σταθερά) θα εξαντληθεί μετά από κάποιο χρονικό διάστημα. Αντίθετα, η σταθερή διαφορά πληθωρισμού θα οδηγεί σε νέα άνοδο της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας κάθε χρόνο και η απώλεια ανταγωνιστικότητας θα σωρεύεται διαχρονικά. Μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, επομένως, είναι πιθανότερο ότι θα υπερισχύσει το συσταλτικό για την οικονομική δραστηριότητα αποτέλεσμα της υποχώρησης της ανταγωνιστικότητας και όχι το επεκτατικό αποτέλεσμα των χαμηλότερων πραγματικών επιτοκίων.<sup>36</sup>

Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η μείωση των πραγματικών επιτοκίων έχει στηρίξει ουσιαστικά τους υψηλούς ρυθμούς ανόδου της ζήτησης και του ΑΕΠ τα τελευταία χρόνια στην Ελλάδα,<sup>37</sup> αντισταθμίζοντας τις επιπτώσεις που είχε η στασιμότητα (το 2001) ή η μείωση (το 2002 και εφέτος) της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές (για τη χαλάρωση των νομισματικών συνθηκών βλ. και το διάγραμμα του Πλαισίου 4 στο Κεφάλαιο V). Κατά τα επόμενα έτη όμως, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, ιδιαίτερα στο πλαίσιο της διευρυμένης Ευρωπαϊκής Ένωσης, αποτελεί βασική προϋπόθεση για τη διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης. Από την άποψη της ανταγωνιστικότητας λοιπόν, άμεση προτε-

ραιότητα έχει η εξάλειψη της διαφοράς πληθωρισμού όσον αφορά τα εμπορεύσιμα αγαθά (και, επιπρόσθετα στην περίπτωση της Ελλάδος, τις εμπορεύσιμες υπηρεσίες, π.χ. τον τουρισμό).

Αξίζει σχετικά να σημειωθεί ότι, με βάση τους εναρμονισμένους δείκτες, η θετική διαφορά μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ως προς το μέσο ετήσιο ρυθμό ανόδου των τιμών των βιομηχανικών αγαθών εκτός ενέργειας (δηλαδή μιας σημαντικής κατηγορίας διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών) μειώθηκε αισθητά, από 2,0 εκατοστιαίες μονάδες το 2001 σε 1,0 εκατοστιαία μονάδα το 2002 και 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003. Αντίθετα, στον τομέα των υπηρεσιών (οι οποίες, με εξαίρεση εκείνες που συνδέονται με την τουριστική δραστηριότητα, δεν είναι διεθνώς εμπορεύσιμες) η θετική διαφορά έμεινε ουσιαστικά σταθερή ή αυξήθηκε ελαφρά (ίση με 1,4 εκατοστιαία μονάδα το 2001 και το 2002 και με 1,6 εκατοστιαία μονάδα τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003). Τέλος, στον τομέα των επεξεργασμένων ειδών διατροφής (τα οποία επίσης αποτελούν σημαντική κατηγορία διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών) η θετική διαφορά πληθωρισμού αυξήθηκε ελαφρά, από 2,2 εκατ. μονάδες το 2001 σε 2,4 εκατοστιαίες μονάδες το 2002, αλλά σχεδόν εξαλείφθηκε (μόλις 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας) τους πρώτους οκτώ μήνες του 2003 (βλ. Διάγραμμα 20).<sup>38</sup>

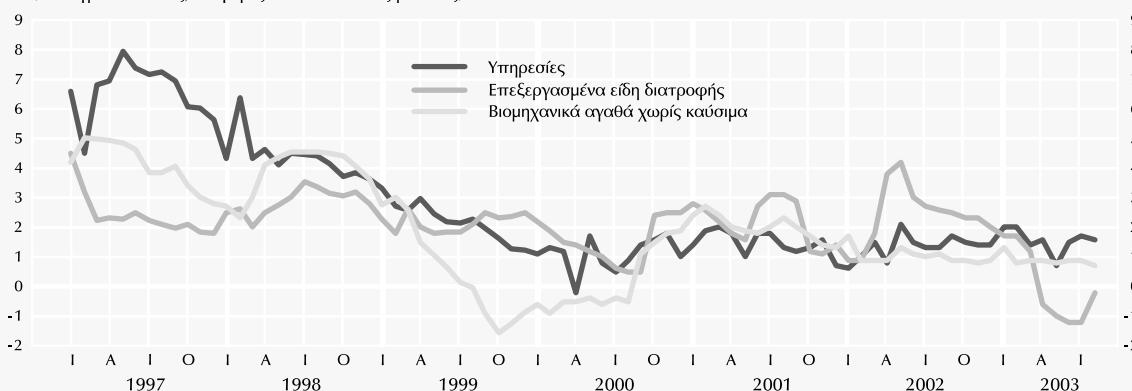
<sup>36</sup> Βλ. την πρόσφατη (Σεπτέμβριος 2003) μελέτη της ΕΚΤ που ήδη αναφέρθηκε (στην υποσημείωση 25), σελ. 39-42.

<sup>37</sup> Βεβαίως, κατά το μεγαλύτερο μέρος, η μείωση των πραγματικών επιτοκίων αντανακλούσε τη μείωση των ονομαστικών επιτοκίων ενόψει της ένταξης στη νομισματική ένωση. Στην περίοδο 2000-2002 όμως, αντανακλούσε επίσης την επιτάχυνση του πληθωρισμού και την αύξηση της θετικής διαφοράς του από τον πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ.

<sup>38</sup> Τα στοιχεία για το 2001-2002 έχουν αναθεωρηθεί. Οι τρεις αυτές ομάδες (βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας, επεξεργασμένα ειδή διατροφής, υπηρεσίες) συναποτελούν το "καλάθι" με βάση το οποίο υπολογίζεται ο πυρήνας του πληθωρισμού σε εναρμονισμένη βάση.

Διάγραμμα 20

Διαφορές ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού Ελλάδος και ζώνης ευρώ (1997-2003)  
(Επιλεγμένοι δείκτες, διαφορές σε εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

### 3. Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας και της απασχόλησης

Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, που λαμβάνουν υπόψη τις οικονομικές εξελίξεις τους πρώτους 6-9 μήνες<sup>39</sup> και τις προοπτικές για το υπολειπόμενο διάστημα του 2003, το ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί εφέτος κατά 4,0%, δηλαδή ελαφρά ταχύτερα από ό,τι το 2002, όταν αυξήθηκε κατά 3,8% (σύμφωνα με αναθεωρημένα στοιχεία).<sup>40</sup> Στην ίδια εκτίμηση καταλήγει και το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών στο Προσχέδιο του Προϋπολογισμού του 2004 (βλ. Πίνακα VII).<sup>41</sup> Με βάση τις προβλέψεις αυτές, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας θα είναι εφέτος ο υψηλότερος μεταξύ των 15 χωρών της ΕΕ, ενώ μεταξύ των 30 χωρών του ΟΟΣΑ η Ελλάδα θα βρίσκεται στη δεύτερη θέση (στην πρώτη θα είναι η Ν. Κορέα).

Είναι χαρακτηριστικό ότι, σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προσωρινές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ (για το πρώτο και το δεύτερο τρίμηνο του 2003), ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ ήταν 4,4% το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους,

εναντί 4,1% το πρώτο εξάμηνο του 2002.<sup>42</sup> Εξάλλου, σύμφωνα με το σύνθετο δείκτη οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος (βλ. Διάγραμμα 21),<sup>43</sup> ο ρυθμός ανόδου της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα επιταχύνθηκε σταθερά από 3,6% τον Ιανουάριο του τρέχοντος έτους

<sup>39</sup> Ανάλογα με τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα για κάθε δείκτη οικονομικής δραστηριότητας.

<sup>40</sup> Τα εθνικολογιστικά στοιχεία για την περίοδο 1999-2002 αναθεωρήθηκαν από την ΕΣΥΕ το Σεπτέμβριο του τρέχοντος έτους.

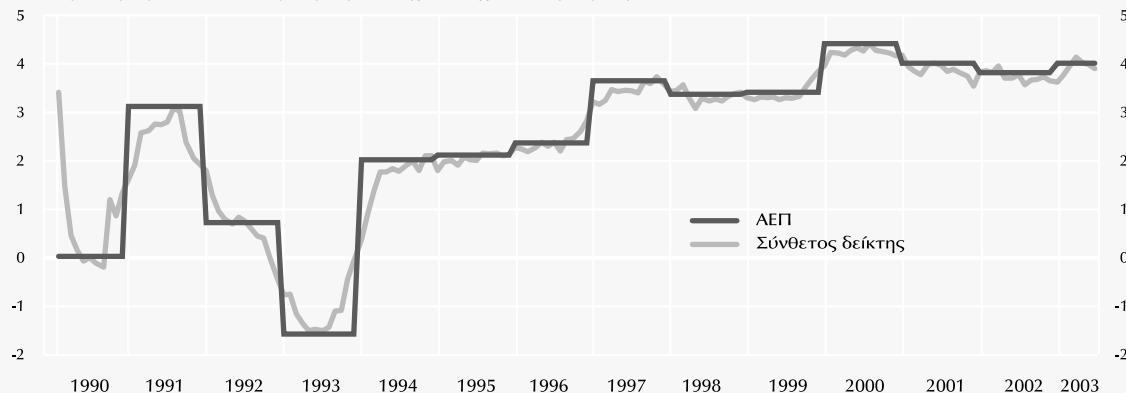
<sup>41</sup> Στην ίδια εκτίμηση καταλήγει και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο στην τελευταία έκθεσή του για την παγκόσμια οικονομία. Βλ. IMF, *World Economic Outlook*, Σεπτέμβριος 2003. Υπενθυμίζεται ότι τον Ιούνιο το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών είχε εκτιμήσει ότι ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ θα διαμορφωθεί εφέτος σε 3,8% (βλ. Εξαμηνιαία Έκθεση, Ιούνιος 2003). Η επίσημη αυτή εκτίμηση δεν διέφερε ουσιαστικά από τις μέχρι τότε δημοσιευμένες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (*Spring 2003 Economic Forecasts*, Απρίλιος 2003), του ΟΟΣΑ (*Economic Outlook*, Ιούνιος 2003) και του ΔΝΤ (*Greece: Staff Report*, Ιούνιος 2003), οι οποίες συνέπιπταν σε ρυθμό 3,6%, καθώς και της Τράπεζας της Ελλάδος, η οποία τον Απρίλιο είχε διατυπώσει πρόβλεψη για ρυθμό ανόδου 3,7% (Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2002).

<sup>42</sup> Το 2002 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε το δεύτερο εξάμηνο στο 3,4%.

<sup>43</sup> 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.

Διάγραμμα 21

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 2003) και ΕΣΥΕ (για το ΑΕΠ 1990-2002).

## Πίνακας VII

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

(Σε σταθερές αγοραίες τιμές 1995, επήσεις εκατοστιαίες μεταβολές)

	2001	2002 (εκτίμηση)	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	...
Λοιπές κατασκευές	8,2	0,7	...
Εξοπλισμός	4,9	6,9	...
Λοιπές	20,1	20,8	...
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	0,0	0,1	...
Εγχώρια τελική ζήτηση	2,9	3,8	...
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-1,1	-7,7	1,9
Εξαγωγές αγαθών	-1,6	-7,1	...
Εξαγωγές υπηρεσιών	-0,7	-8,1	...
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-3,4	-4,7	3,0
Εισαγωγές αγαθών	-4,2	1,1	...
Εισαγωγές υπηρεσιών	-0,3	-26,6	...
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	4,0	3,8	4,0

Πηγή: ΕΣΥΕ/Διεύθυνση Εθνικών Λογαριασμών (Σεπτέμβριος 2003) για τα έτη 2001 και 2002, εκτιμήσεις Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών (Προσχέδιο Προϋπολογισμού 2004) για το 2003. Για τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος βλ. το κύριο κείμενο.

σε 4,1% τον Απρίλιο. Στη συνέχεια επιβραδύνθηκε ελαφρά και διαμορφώθηκε σε 3,9% τον Ιούλιο (μηνιαίοι ρυθμοί που έχουν αναχθεί σε ετήσιους).<sup>44</sup>

Από την πλευρά της ζήτησης, στην αύξηση

44 Παρατηρείται ότι, αντίθετα, ο δείκτης οικονομικού κλίματος για την Ελλάδα (που καταρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή αλλά στηρίζεται μόνο σε αποτελέσματα ερευνών συγκυρώσας) παρουσίασε σχεδόν συνεχή υποχώρηση από το Νοέμβριο του 2002 (98,8 με 2000=100) έως και τον Απρίλιο του 2003 (97,3), ενώ εμφάνισε ανάκαμψη τους πέντε μήνες που ακολούθησαν (έως και τον Σεπτέμβριο, όταν έφθασε στο 98,3).

## Πίνακας VIII

### Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2001-2003)

(Επήσεις εκατοστιαίες μεταβολές)

	2001	2002	2003 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικών πωλήσεων <sup>1</sup>	4,4	4,5	4,6 (Ιαν.-Ιούν.)
Ειδή διατροφής	2,3	4,5	4,3 ( » » )
Ένδυση-υπόδηση	3,3	2,8	3,3 ( » » )
Έπιπλα-οικιακός εξοπλισμός	4,7	4,4	5,6 ( » » )
Βιβλία-εφημερίδες-εξοπλισμός γραφείου	5,9	5,2	9,7 ( » » )
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών			
στο λιανικό εμπόριο	-8,0	1,2	6,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
Νέες κυκλοφορίες I.X. επιβατικών αυτοκινήτων	-4,4	-4,2	-4,4 (Ιαν.-Αύγ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	7,9	7,6	3,3 (Ιαν.-Ιούν.)
Φορολογικά έσοδα από πάγια τέλη κινητής τηλεφωνίας	48,2	27,5	18,0 (Ιαν.-Αύγ.)
Υπόλοιπο συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης της κατανάλωσης	42,5 (ΔΕΚ.)	24,2 (ΔΕΚ.)	23,1 (Αύγ.)

1 Αναθεωρημένος δείκτης όγκου 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 IX

### Δείκτης αξίας λιανικών πωλήσεων (2003)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι της αντίστοιχης περιόδου του προηγούμενου έτους)

Κατηγορίες	2003 (Ιαν.-Ιούν.)
1. Μεγάλα κατ/τα τροφίμων	11,9
2. Πολυκαταστήματα	6,7
3. Τρόφιμα-ποτά-καπνός	3,0
4. Φαρμακευτικά-καλλυντικά	9,7
5. Ένδυση-υπόδηση	5,8
6. Έπιπλα-ηλεκ. ειδη-οικ. εξοπλισμός	5,7
7. Βιβλία-χαρτικά-λοιπά ειδή	13,8
8. Πωλήσεις εκτός καταστημάτων	8,4
Γενικός δείκτης αξίας λιανικών πωλήσεων	8,2

Πηγή: ΕΣΥΕ.

καθώς και η ανάκαμψη των εξαγωγών αγαθών.

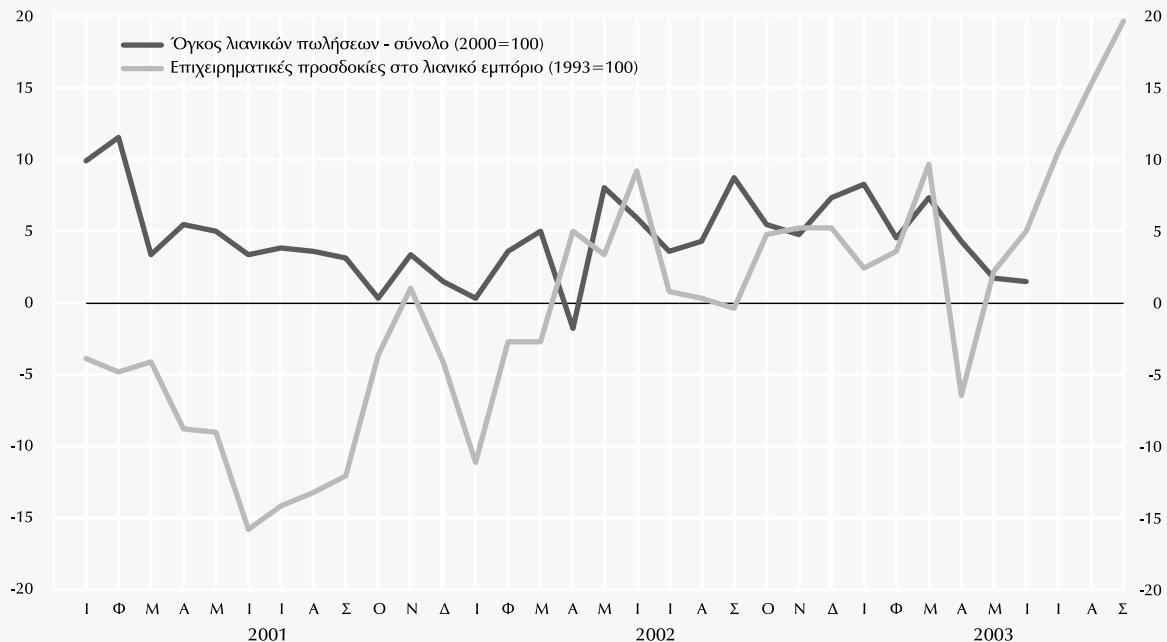
Ειδικότερα, η ιδιωτική κατανάλωση (βλ. Πίνακα VIII) εξακολουθεί να αυξάνεται με υψηλό ρυθμό, όπως προκύπτει από την άνοδο του όγκου λιανικών πωλήσεων (αγαθών εκτός αυτοκινήτων) με ετήσιο ρυθμό 4,6% το πρώτο εξάμηνο του έτους (βλ. Πίνακα IX και Διάγραμμα 22). Εξάλλου, αν και ο αριθμός των αυτοκινήτων I.X. που τίθενται σε κυκλοφορία μειώθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,4% τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους, ενδέχεται οι πωλήσεις να σημειώσουν ανάκαμψη μετά το Σεπτέμβριο, λόγω της μείωσης της έμμεσης φορολογίας που ανακοινώθηκε από την κυβέρνηση στις 2.9.2003. Επιπλέον, η αύξηση των πληρωμών για εισαγωγές επιβατικών αυτοκινήτων κατά 10% περίπου το πρώτο εξάμηνο του 2003 (βλ. Πίνακα XIII.B στη σελ. 72) υποδηλώνει –δεδομένου ότι οι τιμές αυξήθηκαν πολύ λιγότερο – άνοδο του όγκου των εισαγω-

του ΑΕΠ συντελούν, κατά σειρά μεγέθους της συμβολής τους, η ισχυρή άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης, των επενδύσεων των ιδιωτικών και των δημόσιων επιχειρήσεων, των επενδύσεων σε κατοικίες και των επενδύσεων του τομέα της γενικής κυβέρνησης,

Διάγραμμα 22

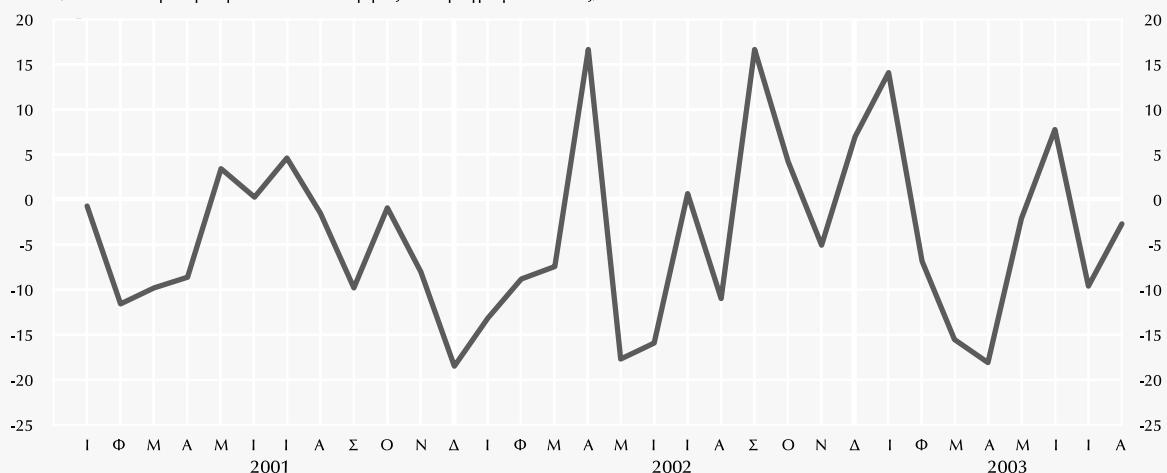
**Καταναλωτική Ζήτηση (Ιανουάριος 2001 - Σεπτέμβριος 2003)**

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.

γών αυτών λόγω αύξησης του μέσου κυβισμού. Η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης εκτιμάται ότι θα υπερβεί το 3%<sup>45</sup> (έναντι 2,8% το 2002) και στηρίζεται στην ανάλογη αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, η οποία αντανακλά την αναμενόμενη αύξηση των μέσων πραγματικών πρ

φορολογίας αποδοχών των μισθωτών κατά 2,5%, τις φορολογικές ελαφρύνσεις που συνεπάγονται ακόμη μεγαλύτερη αύξηση του μέσου

**45** Σύμφωνα με τις τριμηνιαίες εθνικολογιστικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, το πρώτο εξάμηνο η ιδιωτική κατανάλωση (σε σταθερές τιμές) αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 4,0%.

**Πίνακας Χ**  
**Δείκτης τιμών κατοικιών**

Περίοδος	Αστικές περιοχές-σύνολο			Αθήνα			Λοιπές αστικές περιοχές		
	Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή		Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή		Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή	
		Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντί-στοιχης περιόδου προηγούμενου έτους		Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντί-στοιχης περιόδου προηγούμενου έτους		Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντί-στοιχης περιόδου προηγούμενου έτους
1997=100	1997=100	Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντί-στοιχης περιόδου προηγούμενου έτους	1997=100	Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντί-στοιχης περιόδου προηγούμενου έτους	1993 IV=100	Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντί-στοιχης περιόδου προηγούμενου έτους
<b>1994</b> .....	76,1	...	...	73,4	9,5	9,5	106,0	...	...
<b>1995</b> .....	82,6	8,5	8,5	80,1	9,2	9,2	114,3	7,8	7,8
<b>1996</b> .....	91,2	10,5	10,5	88,9	11,0	11,0	125,7	10,0	10,0
<b>1997</b> .....	100,0	9,7	9,7	100,0	12,5	12,5	134,7	7,1	7,1
<b>1998</b> .....	114,4	14,4	14,4	115,5	15,5	15,5	152,6	13,3	13,3
<b>1999</b> .....	124,5	8,9	8,9	129,6	12,2	12,2	161,5	5,8	5,8
<b>2000</b> .....	137,6	10,5	10,5	149,1	15,1	15,1	171,2	6,0	6,0
<b>2001</b> .....	157,7	14,6	14,6	175,4	17,6	17,6	190,6	11,3	11,3
<b>2002</b> .....	178,2	13,0	13,0	203,8	16,2	16,2	208,8	9,5	9,5
<b>2002</b> I .....	171,5	4,4	13,9	193,6	5,8	16,8	203,9	3,0	10,7
II .....	178,8	4,3	14,4	208,0	7,4	19,4	205,3	0,7	8,8
III .....	179,4	0,3	12,4	205,4	-1,3	14,9	209,9	2,3	9,7
IV .....	183,1	2,0	11,5	208,2	1,4	13,8	215,9	2,8	9,0
<b>2003</b> I .....	187,2	2,3	9,2	214,6	3,1	10,8	219,0	1,4	7,4
II .....	186,9	-0,2	4,5	210,6	-1,8	1,3	223,0	1,8	8,6
<b>2002</b> Ιούλ.	...	...	...	204,7	-1,4	15,6	...	...	...
Αύγ.	...	...	...	203,5	-0,6	14,6	...	...	...
Σεπτ.	...	...	...	208,0	2,2	14,7	...	...	...
Οκτ.	...	...	...	205,5	-1,2	13,0	...	...	...
Νοέμ.	...	...	...	211,6	3,0	14,1	...	...	...
Δεκ.	...	...	...	207,5	-1,9	14,2	...	...	...
<b>2003</b> Ιαν.	...	...	...	212,2	2,3	13,1	...	...	...
Φεβρ.	...	...	...	212,2	0,0	13,5	...	...	...
Μάρτ.	...	...	...	219,3	3,3	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	...	...	...

**Πηγή:** Για τις λοιπές αστικές περιοχές: Τράπεζα της Ελλάδος (τριμηνιαία στοιχεία). Για την Αθήνα: επεξεργασία στοιχείων των εταιριών "Δανός και Συνεργάτες" (1993-97) και "Property EPI" (μηνιαία στοιχεία 1997-03). Για το σύνολο των αστικών περιοχών: σταθμισμένος δείκτης με βάση το απόθεμα των κατοικιών στην Αθήνα και τις λοιπές αστικές περιοχές.

πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, καθώς και την αύξηση των απασχολούμενων 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 παραμένει υψηλός, αν και η τάση του είναι γενικά πτωτική (23,1% τον Αύγουστο του τρέχοντος έτους, έναντι 24,2% το Δεκέμβριο του 2002). Τέλος, η αύξηση της αγοραίας αξίας των περι-

ουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών συνεχίζει να ασκεί θετική επίδραση στην ιδιωτική κατανάλωση. Σύμφωνα με τις διαθέσιμες ενδείξεις, οι τιμές των κατοικιών, οι οποίες αποτελούν βασικά περιουσιακά στοιχεία των ελληνικών νοικοκυριών, εξακολούθησαν να αυξάνονται το πρώτο τρίμηνο του έτους στα αστικά κέντρα, αλλά το δεύτερο τρίμηνο η άνοδος ανακόπτηκε (βλ. Πίνακα Χ). Συνολικά, το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους ο ετήσιος ρυθμός ανόδου

## Πίνακας XI

### Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2001-2003)

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

	2001	2002	2003 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	5,1	-5,1	-6,1 (Ιαν.-Ιούλ.)
Επενδυτική δαπάνη (σε τρέχουσες τιμές) των ιδιωτικών βιομηχανικών επιχειρήσεων <sup>2</sup>	-15,2 <sup>3</sup>	-21,5 <sup>4</sup>	10,2 <sup>4</sup>
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	(81,4)	(79,4)	(78,1) (Ιαν.-Σεπτ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	7,3	-9,4	37,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Όγκος νέων οικοδομών βάσει αδειών	12,1	9,1	10,6 (Ιαν.-Μάιος)
Παραγωγή τοιμέντου	4,6	-2,3	-3,1 (Ιαν.-Ιούλ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	-5,6	0,1	-0,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
Υπόλοιπο συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης του οικισμού	38,9 (ΔΕΚ.)	35,6 (ΔΕΚ.)	27,3 (Αύγ.)

1 Με εξαίρεση το βαθμό χρησιμοποίησης.

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

3 Εκτίμηση έρευνας Μαρτίου-Απριλίου 2002.

4 Εκτίμηση ή πρόβλεψη έρευνας Μαρτίου-Απριλίου 2003.

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

των τιμών των κατοικιών επιβραδύνθηκε στο 6,8% (από 14,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2002), αλλά εκτιμάται ότι ταυτόχρονα επιταχύνθηκε ο ρυθμός αύξησης του όγκου των κατοικιών (βλ. πιο κάτω). Εξάλλου, από τον Απρίλιο έως και τον Αύγουστο παρατηρήθηκε ανάκαμψη των τιμών των μετοχών στο ΧΑΑ (η οποία ανακόπηκε το Σεπτέμβριο).<sup>46</sup> Πάντως το μέσο επίπεδο των τιμών των μετοχών στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου μειώθηκε με ετήσιο ρυθμό ελαφρά μικρότερο από ό,τι στην αντίστοιχη περίοδο του 2002 (-19,2% έναντι -22,4%).

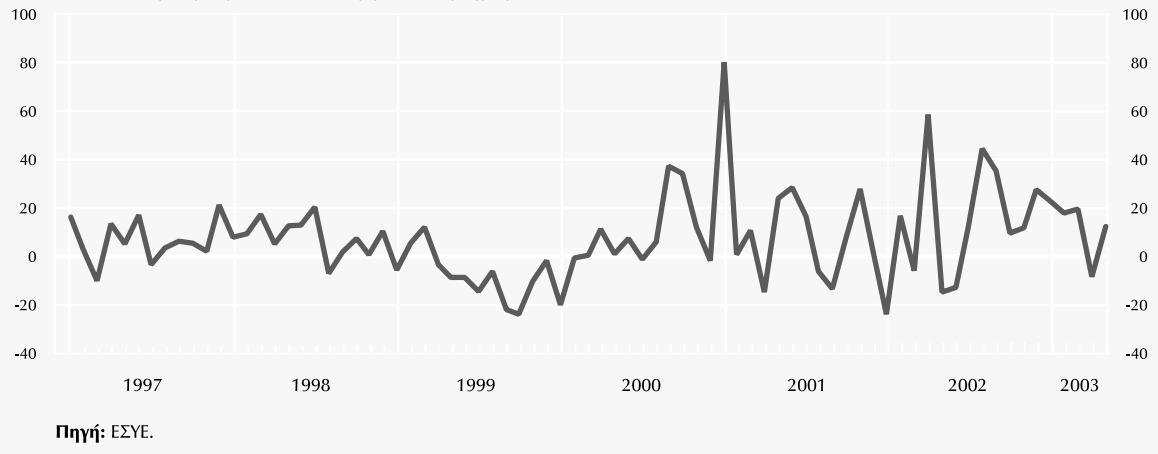
Η δημόσια κατανάλωση εκτιμάται, εάν ληφθούν υπόψη τα στοιχεία για την εκτέλεση του κρατικού προϋπολογισμού κατά το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου (που ανακοινώθηκαν από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών), ότι θα σημειώσει εφέτος αύξηση σε σταθερές τιμές,

η οποία όμως θα είναι σαφώς μικρότερη από τη σημαντική αύξηση (5,1% σύμφωνα με τα αναθεωρημένα εθνικολογιστικά στοιχεία) που παρατηρήθηκε το 2002. Αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι, σύμφωνα με τις προσωρινές τριμηνιαίες εθνικολογιστικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, η δημόσια κατανάλωση αυξήθηκε κατά 2,9% σε σταθερές τιμές και κατά 8,9% σε τρέχουσες τιμές το πρώτο εξάμηνο του 2003. Σύμφωνα πάντως με τις εκτιμήσεις για ολόκληρο το έτος που περιλαμβάνονται στο Προσχέδιο του Προϋπολογισμού του 2004, η αύξηση θα περιοριστεί τελικά σε 0,5% (σε σταθερές τιμές). Εξάλλου, ο αριθμός των δημοσίων υπαλλήλων αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 1,7% το πρώτο εξάμηνο (1,4% το πρώτο τρίμηνο και 2,1% το δεύτερο).

46 Το Σεπτέμβριο του 2003, ο γενικός δείκτης τιμών μετοχών του ΧΑΑ παρουσίαζε αύξηση κατά 37,7% έναντι του Μαρτίου 2003 και κατά 15,5% έναντι του Δεκεμβρίου 2002. Σε σύγκριση με τον Σεπτέμβριο του 2002 η αύξηση ήταν 9,9%.

Διάγραμμα 23

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



Οι συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου (βλ. Πίνακα XI) αναμένεται να αυξηθούν σε σταθερές τιμές κατά 8% περίπου – τοχύτερα από ό,τι το 2002 (5,7%).<sup>47</sup> Ειδικότερα, οι επενδύσεις του τομέα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα αυξηθούν σχεδόν κατά 10% σε σταθερές τιμές. Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, οι εκταμιεύσεις του Προϋπολογισμού Δημόσιων Επενδύσεων (ΠΔΕ) αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 37,9% τους πρώτους εννέα μήνες του έτους. Επισημαίνεται σχετικά ότι η πολύ μεγάλη αύξηση που παρατηρείται εφέτος αντανακλά: (α) την περιοπή του ΠΔΕ το 2002 και τη μετάθεση ορισμένων δαπανών του στο 2003, (β) την ανάγκη να ολοκληρωθούν ή τουλάχιστον να σημειώσουν σημαντική πρόοδο στη διάρκεια του τρέχοντος έτους τα μεγάλα δημόσια έργα που συνδέονται με τους Ολυμπιακούς Αγώνες και (γ) τη συμμετοχή του Δημοσίου στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου των δημόσιων επιχειρήσεων. Η τελευταία συνεπάγεται ότι μόνο ένα μέρος της αύξησης των εκταμιεύσεων καταγράφεται εθνικολογιστικά ως αύξηση των επενδύσεων του τομέα της γενικής κυβέρνησης, ενώ ένα άλλο μέρος (ιαυτό που αφορά τις δημόσιες επιχειρήσεις) καταγράφεται ως αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων.

Οι ιδιωτικές επενδύσεις σε κατοικίες εκτιμάται ότι θα αυξηθούν σημαντικά (με ρυθμό της τάξεως του 10%), όπως προκύπτει από την αύξηση του όγκου της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας βάσει αδειών, που αποτελεί προπορευόμενο δείκτη, με μέσο ετήσιο ρυθμό 9,1% το 2002 και 10,6% τους πρώτους πέντε μήνες του τρέχοντος έτους (βλ. Διάγραμμα 23). Τις επενδύσεις αυτές στηρίζει και η ισχυρή πιστωτική επέκταση, δεδομένου ότι ο ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων, αν και επιβραδύνεται, παραμένει υψηλός (27,3% τον Αύγουστο του 2003, έναντι 35,6% το Δεκέμβριο του 2002).

Σημαντική (της τάξεως του 7%) υπολογίζεται ότι θα είναι η αύξηση και των επιχειρηματικών επενδύσεων. Ειδικότερα, σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, οι επενδύσεις των δημόσιων επιχειρήσεων<sup>48</sup> θα αυξηθούν κατά 20% περίπου (σε τρέχουσες τιμές). Εξάλλου, οι επιχειρηματι-

<sup>47</sup> Σύμφωνα με τις προσωρινές τριμηνιαίες εθνικολογιστικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, το πρώτο εξάμηνο οι συνολικές επενδύσεις (σε σταθερές τιμές) αυξήθηκαν κατά 7,9%.

<sup>48</sup> Σ' αυτές δεν περιλαμβάνεται πλέον ο ΟΤΕ.

κές επενδύσεις στους κλάδους των τηλεπικοινωνιών, των ξενοδοχείων και της ακτοπλοΐας, καθώς και σε άλλους κλάδους του τομέα των υπηρεσιών, εκτιμάται ότι αυξάνονται με υψηλό ρυθμό ενόψει των Ολυμπιακών Αγώνων. Η αύξηση των επενδύσεων στους τομείς αυτούς αναμένεται να υπερκεράσει την περιορισμένης έκτασης ανάκαμψη των επενδύσεων της βιομηχανίας. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την έρευνα επενδύσεων του IOBE που έγινε το Μάρτιο του τρέχοντος έτους, οι ιδιωτικές βιομηχανικές επιχειρήσεις προέβλεπαν αύξηση των επενδυτικών δαπανών τους σε τρέχουσες τιμές κατά 10,5%<sup>49</sup> (έναντι μείωσης κατά 21,5% το 2002), ενώ, σύμφωνα με πιο πρόσφατη έρευνα που διεξήγαγαν από κοινού ο ΣΕΒ και η ICAP,<sup>50</sup> η επενδυτική δαπάνη θα αυξηθεί μόνο κατά 4,6% (έναντι μείωσης κατά 37,7% το 2002, σύμφωνα με την ίδια έρευνα). Όσον αφορά τη χρηματοδότηση της επενδυτικής δαπάνης της βιομηχανίας, σημειώνεται ότι, σύμφωνα με την έρευνα ΣΕΒ-ICAP, οι βιομηχανικές επιχειρήσεις προσδοκούν ότι τα προ φόρων κέρδη ανά επιχείρηση θα αυξηθούν εφέτος κατά 20,3%, έναντι μόνο 7,6% το 2002. Επίσης, η πιστωτική επέκταση προς τη βιομηχανία παρουσιάζει επιτάχυνση και ο ετήσιος ρυθμός της έφθασε το 15,1% τον Αύγουστο του τρέχοντος έτους, έναντι 13,9% το Δεκέμβριο και 7,9% τον Αύγουστο του 2002.<sup>51</sup> Τέλος, σχετικά με τη χρηματοδότηση του συνόλου των επιχειρηματικών επενδύσεων, πρέπει να ληφθούν υπόψη: (α) η αξιόλογη αύξηση των καθαρών κερδών προ φόρων που εμφανίζεται στα αποτελέσματα των εισηγμένων στο ΧΑΑ επιχειρήσεων για το πρώτο εξάμηνο, (β) η σημαντική επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού ανάδου του υπολοίπου των δανείων διάρκειας μεγαλύτερης του έτους προς τις επιχειρήσεις στο 26,8% τον Ιούνιο του 2003, από 17,1% το Δεκέμβριο και 12,9% τον Ιούνιο του 2002<sup>52</sup> και (γ) ο διπλασισμός των συνολικών κεφαλαίων που αντλήθηκαν από τη χρηματιστηριακή αγορά (με αύξηση

του μετοχικού κεφαλαίου) στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2003 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002 (βλ. Κεφάλαιο IV.4.2).

Η μεταβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου σε εθνικολογιστική βάση<sup>53</sup> εκτιμάται ότι θα έχει και το 2003 αρνητική συμβολή στη μεταβολή του ΑΕΠ, επειδή, όπως εκτιμάται, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών θα ανακάμψουν και θα αυξηθούν κατά 2,5% περίπου (έναντι μείωσης κατά 7,7% το 2002<sup>54</sup>), συνεπώς λιγότερο από ότι οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, οι οποίες υπολογίζεται ότι θα αυξηθούν κατά 3,5% περίπου (έναντι μείωσης κατά 4,7% το 2002). Ειδικότερα, παρατηρείται αξιόλογη ανάκαμψη των εξαγωγών αγαθών και στασιμότητα των εξαγωγών υπηρεσιών,<sup>55</sup> οι οποίες όμως είχαν μειωθεί το 2002. Επειδή όμως παράλληλα αυξάνονται εφέτος οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών,<sup>56</sup> οι οποίες

<sup>49</sup> Όπως προκύπτει από τις προηγούμενες έρευνες του IOBE, οι αρχικές προβλέψεις των επιχειρήσεων συνήθως αποδεικύνονται υπεραισιόδοξες.

<sup>50</sup> Η έρευνα (Η ελληνική βιομηχανία: εκτιμήσεις για το 2002 και προσδοκίες για το 2003) δόθηκε στη δημοσιότητα στις 12.6.2003.

<sup>51</sup> Στα στοιχεία αυτά περιλαμβάνονται και οι βραχυπρόθεσμες χορηγήσεις για κεφάλαια κίνησης.

<sup>52</sup> Στη διάρκεια των πρώτων οκτώ μηνών του τρέχοντος έτους το υπόλοιπο των δανείων αυτών αυξήθηκε κατά 16,1%.

<sup>53</sup> Πρόκειται για τη διαφορά εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών σε σταθερές τιμές.

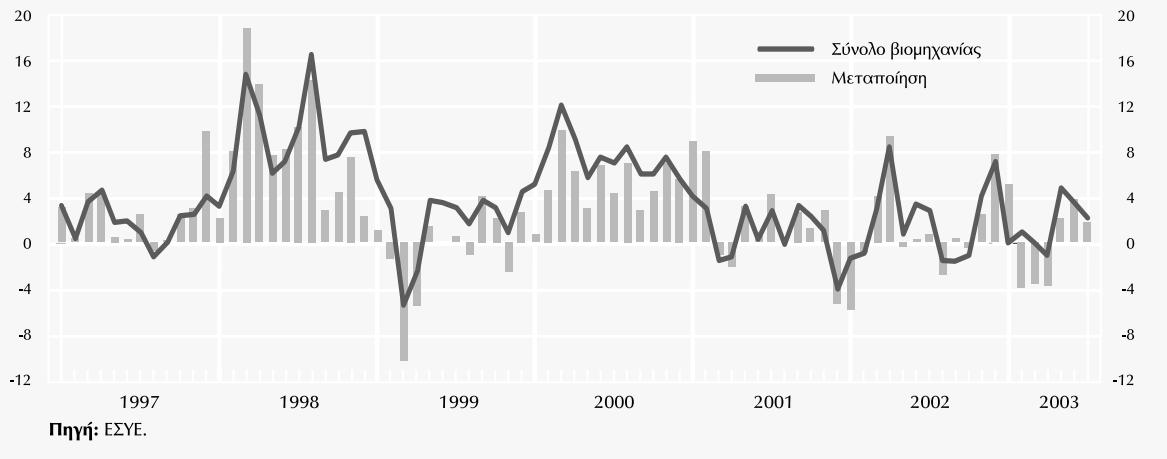
<sup>54</sup> Σύμφωνα με τα αναθεωρημένα εθνικολογιστικά στοιχεία (ΕΣΥΕ, Σεπτέμβριος 2003).

<sup>55</sup> 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.

<sup>56</sup> Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΣΥΕ η αξία των εισαγωγών αγαθών αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 16,0% το πρώτο εξάμηνο του έτους, ενώ με βάση τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος οι πληρωμές για εισαγωγές αγαθών αυξήθηκαν κατά 3,1% τους πρώτους επτά μήνες του έτους. Οι εισαγωγές υπηρεσιών όμως εκτιμάται ότι μειώθηκαν, δεδομένου ότι οι πληρωμές για υπηρεσίες μειώθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 9,0% τους πρώτους επτά μήνες του 2003, σύμφωνα με τα στοιχεία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, αντανακλώντας κυρίως τη μεγάλη μείωση (κατά 22,7%) των δαπανών των Ελλήνων επισκεπτών στο εξωτερικό.

Διάγραμμα 24

Βιομηχανική παραγωγή (Ιανουάριος 1997 - Ιούλιος 2003)  
(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



πέρυσι είχαν μειωθεί, και εάν, επιπλέον, ληφθεί υπόψη ότι το μέγεθος των εισαγωγών είναι σημαντικά μεγαλύτερο από εκείνο των εξαγωγών, προκύπτει ότι η αρνητική συμβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου στη μεταβολή του ΑΕΠ θα είναι της τάξεως του 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας, δηλαδή ελαφρώς μεγαλύτερη από ό,τι το 2002 (0,4 της εκατ. μονάδας).

Από την πλευρά της προσφοράς, δεν υπάρχουν επαρκή στοιχεία για την εξέλιξη της γεωργικής παραγωγής, ενώ κατά την ανάλυση από την πλευρά της ζήτησης έγινε ήδη αναφορά στον υψηλό ρυθμό ανόδου της δραστηριότητας στους κλάδους των κατασκευών και του λιανικού εμπορίου. Πρέπει επίσης να επισημανθεί και η συνεχιζόμενη ανάπτυξη της παροχής τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών.<sup>57</sup> Εξάλλου, η συνολική βιομηχανική παραγωγή<sup>58</sup> αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,5% τους πρώτους επτά μήνες του τρέχοντος έτους, αλλά η παραγωγή της μεταποίησης έμεινε στάσιμη (βλ. Διάγραμμα 24). Είναι όμως ενθαρρυντικό ότι ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της μεταποιητικής παραγωγής, που ήταν στα-

θερά αρνητικός το τρίμηνο Φεβρουαρίου-Απριλίου,<sup>59</sup> στη συνέχεια μεταστράφηκε σε θετικό και διαμορφώθηκε σε 2,5%, κατά μέσον όρο, στο τρίμηνο Μαΐου-Ιουλίου (βλ. Διάγραμμα 25). Η εξέλιξη αυτή επιβεβαιώνεται και από το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI), ο οποίος υποδηλώνει ότι η μεταποιητική παραγωγή αυξήθηκε σταθερά το πεντάμηνο Μαΐου-Σεπτεμβρίου (ενώ το Μάρτιο και τον Απρίλιο ο δείκτης υποδήλωνε ότι η παραγωγή είχε μειωθεί – βλ. Διάγραμμα 26 στη σελ. 67). Οι εξέλιξις στη μεταποίηση επηρεάζονται αμεσότερα από το βραδύ ρυθμό ανάκαμψης των οικονομιών των εμπορικών μας εταιριών,<sup>60</sup> καθώς και από την υποχώρηση της

<sup>57</sup> Τα έσοδα του Δημοσίου από πάγια τέλη (ανά σύνδεση) κινητής τηλεφωνίας αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 18,0% τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους.

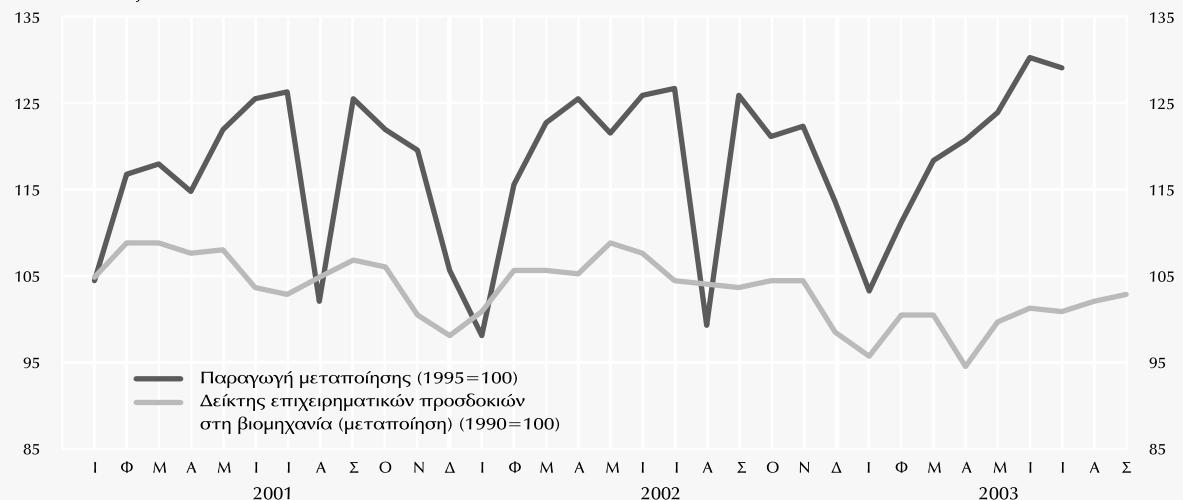
<sup>58</sup> Περιλαμβάνεται η παραγωγή των ορυχείων-μεταλλείων-λατομείων, της μεταποίησης και του ηλεκτρισμού και η διανομή φυσικού αερίου και νερού.

<sup>59</sup> Ο ρυθμός ήταν έντονα θετικός τον Ιανουάριο του 2003, επειδή τον Ιανουάριο του 2002 η παραγωγή ήταν σημαντικά μειωμένη λόγω της κακοκαιρίας.

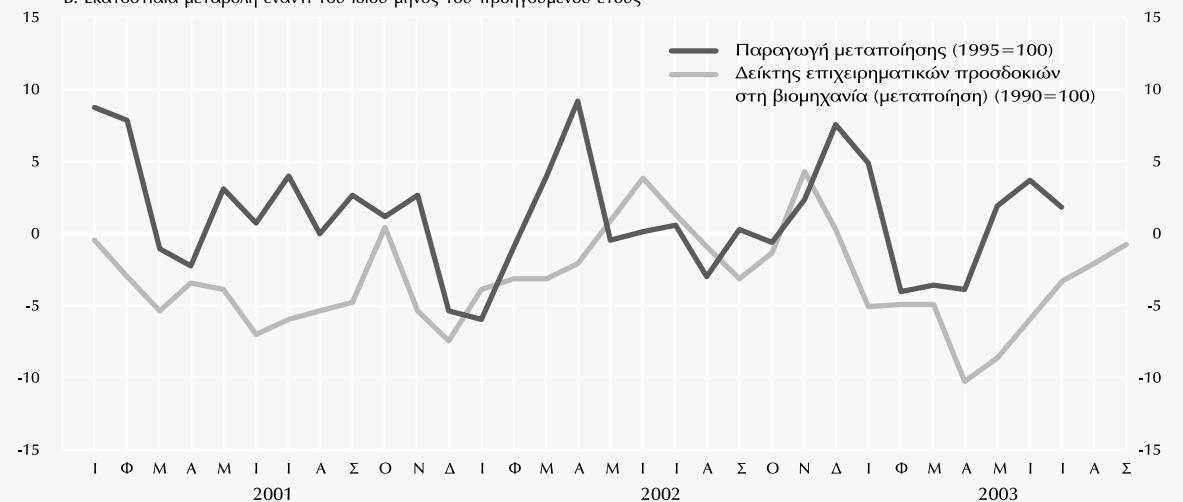
<sup>60</sup> Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι επιβραδύνεται στη ζώνη του ευρώ (στο 0,5% περίπου, από 0,8% το 2002) και την ΕΕ, ενώ επιταχύνεται μόνο ελαφρά στην παγκόσμια οικονομία (στο 3,2%, από 3,0% το 2002 – βλ. Κεφάλαιο II).

Διάγραμμα 25

Παραγωγή και επιχειρηματικές προσδοκίες στη μεταποίηση (Ιανουάριος 2001 - Σεπτέμβριος 2003)  
Α. Δείκτες



Β. Εκατοστιαία 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.

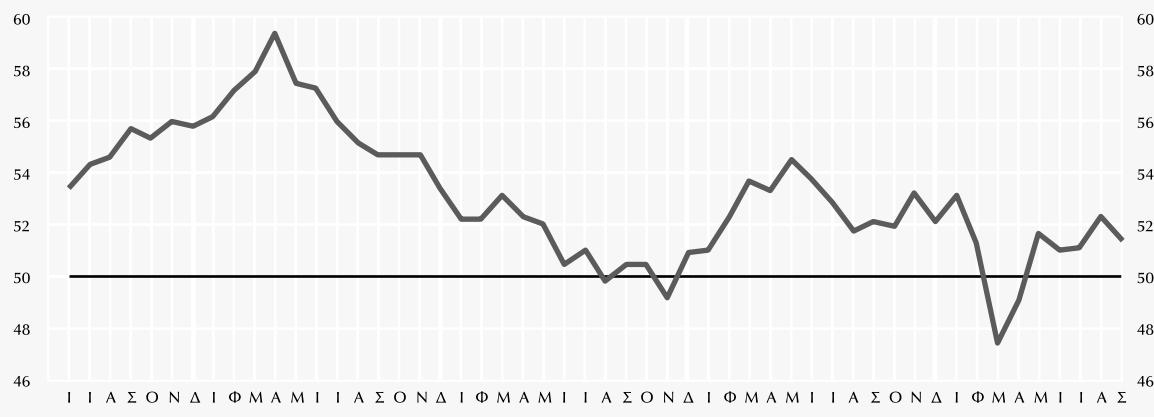
ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων ως προς τις τιμές (λόγω της ανατίμησης του ευρώ και της διαφοράς πληθωρισμού).<sup>61</sup>

Η εξέλιξη της απασχόλησης είναι, με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία και ενδείξεις, σαφώς θετικότερη εφέτος από ό,τι το 2002. Συγκεκριμένα, ενώ το 2002 η μέση ετήσια αύξηση της συνολικής απασχόλησης ήταν 1,0% και των απασχολούμενων μισθωτών μόλις 0,2%, το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους η συνο-

61 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 κόδοτος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση) κατά 3,5% περίπου εφέτος (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 η ανατίμηση του ευρώ επηρεάζει την τιμολογιακή πολιτική των εξαγωγικών επιχειρήσεων και συγκεκριμένα οδηγεί 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 μεριδίου των ελληνικών επιχειρήσεων στις αγορές του εξωτερικού (βλ. Πίνακα XII).

Διάγραμμα 26

Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για τη Μεταποίηση (PMI) (Ιούνιος 1999 - Σεπτέμβριος 2003)  
 (Εποχικά διορθωμένος δείκτης, τιμή άνω του 50 υποδηλώνει αύξηση)



Πηγή: Ελληνικό Ινστιτούτο Προμηθειών και NTC Research.

## Πίνακας XII

Δείκτης τιμών εξαγομένων και σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματος (2002-2003)  
 (Έκατοστιαίες 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

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ και Τράπεζας της Ελλάδος.

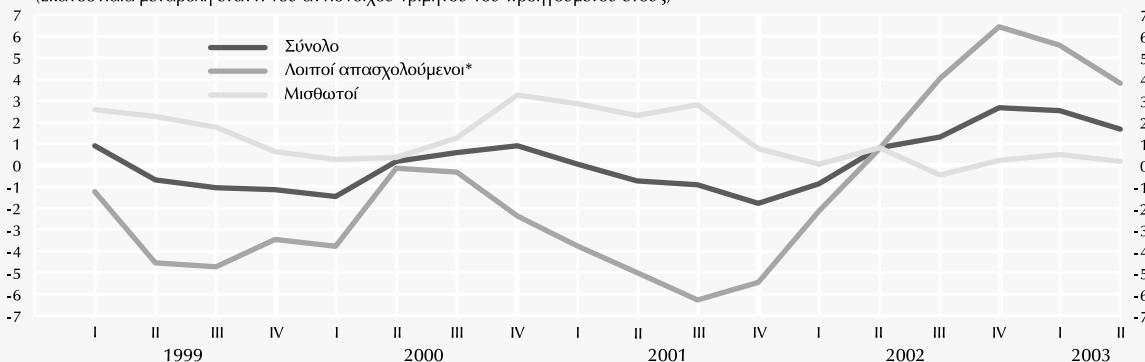
λική απασχόληση αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 2,1% και οι απασχολούμενοι μισθωτοί κατά 0,4%, σύμφωνα με την έρευνα εργατικού δυναμικού της ΕΣΥΕ (βλ. Διάγραμμα 27). Ταυ-

τόχρονα, το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 8,9% το δεύτερο τρίμηνο και διαμορφώθηκε, κατά μέσον όρο, στο 9,4% το πρώτο εξάμηνο του 2003 (έναντι 10,3% την αντί-

Διάγραμμα 27

## Απασχόληση (1999 - 2003)

(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



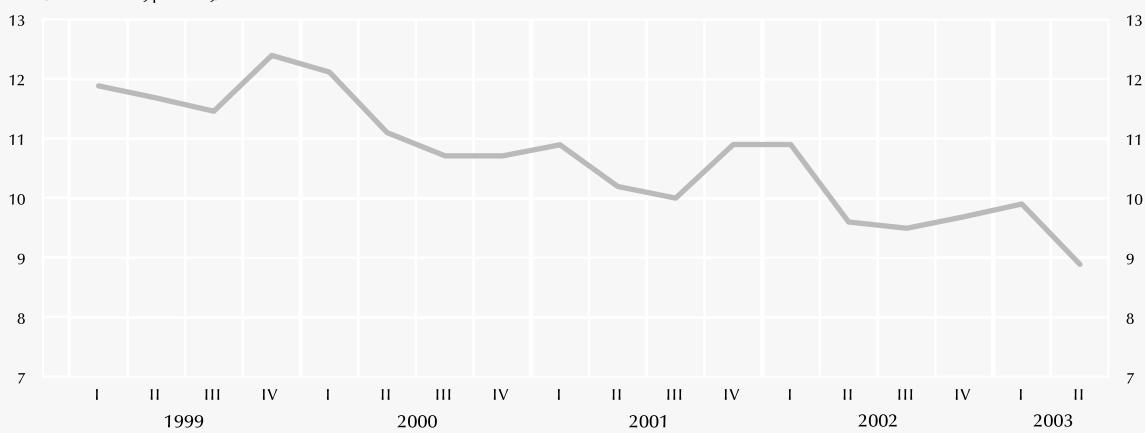
\*Λοιποί απασχολούμενοι= Αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό (εργοδότες) + Αυτοαπασχολούμενοι χωρίς προσωπικό + Βοηθοί στην οικογενειακή επιχείρηση.

Πηγή: ΕΣΥΕ, Έρευνες Εργατικού Δυναμικού.

Διάγραμμα 28

## Ποσοστό συνολικής ανεργίας (1999 - 2003)

(Εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΣΥΕ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

στοιχη περίοδο του 2002 – βλ. Διάγραμμα 28). Αξίζει ιδιαίτερα να τονιστεί ότι η αύξηση της απασχόλησης κατά 82.000 άτομα (το πρώτο εξάμηνο του 2003 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002) αντανακλά τόσο τη μείωση του αριθμού των ανέργων κατά 35.000 άτομα όσο και την είσοδο 47.000 ατόμων στο εργατικό δυναμικό. Είναι επίσης ενδιαφέρον ότι το σύνολο της αύξησης της απασχόλησης το ίδιο διάστημα αφορούσε πλήρως απασχολούμενους, ενώ – αντίθετα –

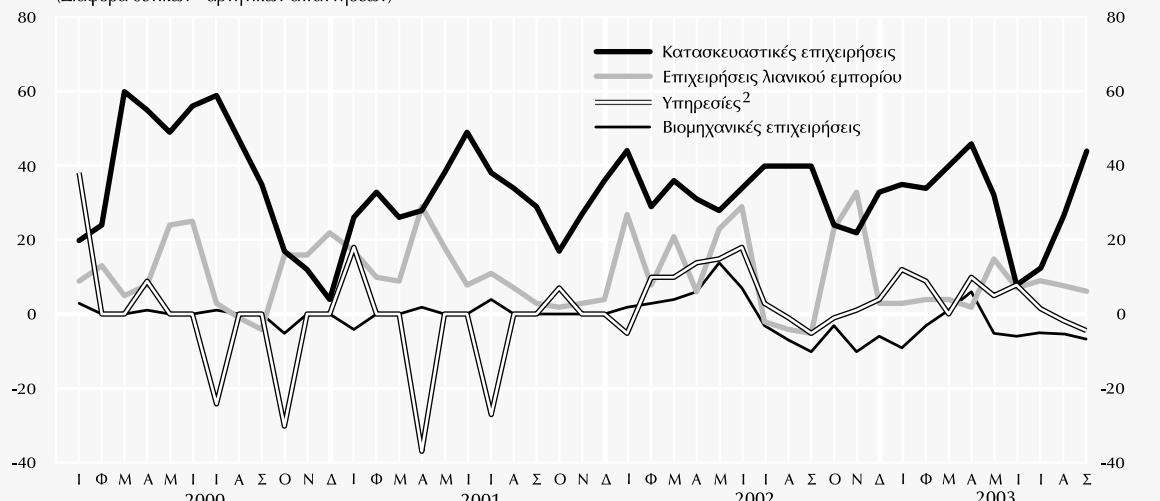
οι μερικώς και οι προσωρινά απασχολούμενοι μειώθηκαν.<sup>62</sup>

Σχετικά με την κλαδική δυναμική της απασχόλησης, η έρευνα της ΕΣΥΕ καταγράφει αξιόλογη

<sup>62</sup> Το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους οι πλήρως απασχολούμενοι αυξήθηκαν κατά 87.000 άτομα, ενώ οι μερικώς απασχολούμενοι μειώθηκαν κατά 5.000 άτομα σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Εξάλλου, οι προσωρινά απασχολούμενοι (δηλαδή οι απασχολούμενοι με συμβάσεις εργασίας ορισμένου χρόνου) μειώθηκαν κατά 10.000 άτομα το πρώτο τρίμηνο του έτους σε σύγκριση με το αντίστοιχο του 2002.

Διάγραμμα 29

Επιχειρηματικές προβλέψεις<sup>1</sup> για την απασχόληση (Ιανουάριος 2000 - Σεπτέμβριος 2003)  
(Διαφορά θετικών - αρνητικών απαντήσεων)



1 Οι απαντήσεις των επιχειρήσεων αφορούν την προοπτική αύξησης του αριθμού των απασχολουμένων κατά την προσεχή περίοδο.

2 Δεν περιλαμβάνονται οι τράπεζες και οι επιχειρήσεις λιανικού εμπορίου.

Πηγή: IOBE, Έρευνα Οικονομικής Συγκυρίας.

αύξηση της απασχόλησης στη γεωργία (που είναι αντίθετη με την ιστορική τάση<sup>63</sup>) και σημαντική περαιτέρω μείωση της μισθωτής απασχόλησης στη μεταποίηση. Το πρώτο εξάμηνο, οι απασχολούμενοι εκτός γεωργίας (ανεξάρτητα από θέση στο επάγγελμα) αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,5%, δηλαδή ελαφρά λιγότερο από ό,τι η απασχόληση στο σύνολο της οικονομίας. Την ίδια περίοδο, οι απασχολούμενοι εκτός μεταποίησης μισθωτοί αυξήθηκαν κατά 1,8%. Είναι χαρακτηριστικό ότι ενώ στη μεταποίηση οι απασχολούμενοι μισθωτοί μειώθηκαν το πρώτο εξάμηνο με μέσο ετήσιο ρυθμό 6,9%, στις κατασκευές αυξήθηκαν κατά 8,1% και στις μεταφορές-αποθηκεύσεις-επικοινωνίες κατά 7,6%. Παρατηρείται επομένως αύξηση της απασχόλησης σε κλάδους που συνδέονται με την προετοιμασία για τους Ολυμπιακούς Αγώνες. Εξάλλου, στον κλάδο ξενοδοχείων-εστιατορίων έμεινε μεν ουσιαστικά στάσιμος ο αριθμός των απασχολούμενων μισθωτών (-0,2%), αλλά η συνολική απασχόληση, που περιλαμβάνει και τους αυτο-απασχολουμένους, αυξήθηκε κατά 3,9%. Η άνοδος της συνολικής απασχόλησης στα ξενοδ-

χεία-εστιατόρια υποδηλώνει ότι η αύξηση του εσωτερικού τουρισμού υπεραντιστάθμισε τη μείωση των αφίξεων τουριστών από το εξωτερικό.

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 29). Ειδικότερα, έντονα θετικές ήταν τους πρώτους εννέα μήνες του έτους οι σχετικές προβλέψεις των κατασκευαστικών επιχειρήσεων, ενώ θετικές ήταν και οι προβλέψεις των επιχειρήσεων στους τομείς τόσο του λιανικού εμπορίου όσο και των υπηρεσιών (με εξαίρεση το τρίτο τρίμηνο και τους κλάδους ξενοδοχείων-εστιατορίων και ταξιδιωτικών πρακτορείων). Αντίθετα, στασιμότητα ή μείωση της απασχόλησης υποδήλωναν οι προβλέψεις των μεταποιητικών επι-

<sup>63</sup> Η απασχόληση στη γεωργία εμφανίζει θετικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής από το τρίτο τρίμηνο του 2002. Το νέο αυτό φαινόμενο ενδέχεται να συνδέεται με τη διαδικασία νομιμοποίησης των αλλοδαπών εργατών και με το γεγονός ότι αξιόλογος αριθμός τους απασχολείται στη γεωργία και έχει ασφαλιστεί στον ΟΓΑ.



χειρήσεων (που καταγράφηκαν από την έρευνα του IOBE αλλά και από την έρευνα του Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών-PMI). Τέλος, συνέχιση της δημιουργίας νέων θέσεων εργασίας στον ιδιωτικό τομέα υποδηλώνουν τα στοιχεία του ΟΑΕΔ για τις ροές απασχόλησης. Ενώ από τον Οκτώβριο του 2002 έως και τον Ιανουάριο του 2003 (καθώς και το Μάρτιο του 2003) η "καθαρή διαφορά" (νέες θέσεις εργασίας) ήταν αρνητική, το Φεβρουάριο αλλά και το δεύτερο τρίμηνο του τρέχοντος έτους ήταν ιδιαίτερα θετική. Τον Ιούλιο και τον Αύγουστο η διαφορά έγινε πάλι αρνητική, ενδεχομένως αντανακλώντας τη μείωση της μισθωτής απασχόλησης στον τουριστικό τομέα. Πάντως, για ολόκληρη την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου καταγράφηκε θετική καθαρή διαφορά, η οποία έφθασε τα 77.000 άτομα.<sup>64</sup>

#### 4. Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών

Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία, τα οποία καλύπτουν τους πρώτους επτά μήνες του 2003, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχου-

σών συναλλαγών ανήλθε σε 5.776 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας άνοδο κατά 866 εκατ. ευρώ σε σχέση με εκείνο του αντίστοιχου επταμήνου του 2002 (βλ. Διάγραμμα 30). Ειδικότερα, στην εξεταζόμενη περίοδο το εμπορικό έλλειμμα εκτός καυσίμων μειώθηκε και, παράλληλα, το πλεόνασμα του ισοζυγίου των υπηρεσιών αυξήθηκε. Οι θετικές αυτές εξελίξεις υπεραντισταθμίστηκαν από τη διεύρυνση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου των καυσίμων και του ισοζυγίου των εισοδημάτων, καθώς και από τον περιορισμό του πλεονάσματος του ισοζυγίου των μεταβιβάσεων, με αποτέλεσμα να αυξηθεί τελικά το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Για το σύνολο του έτους, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών προβλέπεται να κυμανθεί περίπου στα επίπεδα της προηγούμενης διετίας ως ποσοστό του ΑΕΠ (6,1% το 2002 και 6,2% το 2001). Τα τελευταία χρόνια, το μέγεθος του ελλείμματος συνδέεται, σε σημα-

<sup>64</sup> Υπενθυμίζεται ότι η καθαρή διαφορά (που προκύπτει από τις προοδήψεις αφαιρεθούν οι απολύσεις και οι οικειοθελείς αποχωρήσεις) πρέπει να αντιμετωπίζεται με επιφύλαξη, επειδή οι οικειοθελείς αποχωρήσεις δεν καταγράφονται πλήρως.

ντικό βαθμό, με τον υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας σε σύγκριση με εκείνον των βασικών της εμπορικών εταίρων και, σε κάποιο βαθμό, με την υποχώρηση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές. Ωστόσο, η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τα τελευταία χρόνια μπορεί να έχει, αν παγιωθεί, αρνητικές συνέπειες για τις προοπτικές ανάπτυξης της οικονομίας. Από την όλη πλευρά όμως, πρέπει να επισημανθεί ότι κατά ένα μεγάλο μέρος η διεύρυνση του ελλείμματος αποτελεί όμεσο αποτέλεσμα της συμμετοχής της χώρας στη ζώνη του ευρώ και, με την έννοια αυτή, είναι προσωρινού χαρακτήρα. Σύμφωνα με δύο πρόσφατες μελέτες,<sup>65</sup> η σημαντική μείωση της διαφοράς των πραγματικών επιτοκίων της Ελλάδος από τα αντίστοιχα της ευρωζώνης, ως αποτέλεσμα της ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών που προκάλεσε η συμμετοχή της χώρας στη νομισματική ένωση, είχε ως άμεση συνέπεια τόσο τη μείωση της εγχώριας αποταμίευσης όσο και την αύξηση της επενδυτικής δαπάνης, συμβάλλοντας έτσι στη δημιουργία σχετικά μεγάλων ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Οι Blanchard και Giavazzi υπολόγισαν ότι η αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που προήλθε αποκλειστικά από τη σύγκλιση των πραγματικών επιτοκίων λόγω της συμμετοχής της χώρας στη ζώνη του ευρώ είναι της τάξεως του 1,5% του ΑΕΠ.

### Εμπορικό ισοζύγιο

Παρά το βραδύ ρυθμό ανάκαμψης των οικονομιών των εμπορικών εταίρων της Ελλάδος, η εξαγωγική δραστηριότητα εμφανίζει σαφή ανάκαμψη, δεδομένου ότι αυξάνεται η διείσδυση συγκεκριμένων ελληνικών προϊόντων, π.χ. χημικών και τηλεπικοινωνιακού εξοπλισμού, στις διεθνείς αγορές. Εξάλλου, η αβεβαιότητα που

συνδέοταν με τον πόλεμο στο Ιράκ έχει εξαλειφθεί, αλλά επιβάρυνε σε σημαντικό βαθμό τις καθαρές πληρωμές για εισαγωγές καυσίμων σε ετήσια βάση.<sup>66</sup> Αντίθετα, οι πληρωμές για εισαγωγές εκτός καυσίμων εμφανίζονται σχεδόν στάσιμες παρά το σχετικά ταχύ ρυθμό αύξησης της εγχώριας οικονομικής δραστηριότητας και τα χαμηλά επιπόκια.

Αν και το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου εκτός καυσίμων περιορίστηκε κατά 3,4%, η παραλληλη αύξηση των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων κατά 30,5% το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2003 είχε ως αποτέλεσμα μικρή αύξοδο (+1,4%) του συνολικού εμπορικού ελλείμματος σε σχέση με εκείνο της αντίστοιχης περιόδου του 2002. Το εμπορικό έλλειμμα εκτός καυσίμων ήταν κατά 384 εκατ. ευρώ χαμηλότερο από το αντίστοιχο περυσινό, κυρίως λόγω της ανόδου των εισπράξεων από εξαγωγές κατά 5,2%, ενώ την ίδια περίοδο οι πληρωμές για εισαγωγές έμειναν ουσιαστικά στάσιμες (-0,6%).<sup>67</sup> Εάν ληφθεί υπόψη και η μεταβολή των τιμών (με βάση τους αντίστοιχους δείκτες τιμών χονδρικής πώλησης της ΕΣΥΕ), εκτιμάται ότι ο όγκος των εξαγόμενων αγαθών εκτός καυσίμων αυξή-

65 (α) Blanchard, O. και F. Giavazzi, "Current account deficits in the euro area: the end of the Feldstein-Horioka puzzle?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002/2, (β) IMF, Greece: Selected Issues, Ιούνιος 2003, Κεφάλαιο II.

66 Η αύξοδος (κατά 572 εκατ. ευρώ) των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων αντανακλά κατά ένα μέρος την αυξημένη τιμή του πετρελαίου στη διεθνή αγορά στην αρχή του τρέχοντος έτους λόγω της αβεβαιότητας για τις εξελίξεις στο Ιράκ. Στην εξεταζόμενη περίοδο του 2003, οι πληρωμές για εισαγωγές καυσίμων αποτελούν το 16% της αξίας του συνόλου των εισαγωγών και οι εισπράξεις από εξαγωγές καυσίμων το 12% της αξίας του συνόλου των εξαγωγών, ενώ το καθαρό έλλειμμα του λογαριασμού καυσίμων αποτελεί το 18,5% του εμπορικού έλλειμματος.

67 Στο αντίστοιχο επτάμηνο του 2002 η αξία των εξαγωγών εκτός καυσίμων είχε μειωθεί κατά 7% και η αξία των εισαγωγών εκτός καυσίμων είχε μείνει σχεδόν αμετάβλητη (-0,6%). Όσον αφορά το τρέχον έτος, η στατιστική εμπορευματικών συναλλαγών της ΕΣΥΕ εμφανίζει για το πρώτο εξάμηνο μέση αύξηση της αξίας των εξαγωγών εκτός πετρελαιοειδών κατά 7,9%. Αυξημένες όμως εμφανίζονται και οι εισαγωγές εκτός πετρελαιοειδών (κατά 14,3% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002).

### Πίνακας XIII

#### 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		
	2000	2001	2002	2002 Ιαν.-Ιούν.	2003 Ιαν.-Ιούν.	2001/2000	2002/2001	2003/2002 Ιαν.-Ιούν.
Αγροτικά προϊόντα	17,0	17,1	19,3	19,0	23,8	14,9	6,4	32,9
Χημικά, πλαστικά	8,6	8,0	11,0	11,1	12,8	5,0	30,0	21,9
Μεταποίηση (εκτός μεταλλουργίας)	19,9	17,7	19,2	20,3	21,1	1,8	1,7	10,6
Μεταλλουργία	10,6	9,5	8,6	8,6	7,8	2,4	-14,4	-3,2
Μηχανές, συσκευές	4,7	5,6	5,4	4,4	8,0	37,1	-9,5	95,7
Μεταφορικά μέσα	0,4	0,4	0,7	0,4	1,4	32,9	54,4	295,0
Λοιπά ογαθά	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	122,4	-87,0	-84,4
Μη ταξινομημένα ογαθά <sup>1</sup>	38,9	41,7	35,8	36,2	25,2	22,1	-19,2	-25,6
Σύνολο	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	14,0	-5,9	6,6

##### B. Εισαγωγική δαπάνη

	Εκατοστιαία συμμετοχή κάθε κατηγορίας προϊόντος στο σύνολο της δαπάνης για εισαγωγές					Εκατοστιαία μεταβολή της δαπάνης για εισαγωγές		
	2000	2001	2002	2002 Ιαν.-Ιούν.	2003 Ιαν.-Ιούν.	2001/2000	2002/2001	2003/2002 Ιαν.-Ιούν.
Αγροτικά προϊόντα	13,7	14,2	14,7	14,3	14,4	6,6	4,0	-0,4
Χημικά, πλαστικά	12,8	15,1	16,7	16,2	15,6	21,7	10,6	-4,5
Μεταποίηση (εκτός μεταλλουργίας)	20,4	21,8	21,9	21,8	22,0	10,3	0,5	0,0
Μεταλλουργία	7,9	7,9	8,1	7,7	9,4	2,8	3,1	19,8
Μηχανές, συσκευές	21,8	22,4	21,4	20,8	21,4	5,8	-4,1	2,0
Διαρκή καταναλωτικά ογαθά	3,8	4,2	3,5	4,1	3,7	12,3	-15,2	-11,4
Κεφαλαιακά ογαθά	12,6	12,9	13,0	11,5	13,2	5,5	0,6	13,6
Η/Υ	2,7	3,0	2,3	2,9	1,9	12,4	-22,4	-34,4
Ενσύρματη & κινητή τηλεφωνία	2,6	2,3	2,6	2,2	2,5	-8,9	12,3	14,0
Μεταφορικά μέσα	12,3	12,0	12,8	12,3	15,3	0,8	6,5	23,4
Επιβατικά αυτοκίνητα	6,6	6,4	7,3	6,3	7,0	0,2	14,7	10,2
Λοιπά ογαθά	0,3	0,7	0,4	0,5	0,3	133,6	-47,9	-30,3
Μη ταξινομημένα ογαθά <sup>1</sup>	10,8	6,1	4,0	6,4	1,6	-42,0	-33,4	-75,4
Σύνολο	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	3,2	0,0	-0,9

1 Προϊόντα για τα οποία δεν αναφέρεται κωδικός.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Θηκε κατά 6,5% περίπου και ο όγκος των εισαγόμενων ογαθών εκτός καυσίμων μειώθηκε κατά 1,5% περίπου σε σχέση με την ίδια περίοδο του προηγούμενου έτους.

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος για τη σύνθεση των εισπράξεων από εξαγωγές εκτός καυσίμων κατά κατηγορία προϊόντος (βλ. Πίνακα XIII.A), το

πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους παρατηρήθηκε αύξηση στις εξαγωγές προϊόντων σχεδόν όλων των κατηγοριών. Ειδικότερα, οι εξαγωγές αγροτικών προϊόντων, αλλά και μηχανολογικού και ηλεκτρολογικού εξοπλισμού, είχαν τα μεγαλύτερα μερίδια στη συνολική άνοδο των εισπράξεων από εξαγωγές. Στην πρώτη κατηγορία περιλαμβάνονται κυρίως εξαγωγές παραδοσιακών προϊόντων (π.χ. γαλακτοκομικών και

**Πίνακας XIV**

**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.-Ιούν.	2003* Ιαν.-Ιούν.	2001/2000	2002/2001	2003/2002 Ιαν.-Ιούν.
Ευρωπαϊκή Ένωση (15)	47,3	42,0	43,5	42,6	47,5	-18,9	-3,3	17,1
Ζώνη του ευρώ	38,5	32,3	35,2	34,4	38,5	-23,4	1,6	17,7
Χώρες υπό ένταξη	7,6	9,2	8,8	9,7	8,0	14,9	-13,5	-13,3
ΗΠΑ	5,4	5,5	5,3	5,9	7,5	-7,7	-9,3	33,4
Λοιπές χώρες ΟΟΣΑ <sup>1</sup>	8,0	6,9	6,4	7,2	6,5	-21,5	-12,6	-4,3
Βαλκανικές χώρες <sup>2</sup>	14,7	18,4	16,6	16,2	16,3	13,9	-15,6	5,6
Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών	3,2	4,3	4,3	3,9	3,1	22,2	-5,8	-15,9
Χώρες Β. Αφρικής & Μέσης Ανατολής <sup>3</sup>	6,8	6,7	7,1	6,9	5,1	-10,5	-1,2	-22,0
Άλλες χώρες	7,0	7,3	7,9	7,6	6,0	-10,6	7,1	-17,4
Σύνολο	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-8,6	-6,7	5,1

**B. Εισαγωγές**

	Εκατοστιαία συμμετοχή στο σύνολο της αξίας των εισαγωγών					Εκατοστιαία μεταβολή της αξίας των εισαγωγών		
	2000	2001*	2002*	2002* Ιαν.-Ιούν.	2003* Ιαν.-Ιούν.	2001/2000	2002/2001	2003/2002 Ιαν.-Ιούν.
Ευρωπαϊκή Ένωση (15)	61,0	54,5	52,2	53,3	53,6	-21,6	-0,5	22,4
Ζώνη του ευρώ	52,0	47,3	46,3	47,2	47,0	-20,2	1,6	21,1
Χώρες υπό ένταξη	1,8	2,0	2,0	2,2	1,8	-2,2	4,0	-2,2
ΗΠΑ	3,2	3,5	4,7	4,0	3,3	-5,3	40,3	-1,4
Λοιπές χώρες ΟΟΣΑ <sup>1</sup>	7,3	7,3	7,2	4,9	8,7	-13,0	3,3	72,6
Βαλκανικές χώρες <sup>2</sup>	2,8	3,6	2,7	2,6	2,7	14,0	-21,2	23,6
Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών	1,9	4,7	6,6	6,7	7,4	114,3	45,0	34,3
Χώρες Β. Αφρικής & Μέσης Ανατολής <sup>3</sup>	9,8	10,4	7,0	7,4	6,7	-6,3	-30,6	9,8
Άλλες χώρες	12,2	14,0	17,7	18,9	16,0	0,8	30,8	2,7
Σύνολο	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-12,3	3,9	21,7

1 Οι χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ οι οποίες δεν περιλαμβάνονται σε μια από τις άλλες κατηγορίες (εκτός Μεξικού και Ν. Κορέας).

2 Αλβανία, Βουλγαρία, Ρουμανία και χώρες πρώην Γιουγκοσλαβίας (Βοσνία, Κροατία, ΠΓΔΜ και Νέα Γιουγκοσλαβία).

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

\* Προσωρινά στοιχεία.

**Πηγή:** ΕΣΥΕ.

χυμών), των οποίων έχουν βελτιωθεί σημαντικά η ποιότητα, η ποικιλία και οι μέθοδοι εμπορίας. Η δεύτερη κατηγορία, η οποία περιλαμβάνει αρκετά μη παραδοσιακά προϊόντα (όπως υλικό τηλεπικοινωνιών), έχει ακόμη σχετικά μικρό ποσοστό συμμετοχής στο σύνολο των εξαγωγικών εισπράξεων. Επίσης, σημαντική άνοδο εμφανίζουν οι εξαγωγές χημικών προϊόντων (κυρίως φαρμάκων και πλαστικών υλών και

ειδών), των οποίων το μερίδιο στις συνολικές εξαγωγικές εισπράξεις έχει αυξηθεί ουσιωδώς τα τελευταία χρόνια.

Οι πληρωμές για εισαγωγές αγαθών εκτός καυσίμων παρουσιάζουν σχετική στασιμότητα το πρώτο εξάμηνο 2003 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Σύμφωνα με τα αναλυτικά στοιχεία της Τράπεζας

της Ελλάδος (βλ. Πίνακα XIII.B), παρατηρείται μείωση των εισαγωγών χημικών προϊόντων και κυρίως φαρμακευτικών. Οι πληρωμές για εισαγωγές αγροτικών προϊόντων και προϊόντων μεταποίησης (εκτός της μεταλλουργίας και των χημικών προϊόντων) έμειναν στάσιμες σε σχέση με το αντίστοιχο επτάμηνο του 2002. Αντίθετα, εμφανίζονται αυξημένες οι εισαγωγές προϊόντων μεταλλουργίας (κυρίως στους κλάδους σιδήρου, χάλυβα, αλουμινίου και βωξίτη), μεταφορικών μέσων και μηχανών και συσκευών. Ειδικότερα, η άνοδος των εισαγωγών μεταφορικών μέσων προέρχεται κυρίως από αυξημένες πληρωμές για εισαγωγές μέσων θαλάσσιων και εναέριων μεταφορών, αλλά και επιβατικών αυτοκινήτων. Οι αυξημένες πληρωμές για εισαγωγές μηχανών και συσκευών αφορούν κυρίως κεφαλαιακά αγαθά.

Όσον αφορά τη γεωγραφική σύνθεση των εξαγωγών (βλ. Πίνακα XIV.A), με βάση τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία της ΕΣΥΕ για το πρώτο εξάμηνο του 2003 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, το ποσοστό των εξαγωγών που κατευθύνονται προς τη ζώνη του ευρώ και την ΕΕ γενικότερα αυξήθηκε, ενώ μειώθηκε αντίστοιχα εκείνο των χωρών εκτός ΕΕ (εκτός των βαλκανικών χωρών, το μερίδιο των οποίων ουσιαστικά δεν μεταβλήθηκε, και εκτός των ΗΠΑ). Η εξέλιξη αυτή πρέπει να αποδοθεί, σε σημαντικό βαθμό, στην ανατίμηση του ευρώ. Όσον αφορά τη γεωγραφική σύνθεση των εισαγωγών (βλ. Πίνακα XIV.B) δεν παρατηρούνται αξιόλογες μεταβολές.

#### Ισοζύγιο υπηρεσιών

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών αυξήθηκε κατά 6,9% στην περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2003 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους και ανήλθε σε 5.922

εκατ. ευρώ. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην άνοδο των καθαρών εισπράξεων από μεταφορικές υπηρεσίες, η οποία αποδίδεται στην αύξηση των ναύλων στη διεθνή αγορά. Η άνοδος αυτή, το απόλυτο μέγεθος της οποίας περιορίστηκε λόγω της ανατίμησης του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, υπεραντιστάθμισε τη μείωση των καθαρών εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες.

Η μείωση των καθαρών εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες αντανακλά την υποχώρηση των ακαθάριστων εισπράξεων, η οποία μόνο εν μέρει αντισταθμίστηκε από τον ταυτόχρονο περιορισμό των ακαθάριστων πληρωμών. Η υποχώρηση των ταξιδιωτικών εισπράξεων συνδέεται σε σημαντικό βαθμό με τις συνθήκες που επικρατούν στις οικονομίες των χωρών προέλευσης των τουριστών,<sup>68</sup> αλλά και με την αβεβαιότητα που κυριαρχούσε μέχρι τη λήξη του πολέμου στο Ιράκ. Η αποκατάσταση σχετικής ομαλότητας στην ευρύτερη περιοχή εξάλειψε την αβεβαιότητα αυτή με αποτέλεσμα το σταδιακό – προς το τέλος της θερινής περιόδου – περιορισμό (όχι όμως εξάλειψη) των δυσμενών επιπτώσεων στην τουριστική κίνηση. Βεβαίως, η πλήρης αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας στον τουριστικό τομέα απαιτεί κατάλληλη πολιτική τιμών, αλλά και βελτίωση της τουριστικής υποδομής και αποτελεσματικότερη προβολή του ελληνικού τουριστικού προϊόντος. Στην τελευταία αναμένεται να συμβάλει σημαντικά η διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων.

Επισημαίνεται ότι, μετά την εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ, οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες καταγράφο-

**68** Η ανατίμηση του ευρώ δεν επηρεάζει τις αφίξεις από τις χώρες της ζώνης του ευρώ αλλά μόνον εκείνες από το Ηνωμένο Βασίλειο, τις ΗΠΑ, την Ιαπωνία κ.λπ.

νται πλέον με βάση όχι τα στοιχεία που αναφέρουν οι εμπορικές τράπεζες, αλλά δειγματοληπτική έρευνα που διεξάγεται στα σύνορα από τα μέσα Μαΐου του 2002, τα στοιχεία της οποίας όμως δεν είναι απολύτως συγκρίσιμα με εκείνα των προηγούμενων ετών. Για τον ίδιο λόγο, τα στοιχεία για ολόκληρη την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2003 δεν είναι απολύτως συγκρίσιμα με εκείνα για την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Τα στοιχεία για τον Ιούνιο και τον Ιούλιο του 2003, όμως, είναι συγκρίσιμα με εκείνα για τους αντίστοιχους περυσινούς μήνες και δείχνουν μείωση των ταξιδιωτικών εισπράξεων.

#### Ισοζύγιο εισοδημάτων

Κατά τους πρώτους επτά μήνες του τρέχοντος έτους, το έλλειμμα του ισοζυγίου εισοδημάτων διευρύνθηκε σε 1.803 εκατ. ευρώ, κυρίως λόγω της αύξησης των καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη, ιδιαίτερα των πληρωμών για τόκους επί ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου. Οι αυξημένες αυτές πληρωμές οφείλονται στην ανάλογη αύξηση των τοποθετήσεων μη κατοίκων στους τίτλους αυτούς την ίδια περίοδο.

#### Ισοζύγιο μεταβιβάσεων

Οι καθαρές μεταβιβάσεις(εισπράξεις μείον πληρωμές)<sup>69</sup> προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης (κυρίως από την ΕΕ) στην περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2003 μειώθηκαν σημαντικά σε 2.268 εκατ. ευρώ έναντι 2.981 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2002.<sup>70</sup> Η τάση αυτή αναμένεται να αντιστραφεί κατά τους επόμενους μήνες του έτους, λόγω της αποπληρωμής των προγραμμάτων του Β' ΚΠΣ<sup>71</sup> και της επιτάχυνσης του ρυθμού απορρόφησης των πόρων που αφορούν την υλοποίηση των προγραμμάτων του Γ' ΚΠΣ.<sup>72</sup>

#### 4.2 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών

Την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2003, οι χρηματοοικονομικές επενδύσεις, δηλαδή το άθροισμα των άμεσων επενδύσεων, των επενδύσεων χαρτοφυλακίου και των "λοιπών" επενδύσεων, παρουσίασαν καθαρή εισροή ύψους 1.919 εκατ. ευρώ, έναντι σημαντικής καθαρής εισροής ύψους 7.016 εκατ ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι η αξιόλογη καθαρή εισροή κεφαλαίων για επενδύσεις χαρτοφυλακίου, ύψους 10.520 εκατ. ευρώ,<sup>73</sup> αντισταθμίστηκε σε μεγάλο βαθμό από τη καθαρή εκροή που παρουσίασαν, κατά κύριο λόγο οι "λοιπές" επενδύσεις (8.022 εκατ. ευρώ) και δευτερευόντως οι άμεσες επενδύσεις (580 εκατ. ευρώ).

**69** Σημειώνεται ότι από το Σεπτέμβριο του 2002 οι εισπράξεις και οι πληρωμές από και προς την Ευρωπαϊκή Ένωση καταγράφονται χωριστά στο ισοζυγίο εξωτερικών συναλλαγών. Για λόγους σύγκρισης, τα στοιχεία που αφορούν προηγούμενες περιόδους έχουν αναθεωρηθεί ανάλογα.

**70** 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.

**71** Σύμφωνα με την επίσημη διαδικασία διεκπεραίωσης των προγραμμάτων του Β' ΚΠΣ που εφαρμόζει η ΕΕ, η καταληκτική ημερομηνία για τα κράτη-μέλη προκειμένου να υποβάλουν τις αιτήσεις αποπληρωμής ήταν η 31η Μαρτίου 2003. Με βάση τις αιτήσεις που έχουν αποσταλεί, το συνολικό ποσοστό απορρόφησης του Β' ΚΠΣ προσεγγίζει το 98%.

**72** Μέχρι το τέλος Σεπτεμβρίου 2003 το 61% περίπου των προγραμμάτων του Γ' ΚΠΣ είχε εξασφαλίσει έγκριση χρηματοδότησης και ετοιμότητα υλοποίησης. Με βάση τις πραγματοποιηθείσες έως το τέλος Σεπτεμβρίου πληρωμές, ο βαθμός απορρόφησης των κοινοτικών πόρων έφθασε το 25%, ενώ μέχρι το τέλος του έτους εκτιμάται ότι θα φθάσει το 30% περίπου (ανακοινώσεις του Υφυπουργού Οικονομίας και Οικονομικών, 7.10.2003).

**73** Το μέγεθος της καθαρής εισροής κεφαλαίων για επενδύσεις χαρτοφυλακίου και, επομένως, της συνολικής καθαρής εισροής κεφαλαίων έχει περιοριστεί, λόγω της αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου της Τράπεζας της Ελλάδος, η οποία προχώρησε στη μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και στην αντίστοιχη αγορά ομολόγων έκδοσης κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ (βλ. Πλάσιο 3). Επισημαίνεται επομένως ότι η καταγραφείσα μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων σε μεγάλο βαθμό οφείλεται στους χειρισμούς αυτούς της Τράπεζας της Ελλάδος και δεν συνδέεται με ανάγκες χρηματοδότησης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Οι συνεχιζόμενες, ιδιαίτερα αυξημένες, αγορές ελληνικών ομολόγων από ξένους επενδυτές αποτελεσαν για άλλη μια φορά τον κύριο λόγο της σημαντικής καθαρής εισροής κεφαλαίων των κεφαλαίων για επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Ειδικότερα, οι τοποθετήσεις μη κατοίκων σε ελληνικά ομόλογα κατά το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2003 έφθασαν τα 14,7 δισεκ. ευρώ, ποσό υπερδιπλάσιο σε σύγκριση με το αντίστοιχο της ίδιας περιόδου του 2002 (6,7 δισεκ. ευρώ). Παράλληλα, ιδιαίτερα αυξημένες ήταν και οι τοποθετήσεις κατοίκων σε ξένα ομόλογα, οι οποίες ανήλθαν σε 4,9 δισεκ. ευρώ, έναντι μόνο 1,6 δισεκ. ευρώ την ίδια περίοδο του προηγούμενου έτους. Πρέπει να σημειωθεί ότι η αύξηση των τοποθετήσεων των κατοίκων σε ομόλογα, η οποία έλαβε χώρα κυρίως κατά τους μήνες Φεβρουάριο και Μάρτιο, αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την αγορά από την Τράπεζα της Ελλάδος ομολόγων έκδοσης κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ, με αντίστοιχη μείωση των συναλλαγματικών της διαθεσίμων σε νομίσματα χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ (κυρίως δολάρια), στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου της (βλ. Πλαίσιο 3 στη σελ. 82). Εξάλλου, η αύξηση των τοποθετήσεων των ξένων επενδυτών σε ελληνικά ομόλογα, η οποία τουλάχιστον κατά τους πρώτους μήνες του έτους αντανακλούσει κυρίως τη στροφή των επενδυτών διεθνώς προς περισσότερο ασφαλείς τοποθετήσεις, λόγω της αβεβαιότητας που συνδέοταν με τις εξελίξεις στο Ιράκ, συνεχίστηκε το ίδιο ισχυρή το Μάιο και τον Ιούνιο, ενώ τον Ιούλιο παρατηρήθηκαν ρευστοποιήσεις τοποθετήσεων μη κατοίκων σε ελληνικά ομόλογα.

Η καθαρή εκροή κεφαλαίων για άμεσες επενδύσεις οφείλεται κυρίως στις επενδύσεις στο εξωτερικό (ύψους 416 εκατ. ευρώ) από κατοίκους και, σε μικρότερο βαθμό, στις άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα από μη κατοίκους, οι οποίες παρουσίασαν εκροή 163 εκατ. ευρώ.<sup>74</sup> Εδώ θα

πρέπει να σημειωθεί ότι σημαντικό μέρος της καθαρής εκροής στις επενδύσεις από μη κατοίκους αντισταθμίστηκε από ισόποση αύξηση των υποχρεώσεων στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου.<sup>75</sup> Η σημαντικότερη επένδυση από μη κατοίκους κατά το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου του 2003 αφορούσε την αγορά του 16,65% του μετοχικού κεφαλαίου της ΕΛΠΕ, ύψους 326 εκατ. ευρώ, από την Paneuropean Oil κατά το μήνα Ιούνιο.

Στην κατηγορία των "λοιπών" επενδύσεων, η σημαντική καθαρή εκροή κεφαλαίων είναι αποτέλεσμα τόσο της αύξησης κατά 3.636 εκατ. ευρώ των απαιτήσεων από κατοίκους έναντι μη κατοίκων όσο και της ταυτόχρονης μείωσης των υποχρεώσεων των κατοίκων έναντι μη κατοίκων κατά 4.386 εκατ. ευρώ. Η άνοδος των απαιτήσεων οφείλεται σχεδόν αποκλειστικά στην αύξηση των τοποθετήσεων κατοίκων (κυρίως πιστωτικών ιδρυμάτων) σε καταθέσεις και repos, ενώ η μείωση των υποχρεώσεων αντανακλά την αποπληρωμή δανείων (ιδιαίτερα του τομέα της γενικής κυβέρνησης), η οποία υπήρξε ιδιαίτερα σημαντική, καθώς και την κάμψη των καταθέσεων και των τοποθετήσεων σε repos από μη κατοίκους. Η κάμψη αυτή εν μέρει αντανακλά τη μείωση, κατά 1.391 εκατ. ευρώ, των σχετικών υποχρεώσεων προς το σύστημα διακανονισμού πληρωμών TARGET (βλ. και Πλαίσιο 2).

Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας μειώθηκαν στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου

74 Πρόκειται για την (αρνητική) καθαρή διαφορά τοποθετήσεων και ρευστοποιήσεων από μη κατοίκους.

75 Ειδικότερα, η μείωση της συμμετοχής της Telenor στο μετοχικό κεφάλαιο της COSMOTE, ύψους 270 εκατ. ευρώ περίπου, κατ' αρχήν καταγράφηκε ως εκροή στις άμεσες επενδύσεις από μη κατοίκους. Η αγορά όμως των μετοχών που κατείχε η Telenor επίσης από μη κατοίκους, οι οποίοι – σε απομικη βάση – έχουν μικρή συμμετοχή στο κεφάλαιο της COSMOTE, καταγράφηκε στη συνέχεια ως επένδυση χαρτοφυλακίου.

## ΠΛΑΙΣΙΟ 2

### Το σύστημα πληρωμών TARGET<sup>1</sup>: επιδράσεις της λειτουργίας του στον ισολογισμό της Τράπεζας της Ελλάδος (ΤτΕ)

#### 1. Σκοπός και γνωρίσματα

Το TARGET αποτελεί το διευρωπαϊκό σύστημα πληρωμών σε ευρώ που λειτουργεί από την αρχή του 1999, δηλαδή από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE). Το σύστημα αυτό αναπτύχθηκε προκειμένου να εξυπηρετήσει τις ανάγκες εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και να προσφέρει στην αγορά έναν ασφαλή, αποτελεσματικό και αξιόπιστο μηχανισμό για την εκτέλεση των διασυνοριακών πληρωμών σε ευρώ μεταξύ των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ).

Το TARGET αποτελείται από τα 15 εθνικά Συστήματα Διακανονισμού εντολών πληρωμής μεγάλων ποσών σε Συνεχή Χρόνο των κεντρικών τραπεζών και το Μηχανισμό Πληρωμών της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (EKT). Τα εθνικά συστήματα είναι διασυνδεδεμένα ώστε να συγκροτούν ένα ενιαίο σύνολο για την επεξεργασία και το διακανονισμό διασυνοριακών πληρωμών στην ΕΕ. Η Ελλάδα συμμετέχει στο TARGET με το σύστημα EPMHΣ, το οποίο ανέπτυξε και διαχειρίζεται η Τράπεζα της Ελλάδος. Τα πιστωτικά ιδρύματα συμμετέχουν στο TARGET ως μέλη των εθνικών Συστημάτων Διακανονισμού εντολών πληρωμής μεγάλων ποσών σε Συνεχή Χρόνο.

Μέσω του συστήματος αυτού διακανονίζονται, μία προς μία και σε χρήμα κεντρικής τράπεζας,<sup>2</sup> οι πληρωμές που συνδέονται με την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και αφορούν τις δημοπρασίες αναχρηματοδότησης, τις πάγιες πιστωτικές διευκολύνσεις και την αποδοχή καταθέσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και οι πληρωμές που διενεργούνται από τα πιστωτικά ιδρύματα για λογαριασμό της πελατείας τους. Ο διακανονισμός της πληρωμής διενεργείται άμεσα και οριστικά (final) και συνεπώς επιτυγχάνεται η εξαλειψη του κινδύνου αντισυμβαλλομένου και ο περιορισμός του συστημικού κινδύνου.

#### Συναλλαγές

Ο όγκος και η αξία των πληρωμών που διακανονίζονται συνολικά στα 15 συστήματα που αποτελούν το TARGET παρουσιάζουν από την έναρξη της λειτουργίας του αυξητική τάση. Το 2002 διακανονίστηκαν 53,7 εκατ. πληρωμές συνολικής αξίας 395,6 τρισεκ. ευρώ, που ήταν αυξημένες κατά περίπου 20% έναντι των αντίστοιχων μεγεθών του 2001.

Το ίδιο έτος στο σύστημα EPMHΣ διακανονίστηκαν 1,2 εκατ. πληρωμές συνολικής αξίας 2,7 τρισεκ. ευρώ (αύξηση έναντι του 2001 κατά 14,3% και 11,3% αντίστοιχα). Η αξία των πληρωμών προς τα άλλα κράτη-μέλη της ΕΕ (διασυνοριακές πληρωμές) έφθασε το ποσό του 1,3 τρισεκ. ευρώ ή το 47% της συνολικής αξίας των συναλλαγών το 2002. Αξίζει να σημειωθεί ότι, παρά το μικρό ποσοστό συμμετοχής του συστήματος EPMHΣ στο συνολικό όγκο και την αξία των πληρωμών του TARGET (2% περίπου), η αξία των πληρωμών που διακινούνται μέσω αυτού είναι 19 φορές το ΑΕΠ της χώρας.

#### 2. Επιδράσεις στον ισολογισμό της Τράπεζας της Ελλάδος από τις πληρωμές μέσω του συστήματος TARGET

Από λειτουργικής πλευράς, οι πληρωμές των οικονομικών φορέων μέσω του συστήματος TARGET επιδρούν αναπόφευκτα στον ισολογισμό της Τράπεζας της Ελλάδος, όπως άλλωστε και στους ισολογισμούς των άλλων Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών (ΕθνΚΤ) της ζώνης του ευρώ. Ο διακανονισμός των πληρωμών σε χρήμα κεντρικής τράπεζας οδηγεί στη δημιουργία απαιτήσεων και υποχρεώσεων μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων-μελών ενός συστήματος, →

<sup>1</sup> TARGET: ακρωνύμιο του "Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system".

<sup>2</sup> Ως διακανονισμός σε χρήμα κεντρικής τράπεζας νοείται ο διακανονισμός ραπευθείας μέσω λογαριασμού που τηρείται στην κεντρική τράπεζα.

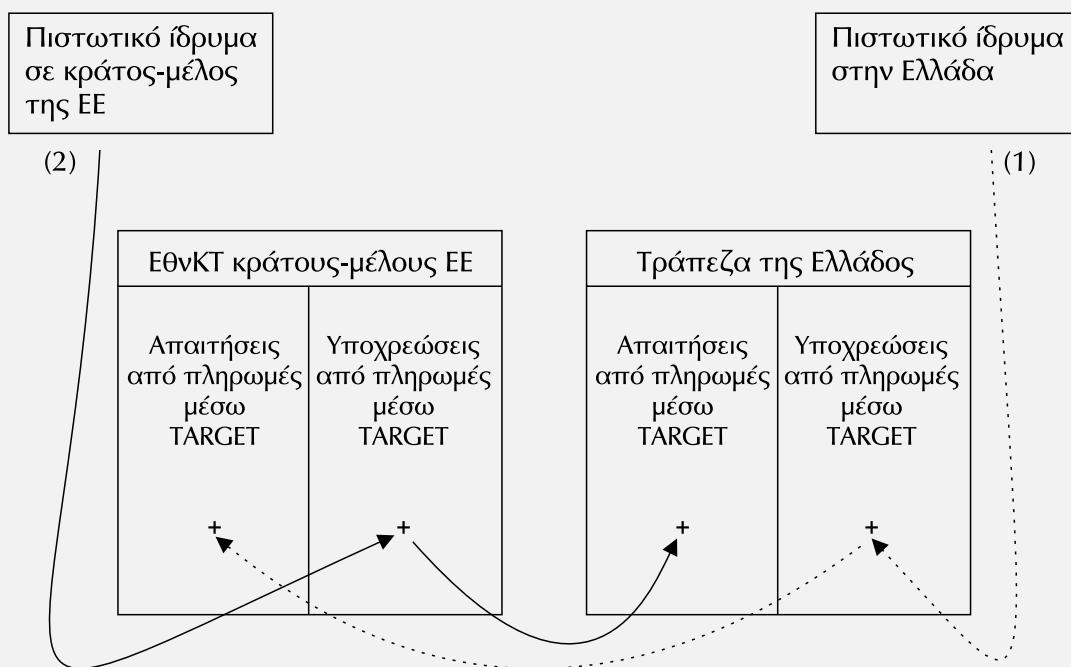
► οι οποίες αποτυπώνονται στους λογαριασμούς που αυτά τηρούν στην ΕθνKT της χώρας στο εθνικό σύστημα πληρωμών της οποίας συμμετέχουν. Όμως, ενώ ο διακανονισμός πληρωμών μεταξύ των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων δεν έχει επιδραση στο ύψος της συνολικής υποχρέωσης της ΕθνKT προς αυτά (αλλά μόνο στην κατανομή της), ο διακανονισμός των διασυνοριακών πληρωμών επηρεάζει αναλόγως τις απαιτήσεις ή τις υποχρεώσεις μεταξύ των ΕθνKT των κρατών-μελών της ΕΕ.

Συγκεκριμένα, κάθε πληρωμή σε ευρώ από κάτοικο ενός κράτους-μέλους προς κάτοικο άλλου κράτους-μέλους (διασυνοριακή πληρωμή, τραπεζική ή πελα-

τείας) που διενεργείται μέσω του TARGET συνεπάγεται ισόποση αύξηση των υποχρεώσεων της αποστέλλουσας ΕθνKT έναντι της λαμβάνουσας ΕθνKT του κράτους-μέλους προς το οποίο διαβιβάζεται η πληρωμή. Αυτό συμβαίνει επειδή η λαμβάνουσα ΕθνKT αποδίδει τα σχετικά ποσά στις τράπεζες που συμμετέχουν στο σύστημά της με τη δημιουργία αντίστοιχης απαιτήσης έναντι της αποστέλλουσας ΕθνKT, χωρίς να είναι αναγκαία, για λόγους ομαλής λειτουργίας του συστήματος, η άμεση κάλυψη της απαιτήσης αυτής. Το αντίθετο ισχύει για την ΕθνKT που δέχεται μια διασυνοριακή πληρωμή (βλ. διαγραμματική παρουσίαση).

### Λειτουργία λογαριασμού TARGET

Στο παρακάτω σχήμα απεικονίζεται απλοποιημένα η επιδραση της ροής των διασυνοριακών πληρωμών σε ευρώ στον ισολογισμό της Τράπεζας της Ελλάδος.



Οι διασυνοριακές πληρωμές σε ευρώ διακανονίζονται σύμφωνα με την ακόλουθη διαδικασία:

(1) Πληρωμή από κάτοικο Ελλάδος προς κάτοικο άλλου κράτους-μέλους της ΕΕ

Η πληρωμή μπορεί να αφορά οποιαδήποτε συναλλαγή, όπως εισαγωγή αγαθών και υπηρεσιών, κίνηση κεφαλαίων, χορήγηση δανείου από εγχώρια τράπεζα σε τράπεζα κράτους-μέλους.

- – Ο υπόχρεος της πληρωμής δίνει εντολή στην τράπεζά του στην Ελλάδα να μεταφέρει το συγκεκριμένο ποσό στο λογαριασμό τον οποίο ο αντισυμβαλλόμενός του τηρεί στην τράπεζα που του έχει ορίσει.
- Η τράπεζα στην Ελλάδα διαβιβάζει την εντολή πληρωμής στην ΤτΕ.
- Η ΤτΕ χρεώνει τον τρεχούμενο λογαριασμό της (εμπορικής) τράπεζας που έδωσε την εντολή πληρωμής και ταυτόχρονα πιστώνει το λογαριασμό της ΕθνΚΤ προς την οποία διαβιβάζεται η πληρωμή, ενώ η εντολή προωθείται αυτόματα προς την ΕθνΚΤ της χώρας για την οποία προορίζεται η πληρωμή. Προϋπόθεση για να γίνει η πληρωμή από την ΤτΕ είναι η ύπαρξη κεφαλαίων στο σχετικό τρεχούμενο λογαριασμό της εμπορικής τράπεζας που έδωσε την εντολή.
- Η ΕθνΚΤ που λαμβάνει την εντολή πληρωμής από την ΤτΕ χρεώνει στα δικά της βιβλία το λογαριασμό της ΤτΕ και πιστώνει το λογαριασμό της εκεί εμπορικής τράπεζας στην οποία ο δικαιούχος τηρεί το λογαριασμό του.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι οι πληρωμές σε ευρώ από κατοίκους της Ελλάδος προς κατοίκους άλλων κρατών-μελών συνεπάγονται μείωση των υποχρεώσεων της ΤτΕ προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα (μείωση του υπολοίπου στους τρεχούμενους λογαριασμούς τους στην ΤτΕ) και ισόποση αύξηση των υποχρεώσεων της προς τις άλλες ΕθνΚΤ, δηλαδή στον ισολογισμό της Τράπεζας της Ελλάδος υποκαθίστανται οι υποχρεώσεις της προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα με υποχρεώσεις της προς το Ευρωσύστημα, υπό την προϋπόθεση ότι δεν γίνεται άμεση πληρωμή από τα διαθέσιμα της ΤτΕ.

## (2) Πληρωμή από κάτοικο άλλου κράτους-μέλους της ΕΕ προς κάτοικο Ελλάδος

Η πληρωμή μπορεί να αφορά οποιαδήποτε συναλλαγή, όπως εξαγωγή αγαθών και υπηρεσιών, κίνηση κεφαλαίων, αποπληρωμή δανείου από τράπεζα άλλου κράτους-μέλους σε τράπεζα στην Ελλάδα.

Στην περίπτωση αυτή η ΤτΕ με την άφιξη της εντολής πληρωμής στο σύστημά της:

- χρεώνει το λογαριασμό της ΕθνΚΤ που αποστέλλει την εντολή πληρωμής και
- πιστώνει τον τρεχούμενο λογαριασμό της εμπορικής τράπεζας στην Ελλάδα προς την οποία διαβιβάζεται η πληρωμή.

Έτσι, οι εισερχόμενες πληρωμές από άλλα κράτη-μέλη στο σύστημα της ΤτΕ συνεπάγονται αύξηση των απαιτήσεων της ΤτΕ έναντι του Ευρωσυστήματος και, ταυτόχρονα, ισόποση αύξηση των υποχρεώσεων της προς τις τράπεζες στην Ελλάδα.

Για την αποφυγή της τεχνητής διόγκωσης των υπολοίπων που προκύπτουν από τους πολλαπλούς διμερείς διακανονισμούς, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι, από την 30ή Νοεμβρίου 2000, οι διμερείς απαιτήσεις ή υποχρεώσεις θα συμψηφίζονται καθημερινά στο τέλος της εργάσιμης ημέρας και η καθαρή απαίτηση ή υποχρέωση που προκύπτει από το συμψηφισμό αυτό θα μεταφέρεται ως απαίτηση ή υποχρέωση από ή προς την ΕΚΤ.<sup>3</sup>

►

---

<sup>3</sup> Το υπόλοιπο των καθαρών υποχρεώσεων εκτοκίζεται μηνιαίως με το εκάστοτε ισχύον οριακό επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος. Ο τόκος καταβάλλεται μηνιαίως από τις χρεωστικές ΕθνΚΤ προς την ΕΚΤ, η οποία είναι αρμόδια για την εκκαθάριση και την πληρωμή προς τις πιστωτικές ΕθνΚΤ.

► Η ως άνω κατηγορία καθαρών απαιτήσεων ή υποχρεώσεων εμφανίζεται στον ισολογισμό της ΤτΕ σε χωριστό κονδύλιο (ως διακριτό στοιχείο) από την ένταξη της χώρας στην ONE το 2001, οπότε η δραχμή αντικαταστάθηκε από το ευρώ.

### 3. Παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος των υποχρεώσεων ή απαιτήσεων από πληρωμές μέσω του TARGET

Οι υποχρεώσεις ή απαιτήσεις που απορρέουν από τις διασυνοριακές πληρωμές μέσω του συστήματος TARGET επηρεάζονται από τις εκάστοτε συνθήκες ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος σε συνδυασμό και με τη δραστηριότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων στην ενιαία αγορά. Το ύψος της ρευστότητας είναι συνάρτηση της εξελίξης όλων των στοιχείων του ισολογισμού κάθε ΕθνKT και ειδικότερα αυξάνεται (μειώνεται) όταν οι καθαρές απαιτήσεις σε ευρώ – περιλαμβανομένου και του χαρτοφυλακίου χρεογράφων, συναλλάγματος και χρυσού που διακρατούν οι ΕθνKT – αυξάνονται (μειώνονται), ενώ αντίθετα μειώνεται (αυξάνεται) όταν οι υποχρεώσεις από τα τραπεζογραμμάτια που θέτει σε κυκλοφορία η ΕθνKT και οι καταθέσεις του Δημοσίου σε αυτή αυξάνονται (μειώνονται).

Η σχέση αυτή αποτυπώνεται στην ταυτότητα:

Πλεόνασμα ρευστότητας=

= Καθαρές απαιτήσεις, σε συνάλλαγμα και ευρώ, της Τράπεζας της Ελλάδος (εκτός στοιχείων που συνδέονται με τις πράξεις νομισματικής πολιτικής) μείον ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά πιστωτικών ιδρυμάτων μείον νόμισμα σε κυκλοφορία μείον καταθέσεις του Δημοσίου στην Τράπεζα της Ελλάδος.

Από τα στοιχεία των ισολογισμών των ΕθνKT της ζώνης του ευρώ προκύπτει ότι τόσο η ΤτΕ όσο και ορισμένες άλλες ΕθνKT παρουσιάζουν καθαρές υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος από τους λογαριασμούς TARGET, οι οποίες συνδέονται με το πλεόνασμα ρευστότητας στον τραπεζικό τους τομέα και την καθαρή απαίτηση από δάνεια των πιστωτικών τους ιδρυμάτων σε πιστωτικά ιδρύματα

κρατών-μελών στο πλαίσιο της ενιαίας διατραπεζικής αγοράς.

Η σχέση μεταξύ πλεονάσματος ρευστότητας και καθαρού υπολοίπου των λογαριασμών TARGET της Τράπεζας της Ελλάδος αποτυπώνεται στην ταυτότητα:

Υπόλοιπο λογαριασμού καθαρών υποχρεώσεων TARGET=

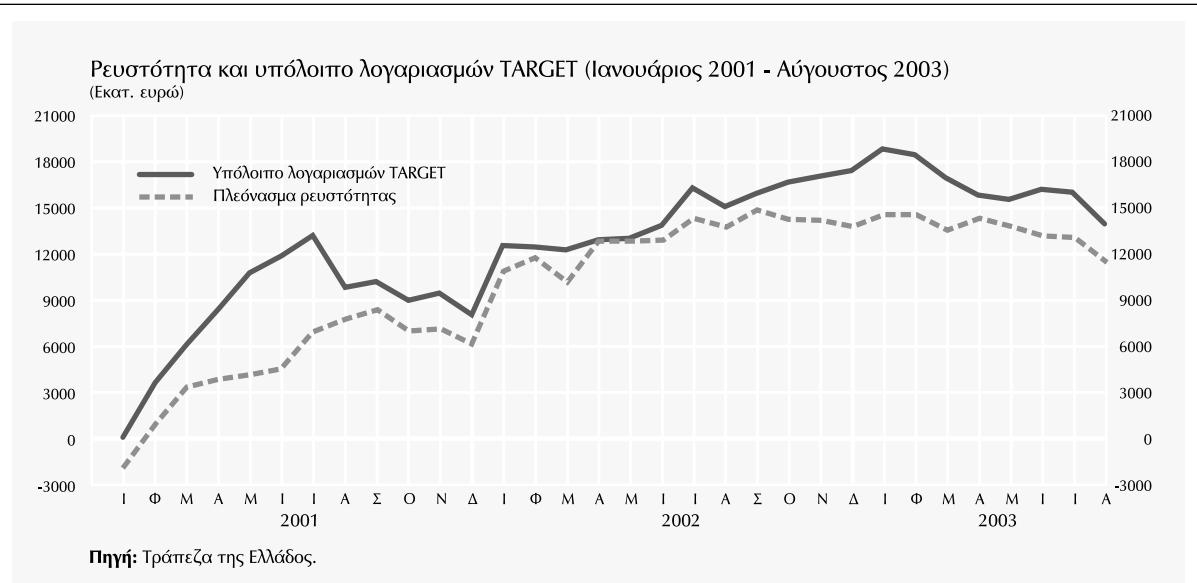
= πλεόνασμα ρευστότητας συν αναχρηματοδότηση πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος στο πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής

και απεικονίζεται στο διάγραμμα (βλ. επόμενη σελίδα).

Τα στοιχεία του διαγράμματος δείχνουν ότι την περίοδο 2001-2002 οι υποχρεώσεις από τους λογαριασμούς TARGET παρουσιάζουν αυξητική τάση, η οποία αντιστρέφεται από την αρχή του 2003. Ωστόσο, οι υποχρεώσεις παραμένουν, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα, μεγαλύτερες από το πλεόνασμα ρευστότητας σε όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Η διαφορά των μεγεθών αυτών αντανακλά το δανεισμό των πιστωτικών ιδρυμάτων από την ΤτΕ στο πλαίσιο των τακτικών δημοπρασιών του Ευρωσυστήματος.

Το πλεόνασμα ρευστότητας και η αντίστοιχη αύξηση του καθαρού υπολοίπου των λογαριασμών TARGET (σε 17,4 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2002) οφείλεται κατά το μεγαλύτερο μέρος στη σταδιακή απελευθέρωση του συνόλου των δεσμευμένων καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων (σε δραχμές και συνάλλαγμα). Οι καταθέσεις αυτές τηρούνται υποχρεωτικά στην ΤτΕ, πριν από την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ, στο πλαίσιο της τότε ασκούμενης νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής και έπρεπε να αποδοθούν στα πιστωτικά ιδρύματα με την ένταξη της ΤτΕ στο Ευρωσύστημα.<sup>4</sup> Προκειμένου να διατηρηθούν ομαλές συνθήκες στην αγορά χρήματος, η ΤτΕ εφάρμοσε, σε συνεννόηση με την EKT, →

<sup>4</sup> Για τις καταθέσεις αυτές, η ΤτΕ κατέβαλε στα πιστωτικά ιδρύματα τόκους με μέσο επιτόκιο 5,38% κατά το 2000.



► πρόγραμμα σταδιακής αποδέσμευσης που άρχισε τον Ιούλιο του 2000 και ολοκληρώθηκε τον Ιούλιο του 2002.

Το συνολικό πτωσό των καταθέσεων που αποδεσμεύθηκαν ανήλθε σε 12.548 εκατ. ευρώ, από τα οποία 3.443 εκατ. ευρώ αφορούσαν ανακαταθέσεις σε νομίσματα τρίτων χωρών (εκτός των 11 χωρών που ήδη συμμετείχαν στη ζώνη του ευρώ) και 9.105 εκατ. ευρώ ανακαταθέσεις σε δραχμές και νομίσματα των 11 χωρών. Η πρώτη κατηγορία καταθέσεων αποδόθηκε σε συνάλλαγμα ενώ η δεύτερη σε ευρώ, με πίστωση των τρεχούμενων λογαριασμών των πιστωτικών ιδρυμάτων στην ΤτΕ.

Η αποδέσμευση των ως άνω καταθέσεων οδήγησε, στο πλαίσιο της λειτουργίας της ενιαίας αγοράς, σε αναδιάταξη των στοιχείων του παθητικού και ουσιαστικά στην υποκατάστασή τους από υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος. Ωστόσο, θα πρέπει να παρατηρηθεί ότι στις υποχρεώσεις της ΤτΕ από τους λογαριασμούς TARGET αντανακλάται το σύνολο της πλεονάζουσας ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος, το ύψος της οποίας κατά το 2001-2002 επηρεάστηκε, εκτός από την αποδέσμευση των καταθέσεων, και από την εξέλιξη των λοιπών στοιχείων του ισολογισμού της ΤτΕ (αύξηση κατά 3.001 εκατ. ευρώ), καθώς και από την αύξηση του δανεισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων από την ΤτΕ (κατά 2.444 εκατ. ευρώ), παράγοντες που οδή-

γησαν στη διεύρυνση των υποχρεώσεων από τους λογαριασμούς TARGET στο τέλος του 2002 κατά 9.319 εκατ. ευρώ σε σχέση με το τέλος του 2001.

#### 4. Συντονισμός πολιτικής για τη διατήρηση επιθυμητού επιπέδου ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ

Όπως προαναφέρθηκε, η μείωση του πλεονάσματος ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα θα μπορούσε να επιτευχθεί μέσω αύξησης της νομισματικής κυκλοφορίας, που όμως δεν ελέγχεται από τις κεντρικές τράπεζες, και ιδίως μέσω πώλησης στοιχείων του ενεργητικού τους. Το θέμα αυτό όμως αφορά άμεσα την πολιτική διαχείρισης των διαθεσίμων των ΕθνKT, καθώς στις σχετικές αποφάσεις λαμβάνεται υπόψη και το κόστος/όφελος που εκάστοτε προκύπτει για τις ΕθνKT (βλ. Πλαίσιο 3). Επισημαίνεται ότι η διατήρηση χρεωστικού υπολοίπου στο λογαριασμό προς το σύστημα πληρωμών TARGET παρέχει τη δυνατότητα στην Τράπεζα της Ελλάδος να διακρατεί στο ενεργητικό της αντιστοίχιας χαρτοφυλάκιο χρεογράφων και άλλες απαιτήσεις σε ευρώ και συνάλλαγμα που συμβάλλουν θετικά στη διαμόρφωση των οικονομικών της αποτελεσμάτων.

Οι ΕθνKT οφείλουν όμως, ως μέλη του Ευρωσυστήματος, να συμβάλλουν στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Το πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής →

→ του Ευρωσυστήματος έχει σχεδιαστεί με βάση την παραδοχή ότι είναι προτιμότερο η διατραπέζικη αγορά να λειτουργεί σε συνθήκες επαρκούς ελλείμματος ρευστότητας, ώστε η ΕΚΤ να παρέχει τακτική αναχρηματοδότηση στα πιστωτικά ιδρύματα και να διατηρεί έτσι τη δυνατότητα να κατευθύνει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στα επιθυμητά επίπεδα.

Επειδή, όπως προαναφέρθηκε, μεταξύ των παραγόντων που επηρεάζουν τη συνολική ρευστότητα είναι και το χαρτοφυλάκιο τίτλων, οι καταθέσεις σε συνάλλαγμα και τα λοιπά στοιχεία επενδύσεων κάθε ΕθνKT, η ανεξέλεγκτη αύξηση των εν λόγω στοιχείων θα επέφερε μείωση του ελλείμματος ρευστότητας και θα αποδύναμωνε την αποτελεσματικότητα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Γι' αυτό, τα μέλη του Ευρωσυστήματος έχουν αποφασίσει να συντονίζουν την πολιτική τους ως προς τις μεταβολές των στοιχείων που επηρεάζουν τη ρευστότητα (εκτός των στοιχείων που μεταβάλλονται λόγω των πράξεων νομισματικής πολιτικής και του νομίσματος σε κυκλοφορία), σε σχέση με το στόχο που είναι συνεπής με το έλλειμμα ρευστότητας σε επίπεδο Ευρωσυστήματος. Στο πλαίσιο αυτό, στην περίπτωση που για μια ΕθνKT το άθροισμα των εν λόγω στοιχείων (κυρίως των στοιχείων

που είναι υπό τον άμεσο έλεγχο της ΕθνKT, όπως οι καθαρές απαιτήσεις σε ευρώ και συνάλλαγμα) υπερβαίνει το στόχο που έχει συμφωνηθεί, είναι απαραίτητο να γίνουν κατάλληλες μεταβολές των στοιχείων του ενεργητικού ή του παθητικού της, ώστε να επιτευχθεί η προσαρμογή στο αναγκαίο επίπεδο. Ο τρόπος προσαρμογής των στοιχείων (ρευστοποίηση, μη ανανέωση, αύξηση των καταθέσεων του Δημοσίου) επιλέγεται πάντως από την ΕθνKT με βάση κριτήρια αποδοτικότητας-κινδύνου (βλ. Πλαίσιο 3).

Το συμπέρασμα που προκύπτει από την ανωτέρω ανάλυση είναι ότι η ύπαρξη στο παθητικό της Τράπεζας της Ελλάδος των υποχρεώσεων στους λογαριασμούς TARGET τής παρέχει τη δυνατότητα να διατηρεί στο ενεργητικό της χαρτοφυλάκιο χρεογράφων και άλλες απαιτήσεις σε ευρώ και συνάλλαγμα που συμβάλλουν θετικά στη διαμόρφωση των οικονομικών της αποτελεσμάτων. Ωστόσο, στο βαθμό που η διατραπέζικη ρευστότητα παραμένει πλεονασματική στη χώρα μας, το ύψος των στοιχείων του ενεργητικού της ΤτΕ που δεν συνδέονται με τη νομισματική πολιτική δεν δύναται να υπερβεί το επίπεδο που έχει συμφωνηθεί.

κατά 3.958 εκατ. ευρώ, με αποτέλεσμα να διαμορφωθούν σε 5,1 δισεκ. ευρώ στο τέλος Ιουλίου 2003, κυρίως λόγω της αναδιάρθρωσης

του χαρτοφυλακίου της Τράπεζας της Ελλάδος που προαναφέρθηκε (βλ. και Πλαίσιο 3). Υπενθυμίζεται ότι, από την ένταξη της Ελλάδος στη

### ΠΛΑΙΣΙΟ 3

#### Η διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των λοιπών στοιχείων του ενεργητικού της Τράπεζας της Ελλάδος

Η Τράπεζα της Ελλάδος συνέχισε και κατά το τρέχον έτος την ενεργό διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού της και ιδίως των συναλλαγματικών της διαθεσίμων, με στόχο την επίτευξη καλύτερων αποδόσεων και, παράλληλα, τη μείωση των σχετικών κινδύνων. Σημειώνεται ότι, μετά την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ, τόσο ο ορισμός των συναλλαγματικών διαθεσίμων όσο και η ανάγκη διατήρησής τους έχουν μεταβληθεί ουσιωδώς. Στα συναλλαγμα-

τικά διαθέσιμα δεν περιλαμβάνονται πλέον οι απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων και μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ, οι απαιτήσεις σε νομίσματα εκτός ευρώ έναντι κατοίκων της ζώνης του ευρώ, καθώς και η συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο μετοχικό κεφάλαιο και τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Εξάλλου, δεδομένου ότι δεν υφίσταται πλέον ανάγκη παρεμβάσεων για τη στήριξη του ελληνικού →

► νομίσματος ούτε ανάγκη κάλυψης τυχόν ανοιγμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, δεν υπάρχει και ανάγκη διατήρησης υψηλών διαθεσίμων σε συνάλλαγμα. Αν υπάρξει ανάγκη παρέμβασης στις αγορές για τη στήριξη της ισοτιμίας του ευρώ, αυτή θα γίνει κεντρικά από την EKT ή αποκεντρωμένα, μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών, με χρήση των συναλλαγματικών διαθεσίμων που αυτές έχουν μεταβιβάσει στην EKT. Μόνο στην ακραία περίπτωση που η παρέμβαση υπερβαίνει τις δυνατότητες του υπάρχοντος συναλλαγματικού αποθέματος της, η EKT μπορεί να ζητήσει από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες να της μεταβιβάσουν συνάλλαγμα πέραν του ποσού που καταβλήθηκε αρχικά.

Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Τράπεζας της Ελλάδος, τα οποία υπερέβαιναν τα 5 δισεκ. ευρώ στο τέλος Αυγούστου του 2003, θεωρούνται επαρκή τόσο για να καλύψουν τυχόν απαιτήσεις της EKT όσο και για να διευκολύνουν την κάλυψη των αναγκών της Τράπεζας (π.χ. για την εκπλήρωση τρεχουσών υποχρεώσεων προς διεθνείς οργανισμούς – ΔΝΤ, αλλά και την εξυπηρέτηση των έκτακτων αναγκών του Ελληνικού Δημοσίου). Με δεδομένο επομένως ότι έχει μειωθεί η ανάγκη για διατήρηση υψηλών αποθεμάτων σε ξένα νομίσματα, η Τράπεζα της Ελλάδος μετέβαλε σταδιακά κατά τη διάρκεια του έτους τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου της, αυξάνοντας εκείνα τα στοιχεία του ενεργητικού της που έχουν καλύτερες αποδόσεις ή είναι εκφρασμένα σε ευρώ, ώστε να βελτιωθεί η αποδοτικότητα των επενδύσεων της και να περιοριστεί ο κίνδυνος λογιστικών ζημιών που θα προέκυπταν από ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος. Σημειώνεται ότι στην τρέχουσα συγκυρία οι αποδόσεις σε ευρώ υπερβαίνουν τις αποδόσεις στα άλλα κύρια νομίσματα. Σε κάθε περίπτωση όμως, κατά τη διαχείριση των διαθεσίμων της, η Τράπεζα λαμβάνει υπόψη τις υποχρεώσεις της που απορρέουν τόσο από το εσωτερικό δίκαιο όσο και από τη συμμετοχή της στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών. Σημειώνεται επίσης ότι η Τράπεζα επενδύει αποκλειστικά σε κρατικούς τίτλους πρώτης τάξεως (με αξιολόγηση AAA από οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας) και σε τοποθετήσεις σε πιστωτικά ιδρύματα υψηλής πιστοληπτικής θέσης (prime names). Σύμφωνα με τη διεθνώς κρατούσα πρακτική, το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγματικών διαθεσί-

μων της Τράπεζας είναι τοποθετημένο σε τίτλους εκφρασμένους σε δολάρια. Το υπόλοιπο είναι τοποθετημένο σε νομίσματα χωρών με ισχυρό οικονομικό υπόβαθρο (Ιαπωνία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ελβετία κ.λπ.). Επισημαίνεται εν προκειμένω ότι η αναπροσαρμογή του χαρτοφυλακίου της Τράπεζας έγινε σταδιακά και με τρόπο που δεν θα μπορούσε να έχει επίπτωση στις αγορές συναλλαγμάτων.

Πέραν της σταδιακής αυτής αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου της, τον Αύγουστο του 2003 η Τράπεζα της Ελλάδος προχώρησε στην πώληση περίπου 20 τόνων χρυσού (γύρω στο 14% του χρυσού που είχε στην κατοχή της) έναντι συνολικού τιμήματος 207 εκατομμυρίων ευρώ, με σκοπό την περαιτέρω βελτίωση των αποδόσεων του ενεργητικού της. Η Τράπεζα της Ελλάδος έλαβε υπόψη της το γεγονός ότι η διακράτηση χρυσού δεν αποδίδει εισόδημα, καθώς και ότι κατά την περίοδο της πώλησης η τιμή του χρυσού (εκφρασμένη σε ευρώ) βρισκόταν σε υψηλά επίπεδα.

Η διαχείριση των αποθεμάτων χρυσού αποτελεί συνήθη πρακτική των κεντρικών τραπεζών. Τα τελευταία χρόνια μάλιστα, και άλλες κεντρικές τράπεζες της ΕΕ (π.χ. της Αγγλίας, της Ολλανδίας και της Αυστρίας) έχουν πωλήσει σημαντικές ποσότητες χρυσού για τους ίδιους ακριβώς λόγους που προαναφέρθηκαν. Επίσης, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο προχώρησε σε πωλήσεις χρυσού εκτός μηχανισμών αγοράς, με στόχο την πραγματοποίηση κερδών, τα οποία στη συνέχεια χρησιμοποιήθηκαν για την εξυπηρέτηση του χρέους αναπτυσσόμενων χωρών. Σημειώνεται εξάλλου ότι η Τράπεζα της Ελλάδος δεν συμμετέχει στη Συμφωνία της Ουάσιγκτον του 1999 μεταξύ ορισμένων κεντρικών τραπεζών,<sup>1</sup> η οποία →

<sup>1</sup> Η Συμφωνία της Ουάσιγκτον ("Central Bank Gold Agreement") υπογράφηκε το Σεπτέμβριο του 1999 από τις κεντρικές τράπεζες των 11 τότε χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ, την EKT και τις κεντρικές τράπεζες της Αγγλίας, της Ελβετίας και της Σουηδίας, οι οποίες δεσμεύθηκαν να μην πωλήσουν χρυσό μέχρι το 2004 σε ποσότητα που υπερβαίνει τους 400 τόνους επτοίσιως. Οι κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας και της Αυστραλίας, όπως επίσης το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, συνδέθηκαν με τη Συμφωνία αυτή δηλώνοντας ότι θα την εφαρμόσουν στην πράξη. Η Τράπεζα της Ελλάδος δεν συνυπέγραψε τη Συμφωνία της Ουάσιγκτον, καθώς η Ελλάδα δεν συμμετείχε τότε στη ζώνη του ευρώ.

► απέβλεπε στον περιορισμό των πωλήσεων χρυσού εκ μέρους τους, ώστε να μην προκαλούνται μεγάλες διακυμάνσεις της τιμής του χρυσού στην αγορά. Η Τράπεζα της Ελλάδος, παρότι δεν δεσμεύεται από τη Συμφωνία αυτή, δεν επιθυμούσε να δια-

ταράξει την αγορά και γι' αυτό προέβη σε περιορισμένης έκτασης πώληση χρυσού, η οποία αντιστοιχεί περίπου στο 5% της ποσότητας που θα μπορούσε να διατίθεται ετησίως, με βάση τη Συμφωνία της Ουάσιγκτον.

ζώνη του ευρώ τον Ιανουάριο του 2001, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν το νομισματικό χρυσό, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραβηγτικά δικαιώματα" και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα ένοντι 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 ΕΚΤ.

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

### 1. Εξελίξεις των βασικών νομισματικών μεγεθών στην Ελλάδα

Οι κύριες συνιστώσες της ελληνικής συμβολής στο Μ3<sup>1</sup> της ζώνης του ευρώ (δηλ. οι καταθέσεις και οι τοποθετήσεις σε συμφωνίες επαναγοράς και σε αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων) παρουσίασαν διαφοροποιημένες τάσεις την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2003. Το άθροισμά τους όμως αυξήθηκε με ρυθμό σημαντικά βραδύτερο από το αντίστοιχο μέγεθος της ζώνης του ευρώ κατά την ίδια περίοδο. Αναλυτικότερα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων οι οποίες, σύμφωνα με τον ορισμό της ΕΚΤ, περιλαμβάνονται στο Μ3, μετά τη σημαντική επιβράδυνση που παρουσίασε τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους, διαμορφώθηκε τελικά σε 8,3% το δεύτερο τρίμηνο του 2003 από 9,2% το τελευταίο τρίμηνο του 2002, ενώ τον Αύγουστο αυξήθηκε περαιτέρω σε 10,6% (βλ. Πίνακα XV). Όμως, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής παρουσίασε σημαντικές διαφορές μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών καταθέσεων.

Ειδικότερα, επιβράδυνση σημείωσε ο ρυθμός ανόδου των καταθέσεων ταμευτηρίου και υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών, ενώ αντίθετα ο ρυθμός ανόδου των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας (καταθέσεις όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί) καθώς και των καταθέσεων προθεσμίας έως δύο ετών επιταχύνθηκε σημαντικά. Συγκεκριμένα, ο ρυθμός μεταβολής των

<sup>1</sup> Το νομισματικό μέγεθος Μ3 της Ελλάδος, αλλά και κάθε άλλης χώρας της ζώνης του ευρώ, δεν μπορεί πλέον να υπολογιστεί με ακρίβεια, καθώς η ποσότητα των 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). Επομένως, εξαιτίας αυτών των τεχνικών προβλημάτων που αφορούν τον υπολογισμό του νομίσματος σε κυκλοφορία σε κάθε χώρα της ζώνης του ευρώ, δεν θα σχολιάζεται εφεξής η εξέλιξη του ελληνικού Μ3, παρά μόνον η εξέλιξη των βασικών συνιστώσων του (εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία).

**Πίνακας XV**

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

(Μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)

Υπόλοιπα 29.08.03 (εκατ. ευρώ)	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές <sup>1</sup>				
	2002		2003		
	γ' τρίμηνο <sup>2</sup>	δ' τρίμηνο <sup>2</sup>	α' τρίμηνο <sup>2</sup>	β' τρίμηνο <sup>2</sup>	Αύγουστος <sup>3</sup>
1. Καταθέσεις μίας ημέρας	16.129	15,8	5,7	4,4	12,0
2. Καταθέσεις ταμιευτηρίου και υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών	59.999	14,6	9,7	3,7	3,9
3. Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	33.003	6,1	10,1	11,6	17,3
<b>4. Σύνολο καταθέσεων (1+2+3)</b>	<b>109.131</b>	<b>12,3</b>	<b>9,2</b>	<b>5,7</b>	<b>8,3</b>
5. Συμφωνίες επαναγοράς (repos)	12.227	-20,2	-19,0	-18,6	-31,8
6. Μεριδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	15.722	-18,8	-3,7	30,7	64,7
					76,0

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

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

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

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

καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας αυξήθηκε σε 12% το δεύτερο τρίμηνο του 2003 από 5,7% το τέταρτο τρίμηνο του προηγούμενου έτους, ενώ και τον Αύγουστο διατηρήθηκε σε υψηλό επίπεδο (14,7%). Η επιπλέοντη ρυθμού ανόδου των καταθέσεων μίας ημέρας συνδέεται με τη μείωση του κόστους ευκαιρίας των καταθέσεων αυτών, καθώς η διαφορά επιτοκίων μεταξύ των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας και των λοιπών κατηγοριών καταθέσεων περιορίστηκε κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Επιπλέον, οι σχετικά υψηλοί ρυθμοί ανόδου των καταθέσεων μίας ημέρας το τρίμηνο Ιουνίου-Αυγούστου 2003 συνδέονται και με την αύξηση των συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) στο ίδιο διάστημα.<sup>2</sup> Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων ταμιευτηρίου και υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών διατηρήθηκε χαμηλός σε όλη τη διάρκεια του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου του τρέχοντος έτους και διαμορφώθηκε σε 3,9% το δεύτερο τρίμηνο του 2003 από 9,7% το τέταρτο τρίμηνο του 2002, ενώ τον Αύγουστο σημείωσε

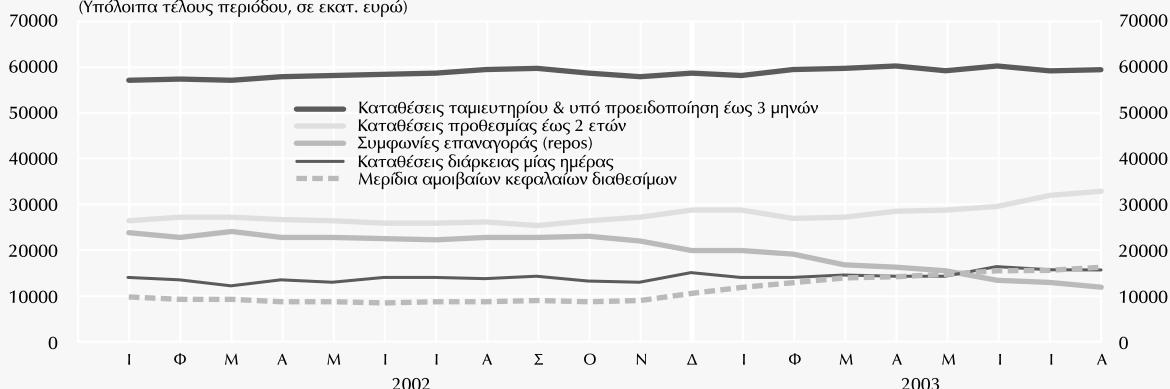
περαιτέρω επιβράδυνση (σε 1,2%). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη μείωση των επιτοκίων ταμιευτηρίου στη διάρκεια του οκταμήνου και με την αναζήτηση πιο αποδοτικών τοποθετήσεων εκ μέρους των αποταμιευτών (βλ. παρακάτω, Τμήμα 3).

Αντίθετα με την πορεία των καταθέσεων ταμιευτηρίου, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων προθεσμίας διάρκειας έως δύο ετών παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα σε όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Συγκεκριμένα, ο ρυθμός αυτός επιπλέον θηκε σταδιακά σε 17,3% το δεύτερο τρίμηνο του 2003 από 10,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Κατά το δίμηνο Ιουλίου-Αυγούστου παρουσίασε ακόμη μεγαλύτερη επιπλέοντη ρυθμού αύξηση (Αύγουστος: 31,5%), η οποία όμως οφείλεται σε κάποιο βαθμό στο σχετικά

2 Η συνολική αξία των χρηματιστηριακών συναλλαγών το τρίμηνο Ιουνίου-Αυγούστου αυξήθηκε σε 4.149 εκατ. ευρώ κατά μέσο μηνιαίο όρο, από 1.674 εκατ. ευρώ κατά μέσο μηνιαίο όρο το πεντάμηνο Ιανουαρίου-Μαΐου 2003.

Διάγραμμα 31

Εξέλιξη των καταθέσεων, των συμφωνιών επαναγοράς και των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων στην Ελλάδα<sup>1</sup> (Ιανουάριος 2002 - Αύγουστος 2003)  
(Υπόλοιπα τέλους περιόδου, σε εκατ. ευρώ)



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

**Πηγή:** Τράπεζα της Ελλάδος.

χαμηλό επίπεδο των καταθέσεων οιτάν το αντίστοιχο δίμηνο του προηγούμενου έτους. Η εξέλιξη των καταθέσεων προθεσμίας αντανακλά τη μετατόπιση προς αυτές αποταμευτικών πόρων κυρίως από τις συμφωνίες επαναγοράς (repos) και, σε μικρότερη έκταση, από τις καταθέσεις ταμιευτηρίου, αλλά και τις συγκριτικά υψηλότερες αποδόσεις τους. Από τις υπόλοιπες βασικές συνιστώσες του Μ3, οι τοποθετήσεις σε repos συνέχισαν να μειώνονται κατά το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2002 και το υπόλοιπό τους τον Αύγουστο ήταν κατά 46,4% χαμηλότερο από ό,τι τον αντίστοιχο μήνα του προηγούμενου έτους (βλ. Διάγραμμα 31). Η μείωση αυτή συνδέεται με τη φορολόγηση των αποδόσεων των repos με συντελεστή 7% από τον Ιανουάριο του 2002 και τη στροφή των αποταμευτών σε αποδοτικότερες τοποθετήσεις. Τέλος, οι τοποθετήσεις σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων αυξήθηκαν σημαντικά την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2003 (ετήσιος ρυθμός ανόδου το δεύτερο τρίμηνο του 2003: 64,7%, έναντι μείωσης κατά 3,7% το τέταρτο τρίμηνο του 2002), εξέλιξη που αντανακλά την προτίμηση των επενδυτών για ασφαλέστερες τοποθετήσεις σε περιόδους χρηματιστηριακής αβεβαιότητας (όπως ήταν οι πρώ-

τοι μήνες του τρέχοντος έτους) αλλά και τις σχετικά υψηλότερες αποδόσεις που προσέφεραν τα μερίδια αυτά. Τον Αύγουστο ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους παρέμεινε σε πολύ υψηλό επίπεδο (76%).

## 2. Πιστωτική επέκταση

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI) παρουσίασε σημαντική επιβράδυνση το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2003 και τον Αύγουστο περιορίστηκε σε 5,1%, από 7,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Η επιβράδυνση αυτή συνδυάζει μεγάλη μείωση της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης από τα NXI<sup>3</sup> και μικρή επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

Αναλυτικότερα, η χρηματοδότηση της γενικής

<sup>3</sup> 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 αμοιβαίων κεφάλαια διαθεσίμων.

**Πίνακας XVI**

**Συνολική πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα**

(Επήσεις εκατοστιαίες μεταβολές)

	2002		2003		
	γ' τρίμηνο <sup>1</sup>	δ' τρίμηνο <sup>1</sup>	α' τρίμηνο <sup>1</sup>	β' τρίμηνο <sup>1</sup>	Αύγουστος <sup>2</sup>
1. Συνολική πιστωτική επέκταση	5,3	7,1	6,4	4,0	5,1
2. Πιστωτική επέκταση προς τη γενική κυβέρνηση	-9,1	-5,2	-7,1	-13,5	-13,4
3. Πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά	19,5	18,3	18,2	18,0	18,7
3.1. Πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις	12,0	11,4	11,3	12,0	14,0
3.2. Πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά	36,7	33,1	32,3	29,8	27,3
εκ της οποίας :					
3.2.1 Στεγαστικά δάνεια	38,7	35,4	34,4	31,1	27,3
3.2.2 Καταναλωτικά δάνεια	31,1	27,4	26,1	23,8	23,1

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

2 Επήσιος ρυθμός μεταβολής στο τέλος του μηνός.

**Πηγή:** Τράπεζα της Ελλάδος.

κυβέρνησης μειώθηκε κατά 16% το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2003, έναντι μείωσης κατά 4,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2002, με αποτέλεσμα ο δωδεκάμηνος ρυθμός μείωσής της να διαμορφωθεί σε 13,4% τον Αύγουστο του 2003, έναντι 5,2% το τέταρτο τρίμηνο του 2002 (βλ. Πίνακα XVI). Η μείωση της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2003 αντανακλά κυρίως το γεγονός ότι τόσο η Τράπεζα της Ελλάδος όσο και τα λοιπά ΝΧΙ μείωσαν τις τοποθετήσεις τους σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου κατά 1.065 εκατ. ευρώ και 7.709 εκατ. ευρώ αντίστοιχα.<sup>4</sup> Επιπλέον, το υπόλοιπο των δανείων της Τράπεζας της Ελλάδος προς το Ελληνικό Δημόσιο<sup>5</sup> μειώθηκε, λόγω της σταδιακής εξόφλησής τους, κατά 515 εκατ. ευρώ, ενώ μείωση κατά 1.083 εκατ. ευρώ εμφανίζει και το υπόλοιπο των δανείων των λοιπών πιστωτικών ιδρυμάτων προς τη γενική κυβέρνηση. Επομένως κατά την εξεταζόμενη περίοδο παρατηρείται σημαντική αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου των λοιπών (δηλ. χωρίς την Τράπεζα της Ελλάδος) ΝΧΙ, καθώς

τον Αύγουστο του 2003 οι απαιτήσεις τους έναντι του Ελληνικού Δημοσίου περιορίστηκαν στο 16,7% του συνολικού ενεργητικού τους από 21,3% στο τέλος του 2002, ενώ το σύνολο των απαιτήσεών τους (δάνεια και ομόλογα) έναντι του ιδιωτικού τομέα και των τοποθετήσεών τους σε μετοχές ιδιωτικών επιχειρήσεων αυξήθηκε σε 48% του συνολικού ενεργητικού, από 44,4% στο τέλος του 2002. Σημειώνεται ότι, σε ταμειακή βάση, οι δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2003 διαμορφώθηκαν σε 6.920 εκατ. ευρώ, έναντι 2.714 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Αυτές οι δανειακές ανάγκες καλύφθηκαν με εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό αλλά και από την αύξηση

4 Η μείωση προέρχεται εξ ολοκλήρου από τα πιστωτικά ιδρύματα. Αντίθετα, τα αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων αύξησαν κατά 345 εκατ. ευρώ τις τοποθετήσεις τους σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου στην εξεταζόμενη περίοδο.

5 Αφορά δάνεια τα οποία έχουν 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.

**Πίνακας XVII**

**Χρηματοδότηση επιχειρήσεων και νοικοκυριών στην Ελλάδα κατά κλάδο**

Υπόδοιπτα 31.08.03 (εκατ. ευρώ)	Επίσημες εκατοστιαίες μεταβολές			
	2002		2003	
	δ' τρίμηνο <sup>1</sup>	α' τρίμηνο <sup>1</sup>	β' τρίμηνο <sup>1</sup>	Αύγουστος <sup>2</sup>
<b>A. Επιχειρήσεις</b>	<b>60.782</b>	<b>11,4</b>	<b>11,3</b>	<b>12,0</b>
1. Γεωργία	3.102	-14,0	-0,9	1,8
2. Βιομηχανία <sup>3</sup>	15.682	11,5	14,1	13,5
3. Εμπόριο	16.701	7,8	3,9	1,1
4. Τουρισμός	3.255	33,7	33,8	32,6
5. Ναυτιλία	4.421	5,5	5,1	7,1
6. Λοιπά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (πλην NXI)	2.986	72,5	51,9	31,1
7. Λοιπά	14.635	14,3	12,9	22,7
<b>B. Νοικοκυρία</b>	<b>36.569</b>	<b>33,1</b>	<b>32,3</b>	<b>29,8</b>
1. Στεγαστικά δάνεια	24.573	35,4	34,4	31,1
2. Καταναλωτικά δάνεια – Πιστωτικές κάρτες	11.075	27,4	26,1	23,8
– Λοιπά καταναλωτικά δάνεια	5.801	37,1	36,1	33,0
3. Λοιπά	5.274	19,2	17,1	15,0
	921	62,6	77,5	117,1
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>97.351</b>	<b>18,3</b>	<b>18,2</b>	<b>18,0</b>
				<b>18,7</b>

1 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους αριθμητικούς μέσους επήσησιν ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ρυθμούς στο τέλος του μηνός. Ο μέσος επήσησις 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" στο Μηνιαίο Δελτίο της EKT).

2 Επήσησις 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.

της διακράτησης τίτλων του Δημοσίου από τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα. Ειδικότερα, η διακράτηση τίτλων του Δημοσίου από μη κατοίκους αυξήθηκε κατά 17.334 εκατ. ευρώ το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2003. Η διακράτηση αντίστοιχων τίτλων από τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα (ιδιώτες και επιχειρήσεις) αυξήθηκε την ίδια περίοδο κατά 3.208 εκατ. ευρώ, ενώ μειώθηκε, όπως προαναφέρθηκε, η χρηματοδότηση της γενικής κυβέρνησης από τα εγχώρια NXI.

**Τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών**

Η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά επιταχύνθηκε σε 18,7% τον Αύγουστο του 2003 από 16,9% στο τέλος του

2002, παραμένοντας όμως στο επίπεδο που είχε διαμορφωθεί το τέταρτο τρίμηνο του 2002 (βλ. Πίνακα XVI). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη σχετικά μεγάλη αύξηση των πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις, ενώ επιβράδυνση παρατηρήθηκε στην πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά και ειδικότερα στα στεγαστικά δάνεια, τα οποία πάντως συνέχισαν να αυξάνονται με υψηλό ρυθμό.<sup>6</sup>

Οι τραπεζικές πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις αυξήθηκαν κατά 10,5% το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2003, έναντι αύξησης κατά

6 Στη ζώνη του ευρώ σημειώθηκε οριακή επιπτάχυνση του ρυθμού αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, ο οποίος όμως διαμορφώνεται σε σχετικώς χαμηλά επίπεδα (Αύγουστος 2003: 5%, Δεκέμβριος 2002: 4,8%, πηγή: EKT, Μηνιαίο Δελτίο, Οκτ. 2003).

6,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2002, και ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής τους διαμορφώθηκε σε 14% τον Αύγουστο του 2003, έναντι 11,4% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Από την ανάλυση της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (βλ. Πίνακα XVII) προκύπτει ότι η πιστωτική επέκταση επιταχύνθηκε όσον αφορά τη γεωργία, τη βιομηχανία, τη ναυτιλία, τον τουρισμό και ιδίως τους "λοιπούς" κλάδους, ενώ επιβράδυνση παρατηρήθηκε στην πιστωτική επέκταση προς το εμπόριο και τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης, εταιρίες πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων, ασφαλιστικές εταιρίες κ.λπ.).

Αναλυτικότερα, ο δωδεκάμηνος ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τη βιομηχανία διαμορφώθηκε σε 15,1% τον Αύγουστο του 2003 από 11,5% το τέταρτο τρίμηνο του 2002, παρουσιάζοντας σχετικά μεγάλες αυξομειώσεις στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Σημειώνεται ότι η άντληση κεφαλαίων από τις βιομηχανικές επιχειρήσεις μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (XAA) διαμορφώνεται και κατά το τρέχον έτος σε πολύ χαμηλά επίπεδα, αν και αισθητώς υψηλότερα από ό,τι το 2002 (Ιανουάριος-Αύγουστος 2003: 46,5 εκατ. ευρώ, Ιανουάριος-Αύγουστος 2002: 12,2 εκατ. ευρώ).

Αρκετές επιχειρήσεις όμως έχουν εκδηλώσει την πρόθεση να προβούν σε έκδοση ομολογιακών δανείων το δεύτερο εξάμηνο του 2003, σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 3156/2003 που ψηφίστηκε πρόσφατα από τη Βουλή και αποσκοπεί στην εδραίωση του θεσμού των εταιρικών ομολόγων ως εναλλακτικής μορφής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Στο βαθμό που θα αναπτυχθεί ο θεσμός αυτός, αναμένεται να περιοριστεί η τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων.<sup>7</sup> Η πιστωτική επέκταση προς το εμπόριο, μετά τη σημαντική

επιβράδυνσή της κατά το προηγούμενο έτος, διαμορφώνεται κατά το τρέχον έτος σε πολύ χαμηλά επίπεδα.<sup>8</sup>

Μικρή αύξηση παρουσίασε κατά το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2003 το υπόλοιπο των δανείων προς τη γεωργία και ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής τους διαμορφώθηκε στο 3,7%, έναντι -14% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Σημειώνεται ότι σε όλη τη διάρκεια του 2002 ο ρυθμός αυτός ήταν αρνητικός, κυρίως λόγω της πολιτικής που εφαρμόζει η ΑΤΕ για την εξυγίανση του χαρτοφυλακίου της. Η πιστωτική επέκταση προς τον τουρισμό παρουσίασε μικρή επιτάχυνση σε 35,7% τον Αύγουστο του 2003 από 33,7% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Επομένως, συνεχίζει και κατά το τρέχον έτος να διαμορφώνεται σε πολύ υψηλά επίπεδα, γεγονός που εκτιμάται ότι συνδέεται με επενδύσεις για τη βελτίωση της τουριστικής υποδομής ενόψει των Ολυμπιακών Αγώνων, αλλά σε μεγάλο βαθμό αντανακλά και το μικρό ύψος του υπολοίπου των δανείων της κατηγορίας αυτής. Σημαντική επιβράδυνση παρουσίασε ο ρυθμός ανόδου των δανείων προς τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (Αύγουστος 2003: 15,1%, τέταρτο τρίμηνο 2002: 72,5%), η οποία όμως ήταν αναμενόμενη μετά τη σχετικά μεγάλη αύξηση της τραπεζικής χρη-

7 Για την ανάπτυξη όμως του θεσμού των εταιρικών ομολόγων, απαραίτητη προϋπόθεση είναι η δημιουργία μιας δευτερογενούς αγοράς με επαρκές εύρος και βάθος που θα βοηθεί στη διασπορά των σχετικών κινδύνων και θα διασφαλίζει υψηλή ρευστότητα στους τίτλους αυτούς.

8 Ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής των υπολοίπων των δανείων προς το εμπόριο διαμορφώθηκε σε 0,7% τον Αύγουστο του 2003, έναντι 0,9% το Δεκέμβριο του 2002 και 7,8% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι το Σεπτέμβριο του 2002 –στο πλαίσιο της υποβολής στοιχείων με βάση την αναθεωρημένη λογιστική κατάσταση που καθιερώθηκε από το μήνα αυτό – ορισμένες τράπεζες προέβησαν σε αναταξινόμηση δανείων από την κατηγορία αυτή προς τα "λοιπά" δάνεια, με αποτέλεσμα ο ρυθμός ανόδου των τελευταίων να παρουσιάσει σημαντική επιτάχυνση. Επιπλέον, τον Ιούνιο του 2003 οι τράπεζες αναταξινόμησαν δάνεια ύψους 425 εκατ. ευρώ από το εμπόριο στους "λοιπούς" κλάδους.

ματοδότησης των επιχειρήσεων αυτών κατά το προηγούμενο έτος. Σημειώνεται ότι δύο από τις μεγαλύτερες εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης που κατατάσσονται στον κλάδο αυτό σχεδιάζουν να προβούν σε έκδοση ομολογιακών δανείων εντός του 2003, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν το σημαντικά αυξημένο κύκλο εργασιών τους. Επιτάχυνση εξάλλου παρατηρήθηκε τον Αύγουστο του 2003 στην πιστωτική επέκταση προς τη ναυτιλία σε σχέση με το τέταρτο τρίμηνο του προηγούμενου έτους (Αύγουστος 2003: 11,1%, τέταρτο τρίμηνο 2002: 5,5%).<sup>9</sup>

Όπως προαναφέρθηκε, το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2003 η πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά παρουσίασε σταδιακή επιβράδυνση, η οποία ήταν εντονότερη στην περίπτωση των στεγαστικών δανείων (βλ. Πίνακα XVII). Αναλυτικότερα, ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης των στεγαστικών δανείων υποχώρησε σε 27,3% τον Αύγουστο του 2003, από 35,4% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Φαίνεται ότι η τροποποίηση του καθεστώτος έκπτωσης των τόκων των στεγαστικών δανείων για πρώτη κατοικία από τη φορολογία εισοδήματος για τα δάνεια που συνάπτονται από την αρχή του 2003<sup>10</sup> οδήγησε ορισμένους δανειολήπτες να επισπεύσουν τη σύναψη των δανείων εντός του 2002. Είναι χαρακτηριστικό ότι το ύψος των νέων δανείων που συνομολογήθηκαν το Δεκέμβριο του 2002 ανήλθε στα 800 εκατ. ευρώ, έναντι μέσου μηνιαίου ύψους 450 εκατ. ευρώ τόσο το τρίμηνο Σεπτεμβρίου-Νοεμβρίου του 2002, όσο και το πρώτο και το δεύτερο τρίμηνο του 2003. Παρατηρείται ωστόσο ότι για ορισμένες κατηγορίες στεγαστικών δανείων τα επιτόκια αυξήθηκαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο, σε αντίθεση με τα επιτόκια των άλλων κατηγοριών δανείων, τα οποία ακολούθησαν πιστωτική πορεία (βλ. Τμήμα 3).

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταναλωτικών δανείων διαμορφώθηκε σε 23,1% τον Αύγουστο του 2003, έναντι 27,4% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Ωστόσο, από τα στοιχεία του τριμήνου Ιουνίου-Αυγούστου διαφαίνεται μια ελαφρά τάση ανάκαμψης του ρυθμού ανόδου των καταναλωτικών δανείων, μετά την πιστωτική του πορεία από τα μέσα του 2001, όταν είχε ανέλθει σε επίπεδα άνω του 50%. Σημειώνεται ότι τον Ιούνιο του τρέχοντος έτους καταργήθηκαν όλοι οι περιορισμοί της καταναλωτικής πίστης που είχαν απομείνει (ΠΔΤΕ 2523/12.6.2003). Όσον αφορά τις επιμέρους κατηγορίες δανείων προς τους καταναλωτές, ο ρυθμός ανόδου των δανείων μέσω πιστωτικών καρτών επιβραδύνθηκε σε 32% τον Ιούλιο του 2003 από 37,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2002. Επομένως, αυτά τα τραπεζικά δάνεια εξακολουθούν να αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς, παρά το γεγονός ότι το μέσο επιτόκιο τους (Αύγουστος 2003: 14,7%, Δεκέμβριος 2002: 15,4%) είναι σημαντικά υψηλότερο από ότι στις άλλες κατηγορίες καταναλωτικών δανείων, καθώς οι πιστωτικές κάρτες εξασφαλίζουν στους κατόχους τους ευχερέστερη πρόσβαση στον τραπεζικό δανεισμό.

Με σημαντικά χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση με αυτόν των δανείων μέσω πιστωτικών καρτών αυξήθηκε το σύνολο των δανείων έναντι δικαιολογητικών και των προσωπικών δανείων (Αύγουστος 2003: 14,6%, τέταρτο τρίμηνο 2002: 19,2%). Το

**9** Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι γενικά η χρηματοδότηση της ναυτιλίας από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα παρουσιάζει μεγάλη μεταβλητότητα, που οφείλεται κυρίως σε συναλλαγματικές διαφορές λόγω της διακύμανσης της ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, καθώς σχεδόν το σύνολο των δανείων προς τη ναυτιλία συνάπτεται σε δολάρια ΗΠΑ. Οι συναλλαγματικές διαφορές προκύπτουν κατά την αποτίμηση σε ευρώ των δανείων που έχουν συναφθεί σε νομίσματα τρίτων χωρών.

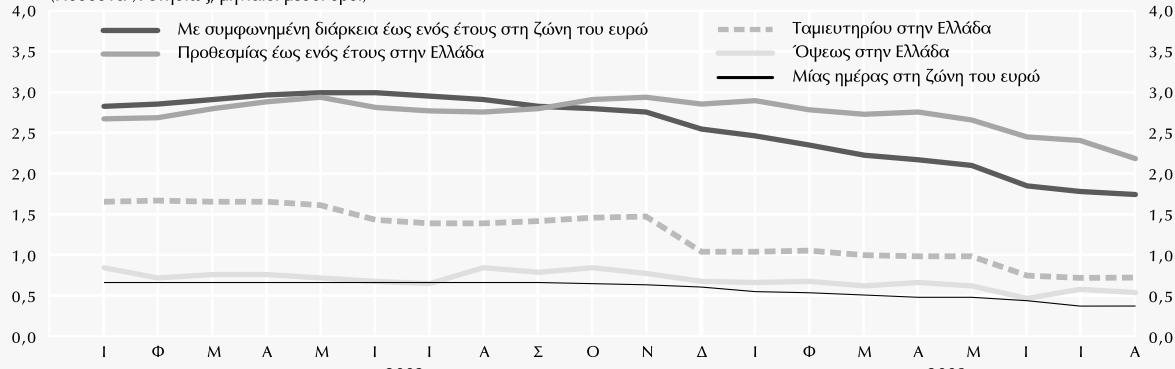
**10** Η ρύθμιση αυτή συμπεριλαμβάνεται στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού για το 2003 που κατατέθηκε στη Βουλή το Νοέμβριο του 2002.

Διάγραμμα 32

## Επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ

(Ιανουάριος 2002 - Αύγουστος 2003)

(Ποσοστά % επησίως, μηνιαίοι μέσοι όροι)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και EKT.

αποτέλεσμα ήταν να ενισχυθεί περαιτέρω το ποσοστό συμμετοχής των δανείων μέσω πιστωτικών καρτών στο σύνολο των καταναλωτικών δανείων (Αύγουστος 2003: 52,4%, Δεκέμβριος 2002: 50,8%).

Μεγάλη επιτάχυνση παρουσίασε ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης των "λοιπών" δανείων προς τα νοικοκυριά, που διαμορφώνεται σε πολύ υψηλά επίπεδα.<sup>11</sup> Οι υψηλοί ρυθμοί αύξησης των δανείων αυτών, τα οποία αφορούν κυρίως ανοίγματα σε τρεχούμενους λογαριασμούς καταθέσεων, αντανακλούν 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 οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2003 αντιστοιχεί στο 15,9% της συνολικής πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, έναντι 16,8% σε ολόκληρο το 2002. Όσον αφορά τα υπόλοιπα των δανείων αυτών, τον Αύγουστο του 2003 αναλογούσαν στο 12,3% του συνόλου των τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, έναντι 9,6% στο τέλος του 2000. Παρά την αύξηση της, η αναλογία αυτή παραμένει χαμηλή σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ, όπου το αντίστοιχο ποσο-

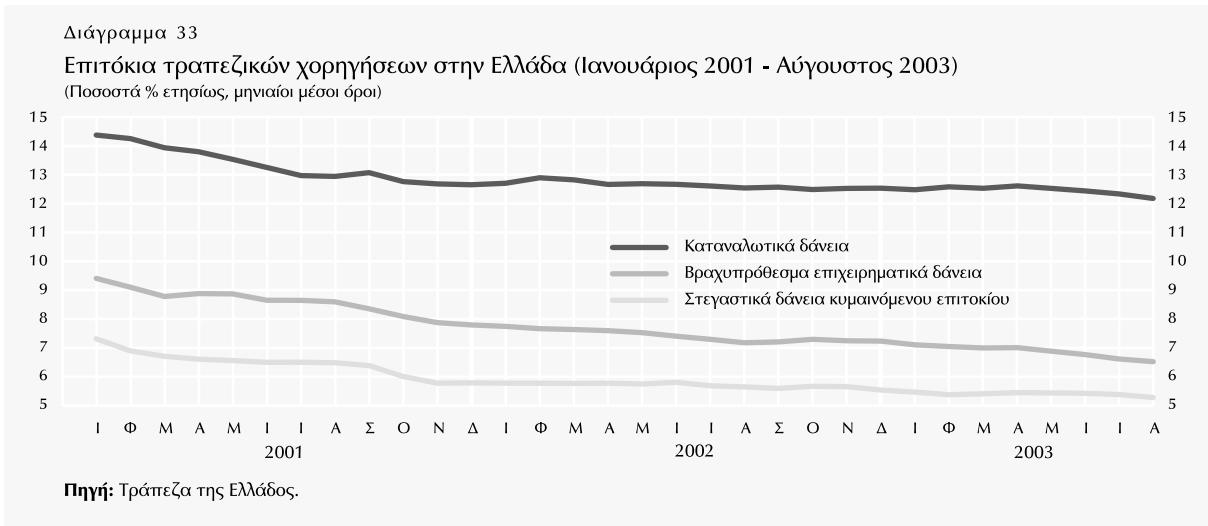
στό ανέρχεται κατά μέσον όρο σε 16,4% (Αύγουστος 2003).<sup>12</sup>

### 3. Τραπεζικά επιτόκια

Τα επιτόκια καταθέσεων μειώθηκαν περαιτέρω την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2003, ακολουθώντας την πτωτική πορεία των επιτοκίων στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ, εξέλιξη που συνδέεται με τη μείωση των βασικών επιτοκίων της EKT συνολικά κατά 75 μονάδες βάσης στο διάστημα αυτό. Το μέσο επιτόκιο των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας (όψεως) μειώθηκε κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας

**11** Ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης των υπολοίπου των δανείων αυτών ήταν 119,2% τον Αύγουστο 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 ανακατάταξη των δανείων αυτών, ύψους 206 εκατ. ευρώ, από τα "δάνεια προς τις επιχειρήσεις" στα "λοιπά" δάνεια προς τα νοικοκυριά. Αν δεν ληφθεί υπόψη η επίδραση του παράγοντα αυτού, ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης των "λοιπών" δανείων προς τα νοικοκυριά περιορίζεται σε 70,2% (από 119,2%) τον Αύγουστο του 2003 και των συνολικών δανείων προς τα νοικοκυριά σε 26,6% (από 27,3%). Αντίστοιχα, η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις διαμορφώνεται σε 14,4% τον Αύγουστο του 2003 (από 14%).

**12** Στο τέλος του 2002, το υπόλοιπο των καταναλωτικών και τών λοιπών δανείων προς τα νοικοκυριά αντιστοιχούσε στο 7,3% του ΑΕΠ στην Ελλάδα, έναντι 15,6% στη ζώνη του ευρώ.



και διαμορφώθηκε σε 0,5% τον Αύγουστο, ενώ η μείωση των επιτοκίων ήταν μεγαλύτερη στις καταθέσεις με μακρότερη διάρκεια. Ειδικότερα, το επιτόκιο των καταθέσεων ταμιευτηρίου μειώθηκε την ίδια περίοδο κατά 0,3 της εκατοστιαίας μονάδας και τον Αύγουστο περιορίστηκε σε 0,8% (βλ. Διάγραμμα 32). Λίγο μεγαλύτερη (0,5 της εκατοστιαίας μονάδας) ήταν η μείωση του επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας έως ενός έτους, το οποίο όμως κινείται σε αρκετά υψηλότερο επίπεδο από το επιτόκιο των καταθέσεων ταμιευτηρίου (Αύγουστος 2003: 2,3%). Σημειώνεται σχετικά ότι το χαμηλότερο επιτόκιο των καταθέσεων ταμιευτηρίου αντανακλά εν μέρει και το κόστος των υπηρεσιών που παρέχουν οι τράπεζες μέσω των λογαριασμών αυτών. Πράγματι, οι καταθέσεις ταμιευτηρίου, εκτός από τον υψηλό βαθμό ρευστότητας που διαθέτουν, παρέχουν τη δυνατότητα στους καταθέτες να διενεργούν πληρωμές (π.χ. εκτέλεση πάγιων εντολών πληρωμής και μεταφορά κεφαλαίων μέσω καρτών). Πτωτικά επίσης κινήθηκαν την ίδια περίοδο και τα επιτόκια των καταθέσεων στη ζώνη του ευρώ, η μείωση όμως των επιτοκίων ήταν μεγαλύτερη από ό,τι στην Ελλάδα στις καταθέσεις με μεγαλύτερη διάρκεια. Με βάση τις ανωτέρω εξελίξεις, τον Αύγουστο του 2003 τα ελληνικά επιτόκια των

καταθέσεων διάρκειας έως ενός έτους ήταν υψηλότερα κατά 0,6 της εκατοστιαίας μονάδας από τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ<sup>13</sup> (το Δεκέμβριο του 2002 τα εν λόγω ελληνικά επιτόκια ήταν υψηλότερα μόνο κατά 0,3 της εκατοστιαίας μονάδας), ενώ τα ελληνικά επιτόκια καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας (όψεως) δεν διέφεραν ουσιαστικά από τα αντίστοιχα της ευρωζώνης (βλ. Διάγραμμα 32).

Πτωτικές τάσεις παρατηρήθηκαν και στα επιτόκια των τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα κατά το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2003 (βλ. Διάγραμμα 33). Το μέσο επιτόκιο των βραχυπρόθεσμων δανείων προς τις επιχειρήσεις μειώθηκε κατά 0,6 της εκατοστιαίας μονάδας και διαμορφώθηκε τον Αύγουστο σε 6,6%.<sup>14</sup> Επειδή το επιτόκιο αυτό στη ζώνη του ευρώ

13 Από τα επιτόκια καταθέσεων, αυτά που προσφέρονται για σύγκριση μεταξύ Ελλάδος και των άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ είναι εκείνα των καταθέσεων όψεως και των καταθέσεων προθεσμίας έως ενός έτους.

14 Θα πρέπει όμως να σημειωθεί ότι τα επιτόκια των βραχυπρόθεσμων δανείων για την Ελλάδα αφορούν τις δανειοδοτήσεις μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών, που είναι ο κύριος τρόπος βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Τα δάνεια με ορισμένη διάρκεια έχουν σημαντικώς χαμηλότερα επιτόκια. Τον Αύγουστο του 2003 τα επιτόκια των δανείων αυτών ήταν 4,9% για ποσά μέχρι ένα εκατ. ευρώ και 3,6% για ποσά μεγαλύτερα του ενός εκατ. ευρώ, έναντι 5,8% και 4,5% αντίστοιχα το Δεκέμβριο του 2002.

Πίνακας XVIII

Εξέλιξη επιτοκίων τραπεζικών χορηγήσεων στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα  
(Ποσοστά % επησίως)

	Δεκέμβριος 2001	Δεκέμβριος 2002	Αύγουστος <sup>1</sup> 2003	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2002 και Αύγ. <sup>1</sup> 2003
<b>Βραχυπρόθεσμα δάνεια προς επιχειρήσεις</b>				
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	6,26	5,98	5,23	-0,75
Μέγιστο επιτόκιο	8,89	8,70	8,43	-0,27
Ελάχιστο επιτόκιο	4,45	4,20	4,12	-0,08
Επιτόκιο στην Ελλάδα	7,79	7,23	6,59	-0,64
<b>Στεγανοτικά δάνεια (σταθερού επιτοκίου)</b>				
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	5,52	5,10	4,22	-0,88
Μέγιστο επιτόκιο	6,29	5,95	5,53	-0,42
Ελάχιστο επιτόκιο	4,52	4,00	3,13	-0,87
Επιτόκιο στην Ελλάδα	5,40	4,91	5,31	0,40
<b>Καταναλωτικά δάνεια (προσωπικά δάνεια)</b>				
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	9,81	9,58	9,06	-0,52
Μέγιστο επιτόκιο	11,62	11,64	11,78	0,14
Ελάχιστο επιτόκιο	5,45	5,09	4,14	-0,95
Επιτόκιο στην Ελλάδα	11,62	11,64	11,70	0,06

<sup>1</sup> Τα μέγιστα και τα ελάχιστα επιτόκια αφορούν το μήνα Ιούνιο, καθώς η EKT δεν έχει δημοσιοποιήσει πλήρη στοιχεία μετά το μήνα αυτό.

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

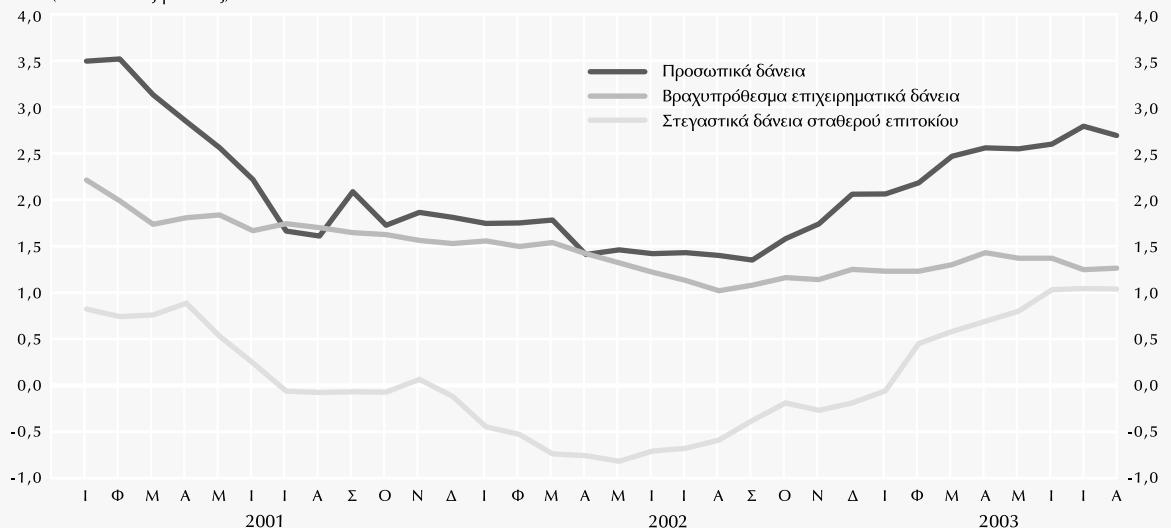
μειώθηκε κατά τι περισσότερο από ό,τι στην Ελλάδα, η διαφορά μεταξύ του ελληνικού επιτοκίου και του αντίστοιχου της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε οριακά τον Αύγουστο σε 1,4 εκατοστιαία μονάδα από 1,3 εκατοστιαία μονάδα το Δεκέμβριο του 2002 (βλ. Πίνακα XVIII και Διάγραμμα 34). Το μέσο επιτόκιο των μακροπρόθεσμων δανείων προς τις επιχειρήσεις διαμορφώθηκε σε 6,1% τον Αύγουστο του 2003 και, καθώς η μείωσή του (κατά 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας) ήταν ελαφρώς μεγαλύτερη από τη μείωση του αντίστοιχου επιτοκίου στη ζώνη του ευρώ, η διαφορά μεταξύ των δύο επιτοκίων περιορίστηκε σε 1,3 εκατοστιαία μονάδα το μήνα αυτό από 1,5 εκατοστιαία μονάδα το Δεκέμβριο του 2002.

Όσον αφορά τα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων, η εξέλιξή τους το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2003 δεν ήταν ομοιόμορφη. Συγκεκριμένα, το επιτόκιο των πιστωτικών

καρτών, παρέμεινε αμετάβλητο μέχρι και τον Απρίλιο, στη συνέχεια μειώθηκε κατά 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας και διαμορφώθηκε σε 14,7% τον Αύγουστο. Τα επιτόκια των δανείων μέσω πιστωτικών καρτών κινούνται γενικά σε υψηλότερα επίπεδα από τα επιτόκια των άλλων κατηγοριών καταναλωτικών δανείων, λόγω των αυξημένων πιστωτικών κινδύνων και του υψηλότερου διαχειριστικού κόστους που τα δάνεια αυτά ενσωματώνουν. Μικρότερη ήταν η μείωση, την ίδια περίοδο, του επιτοκίου των δανείων έναντι δικαιολογητικών, το οποίο τον Αύγουστο περιορίστηκε σε 10,1% από 10,5% το Δεκέμβριο του 2002. Αντίθετα, το επιτόκιο των προσωπικών δανείων παρουσίασε οριακή αύξηση, κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας, το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του τρέχοντος έτους. Επειδή όμως το επιτόκιο αυτό στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε κατά 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας στο ίδιο διάστημα, η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου

Διάγραμμα 34

Διαφορές επιτοκίων τραπεζικών χορηγήσεων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ  
(Ιανουάριος 2001 - Αύγουστος 2003)  
(Εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και EKT.

των προσωπικών δανείων στην Ελλάδα και του αντίστοιχου στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε σε 2,6 εκατοστιαίες μονάδες τον Αύγουστο του 2003 από 2 εκατοστιαίες μονάδες το Δεκέμβριο του 2002.<sup>15</sup>

Διαφοροποιημένη εμφανίζεται και η εξέλιξη των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων. Ειδικότερα, μείωση (κατά 0,3 της εκατοστιαίας μονάδας) παρατηρήθηκε στο επιτόκιο των στεγαστικών δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου με διάρκεια πάνω από 5 έτη, το οποίο διαμορφώθηκε σε 5,2% τον Αύγουστο του 2003. Αντίθετα, το επιτόκιο των δανείων σταθερού επιτοκίου με διάρκεια πάνω από 5 έτη αυξήθηκε κατά 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας και διαμορφώθηκε τον Αύγουστο του 2003 σε 5,3% από 4,9% το Δεκέμβριο του 2002. Θα πρέπει όμως να σημειωθεί ότι γενικά κατά τα τελευταία έτη ο μεγάλος ανταγωνισμός των τραπεζών στον τομέα της στεγαστικής πίστης είχε οδηγήσει τα αντίστοιχα επιτόκια σε ιδιαιτέρως χαμηλά επίπεδα. Κατά το τρέχον έτος ορισμένες τράπεζες προέβησαν σε αναθεώρηση της πολιτικής αυτής και

προσάρμοσαν προς τα άνω τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων. Η αύξηση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων συνδέεται εν μέρει και με τους αυξημένους συντελεστές των ελάχιστων υποχρεωτικών προβλέψεων των τραπεζών που καθόρισε η Τράπεζα της Ελλάδος από τις αρχές του τρέχοντος έτους (ιδίως όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια), οι οποίοι επηρέασαν το κόστος του χρήματος. Επειδή το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε την εξεταζόμενη περίοδο κατά 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας, η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου αυτού και του αντίστοιχου ελληνικού μετατράπηκε από θετική σε αρνητική (Αύγουστος 2003: -1,1 εκατοστιαία μονάδα, Δεκέμβριος 2002: +0,2 της εκατοστιαίας μονάδας).

Το μέσο σταθμικό επιτόκιο των νέων τραπεζι-

15 Το επιτόκιο των προσωπικών δανείων στην Ελλάδα είναι το πλέον συγκρίσιμο με το επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων στη ζώνη του ευρώ, το οποίο δημοσιεύεται στο Μηνιαίο Δελτίο της EKT.

κών χορηγήσεων μειώθηκε τα τελευταία έτη περισσότερο από ό,τι το αντίστοιχο επιτόκιο των καταθέσεων, με αποτέλεσμα η διαφορά τους να περιοριστεί από 8,9 εκατοστιαίες μονάδες το Δεκέμβριο του 1998 σε 5,7 εκατοστιαίες μονάδες το Δεκέμβριο του 2002. Η εξέλιξη αυτή μπορεί να αποδοθεί εν μέρει στην κατάργηση ή τον περιορισμό ορισμένων φόρων και εισφορών,<sup>16</sup> αλλά και στην εναρμόνιση, το δεύτερο εξάμηνο του 2000, του καθεστώτος των υποχρεωτικών καταθέσεων των τραπεζών στην Τράπεζα της Ελλάδος με το αντίστοιχο της ζώνης του ευρώ. Πέρα από τις ρυθμίσεις αυτές όμως, οι οποίες είχαν σημαντικές (άμεσες και έμμεσες) επιδράσεις στο κόστος του χρήματος, στη μείωση της διαφοράς επιτοκίων συνέβαλαν επίσης η αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών, ιδίως όσον αφορά τα δάνεια προς τα νοικοκυριά, καθώς και ο περιορισμός του λειτουργικού κόστους των τραπεζών (το οποίο ως προσοστό των απασχολούμενων κεφαλαίων μειώθηκε την περίοδο 1997-2002 κατά 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας σε 2,3%). Το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2003 το μέσο σταθμικό επιτόκιο των χορηγήσεων και το μέσο σταθμικό επιτόκιο των καταθέσεων μειώθηκαν κατά το ίδιο ποσοστό (0,5 της εκατοστιαίας μονάδας), με αποτέλεσμα η διαφορά τους να παραμείνει στο επίπεδο του Δεκεμβρίου του 2002.

---

#### 4. Οι αγορές κεφαλαίων

##### 4.1 Η αγορά ομολόγων

Οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου υποχώρησαν σημαντικά από τις αρχές Ιανουαρίου μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2003, ενώ παρουσίασαν αξιόλογη ανάκαμψη κατά τους επόμενους δύο μήνες και πτώση το Σεπτέμβριο του 2003. Οι συναλλαγές επί των

τίτλων αυτών στη δευτερογενή αγορά σημείωσαν άνοδο κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2003 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002.

Αναλυτικότερα, οι αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, αντανακλώντας ανάλογες εξελίξεις στις αποδόσεις των αντίστοιχων τίτλων στη ζώνη του ευρώ<sup>17</sup> και στις ΗΠΑ, ακολούθησαν γενικά πτωτική πορεία από τα μέσα Μαΐου του 2002 μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2003, οπότε και διαμορφώθηκαν σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα. Στη συνέχεια όμως και μέχρι τα μέσα Αυγούστου του τρέχοντος έτους παρουσίασαν αισθητή ανάκαμψη, η οποία στην περίπτωση του δεκαετούς ομολόγου κάλυψε τα 3/4 περίπου της πτώσης που είχε σημειωθεί τους πρώτους πεντέμιση μήνες του έτους (βλ. Διάγραμμα 35). Στις εξελίξεις αυτές συνέβαλαν αρχικά η επιδείνωση των γεωπολιτικών εντάσεων και οι στρατιωτικές επιχειρήσεις στο Ιράκ, καθώς και η αβεβαιότητα για την ανάκαμψη της διεθνούς οικονομικής δραστηριότητας. Στη συνέχεια, η υποχώρηση των γεωπολιτικών εντάσεων και οι περισσότερο αισιόδοξες ανακοινώσεις για τις προοπτικές της διεθνούς οικονομίας (κυρίως των ΗΠΑ) και για τα επιχειρηματικά κέρδη έστρεψαν το ενδιαφέρον των επενδυτών προς τις χρηματιστηριακές αγορές, με αποτέλεσμα να υποχωρήσει η ζήτηση κρατικών ομολογιακών τίτλων.<sup>18</sup> Ωστόσο, η ζήτηση των τίτλων αυτών ενισχύθηκε το Σεπτέμβριο του 2003, κυρίως λόγω

---

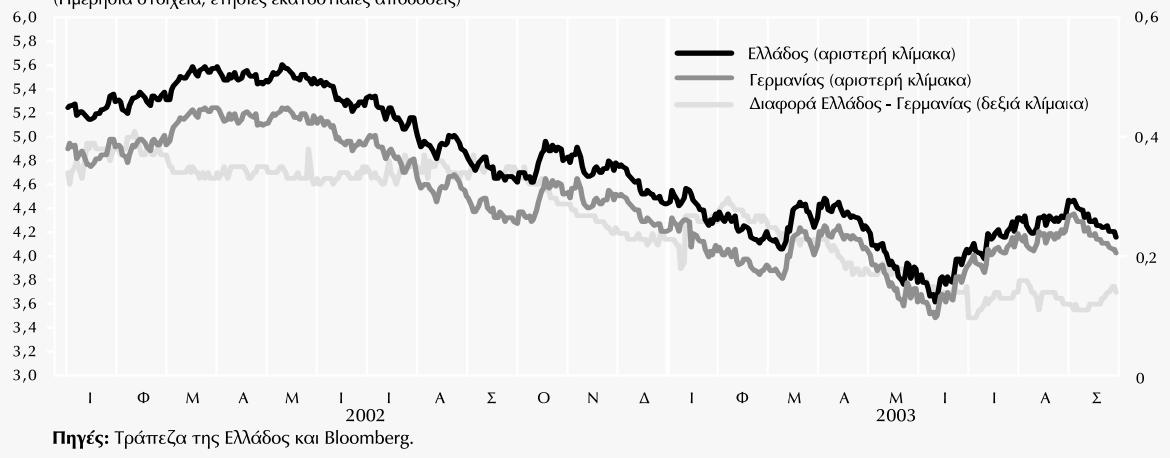
**16** Ο Ειδικός Φόρος Τραπεζικών Εργασιών (ΕΦΤΕ) μειώθηκε την 1.9.1997 σε 3% από 4% και καταργήθηκε την 1.1.2001. Επιπλέον, η εισφορά του Ν. 128/75 περιορίστηκε από την 1.4.2000 σε 0,6% από 1,2%.

**17** Για τις εξελίξεις στην αγορά ομολόγων της ζώνης του ευρώ, βλ. Κεφάλαιο II.3.3.

**18** Η διατήρηση της ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου σε υψηλό επίπεδο μέχρι τις αρχές Ιουνίου του 2003 και οι σημαντικές εισροές κεφαλαίων στις αγορές ομολόγων συνέβαλαν, μεταξύ άλλων, στην καθυστέρηση, για τρεις μήνες περίπου, της στροφής των επενδυτών της ζώνης του ευρώ από τα κρατικά ομόλογα προς τις μετοχές.

Διάγραμμα 35

Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου

(Ιανουάριος 2002 - Σεπτέμβριος 2003)  
(Ημερήσια στοιχεία, ετήσιες εκατοστιαίες αποδόσεις)

της πτώσης των τιμών των μετοχών στις χρηματιστηριακές αγορές.

Η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου διαμορφώθηκε σε 4,17% στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2003, δηλ. μειώθηκε κατά 27 μονάδες βάσης σε σύγκριση με το τέλος Δεκεμβρίου του 2002 (4,44%), παρουσιάζοντας υψηλή διακύμανση κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.<sup>19</sup> Συγκεκριμένα, το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2003 η κατώτατη απόδοση (3,62%) σημειώθηκε στις 13 Ιουνίου και η ανώτατη (4,57%) στις 14 Ιανουαρίου. Η διαφορά απόδοσης μεταξύ του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού περιορίστηκε στις 14 μονάδες βάσης στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2003, από 23 μονάδες βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2002 και 34 μονάδες βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2001 (βλ. Διάγραμμα 35).

Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2002 και τέλους Σεπτεμβρίου του 2003, οι αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων του Δημοσίου παρουσίασαν πτώση σε όλες τις διάρκειες. Η καμπύλη αποδόσεων μετατοπίστηκε προς τα κάτω και απέκτησε μεγαλύτερη θετική κλίση στο τμήμα

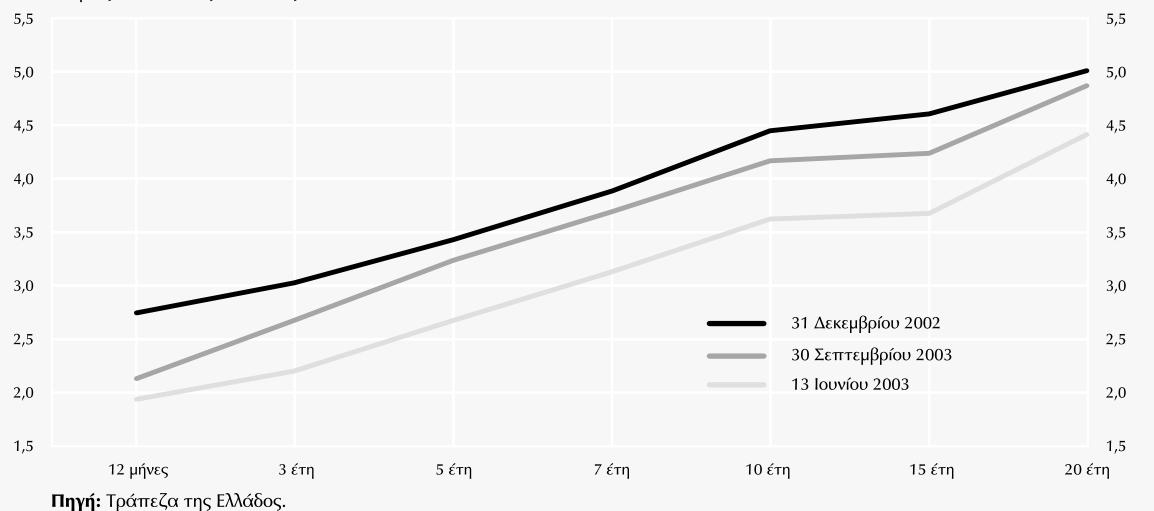
από 12 μήνες έως και 10 έτη (βλ. Διάγραμμα 36). Πράγματι, μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2002 και τέλους Σεπτεμβρίου του 2003 η διαφορά απόδοσης μεταξύ του δεκαετούς ομολόγου και του δωδεκάμηνου έντοκου γραμματίου αυξήθηκε κατά 35 μονάδες βάσης.

Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) ανήλθε σε 2,7 δισεκ. ευρώ το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2003, έναντι 2,3 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2002 (βλ. Διάγραμμα 37). Η αύξηση αυτή των συναλλαγών ενίσχυσε τη ρευστότητα της δευτερογενούς αγοράς, γεγονός που αντανακλάται στην περαιτέρω μείωση της διαφοράς μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων τιμών των ομολογιακών τίτλων. Συγκεκριμένα, η διαφορά αυτή περιορίστηκε σε 8,1 μονάδες βάσης το Σεπτέμβριο του 2003, από 9,4 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2002 και 9,8 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2001, δείχνοντας έτσι ότι αυξήθηκε η αποτελεσματικότητα της αγοράς.

<sup>19</sup> Υψηλή διακύμανση παρουσίασαν και οι αποδόσεις των κρατικών ομολογιακών τίτλων στη ζώνη του ευρώ στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2003.

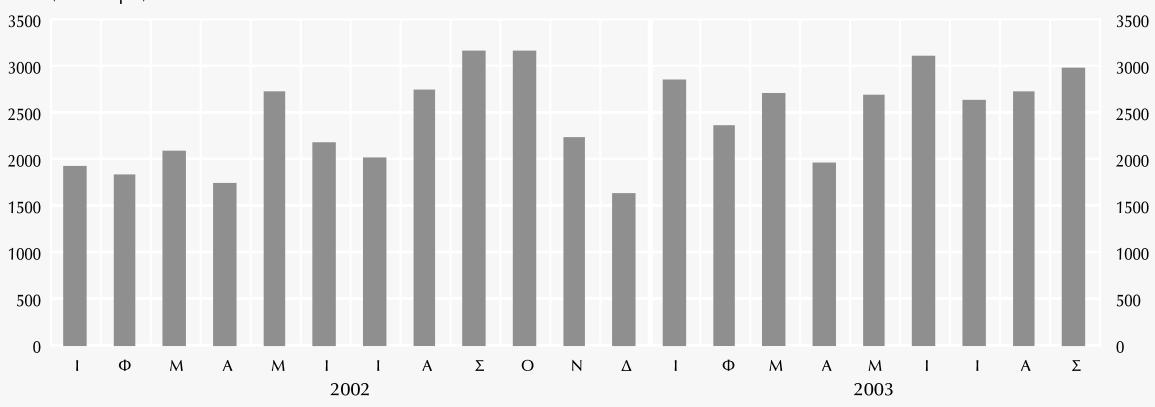
Διάγραμμα 36

Διαχρονική μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου  
(Ετήσιες εκατοστιαίες αποδόσεις)



Διάγραμμα 37

Μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ (Ιανουάριος 2002 - Σεπτέμβριος 2003)  
(Εκατ. ευρώ)



Στην πρωτογενή αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, το συνολικό πτοσό των κεφαλαίων που αντλήθηκαν το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2003 ανήλθε σε 31,7 δισεκ. ευρώ έναντι 26,5 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2002 (βλ. Πίνακα XIX). Κύριο χαρακτηριστικό των νέων εκδόσεων υπήρξαν οι εκδόσεις κοινοπρακτικών ομολογιακών δανείων και, σε μικρότερο βαθμό, οι εκδόσεις με τη μέθοδο της δημοπρασίας. Επίσης, το Δημόσιο επανεξέδωσε τίτλους παλαιότερων εκδόσεων

με τις μεθόδους τόσο της δημοπρασίας όσο και της κοινοπραξίας. Σημειώνεται ότι για πρώτη φορά εκδόθηκαν ομολογιακοί τίτλοι διάρκειας ενός έτους (ποσού 2,1 δισεκ. ευρώ)<sup>20</sup> και διάρ-

<sup>20</sup> Πρόκειται για τους Ειδικούς Τίτλους Αποταμίευσης (ETA) οι οποίοι προσφέρθηκαν το Φεβρουάριο (0,8 δισεκ. ευρώ), το Μάιο (0,7 δισεκ. ευρώ) και το Σεπτέμβριο (0,6 δισεκ. ευρώ) του 2003 στο ευρύ αποταμιευτικό κοινό με δημόσια εγγραφή. Οι τίτλοι αυτοί διατέθηκαν με επιτόκιο 3,6% και είναι αφορολόγητοι, υπό την προϋπόθεση ότι ο κάτοχος τους θα τους διατηρήσει μέχρι τη λήξη τους.

Πίνακας XIX

Εκδόσεις τίτλων Ελληνικού Δημοσίου

Τίτλοι	Ιανουάριος - Σεπτέμβριος				
	2002		2003		
	Εκατ. ευρώ	Ποσοστό (%) του συνόλου	Εκατ. ευρώ	Ποσοστό (%) του συνόλου	
Έντοκα γραμμάτια	1.087	4,1	1.737	5,5	
Ομόλογα <sup>1</sup>	25.443	95,9	29.980	94,5	100,0
1ετή	–	–	2.053	6,8	
3ετή	5.136	20,2	6.430	21,5	
5ετή	7.351	28,9	9.002	30,0	
7ετή	1.541	6,1	191	0,6	
10ετή	7.265	28,5	8.195	27,3	
15ετή	–	–	649	2,2	
20ετή	4.150	16,3	2.214	7,4	
23ετή	–	–	1.246	4,2	
<b>Σύνολο</b>	<b>26.530</b>	<b>100,0</b>	<b>31.717</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.

κειας 23 ετών (ποσού 1,2 δισεκ. ευρώ),<sup>21</sup> οι οποίοι καλύπτουν το 11% περίπου του συνόλου της αξίας των ομολογιακών τίτλων που εκδόθηκαν. Εξάλλου, ποσό 15 δισεκ. ευρώ (51% του συνόλου της αξίας των ομολογιακών εκδόσεων) αφορούσε εκδόσεις τριετών και πενταετών ομολόγων, 0,2 δισεκ. ευρώ (1%) εκδόσεις επταετών ομολόγων, ενώ το υπόλοιπο (37%) εκδόσεις δεκαετών, δεκαπενταετών και εικοσαετών ομολόγων. Επιπρόσθετα, οι εκδόσεις έντοκων γραμματίων του Δημοσίου κάλυψαν ποσοστό 5% περίπου της αξίας του συνόλου των εκδόσεων κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2003, έναντι 4% την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Συνεπώς, διαπιστώνεται μικρή μετατόπιση των εκδόσεων από τίτλους διάρκειας επτά ετών και άνω προς τίτλους διάρκειας πέντε ετών και κάτω και, εκ του λόγου αυτού, ελαφρά μείωση της μέσης σταθμικής διάρκειας των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου που εκδόθηκαν την εξεταζόμενη περίοδο.

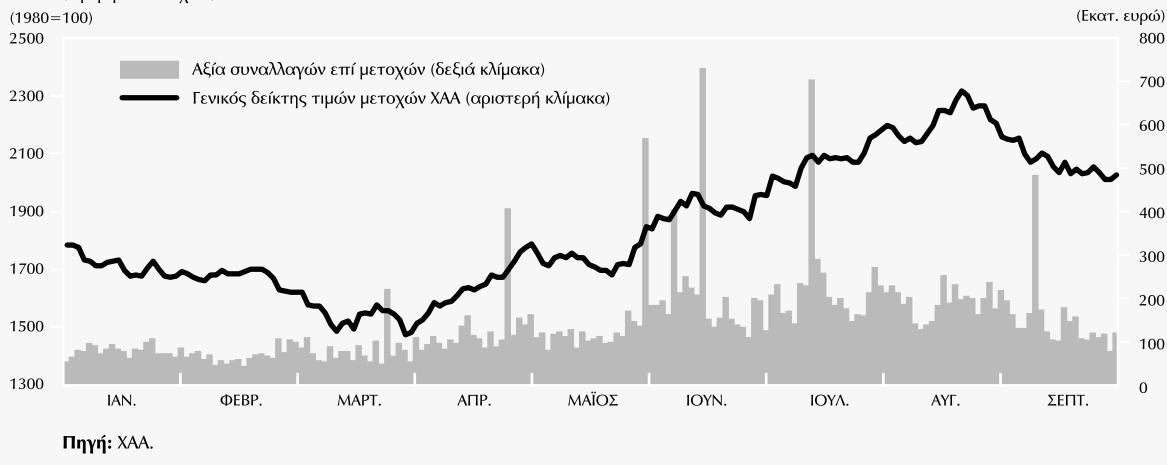
#### 4.2 Χρηματιστηριακές εξελίξεις

Ο γενικός δείκτης τιμών μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) ακολούθησε πτωτική πορεία στη διάρκεια του πρώτου τριμήνου

του 2003 αλλά, στη συνέχεια, από τις αρχές Απριλίου μέχρι το τέλος Αυγούστου, παρουσίασε αισθητή άνοδο, η οποία όμως ανεκόπη το Σεπτέμβριο του 2003, οπότε οι τιμές των μετοχών σημείωσαν πτώση (βλ. Διόγραμμα 38). Οι εξελίξεις αυτές επηρεάστηκαν από ανάλογες εξελίξεις στις χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ και της Ζώνης του ευρώ, όπου οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν πτώση και υψηλή μεταβλητότητα από τις αρχές του χρόνου μέχρι τα μέσα Μαρτίου, κυρίως λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων και της προοπτικής του πολέμου στο Ιράκ, καθώς και της προς τα κάτω αναθεώρησης των προβλέψεων για την ανακαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ το 2003. Στη συνέχεια όμως, και παρά την πτώση που σημείωσαν στη διάρκεια του Σεπτεμβρίου του 2003, οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν αξιόλογη ανακαμψη, η οποία οφελεται κυρίως στη σημαντική υποχώρηση των γεωπολιτικών εντάσεων και της αβεβαιότητας, λόγω του τερματισμού του πολέμου στο Ιράκ, των σχετικά αισιόδοξων

21 Αφορούν κοινοπρακτικό τιμαριθμοποιημένο ομολογιακό δάνειο συνδεδεμένο με τον πληθωρισμό (εκτός του καπνού) της ΕΕ.

Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (XAA) και αξία συναλλαγών  
(Ιανουάριος - Σεπτέμβριος 2003)  
(Ημερήσια στοιχεία)



εκτιμήσεων για την πορεία της οικονομίας των ΗΠΑ, καθώς και της ανάκαμψης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά επηρεάστηκε ευνοϊκά από την άνοδο της κερδοφορίας (12%) των ελληνικών επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο XAA το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους.

Αναλυτικότερα, μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 2002 και τέλους Σεπτεμβρίου 2003, ο γενικός δείκτης τιμών μετοχών του XAA αυξήθηκε κατά 15,5%. Η υψηλότερη τιμή του δείκτη (2.310,5 μονάδες) καταγράφηκε στις 22 Αυγούστου 2003 και η χαμηλότερη (1.467,3 μονάδες) στις 31 Μαρτίου 2003. Η άνοδος του γενικού δείκτη τιμών μετοχών του XAA για την περίοδο αυτή (Ιαν.-Σεπτ. 2003) ήταν μεγαλύτερη από εκείνη του δείκτη Standard and Poor's 500 στις ΗΠΑ (13,2%) και του δείκτη Dow Jones EURO STOXX στη ζώνη του ευρώ (4,1%). Εξάλλου, σημαντική άνοδο το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2003 κατέγραψαν τόσο οι χρηματιστηριακές συναλλαγές όσο και η άντληση κεφαλαίων από τη χρηματιστηριακή αγορά, μετά τη μεγάλη πτώση που είχαν παρουσιάσει τα

τελευταία έτη. Ειδικότερα, η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών διαμορφώθηκε στα 130 εκατ. ευρώ την εξεταζόμενη περίοδο, από 102 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Επίσης, τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν από τη χρηματιστηριακή αγορά<sup>22</sup> αυξήθηκαν στα 293 εκατ. ευρώ το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2003,<sup>23</sup> από 149 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2002 (βλ. Πίνακα XX). Τα κεφάλαια αυτά αντλήθηκαν από 42 εταιρίες (Ιαν.-Σεπτ. 2002: 31 εταιρίες), από τις οποίες οι 11 εισήγαγαν για πρώτη φορά τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο και άντλησαν 48 εκατ. ευρώ (Ιαν.-Σεπτ. 2002: 12 εταιρίες, 74 εκατ. ευρώ).

Τα χρηματιστηριακά μεγέθη του τραπεζικού κλάδου εμφάνισαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο καλύτερη εικόνα σε σύγκριση με το σύνολο της αγοράς. Συγκεκριμένα, οι τιμές των μετοχών, οι συναλλαγές και η χρηματιστηριακή

<sup>22</sup> Με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

<sup>23</sup> Επιπλέον, κατά την εξεταζόμενη περίοδο, αντλήθηκαν 883 εκατ. ευρώ με διάθεση υφιστάμενων μετοχών εταιριών, κυρίως του δημόσιου τομέα, σε σύγκριση με 507 εκατ. ευρώ που αντλήθηκαν το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2002.

Πίνακας ΧΧ

Αντληθέντα κεφάλαια μέσω Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

(Εκατ. ευρώ)

Κλάδοι επιχειρήσεων	Ιανουάριος - Σεπτέμβριος			
	Αριθμός επιχειρήσεων		Αντληθέντα κεφάλαια <sup>1</sup>	
	2002	2003*	2002	2003*
Εταιρίες με ήδη εισηγμένες μετοχές	19	31	75,6	244,4
Νέες εταιρίες	12	11	73,7	48,1
<b>Σύνολο</b>	<b>31</b>	<b>42</b>	<b>149,3</b>	<b>292,5</b>
– Τράπεζες	2	4	12,6	105,8
– Επενδυτικές	0	2	–	3,0
– Ασφαλιστικές	0	1	–	60,2
– Συμμετοχών	3	1	46,3	0,3
– Βιομηχανικές	6	15	12,2	49,6
– Κατασκευαστικές	0	1	–	7,5
– Εμπορικές	4	3	22,0	21,3
– Τηλεπικοινωνιών	2	3	8,0	3,0
– Πληροφορικής	9	11	18,3	33,6
– Υπηρεσιών υγείας	1	0	18,8	–
– Λοιπές	4	1	11,2	8,2

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.

αξία των τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ αυξήθηκαν την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2003 με ταχύτερο ρυθμό από εκείνον του συνόλου των μετοχών. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με το ότι η κερδοφορία των ελληνικών εμπορικών τραπεζών σημείωσε οξιόλογη αύξηση, μετά την πτώση που παρουσίασε την τριετία 2000-2002. Αναλυτικότερα, τα προ φόρων κέρδη των ελληνικών εμπορικών τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ αυξή-

θηκαν κατά 18% περίπου το πρώτο εξάμηνο του 2003 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002, έναντι μείωσης κατά 45% και 14% σε ολόκληρο το 2002 και το 2001 αντίστοιχα. Η βελτίωση των κερδών των τραπεζών κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους οφείλεται κυρίως στην αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους και, σε μικρότερο βαθμό, των κερδών από χρηματοοικονομικές πράξεις, ενώ συγκρατημένη ήταν η αύξηση των λειτουργικών εξόδων.

## Η εξέλιξη του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος την τελευταία δεκαετία

Στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα έχουν πραγματοποιηθεί σημαντικές αλλαγές από τα τέλη της δεκαετίας του '80 τόσο σε λειτουργικό όσο και σε διαρθρωτικό επίπεδο. Το σύνολο του ενεργητικού των φορέων χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης (τράπεζες, αμοιβαία κεφαλαία και ασφαλιστικές εταιρίες) ως ποσοστό του ΑΕΠ, αν και παραμένει χαμηλότερο από εκείνο της ζώνης του ευρώ, αυξήθηκε από 132% το 1996 σε 167% το 2002.<sup>1</sup> Κατά κύριο λόγο οι αλλαγές αυτές ήταν αποτέλεσμα της απελευθέρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών στην Ελλάδα και στο εξωτερικό, σε συνδυασμό με την τεχνολογική πρόοδο στους τομείς της πληροφορικής και των τηλεπικοινωνιών. Οι περισσότερες αλλαγές παρατηρήθηκαν τη δεκαετία του '90 και ακολούθησαν τις εξελίξεις σε ευρωπαϊκό επίπεδο – την ολοκλήρωση της Εσωτερικής Αγοράς, ιδίως τα μέτρα που συνδέονται με τη δημιουργία του Ενιαίου Χρηματοπιστωτικού Χώρου (ενιαία άδεια λειτουργίας πιστωτικών ιδρυμάτων, αμοιβαία αναγνώριση, καθώς και εποπτεία από τη χώρα προέλευσης) και, πιο πρόσφατα, την εισαγωγή του ευρώ και τα μέτρα που προωθεί η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο πλαίσιο του Σχεδίου Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες.<sup>2</sup> Η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση συνοδεύθηκε από την ολοένα μεγαλύτερη ενοποίηση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος με τα αντίστοιχα των άλλων χωρών της ΕΕ. Ο μετασχηματισμός του χρηματοπιστωτικού συστήματος έπαιξε καίριο ρόλο στη βελτίωση των αναπτυξιακών και επενδυτικών επιδόσεων, ενισχύοντας κατ' αυτόν τον τρόπο την πραγματική σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας. Εξάλλου, δεν θα πρέπει να παραβλέπεται ότι ο χρηματοπιστωτικός τομέας απασχολεί περί τα 93.000 άτομα.<sup>3</sup> Για τους λόγους αυτούς, αξίζει να εξεταστούν πιο προσεκτικά οι αλλαγές που σημειώθηκαν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Αν και ο υψηλός βαθμός χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης είναι σημαντικός για την άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας, μεγάλη επιρροή ασκεί και η δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όπως αυτή αντανακλάται π.χ. στη σχετική σημασία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των αγορών, καθώς τόσο τα εν λόγω ιδρύματα όσο και οι εν λόγω αγορές διαθέτουν συγκριτικά πλεονεκτήματα σε αρκετά διαφορετικούς τομείς. Ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα θα πρέπει να είναι σε θέση να διαμεσολαβεί αποτελεσματικά, δηλ. με το χαμηλότερο δυνατό κόστος, μεταξύ αποταμιευτών και δανειζομένων. Επιπλέον, θα πρέπει να επιτυγχάνει τη βελτιστη κατανομή των πόρων (οι οποίοι χαρακτηρίζονται από στενότητα) στους δυνητικούς δανειολήπτες. Η ίδια η φύση των χρηματοοικονομικών συναλλαγών, που συχνά αφορούν το δανεισμό χρηματικών κεφαλαίων στο παρόν έναντι υπόσχεσης εξόφλησης στο μέλλον, σημαίνει ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα θα πρέπει επίσης να είναι σε θέση να αντιμετωπίζει αποτελεσματικά τα σοβαρά προβλήματα που προκύπτουν από ασυμμετρίες πληροφόρησης. Η φύση των χρηματοοικονομικών συναλλαγών δημιουργεί τέτοιες ασυμμετρίες, διότι συνήθως ο ένας συναλλασσόμενος κατέχει περισσότερες πληροφορίες από τον άλλον όσον αφορά τη χρήση για την οποία προορίζονται τα κεφάλαια.

Οι αγορές κεφαλαίων, δηλ. οι αγορές μετοχών ή ομολόγων, είναι γενικώς πολύ αποτελεσματικές ως προς τη χρηματοδότηση με χαμηλό κόστος όσων έχουν

**1** Συγκρίσιμα στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ είναι διαθέσιμα μόνο για το 2000 (363% του ΑΕΠ, βλ. ECB (2002), *Report on financial structures*).

**2** Το Σχέδιο Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες θέτει προτεραιότητες και χρονικά όρια για τα νομοθετικά και άλλα μέτρα προκειμένου να εκπληρωθούν τρεις στρατηγικοί στόχοι μέχρι το 2005: ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς τραπεζικών εργασιών χονδρικής, ανάπτυξη ανοικτών και ασφαλών αγορών για τις τραπεζικές υπηρεσίες λιανικής και διασφάλιση της διαφρούς σταθερότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών στην ΕΕ. Επίσης δίνει έμφαση στην εξάλειψη των φορολογικών εμποδίων και στρεβλώσεων που δυσχεράινουν τη δημιουργία μιας ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς.

**3** Στοιχεία τέλους Ιουνίου 2002.

πρόσβαση σ' αυτές. Δεν είναι όμως το ίδιο αποτελεσματικές στην αντιμετώπιση των ασυμμετριών πληροφόρησης, καθώς η αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων και η παρακολούθηση της συμπεριφοράς της διοίκησης μιας επιχείρησης ενέχουν κόστος, το οποίο συνήθως είναι ιδιαίτερα υψηλό για τους μεμονωμένους κατόχους μετοχών ή ομολόγων. Έτσι, η ευχερής πρόσβαση στις αγορές ομολόγων και μετοχών περιορίζεται σε μεγάλες επιχειρήσεις που διαθέτουν καλή φήμη. Οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις δεν έχουν την ίδια ευχέρεια να χρηματοδοτηθούν από τις πηγές αυτές.

Από την άλλη πλευρά, θεωρείται ότι οι τράπεζες είναι σε θέση να αντιμετωπίζουν καλύτερα τις ασυμμετριές πληροφόρησης, ιδίως όταν αναπτύσσουν μακροχρόνιες σχέσεις με τους πελάτες τους. Αυτό επιτρέπει σε μεγαλύτερο φάσμα επιχειρήσεων και ιδιωτών να έχει πρόσβαση στη χρηματοδότηση μέσω τραπεζών από ό,τι μέσω των αγορών κεφαλαίων. Πρόσφατες μελέτες φανερώνουν ότι τα χρηματοπιστωτικά συστήματα που βασίζονται στις τράπεζες έχουν καλύτερες επιδόσεις όταν οι επιχειρήσεις είναι μικρότερου μεγέθους, δεν είναι καλά οργανωμένες και λειτουργούν σε συνθήκες χαμηλότερου βαθμού διαφάνειας. Αντίθετα, τα χρηματοπιστωτικά συστήματα που βασίζονται στις αγορές είναι πιο κατάλληλα για οικονομίες όπου οι επιχειρήσεις είναι μεγαλύτερες, διαθέτουν πιο αποτελεσματική οργάνωση και υπάρχει καλύτερη εφαρμογή του νόμου και μεγαλύτερη διαφάνεια.<sup>4</sup>

Χαρακτηριστικό γνώρισμα της εξέλιξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Ελλάδα τα τελευταία δέκα χρόνια περίπου είναι ότι, αν και η τραπεζική διαμεσολάβηση αναπτύχθηκε με ταχείς ρυθμούς, οι αγορές κεφαλαίων επεκτάθηκαν ακόμη πιο γρήγορα. Έτσι, παρά το μετασχηματισμό του τραπεζικού συστήματος, ο βαθμός τραπεζικής διαμεσολάβησης μειώθηκε σε σχετικούς όρους. Επιπλέον, η ραγδαία ανάπτυξη των αγορών ομολόγων και μετοχών τη δεκαετία του '90 είχε θετικές επιδράσεις στην

πραγματική οικονομία και τη διαδικασία σύγκλισης. Η ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων συνέβαλε στη μείωση του κόστους δανεισμού του Δημοσίου και στην προώθηση της διαδικασίας δημοσιονομικής εξυγίανσης, ενώ η ανάπτυξη της αγοράς μετοχών μείωσε το κόστος κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις, ενθαρρύνοντας τις ιδιωτικές επενδύσεις. Η παρατεταμένη μείωση των τιμών των μετοχών τα τελευταία χρόνια επηρέασε τις εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα και οδήγησε σε αντιστροφή της καθοδικής τάσης της τραπεζικής διαμεσολάβησης, αναμένεται όμως ότι μακροπρόθεσμα η αγορά μετοχών θα συνεχίζει να παίζει σημαντικό ρόλο στη χρηματοδότηση της οικονομίας.

Ο μετασχηματισμός του τραπεζικού συστήματος και των αγορών κεφαλαίων συνοδεύθηκε επίσης από αύξηση της σπουδαιότητας άλλων κατηγοριών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που προσφέρουν νέες υπηρεσίες. Πιο συγκεκριμένα, η πελατειακή βάση των ασφαλιστικών εταιριών και των αμοιβαίων κεφαλαίων επεκτάθηκε με ταχείς ρυθμούς, καθώς αυξήθηκε σημαντικά η ζήτηση για ένα ευρύτερο φάσμα χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, πέραν των παραδοσιακών τραπεζικών καταθέσεων.

#### Το τραπεζικό σύστημα

Στο τέλος Ιουνίου του 2003, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα περιλάμβανε 23 ελληνικές εμπορικές τράπεζες, 2 ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς (το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων), 21 υποκαταστήματα ξένων τραπεζών και 15 συνεταιριστικές τράπεζες (αν και αυτή η κατηγορία δεν αντιπροσωπεύει περισσότερο από 1% του συνολικού ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος). Το ενεργητικό του συνόλου των ελληνικών τρα-

<sup>4</sup> Bl. Allen F. and D. Gale (2000), *Comparing Financial Systems*, MIT Press, και Raghuram R. and L. Zingales (2003), "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance" στο Gaspar V. et al. (επμ. 2002), *The Transformation of the European Financial System*, EKT.

πεζών αντιστοιχεί στο 91% περίπου του συνολικού ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος.

Όπως προαναφέρθηκε, στο τραπεζικό σύστημα έγιναν σημαντικές διαφθωτικές αλλαγές, ως συνέπεια της απελευθέρωσης της ελληνικής αγοράς, της ολοένα μεγαλύτερης ολοκλήρωσης των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών και, πιο πρόσφατα, της ένταξης της χώρας στη ζώνη του ευρώ. Τα τελευταία χρόνια, η ενοποίηση μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών (βλ. Πίνακα Π1 στην επόμενη σελίδα) αποτελεσε το κύριο γνώρισμα του συστήματος. Η διαδικασία αυτή διευκολύνθηκε σε μεγάλο βαθμό από την ιδιωτικοποίηση τραπεζών που βρίσκονταν υπό κρατικό έλεγχο. Αν και η περίοδος 1993-2002 χαρακτηρίστηκε κυρίως από την ενοποίηση του τραπεζικού συστήματος, τόσο την περίοδο 1990-93 όσο και από το 2000 και μετά ιδρύθηκαν νέες τράπεζες. Όπως ισχύει για κάθε τομέα της οικονομίας, η εξέταση του λόγου συγκέντρωσης συμβάλλει στην αξιολόγηση του βαθμού ανταγωνισμού. Στην περίπτωση των ελληνικών τραπεζών, ο λόγος συγκέντρωσης, όπως μετρείται από το ποσοστό του ενεργητικού των δύο μεγαλύτερων τραπεζών στο σύνολο του ενεργητικού των τραπεζών, μειώθηκε από 54% το 1993 σε 49% το 2002, ενώ το ποσοστό των επόμενων τεσσάρων τραπεζών αυξήθηκε από 30% σε 44%. Αυτό που έχει ενδιαφέρον είναι ότι η πρώτη από τις έξι μεγαλύτερες τράπεζες χάνει μεριδιο αγοράς, ενώ οι άλλες πέντε κερδίζουν. Έτσι, από το 93% που είναι ο λόγος συγκέντρωσης των έξι μεγαλύτερων τραπεζών, λίγο πάνω από το 30% αντιστοιχεί στην πρώτη τράπεζα, σχεδόν 20% στη δεύτερη και από 10% περίπου στις υπόλοιπες τέσσερις. Το μέγεθος των έξι αυτών τραπεζών τούς επιτρέπει πλέον να ανταγωνίζονται η μία την άλλη όσον αφορά ένα μεγάλο φάσμα τραπεζικών υπηρεσιών. Αυτό σημαίνει ότι η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα και η ενοποίηση οδήγησαν σε αύξηση του ανταγωνισμού.

Στο μέλλον είναι πιθανό να υπάρξει περαιτέρω ενοποίηση, καθώς το μέγεθος των ελληνικών τραπεζών παραμένει μικρό για τα ευρωπαϊκά δεδομένα και η δια-

δικασία ενοποίησης του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού τομέα παρουσιάζει και πάλι επιτάχυνση. Ειδικότερα παρατηρείται εντονότερος ανταγωνισμός μεταξύ των ευρωπαϊκών τραπεζών, ιδίως όσον αφορά τις τραπεζικές υπηρεσίες χονδρικής. Φυσικά, η είσοδος ξένων τραπεζών στην εγχώρια αγορά τραπεζικών υπηρεσιών λιανικής δυσχεραίνεται από το κόστος ανάπτυξης δικτύου υποκαταστημάτων και από το γεγονός ότι η εξοικείωση με το όνομα της τράπεζας παίζει σημαντικό ρόλο. Γι' αυτό και οι πελάτες μπορεί να προτιμήσουν να συνεχίσουν να συνεργάζονται με μια τράπεζα με την οποία συναλλάσσονται από παλιά. Ως εκ τούτου, οι εγχώριες τράπεζες θα εξακολουθήσουν να έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι των ξένων τραπεζών στον τομέα των υπηρεσιών λιανικής και η είσοδος των ξένων τραπεζών στην εγχώρια αγορά είναι πιο πιθανό να πραγματοποιηθεί μέσω στρατηγικών συμμαχιών με εγχώρια ιδρύματα (βλ. Πίνακα Π1).

Ο αυξημένος ανταγωνισμός είχε πολλές συνέπειες για το τραπεζικό σύστημα, όπως τη βελτίωση της ποιότητας και του εύρους των υπηρεσιών που προσφέρει στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις και τη μείωση της διαφοράς μεταξύ των επιτοκίων χορηγήσεων και των επιτοκίων καταθέσεων. Παραδείγματος χάριν, ο αυξημένος ανταγωνισμός στον τομέα των καταναλωτικών και των στεγαστικών δανείων συνέβαλε τόσο στη μείωση του κόστους δανεισμού σε έκταση μεγαλύτερη από εκείνη που προήλθε από τη γενική πτώση των επιτοκίων λόγω της ένταξης της χώρας στη ζώνη του ευρώ όσο και στην προσφορά περισσότερων ειδών δανείων. Έτσι, τα υπόλοιπα των στεγαστικών και των καταναλωτικών δανείων, ως ποσοστό των συνολικών δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, αυξήθηκαν τα τελευταία χρόνια και διαμορφώθηκαν σε 25% και 11% αντίστοιχα το 2002 (έναντι μόλις 14% και 2% το 1993).<sup>5</sup>

5 Τα δάνεια αυτά αντιστοιχούν στο 15% (για τα στεγαστικά δάνεια) και 7% (για τα καταναλωτικά δάνεια) του ΑΕΠ, ενώ το 1993 αντιστοιχούσαν σε 3% και 0,6%.

## Πίνακας Π1

### Συγχωνεύσεις και εξαγορές τραπεζών στην Ελλάδα

(Το έτος αναφέρεται στη χρονολογία κατά την οποία ανακοινώθηκε η συγχώνευση ή η εξαγορά)

Έτος	Αγοράστρια τράπεζα	Αποκτηθείσα τράπεζα
1991	Όμιλος επενδυτών	Τράπεζα Πειραιώς
1993	Hanwha First Investment	Τράπεζα Αθηνών
1996	Eurobank	Interbank
1997	Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος Τράπεζα Πειραιώς	Εθνική Στεγαστική Τράπεζα Δίκτυο Ελλάδος της Chase Manhattan
1998	Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζα Μακεδονίας-Θράκης Crédit Lyonnais Grèce Τράπεζα Χίου
	Eurobank	Τράπεζα Αθηνών Τράπεζα Κρήτης
	Εγνατία Τράπεζα	Τράπεζα Κεντρικής Ελλάδος
	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος
1999	Τράπεζα Πειραιώς	Δίκτυο Ελλάδος της National Westminster
	Άλφα Τράπεζα Πάτεως	Ιονική Τράπεζα
	Τελεσις Χρηματιστηριακή	Δωρική Τράπεζα
	Eurobank	Τράπεζα Εργασίας
2001	Eurobank Ergasias	Τέλεσις Επενδύσεων
	Marfin ΑΕΠΕΥ	Πειραιώς Prime
	First Business Bank	Δίκτυο Ελλάδος της Nova Scotia
	Τράπεζα Πειραιώς	ETBA
2002	Εθνική Τράπεζα	ΕΤΕΒΑ
	Aspis Bank	ABN-AMRO (τμήμα των εργασιών και δίκτυο λιανικής στην Ελλάδα)
2003	Marfin Bank	Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδας

#### Στρατηγικές συμμαχίες

1998	Eurobank και Deutsche Bank
2000	Εμπορική Τράπεζα και Crédit Agricole
2001	Τράπεζα Πειραιώς και Όμιλος ING

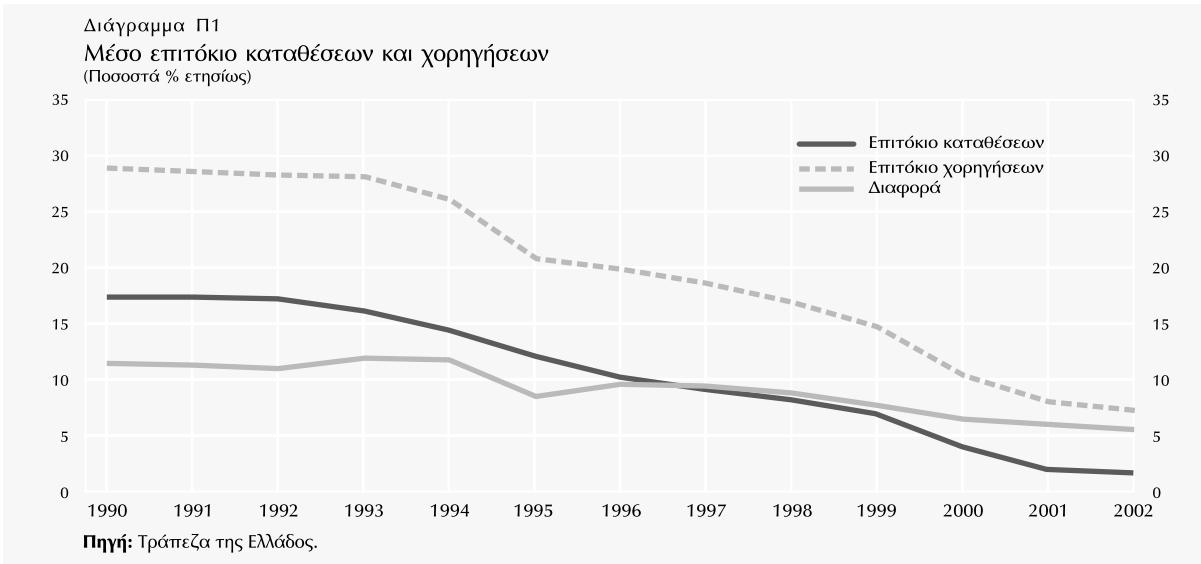
**Πηγή:** Τράπεζα της Ελλάδος.

Μεταξύ των νέων υπηρεσιών που προσφέρονται στις επιχειρήσεις είναι η χρηματοδοτική μίσθωση και η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων, καθώς και ποικιλία παράγωγων χρηματοπιστωτικών προϊόντων, όπως δικαιώματα προαιρέσεως και πράξεις ανταλλαγής.<sup>6</sup> Στο Διάγραμμα Π1 παρουσιάζεται η διαφορά μεταξύ του μέσου επιτοκίου χορηγήσεων και του μέσου επιτοκίου καταθέσεων. Η διαφορά αυτή μειώθηκε συνολικά κατά 6 εκατοστιαίες μονάδες περίπου σε σχέση με τις αρχές της δεκαετίας του '90, αν και ως απόλυτο μέγεθος (περί τις 5,6 εκατοστιαίες μονάδες) εξακολουθεί να είναι από τις μεγαλύτερες στην ΕΕ. Ο εντονότερος ανταγωνισμός τα επόμενα χρόνια αναμένεται να

οδηγήσει σε περαιτέρω μείωση της διαφοράς των επιτοκίων.

Παρά τη σημαντική αύξηση του αριθμού των υποκαταστημάτων των τραπεζών (από 2.103 το 1995 σε 3.263 το 2002), ο αριθμός των κατοίκων ανά κατάστημα (3.158 το 2001) παραμένει πολύ υψηλότερος από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ (1.852

**6** Οι τράπεζες άρχισαν να προσφέρουν παράγωγα προϊόντα σε επιχειρήσεις από τα μέσα της δεκαετίας του '90. Οργανωμένες αγορές παραγώγων δεν υπήρχαν πριν από το 1999, οπότε το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών άρχισε να προσφέρει τυποποιημένες συμβάσεις χρηματοπιστωτικών παραγώγων.



κάτοικοι ανά κατάστημα). Αυτό αντανακλά εν μέρει το χαμηλότερο κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδος, άρα και το χαμηλότερο βαθμό χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης. Η σύγχρονη τεχνολογία, χάρη στην οποία είναι πλέον δυνατές η τραπεζική εξ αποστάσεως και η ηλεκτρονική τραπεζική, μειώνει σταδιακά τη σημασία των δικτύων υποκαταστημάτων για την εξυπηρέτηση των πελατών και τη διεκπεραίωση των τραπεζικών συναλλαγών. Έτσι, το σχετικά περιορισμένο δίκτυο υποκαταστημάτων ορισμένων ελληνικών τραπεζών μπορεί να αποδειχθεί πλεονέκτημα, από την άποψη ότι δεν θα χρειαστεί να προβιούν σε δαπανηρές μειώσεις του μεγέθους τους, όπως παρατηρείται τον τελευταίο καιρό σε άλλες ευρωπαϊκές τράπεζες. Προς το παρόν, η τραπεζική εξ αποστάσεως και η ηλεκτρονική τραπεζική δεν χρησιμοποιούνται ευρέως στην Ελλάδα, άρα αποτελούν έναν τομέα που μπορεί να παρουσιάσει ανάπτυξη τα επόμενα χρόνια.

Παράλληλα, οι τράπεζες έχουν γίνει πιο παραγωγικές. Σε προγματικούς όρους (δηλ. σε όρους μεγέθων αποπληθωρισμένων με τον ΔΤΚ) τα δάνεια ανά απασχολούμενο, το σύνολο του ενεργητικού ανά απασχολούμενο και οι τραπεζικές καταθέσεις ανά απασχολούμενο έχουν παρουσιάσει κατακόρυφη αύξηση τα τελευταία χρόνια. Η αύξηση αυτή έχει

ξεπεράσει την αντίστοιχη άλλων χωρών της ΕΕ, αν και η παραγωγικότητα παραμένει χαμηλή με βάση τα ευρωπαϊκά δεδομένα. Επιπλέον, οι δαπάνες προσωπικού, ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού, οι οποίες σε σύγκριση με τις άλλες χώρες της ΕΕ παραμένουν σχετικά υψηλές, άρχισαν να μειώνονται από τα μέσα της δεκαετίας του '90. Ωστόσο, απαιτούνται περαιτέρω βελτιώσεις προκειμένου να ενισχυθεί η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών τραπεζών στο ιδιαίτερα ανταγωνιστικό περιβάλλον της ζώνης του ευρώ.

Παραδοσιακά, τα καθαρά έσοδα από τόκους αποτελούν την κύρια πηγή εσόδων για τις τράπεζες διεθνώς, αν και η σπουδαιότητά τους περιορίζεται τα τελευταία χρόνια. Όσον αφορά τις ελληνικές τράπεζες, τα καθαρά έσοδα από τόκους αντιπροσωπεύουν σχετικά μικρό ποσοστό των συνολικών τους εσόδων, αν και διαφαίνεται σαφής τάση αύξησής τους ως ποσοστού τόσο των συνολικών εσόδων όσο και του συνολικού ενεργητικού. Η τάση αυτή αντανακλά τη μάλλον μεγάλη αύξηση των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα (κυρίως προς τα νοικοκυριά), καθώς οι τράπεζες ανταποκρίνονται στην αυξημένη ζήτηση δανείων, ιδίως στεγαστικών και καταναλωτικών, για τα οποία έως πρότινος ίσχυαν ορισμένοι πιστωτικοί περιορισμοί. Μετά την απελευθέρωση

του χρηματοπιστωτικού τομέα (ιδιαίτερα δε μετά την κατάργηση των υποχρεωτικών επενδύσεων των εμπορικών τραπεζών<sup>7</sup>) και τη δημοσιονομική εξυγίανση, οι τράπεζες στράφηκαν στην παροχή πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα, καθώς οι αποδόσεις τους ήταν υψηλότερες από ό,τι των κρατικών χρεογράφων (οι αποδόσεις των κρατικών χρεογράφων εμφάνισαν σημαντική πτώση και μειώθηκε η διαφορά τους έναντι των αποδόσεων των αντίστοιχων γερμανικών κρατικών ομολόγων).

Οι τάσεις αυτές αναμένεται να συνεχιστούν στο μέλλον, εφόσον παράλληλα μειώνονται, ως ποσοστό των συνολικών εσόδων, τα έσοδα από προμήθειες και λοιπές αμοιβές, όπως διαπιστώνεται από τα λειτουργικά αποτελέσματα των ελληνικών τραπεζών από το 1994 και μετά. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά εν μέρει τον αυξημένο ανταγωνισμό, που οδηγεί σε μείωση των προμηθειών. Η ένταξη της χώρας στη Ζώνη του ευρώ και η εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ευρώ από τον Ιανουάριο του 2002 είχαν επίσης αποτέλεσμα τη μείωση των προμηθειών από πράξεις συναλλάγματος. Πιο πρόσφατα, παρατηρείται επίσης μείωση των αμοιβών και προμηθειών των τραπεζών από χρηματιστηριακές συναλλαγές. Η συνεχιζόμενη όμως αύξηση των εκτός ισολογισμού εργασιών των τραπεζών, που γενικώς αποφέρουν έσοδα από αμοιβές και προμήθειες, αναμένεται να αντισταθμίσει, είτε πλήρως είτε εν μέρει, την καθοδική αυτή τάση.

Η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών είναι υψηλότερη από εκείνη των τραπεζών άλλων χωρών της ΕΕ, καθώς οι υψηλές διαφορές επιτοκίων καλύπτουν τα κάπως χαμηλότερα επίπεδα παραγωγικότητας. Η απόδοση του ενεργητικού των τραπεζών έφθασε στο 3% το 1999, καθώς οι ιδιαίτερα ευνοϊκές συνθήκες στο χρηματιστήριο τούς επέτρεψαν να πραγματοποιήσουν κέρδη από πώληση μετοχών που διέθεταν στο χαρτοφυλάκιό τους και από τις μεγαλύτερες του συνήθους αμοιβές για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές που διεκπεραίωναν για λογαριασμό των

πελατών τους. Η υποχώρηση που παρατηρήθηκε τα επόμενα χρόνια (η απόδοση του ενεργητικού ήταν 1,4% το 2001, έναντι περίπου 1% κατά μέσον όρο στην ΕΕ) αντανακλά την επάνοδο σε πιο φυσιολογικά επίπεδα, καθώς και το κόστος προσαρμογής ορισμένων τραπεζικών ομίλων λόγω συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Οι ελληνικές τράπεζες βελτίωσαν σημαντικά την κεφαλαιακή τους βάση τα τελευταία χρόνια, αφού επωφελήθηκαν τόσο από την άνοδο των κερδών τους όσο και από τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν με σχετική ευκολία την περίοδο ανόδου του χρηματιστηρίου το 1999. Στο τέλος του 1996, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας ήταν μόλις πάνω από 8%. Στο τέλος του 1999 έφθασε το 15,5%, παρέχοντας έτσι στις τράπεζες μια στέρεη βάση για τη διεύρυνση των εργασιών τους. Ταυτόχρονα, η υψηλή κερδοφορία και το ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον στην Ελλάδα την περίοδο εκείνη έδωσαν στις τράπεζες τη δυνατότητα να αυξήσουν τις προβλέψεις τους για πιθανές ζημίες από δανειοδοτήσεις, άλλα και τις διαγραφές δανείων, και να ενισχύσουν τις πολιτικές δανεισμού και διαχείρισης κινδύνων, γεγονός που τις βοήθησε να βελτιώσουν την ποιότητα του χαρτοφυλακίου χορηγήσεων τους. Έτσι, οι ελληνικές τράπεζες είχαν αρκετά περιθώρια για να απορροφήσουν τις επιδράσεις που άσκησε στο κεφάλαιο και την κερδοφορία τους η πτώση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (XAA), η οποία άρχισε στα τέλη του 1999, άλλα και η αντιστροφή των θετικών τάσεων στη διεθνή οικονομία και η επακόλουθη αβεβαιότητα και πτώση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Με τον τρόπο αυτό διασφαλίστηκε η ευρωστία και η σταθερότητα των ελληνικών τραπεζών. Σημειώνεται ότι ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας

<sup>7</sup> Πριν από τη χρηματοπιστωτική απελευθέρωση οι τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να δανείζουν συγκεκριμένο ποσοστό των κεφαλαίων τους σε καθορισμένους τομείς και δεν ήταν ελεύθερες να επιλέξουν πού θα επενδύσουν τις καταθέσεις τους.

**Πίνακας Π2**

**Παρουσία ελληνικών τραπεζών στη Νοτιοανατολική Ευρώπη**

Χώρα	Ελληνικοί τραπεζικοί όμιλοι	Μορφή παρουσίας	Αριθμός μονάδων	Προσωπικό
Αλβανία	2	Θυγατρικές	9	156
	2	Υποκαταστήματα	9	103
Αρμενία	1	Θυγατρικές	1	31
	3	Θυγατρικές	267	3.670
Βουλγαρία	3	Υποκαταστήματα	5	112
	3	Θυγατρικές	1	26
Γεωργία	1	Θυγατρικές	1	26
	3	Θυγατρικές	63	980
Κύπρος	2	Υποκαταστήματα	2	10
	3	Θυγατρικές	104	1.572
Ρουμανία	5	Θυγατρικές	147	4.127
	1	Υποκαταστήματα	1	39
Σερβία – Μαυροβούνιο	2	Υποκαταστήματα	5	20
Τουρκία	1	Θυγατρικές	2	30
	1	Γραφεία αντιπροσωπείας	1	

**Πηγή:** Τράπεζα της Ελλάδος.

σε ενοποιημένη βάση είναι λίγο πάνω από 10% (στοιχεία Ιουνίου 2003).

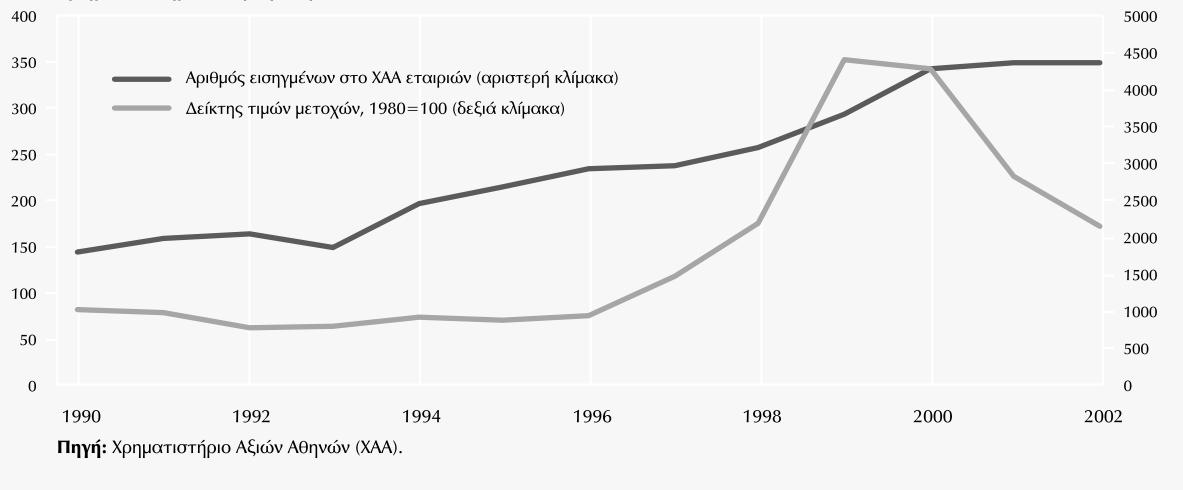
Το ύψος της χρηματοδότησης μέσω τραπεζών έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια, αν και αυτή εξακολουθεί να κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα σε σύγκριση με τα ευρωπαϊκά δεδομένα. Το σύνολο του ενεργητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε από 103% το 1990 σε λίγο πάνω από 144% το 2002. Υπάρχουν επίσης ενδείξεις ότι οι ελληνικές τράπεζες προσανατολίζονται πλέον ολοένα και περισσότερο προς το εξωτερικό. Εδώ και μερικά χρόνια, οι μεγαλύτερες ελληνικές τράπεζες έχουν παρουσία στα σημαντικότερα διεθνή χρηματοπιστωτικά κέντρα. Παράλληλα, επεκτείνουν τις εργασίες τους στο εξωτερικό συνάπτοντας συμφωνίες συνεργασίας με ξένα πιστωτικά ιδρύματα, ιδρύοντας υποκαταστήματα ή αποκτώντας τράπεζες σε χώρες της ευρύτερης περιοχής της νοτιοανατολικής Ευρώπης, στις οποίες συμπεριλαμβάνονται μελλοντικά κράτη-μέλη της ΕΕ (βλ. Πίνακα Π2). Απότελεσμα αυτών των κινήσεων είναι να διαθέτουν οι ελληνικές τράπεζες μεγάλα μεριδια αγοράς σε ορισμένες από τις χώρες αυτές, να προωθούν τις ελλη-

νικές επενδύσεις και να χρηματοδοτούν εμπορικές συναλλαγές με την Ελλάδα. Από όσα προαναφέρθηκαν προκύπτει η εικόνα ενός τραπεζικού συστήματος στο οποίο οι μεταβολές την τελευταία δεκαετία ήταν σημαντικές και το οποίο, από πολλές απόψεις, γίνεται σταδιακά παρόμοιο με τα αντίστοιχα άλλων ευρωπαϊκών χωρών. Όμως εξακολουθούν να υπάρχουν αρκετές προκλήσεις για τις ελληνικές τράπεζες. Τα επόμενα χρόνια θα πρέπει να συνεχίσουν τις προσπάθειές τους να γίνουν πιο αποδοτικές και να βελτιώσουν το εύρος και την ποιότητα των υπηρεσιών που προσφέρουν στους πελάτες τους προκειμένου να είναι σε θέση να ανταγωνιστούν αποτελεσματικά στη ζώνη του ευρώ. Παράλληλα, ο αυξημένος ανταγωνισμός και ο ευρωπαϊκός προσανατολισμός των τραπεζών επιβάλλουν την περαιτέρω ανάπτυξη των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων.

#### Αγορές κεφαλαίων

Οι αγορές κεφαλαίων αναπτύσσονται παράλληλα με την επέκταση του τραπεζικού συστήματος. Ειδικότερα, η ελληνική διατραπεζική αγορά χρήματος απέκτησε σταδιακά μεγαλύτερο βάθος και ρευστότητα

Διάγραμμα Π2  
Χρηματιστηριακά μεγέθη



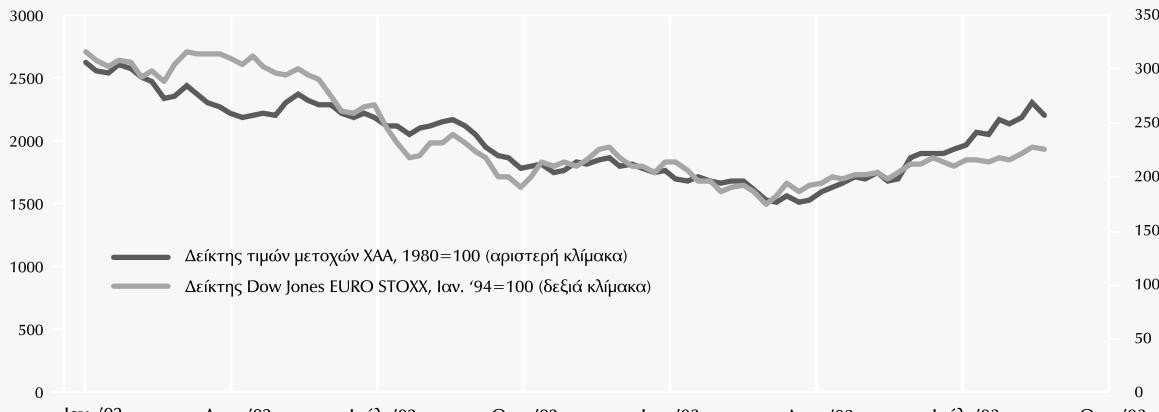
μέχρι την πλήρη ενσωμάτωσή της στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ το 2001, όταν δηλ. εντάχθηκε η Ελλάδα στη ζώνη του ευρώ. Οι τράπεζες στρέφονται όλο και περισσότερο στη διατραπεζική αγορά για την άντληση κεφαλαίων ή την τοποθέτηση της υπερβάλλουσας ρευστότητάς τους. Η εξέλιξη αυτή συμβάλλει στην πιο αποτελεσματική κατανομή της ρευστότητας εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Επίσης, σημαντικές διαρθρωτικές αλλαγές έλαβαν χώρα στις αγορές μετοχών και ομολόγων.

Η ανάπτυξη της αγοράς μετοχών στην Ελλάδα αποδεικνύεται από την αύξηση του αριθμού των εταιριών που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ. Το Διάγραμμα Π2 παρουσιάζει τον αριθμό των εταιριών που είναι εισηγμένες είτε στην κύρια είτε στην παραλληλή αγορά. Η κατακόρυφη άνοδος του αριθμού αυτού συνέβαλε στη διεύρυνση και βάθυνση της αγοράς και στην αύξηση της συμβολής της στη γενικότερη οικονομική ανάπτυξη. Η χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο ΧΑΑ μετοχών (που αντανακλά τόσο τον αριθμό των εταιριών όσο και τις τιμές των μετοχών τους), ενώ ήταν χαμηλότερη από 15% του ΑΕΠ στο τέλος του 1991, αυξήθηκε σε 47% στο τέλος του 2002. Με την κατακόρυφη άνοδο των τιμών των μετοχών το 1999, η χρηματιστηριακή τους αξία

είχε φθάσει στο τέλος του έτους στο 170% του ΑΕΠ. Η μεγάλη αύξηση των τιμών των μετοχών εξηγείται μόνο εν μέρει από τις καλύτερες μακροοικονομικές επιδόσεις, ιδίως τη σημαντική μείωση των τότε ισχυόντων και των προβλεπόμενων επιτοκίων. Επίσης αντανακλούσε μια γενική ευφορία που πήγαζε από την αναμενόμενη την περίοδο εκείνη ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ. Η πτώση των τιμών των μετοχών που σημειώθηκε στη συνέχεια αφορούσε αρχικά διορθωτικές κινήσεις ύστερα από την υπερτίμηση των μετοχών κατά το 1999. Η συνέχιση όμως της καθοδικής τάσης πιο πρόσφατα ήταν συνέπεια της έντονης πτώσης που χαρακτήριζε τις χρηματιστηριακές αγορές παγκοσμίως. Ταυτόχρονα, η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά ενοποιείται όλο και περισσότερο με τις αντίστοιχες ευρωπαϊκές, αν και με βραδύτερο ρυθμό σε σύγκριση με την αγορά ομολόγων. Οι συγκλίνουσες δυναμικές που παρατηρούνται κατά το τελευταίο 18μηνο στην εξέλιξη των τιμών των μετοχών στο ελληνικό και τα άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια αντανακλούν αυτή τη διαδικασία ενοποίησης (βλ. Διάγραμμα Π3).

Η αγορά μετοχών είναι σε θέση να παίξει σημαντικό ρόλο στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και στην αναδιάρθρωση της οικονομίας. Μπορεί να επιταχύνει τη διαδικασία συσσώρευσης κεφαλαίου και

Διάγραμμα Π3  
Δείκτες τιμών μετοχών: Ελλάδα και ζώνη του ευρώ



Πηγές: XAA και Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).

να βελτιώσει την παραγωγικότητά του, ενισχύοντας έτσι την πραγματική οικονομική ανάπτυξη. Ο Πίνακας Π3 παρουσιάζει το ύψος των κεφαλαίων τα οποία ήδη εισηγμένες και νέες εταιρίες άντλησαν από το XAA κατά την περίοδο 1990-2002. Και στις δύο περιπτώσεις παρατηρείται έντονα ανοδική τάση, η οποία τερματίστηκε το 2001. Πιο πρόσφατα, το ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από το χρηματιστήριο ήταν πολύ μικρότερο, καθώς επηρεάστηκε αρνητικά από τις διορθωτικές κινήσεις του 2000/2001 και τις πτωτικές τάσεις που επακολούθησαν. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας άντλησε κεφάλαια σημαντικού ύψους με την έκδοση μετοχών, ιδίως το 1999, όταν, όπως προαναφέρθηκε, οι τράπεζες επωφελήθηκαν από τις ανοδικές τάσεις και ενίσχυσαν ουσιωδώς την κεφαλαιακή τους βάση.

Το χρηματιστήριο, εκτός του ότι αποτέλεσε πηγή άντλησης κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση επενδύσεων, διευκόλυνε και την αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών δεδομένου ότι οι σχετικές συμφωνίες συχνά χρηματοδοτούνται με την έκδοση μετοχών. Οι επιχειρήσεις μπόρεσαν έτσι να επεκταθούν σε νέες αγορές, να αυξήσουν τη δραστηριότητά τους και να επωφεληθούν από οικονομίες κλίμακας. Αυτές οι εξελίξεις μπορεί να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην αναδιάρ-

### Πίνακας Π3

Αντληθέντα κεφάλαια μέσω  
Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών  
(Εκατ. ευρώ)

Έτος	Εταιρίες με ήδη εισηγμένες μετοχές	Νεοεισηγμένες εταιρίες
1990	378	173
1991	289	156
1992	86	12
1993	237	58
1994	479	259
1995	191	65
1996	123	273
1997	1.511	59
1998	1.450	977
1999	8.587	1.124
2000	6.967	1.820
2001	367	470
2002	267	86

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

θρωση των ελληνικών βιομηχανικών και εμπορικών επιχειρήσεων, κάτι που απαιτείται για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας εντός της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, αναμένεται ότι οι τάσεις αυτές θα ενισχυθούν στο μέλλον, καθώς η περαιτέρω αναδιάρθρωση και η ενοποίηση ενθαρρύνονται από τον ανταγωνισμό εκ μέρους άλλων επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ.

Αλλά και οι αγορές ομολόγων σημείωσαν ραγδαία ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια. Στις αγορές αυτές κυριαρχούν τα κρατικά ομόλογα, καθώς η νομοθεσία για την άρση των αντικινήτρων που αφορούν την άντληση κεφαλαίων εκ μέρους των επιχειρήσεων μέσω της έκδοσης ομολόγων θεσπίστηκε μόλις τον Ιούνιο του 2003.<sup>8</sup> Αυτή η κυριαρχία του δημόσιου τομέα αντανακλά εν μέρει την ανάγκη του Δημοσίου να χρηματοδοτήσει τα ελλείμματά του κατά τη δεκαετία του '90, από τα μέσα της οποίας και μετά το Δημόσιο προσπάθησε να διευρύνει το φάσμα των προσφερόμενων τίτλων και να επιμηκύνει τη διάρκειά τους, για να επιτύχει πιο αποδοτική διαχείριση του χρέους. Συγχρόνως, το 1998, η Τράπεζα της Ελλάδος ίδρυσε την Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ), η οποία αποτελείται από την τρέχουσα αγορά ομολογιακών τίτλων καθώς και την αγορά συμφωνιών επαναγοράς (repos). Υπάρχουν 67 τύποι κρατικών ομολόγων, ποικιλών διαρκειών, 9 εκ των οποίων είναι ομόλογα με αποκοπή των τοκομεριδίων. Το ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών ενισχύθηκε από το γεγονός ότι από τα 36 μέλη της ΗΔΑΤ (στοιχεία τέλους Ιουνίου 2003), τα 14 είναι ελληνικά ιδρύματα, τα 5 είναι υποκαταστήματα ξένων τραπεζών που λειτουργούν στην Ελλάδα και τα 17 ξένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία μπορούν να συναλλάσσονται απευθείας από την έδρα τους, με εξ αποστάσεως πρόσβαση.

Η λειτουργία της ΗΔΑΤ και η μεγαλύτερη ποικιλία ομολογιακών τίτλων έχουν προσδώσει σημαντικά μεγαλύτερο βάθος στην αγορά ομολόγων. Τα κρατικά ομόλογα χαρακτηρίζονται πλέον από υψηλότερη ρευστότητα και είναι πιο εμπορεύσιμα. Οι εξαλίξεις αυτές συνέβαλαν στη μεγάλη μείωση των αποδόσεων των ομολόγων τα τελευταία χρόνια, αν και καταλυτικό ρόλο έπαιξε η ονομαστική σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας και η ένταξή της στη ζώνη του ευρώ. Έτσι, ο όγκος των συναλλαγών αυξήθηκε κατακόρυφα μετά την ίδρυση της ΗΔΑΤ, ιδιαίτερα δε μετά την υιοθέτηση του ευρώ: το 1998 ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών ήταν περί τα 100 εκατ.

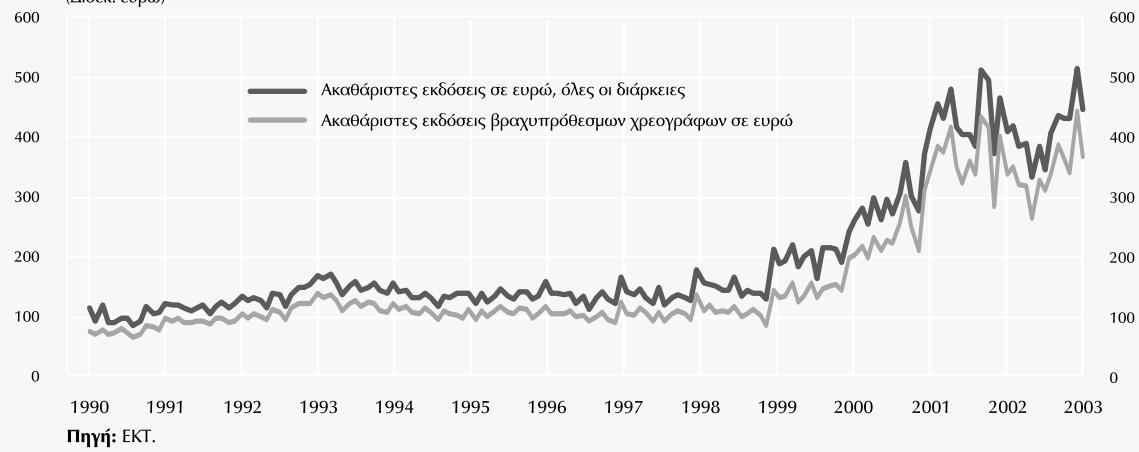
ευρώ και το 2002 έφθασε τα 2.280 εκατ. ευρώ. Παράλληλα, μειώθηκαν σημαντικά οι διαφορές αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων έναντι των αντίστοιχων της ζώνης του ευρώ. Παραδείγματος χάριν, η διαφορά αποδόσης μεταξύ του ελληνικού δεκαετούς κρατικού ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού περιορίστηκε στις 12 μονάδες βάσης το Σεπτέμβριο του 2003, από 300 μονάδες βάσης στο τέλος του 1998.

Με τη δημοσιονομική εξυγίανση, οι δανειακές ανάγκες του Δημοσίου θα ελαττωθούν και η μείωση του δημόσιου χρέους θα περιορίσει τον κυρίαρχο ρόλο του Δημοσίου στην αγορά ομολόγων τα επόμενα χρόνια. Με την πάροδο του χρόνου, αναμένεται ότι οι επιχειρήσεις θα χρησιμοποιούν περισσότερο αυτή την αγορά για άντληση κεφαλαίων. Πράγματι, καθώς οι επιχειρήσεις εκσυγχρονίζουν τις μεθόδους χρηματοδότησής τους, είναι πολύ πιθανό οι πιο γνωστές επιχειρήσεις να στραφούν όχι μόνο στο χρηματιστήριο αλλά και στην αγορά ομολόγων. Εκτιμάται ότι ο νέος νόμος που αφορά την έκδοση ομολογιακών δανείων θα συμβάλει αποφαστικά προς την κατεύθυνση αυτή, καθώς έτσι εκσυγχρονίζεται το σχετικό θεσμικό πλαίσιο, προβλέπονται συγκεκριμένες διαδικασίες και εγγυήσεις για την ασφάλεια των επενδυτών και θεσπίζεται ειδικό φορολογικό καθεστώς που καθιστά ευχερέστερη και περισσότερο ευλικτή την έκδοση ομολογιακών δανείων. Εξάλλου, η στροφή των επιχειρήσεων προς την αγορά ομολόγων ενθαρρύνεται και από το χαμηλό πληθωρισμό και τα χαμηλά επιτόκια που αναμένεται ότι θα συνεχίσουν να επικρατούν με την εφαρμογή της ενιαίας ευρωπαϊκής νομισματικής πολιτικής, η οποία είναι προσανατολισμένη προς τη σταθερότητα των τιμών. Ωστόσο, η ανάπτυξη αποτελεσματικής πρωτογενούς αγοράς εταιρικών ομολόγων προϋποθέτει τη

<sup>8</sup> Στο παρελθόν, το κόστος έκδοσης ομολόγων από ιδιωτικές επιχειρήσεις ήταν απαγορευτικά υψηλό και δεν υπήρχε υποδομή (π.χ. σύστημα διακανονισμού) για την προώθηση της ανάπτυξης των αγορών εταιρικών ομολόγων.

Διάγραμμα Π4

Ακαθάριστες εκδόσεις χρεογράφων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ  
(Δισεκ. ευρώ)



λειτουργία δευτερογενούς αγοράς με επαρκές εύρος και βάθος, που θα διευκολύνει τη διασπορά των σχετικών κινδύνων και θα διασφαλίζει υψηλή ρευστότητα των εν λόγω τίτλων. Η ΗΔΑΤ αποτελεί ίσως ένα πρότυπο προς την κατεύθυνση αυτή.

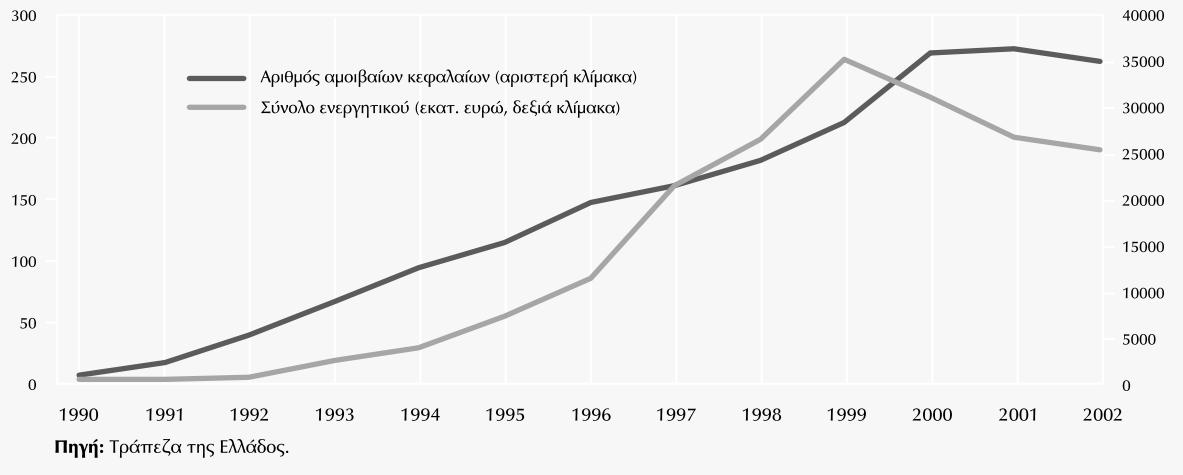
Οι παραπάνω προβλέψεις βασίζονται εν μέρει και στις τάσεις που επικρατούν όσον αφορά την έκδοση χρεογράφων στη ζώνη του ευρώ γενικότερα. Ενώ οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εξακολουθούν να στηρίζονται πολύ για την εξωτερική τους χρηματοδότηση στον τραπεζικό δανεισμό και τις μετοχές που δεν είναι εισιγμένες σε χρηματιστήριο, η εισαγωγή του ευρώ επέδρασε καταλυτικά στην απότομη επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της έκδοσης χρεογράφων. Το Διάγραμμα Π4 παρουσιάζει τις ακαθάριστες εκδόσεις χρεογράφων σε ευρώ από νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, μη νομισματικές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μετά το 1990. Τα περισσότερα από τα εκδοθέντα χρεόγραφα είναι βραχυπρόθεσμα (με διάρκεια μικρότερη του έτους), ενώ διαπιστώνεται μεγάλη αύξηση των εκδόσεων από το 1999 και μετά. Το γεγονός αυτό μπορεί να αποδοθεί στην εισαγωγή του ευρώ, η οποία, εξαλείφοντας το συναλλαγματικό κίνδυνο μεταξύ των νομισμάτων που αντικαταστάθηκαν από το ευρώ, προ-

σέδωσε σημαντικό βάθος στην αγορά χρεογράφων. Μπορεί επίσης να αποδοθεί στην αύξηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη ζώνη του ευρώ, η οποία συνδέεται με την αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων προκειμένου να αντιμετωπίσουν την πρόκληση του εντονότερου ανταγωνισμού στη ζώνη του ευρώ.

Φυσικά, οι μεγαλύτερες και δυναμικότερες ελληνικές επιχειρήσεις ενδέχεται να διαπιστώσουν ότι, με την κατάργηση μεγάλου μέρους του συναλλαγματικού κινδύνου ύστερα από την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ, θα είναι σε θέση να αντλούν κεφάλαια από τις ευρωπαϊκές αγορές κεφαλαίων.<sup>9</sup> Οι θεσμικοί επενδυτές θα επιθυμούν ολοένα και περισσότερο να επενδύουν σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ αντί να περιορίζουν τις δραστηριότητές τους σε μίαδύο χώρες. Επιπλέον, οι επενδυτές εκτός της ζώνης του ευρώ που κατά το παρελθόν δεν επιθυμούσαν να αγοράσουν χρεόγραφα σε δραχμές μπορεί πλέον να είναι πιο πρόθυμοι να αγοράσουν χρεόγραφα σε ευρώ που έχει εκδώσει μια ελληνική επιχειρηση. Κάτι τέτοιο θα μπορούσε να έχει ευεργετικά επακόλουθα για τις ελληνικές επιχειρήσεις στο μέλλον.

<sup>9</sup> Μάλιστα, ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του '90, μερικές ελληνικές επιχειρήσεις αντλούσαν κεφάλαια από την αγορά ευρωδραχμών του Λονδίνου.

Διάγραμμα Π5  
Αμοιβαία κεφάλαια



#### Λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα

Παράλληλα με το μετασχηματισμό του τραπεζικού συστήματος και των χρηματοπιστωτικών αγορών, ραγδαίες ήταν οι αλλοιώσεις και στους τομείς των επενδύσεων και των ασφαλειών. Η αυξανόμενη σημασία των χρηματοπιστωτικών αγορών οδήγησε στην ταχεία αύξηση του αριθμού των αμοιβαίων κεφαλαίων, που προσφέρουν στους αποταμιευτές συμπληρωματικά χρηματοοικονομικά μέσα. Το Διάγραμμα Π5 παρουσιάζει την αύξηση του αριθμού των αμοιβαίων κεφαλαίων και του ενέργητικού τους. Αυτό που προκύπτει σαφώς από το διάγραμμα είναι ότι, παρά το αρνητικό κλίμα στο χρηματιστήριο, τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν πλέον εναλλακτική επιλογή έναντι των παραδοσιακών τραπεζικών καταθέσεων. Αν και τα αμοιβαία κεφάλαια ανταγωνίζονται ευθέως τις τράπεζες για την προσέλκυση αποταμιεύσεων, τα περισσότερα ανήκουν σε τραπεζικούς ομίλους.

Κατά τη δεκαετία του '90, πολλές ασφαλιστικές εταιρίες συγχωνεύθηκαν, εξαγοράστηκαν ή έκλεισαν, με αποτέλεσμα να υπάρξει σημαντική ενοποίηση στον κλάδο. Το Διάγραμμα Π6 παρουσιάζει τον αριθμό των ασφαλιστικών εταιριών και το ύψος του ενέργητικού τους. Στην πλειονότητά τους (102 το 2002), οι ασφαλιστικές εταιρίες έχουν έδρα στην

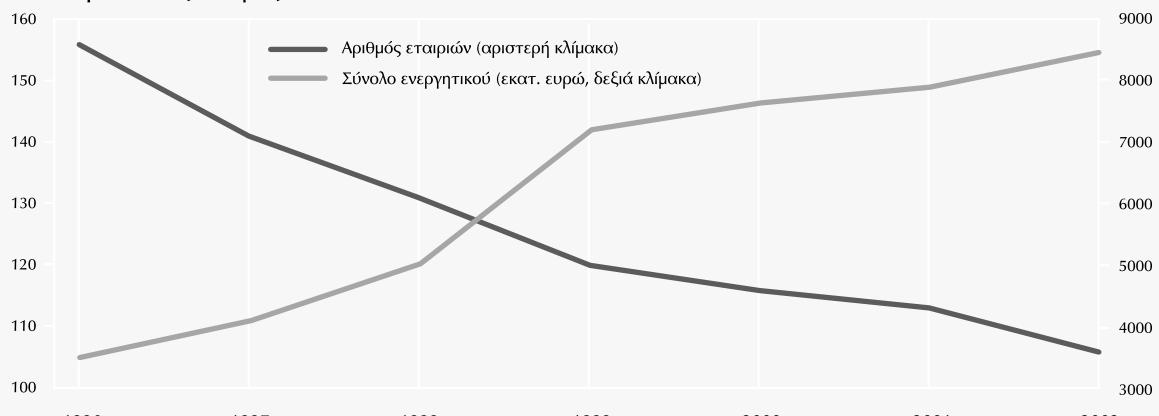
Ελλάδα και οι μεγαλύτερες ανήκουν σε τραπεζικούς ομίλους. Συγχρόνως, οι εργασίες του ασφαλιστικού κλάδου, όπως μετρούνται από το σύνολο του ενέργητικού των ασφαλιστικών εταιριών, αυξήθηκαν με ρυθμό σχεδόν διπλάσιο από αυτόν του ονομαστικού ΑΕΠ.<sup>10</sup> Στο τέλος του 2002 όμως, τα τεχνικά αποθεματικά των ασφαλιστικών εταιριών αντιστοιχούσαν μόλις στο 4,5% του ΑΕΠ (1996: 2,9%), έναντι μέσου όρου 42% στη ζώνη του ευρώ,<sup>11</sup> γεγονός που υποδηλώνει ότι η αγορά αυτή έχει σημαντικές δυνατότητες ανάπτυξης.

Οι ασφάλειες ζωής και τα συνταξιοδοτικά ασφαλιστικά προγράμματα αντιστοιχούν στο 70% περίπου (68,7% το 2002) του συνόλου των εργασιών του ασφαλιστικού κλάδου. Όπως και στον τραπεζικό κλάδο, η ασφαλιστική αγορά παρουσιάζει αρκετά μεγάλη συγκέντρωση. Οι πέντε μεγαλύτερες ασφαλιστικές εταιρίες καλύπτουν περισσότερο από το 50% των συνολικών εργασιών (54,5% το 2002). Παρά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές των τελευταίων ετών, η αγορά εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από την παρουσία πολυάριθμων μικρών επιχειρήσεων και οι

10 Την περίοδο 1996-2002, το συνολικό ενέργητικό των ασφαλιστικών εταιριών αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 15,8%, ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός για το ονομαστικό ΑΕΠ ήταν 8,2%.

11 Βλ. ECB (2002), *Report on financial structures*.

Διάγραμμα Π6  
Ασφαλιστικές εταιρίες



επιχειρήσεις στο πρώτο τεταρτημόριο (δηλ. οι 26 μικρότερες εταιρίες) αντιπροσωπεύουν μόλις το 0,6% του συνόλου των εργασιών του κλάδου. Ο κλάδος είναι πιθανό να γνωρίσει περαιτέρω ενοποίηση τα επόμενα χρόνια, πρώτον διότι ορισμένες ασφαλιστικές επιχειρήσεις επηρεάστηκαν αρνητικά από τις εξελίξεις στα διεθνή χρηματιστήρια, δεύτερον επειδή από τις αρχές του επόμενου έτους αναμένεται να νιοθετηθεί σχετική Κοινωνική Οδηγία που μεταξύ άλλων συνεπάγεται σημαντική αύξηση των ιδίων κεφαλαίων των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και τρίτον διότι η προβλεπόμενη αναδιάρθρωση της κοινωνικής ασφάλισης και η δημιουργία του "τρίτου πυλώνα" θα διευρύνουν τις επιλογές που θα έχουν οι ενδιαφερόμενοι για πρόσθετη ασφαλιστική κάλυψη. Και οι τρείς αυτοί παράγοντες αναμένεται να επιταχύνουν τη διαδικασία ενοποίησης που παρατηρείται σήμερα, ενώ ο αυξανόμενος ανταγωνισμός μεταξύ των ασφαλιστικών επιχειρήσεων είναι πιθανό να απαιτήσει καλύτερη εποπτεία του κλάδου.

#### Συμπεράσματα

Όλες οι μεταβολές του χρηματοπιστωτικού συστήματος που περιγράφονται στο κείμενο αυτό έχουν συνεισφέρει ουσιωδώς στη δημιουργία ενός σύγχρονου συστήματος που να μπορεί να εξυπηρετεί καλύ-

τερα τις ανάγκες της πραγματικής οικονομίας, συμβάλλοντας έτσι στην ανάπτυξη και τη σύγκλιση. Διότι, σε τελική ανάλυση, αν υπάρχουν επενδυτικές ευκαιρίες αλλά οι επιχειρήσεις και οι επιχειρηματίες δεν μπορούν να τις εκμεταλλευθούν λόγω έλλειψης χρηματοδότησης, τότε παρακαλύεται και επιβραδύνεται η διαδικασία σύγκλισης. Οι ουσιαστικές αυτές αλλαγές και ο αυξημένος ανταγωνισμός στον τραπεζικό κλάδο, σε συνδυασμό με τις εξελίξεις στις αγορές κεφαλαίων, υποδηλώνουν ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις θα μπορούν στο μέλλον να επιλέγουν μεταξύ περισσότερων μορφών χρηματοδότησης.

Όπως συμβαίνει και σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ, είναι πιθανό ότι οι τράπεζες θα εξακολουθήσουν να παρέχουν τον κύριο όγκο της εξωτερικής χρηματοδότησης του επιχειρηματικού τομέα. Αυτό έχει σχέση με την ίδια τη φύση του προσφερόμενου προϊόντος και τις ασυμμετρίες πληροφόρησης που προκύπτουν κατά την παροχή του. Στην περίπτωση της Ελλάδος, ο ρόλος των τραπεζών είναι ακόμη σπουδαιότερος, αν ληφθεί υπόψη ότι οι περισσότερες τράπεζες διαθέτουν θυγατρικές, οι οποίες προσφέρουν επενδυτικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες.

Για τους λόγους αυτούς, ο εποπτικός ρόλος της Τράπεζας της Ελλάδος είναι ιδιαίτερα σημαντικός.

Συγκεκριμένα, καθήκον της Τράπεζας ήταν να καθοδηγεί το τραπεζικό σύστημα κατά την πορεία του μετασχηματισμού του μέσω της επιτυχούς απελευθέρωσής του. Στο νέο περιβάλλον, πρωταρχικός ρόλος της κεντρικής τράπεζας είναι να διασφαλίζει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η εμπειρία πολλών χωρών αποδεικνύει ότι ένα πιο ελεύθερο περιβάλλον με έντονο ανταγωνισμό μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μπορεί να οδηγήσει στην ανάληψη υπερβολικών κινδύνων και, σε ακραίες περιπτώσεις, σε χρηματοοικονομική κρίση. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, οι ελληνικές τράπεζες έχουν βελτιώσει τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας τα τελευταία χρόνια. Παράλληλα, η Τράπεζα της Ελλάδος, πέρα από την άμεση προσαρμογή προς τις διατάξεις των σχετικών Οδηγιών της ΕΕ που προωθούν την υιοθέτηση βέλτιστων πρακτικών, λαμβάνει σειρά μέτρων που έχουν σκοπό να βελτιώσουν την ποιότητα των ισολογισμών των τραπεζών και να ενθαρρύνουν την ανάπτυξη των εσωτερικών συστημάτων διαχείρισης κινδύνων στο πλαίσιο του νέου Συμφώνου της Βασιλείας για την Κεφαλαιακή Επάρκεια.

Εξίσου σημαντική είναι η εποπτεία των αγορών κεφαλαίων και των ασφαλιστικών εταιριών. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει δημιουργήσει το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ενώ διάφοροι κανονισμοί έχουν θεσπιστεί για την προστασία των επενδυτών, την ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας των επιχειρήσεων που

δραστηριοποιούνται στην εν λόγω αγορά, τη μεγαλύτερη διαφάνεια στη ροή πληροφοριών κ.λπ. Στον κλάδο των ασφαλειών, η κυβέρνηση μελετά τη δημιουργία μιας εποπτικής αρχής, κατά το πρότυπο της Επιπροπής Κεφαλαιαγοράς. Η αλληλεπίδραση μεταξύ τραπεζών και λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων απαιτεί επαγγύπνηση, δεδομένου ότι, όπως προαναφέρθηκε, πολλά αριθμοί κεφάλαια και ασφαλιστικές εταιρίες ανήκουν σε μεγάλους τραπεζικούς ομίλους. Η συνεργασία μεταξύ των διαφόρων εποπτικών αρχών είναι γι' αυτό ιδιαίτερα χρήσιμη προκειμένου να διασφαλιστεί η σταθερότητα ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Για το σκοπό αυτό ενδείκνυται η δημιουργία Συντονιστικού Συμβουλίου Εποπτικών Αρχών, αντίστοιχου οργάνου με αυτό που έχει καθιερωθεί και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες, προκειμένου οι εποπτικές αρχές να μπορούν να αλληλοενημερώνονται για τις εξελίξεις στο χώρο τους, να διευκολύνεται η συνεργασία τους σε θέματα κοινού ενδιαφέροντος και να διασφαλίζονται ίσοι όροι ανταγωνισμού στην προσφορά ομοειδών χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Σκοπός όλων αυτών των ρυθμίσεων δεν είναι απλώς η δημιουργία ενός δυναμικού χρηματοπιστωτικού τομέα που θα είναι σε θέση να ικανοποιεί τις ανάγκες της πραγματικής οικονομίας, αλλά και η διατήρηση της σταθερότητάς του και η ενίσχυση της συμβολής του στη συνεχιζόμενη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης.



## V. Η κατάσταση της οικονομίας και οι προκλήσεις για την οικονομική πολιτική και τους οικονομικούς φορείς

- 
1. Τα κύρια χαρακτηριστικά των οικονομικών εξελίξεων του 2003 και οι συντεταγμένες της ελληνικής οικονομίας

Από την ανάλυση των οικονομικών εξελίξεων με βάση τα πιο πρόσφατα δεδομένα, που έγινε στα προηγούμενα κεφάλαια, προκύπτουν ορισμένες θετικές διαπιστώσεις. Πρώτον, η οικονομική δραστηριότητα, μετρούμενη με το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ), αυξάνεται το 2003 με ρυθμό της τάξεως του 4%, ο οποίος είναι ελαφρά υψηλότερος τόσο από το ρυθμό που αρχικά αναμενόταν για το τρέχον έτος (3,6-3,8%)<sup>1</sup> όσο και από εκείνον που καταγράφηκε στην Ελλάδα το 2002 (3,8%)<sup>2</sup>, ενώ είναι πολύ υψηλότερος από το μέσο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ εφέτος (0,5% περίπου). Η αύξηση της δραστηριότητας προέρχεται κυρίως από την εγχώρια ζήτηση και, σε μικρότερο βαθμό, από την ανάκαμψη των εξαγωγών αγαθών. Δεύτερον, η απασχόληση αυξάνεται ταχύτερα από ό,τι το 2002 και το ποσοστό ανεργίας εμφανίζει μείωση σχεδόν κατά μία εκατοστιαία μονάδα. Τρίτον, ο πληθωρισμός επιβραδύνθηκε σταδιακά στη διάρκεια του έτους και εκτιμάται ότι η μέση ετήσια αύξηση τόσο του ΕνΔΤΚ όσο και του ΔΤΚ (3,5% περίπου) θα είναι τελικά κατά τι μικρότερη από ό,τι το 2002. Επιπλέον, η διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ ως συνόλου μειώνεται εφέτος, ενώ το 2001 και το 2002 είχε αυξηθεί.

Παρά τη βελτίωση αυτή των οικονομικών επιδόσεων, ο πληθωρισμός παραμένει σχετικά υψηλός, επηρεάζοντας δυσμενώς όχι μόνο το πραγ-

---

**1** Σύμφωνα με προβλέψεις που είχαν γίνει στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2003 από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, την Τράπεζα της Ελλάδος και τους διεθνείς οργανισμούς.

**2** Σύμφωνα με αναθεωρημένα στοιχεία της ΕΣΥΕ.

ματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών αλλά και – στο βαθμό που αφορά εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες – την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας ως προς τις τιμές. Επίσης, ενώ η συνολική απασχόληση αυξάνεται, η άνοδος της μισθωτής απασχόλησης είναι υποτονική την τελευταία διετία και αναντίστοιχη προς την αύξηση του ΑΕΠ. Παράλληλα, το ποσοστό ανεργίας, αν και μειώνεται, παραμένει υψηλό (8,9%), όπως και στη ζώνη του ευρώ.<sup>3</sup> Ακόμη, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών δεν αυξάνεται μεν το 2003 ως ποσοστό του ΑΕΠ σε σύγκριση με το 2002 και το 2001 (μεταξύ άλλων, λόγω της ανάκαμψης των εξαγωγών αγαθών), υπερβαίνει όμως το 6% για τέταρτο κατά σειρά έτος. Τέλος, το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε από 106,9% το 2001 σε 104,7% το 2002 και, όπως εκτιμάται, σε 101,7% εφέτος, αλλά παραμένει από τα υψηλότερα στην ΕΕ. Τα χρόνια αυτά προβλήματα αντανακλούν διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, για την αντιμετώπιση των οποίων απαιτούνται περαιτέρω διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και θεσμικές προσαρμογές, που έχουν περιγραφεί λεπτομερώς σε προηγούμενες εκθέσεις.<sup>4</sup>

---

## 2. Οι προοπτικές της οικονομίας και οι προκλήσεις για την οικονομική πολιτική και τους οικονομικούς φορείς

Συμπληρώνεται ήδη το τρίτο έτος συμμετοχής της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ. Η υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος έχει μεταβάλει ριζικά και μη αναστρέψιμα το πλαίσιο και τις συνθήκες άσκησης της νομισματικής πολιτικής και επηρεάζει καθοριστικά τη λειτουργία και τις επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας. Τα τελευταία χρόνια επιτεύχθηκε υψηλός βαθμός μακροοικονομικής σταθερότητας, ύστερα από τις πολυετείς προσπάθειες που αποσκοπού-

σαν σε διατηρήσιμη σύγκλιση ώστε να καταστεί δυνατή η ένταξη της χώρας στο τρίτο και τελικό στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης. Οι συνθήκες σταθερότητας έχουν αποφέρει πολλαπλά οφέλη: ιδιαίτερα σημαντικό είναι ότι έχουν συντελέσει στην αύξηση της εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων και των κατοναλωτών, με αποτέλεσμα ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης για τέταρτο κατά σειρά έτος να διατηρείται γύρω στο 4%, παρά τις δυσμενείς εξωτερικές εξελίξεις και ιδίως την έντονη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ την τελευταία τριετία.

Παρά την παρατεταμένη ισχυρή οικονομική άνοδο, η προοπτική να διατηρηθεί ο υψηλός ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας δεν είναι δεδομένη ούτε πρέπει να θεωρείται αυτόματη συνέπεια της υιοθέτησης του ευρώ. Ενώ οι προοπτικές επίτευξης της πραγματικής σύγκλισης επηρεάζονται ευνοϊκά από την υιοθέτηση του ευρώ και τη νομισματική και συναλλαγματική σταθερότητα που αυτή συνεπάγεται, η διατήρηση ταχύρρυθμης οικονομικής ανάπτυξης μακροχρόνια θα εξαρτηθεί σε σημαντικό βαθμό από τις προσπάθειες που θα καταβληθούν σε εθνικό επίπεδο με την άσκηση πρόσφορης οικονομικής πολιτικής για την ολοκλήρωση της δημοσιονομικής εξυγίανσης και τη συνεχή βελτίωση της παραγωγικότητας και της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Κύρια επιδίωξη πρέπει να είναι επίσης η επίτευξη και διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών στη χώρα μας, η οποία, όπως δείχνουν οι εξελίξεις των τριών τελευταίων ετών, δεν μπορεί να εξασφαλιστεί μόνο με την εφαρμογή της

---

3 Το ποσοστό ανεργίας ήταν 8,9% στην Ελλάδα το δεύτερο τρίμηνο του 2003. Στη ζώνη του ευρώ ήταν 8,8% την ίδια περίοδο.

4 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική: Ενδιάμεση Έκθεση 2002*, Νοέμβριος 2002, σελ. 115-28, καθώς και *Έκθεση του Διοικητή* για το έτος 2002, Απρίλιος 2003, σελ. 65-79.

ενιαίας νομισματικής πολιτικής, διότι η πολιτική αυτή αποσκοπεί στο να διασφαλίσει πληθωρισμό ελαφρά χαμηλότερο του 2% μεσοπρόθεσμα στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο και όχι σε επιμέρους χώρες.

Ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ από το 1999 μέχρι σήμερα έχει διατηρηθεί χαμηλός, σε επίπεδο που δεν υπερβαίνει αισθητά το 2%, κατά μέσον όρο μάλιστα είναι ακριβώς 2% στην πενταετία 1999-2003. Ενώ όμως μπορεί εύλογα να αναμένεται ότι μακροπρόθεσμα ο πληθωρισμός στην Ελλάδα δεν θα αποκλίνει σημαντικά από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, τα τρία τελευταία χρόνια αυτό δεν συμβαίνει. Όπως αναφέρθηκε στο Κεφάλαιο III.2, η διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ, εκτός από τις επιδράσεις της διαδικασίας πραγματικής σύγκλισης στην οποία βρίσκεται η ελληνική οικονομία, αντανακλά επίσης τη διαφορετική φάση του οικονομικού κύκλου στην Ελλάδα σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ, τις ασύμμετρες επιδράσεις των διακυμάνσεων της τιμής του αργού πετρελαίου, τις διαφορές ως προς το βαθμό ευκαμψίας των αγορών προϊόντων και εργασίας, οι οποίες μεγεθύνουν τις πληθωριστικές επιδράσεις εξωτερικών ή εσωτερικών διαταραχών, αλλά και τις επιδράσεις στις τιμές από τη σημαντική χαλάρωση των νομισματικών συνθηκών στην Ελλάδα, η οποία ήταν αναπόφευκτη συνέπεια της ένταξής της στη ζώνη του ευρώ.

Οι ασύμμετρες αυτές επιδράσεις στον πληθωρισμό δεν είναι δυνατόν να αντιμετωπιστούν από την ενιαία νομισματική πολιτική. Επομένως, για την εξάλειψη της διαφοράς πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ ως συνόλου, απαιτείται συγχρόνως η άσκηση πρόσφορης εθνικής οικονομικής πολιτικής, καθώς και η συμβολή των κοινωνικών εταίρων. Συγκεκριμένα, οι κοινωνικοί εταίροι μπορούν να συμ-

βάλλουν με την εφαρμογή συνετής τιμολογιακής πολιτικής και με συγκράτηση των πραγματικών μισθολογικών αυξήσεων πλησίον του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας, ώστε ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας να μην αποκλίνει από τον αντίστοιχο ρυθμό στη ζώνη του ευρώ.

#### Χαλάρωση των νομισματικών συνθηκών

Όπως έχει ήδη τονιστεί, η ενιαία νομισματική πολιτική καθορίζεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο και όχι για επιμέρους χώρες. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με την οικονομική στασιμότητα που παρατηρείται στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, έχει οδηγήσει σε μείωση των ονομαστικών επιτοκίων. Η μείωση αυτή συνεπάγεται, λόγω του υψηλότερου πληθωρισμού στη χώρα μας, σημαντική χαλάρωση των νομισματικών συνθηκών, με αποτέλεσμα η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής να είναι, όσον αφορά την Ελλάδα, έντονα επεκτατική. Τα βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια, όπως μετρούνται με βάση την ονομαστική απόδοση των δωδεκάμηνων έντοκων γραμματίων του Δημοσίου μείον τον τρέχοντα πληθωρισμό, είναι αρνητικά, δηλ. βρίσκονται σε επίπεδο υπερβολικά χαμηλό για μια οικονομία που αναπτύσσεται με ρυθμό 4% ετησίως και έχει πληθωρισμό άνω του 3%. Η επιδραση της σημαντικής ανατίμησης του ευρώ έναντι του δολαρίου<sup>5</sup> έχει εν μέρει μόνο αντισταθμίσει την επιδραση της μείωσης των επιτοκίων, με αποτέλεσμα να παραμένουν χαλαρές οι συνολικές νομισματικές συνθήκες, όπως μετρούνται με έναν ειδικό δείκτη (βλ. Πλαίσιο 4),

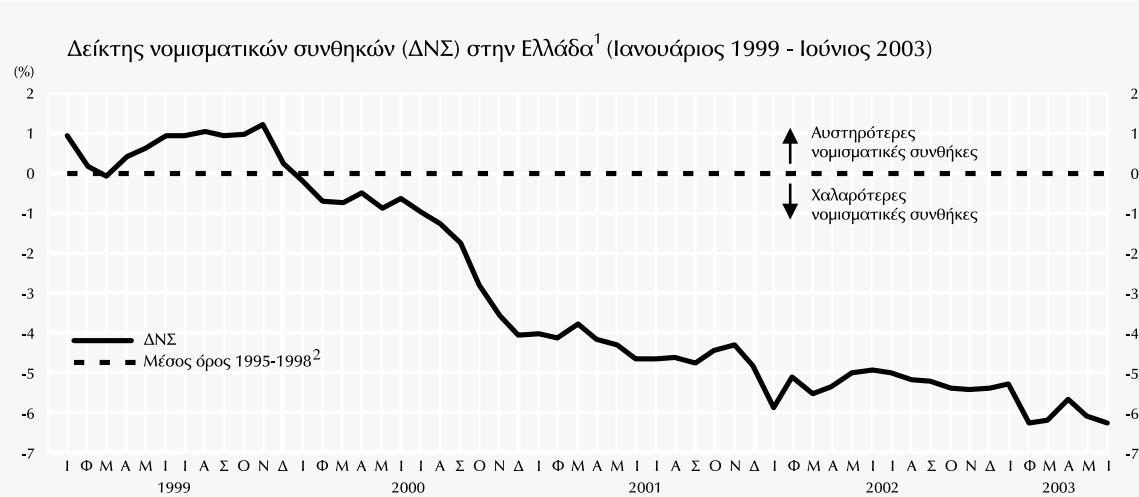
<sup>5</sup> Κατά 11,1% μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 2002 και τέλους Σεπτεμβρίου 2003. Αν ληφθεί υπόψη ολόκληρη η περίοδος της ανόδου, η ανατίμηση φθάνει συνολικά το 29% μεταξύ Φεβρουαρίου του 2002 και Σεπτεμβρίου του τρέχοντος έτους (σύγκριση μέσων επιπέδων μηνών).

## ΠΛΑΙΣΙΟ 4

### Πρόσφατες εξελίξεις των νομισματικών συνθηκών στην Ελλάδα

Για την αξιολόγηση της εξελίξης των νομισματικών συνθηκών που επικρατούν σε μια οικονομία, ορισμένες κεντρικές τράπεζες και διεθνείς οικονομικοί

Στο διάγραμμα παρουσιάζεται η πορεία του ΔΝΣ στην Ελλάδα κατά την περίοδο Ιανουαρίου 1999-Ιουνίου 2003. Ως "βάση" του δείκτη χρησιμοποιείται ➤



1 Ο δείκτης νομισματικών συνθηκών (ΔΝΣ) 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) και  $R^*$ : μέσο πραγματικό επιπόκιο για την περίοδο 1995-1998 (βλ. υποσημ. 2 του κειμένου του Πλαισίου).

2 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.

οργανισμοί χρησιμοποιούν δείκτες που απεικονίζουν τις μεταβολές και την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.<sup>1</sup> Ένας τέτοιος "δείκτης νομισματικών συνθηκών" (ΔΝΣ) είναι ο σταθμικός μέσος όρος των μεταβολών του πραγματικού βραχυπρόθεσμου επιποκίου και της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας σε σύγκριση με μια περίοδο βάσης.<sup>2,3</sup> Αύξηση του επιποκίου ή/και της συναλλαγματικής ισοτιμίας (ανατίμηση) οδηγεί στην άνοδο του ΔΝΣ, πράγμα που δείχνει αυστηρότερες νομισματικές συνθήκες, και, αντίστροφα, μείωση μιας ή και των δύο μεταβλητών οδηγεί στην πτώση του, η οποία ερμηνεύεται ως χαλάρωση των νομισματικών συνθηκών. Στο παρόν Πλαίσιο παρουσιάζεται ένας ΔΝΣ τον οποίο κατάρτισε η Τράπεζα της Ελλάδος. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται, σε συνδυασμό με άλλα στοιχεία, για την αξιολόγηση των νομισματικών συνθηκών στην Ελλάδα.

1 Ένα τέτοιο δείκτη εισήγαγε πρώτη η κεντρική τράπεζα του Καναδά στις αρχές της δεκαετίας του '90.

2 Για παράδειγμα, αυτός ο ορισμός του ΔΝΣ χρησιμοποιείται από τον ΟΟΣΑ (βλ. OECD, *Economic Surveys-Greece*, Ιούλιος 2002, σελ. 25, Διάγραμμα 3) και από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (βλ. Directorate General for Economic and Financial Affairs, *Quarterly Report on the Euro Area*, No. II/2003, 2.7.2003, σελ. 9). Αντίθετα, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο χρησιμοποιεί έναν ΔΝΣ που υπολογίζεται με βάση τα ονομαστικά (βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα) επιποκία και την ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (βλ. IMF, *World Economic Outlook*, Σεπτέμβριος 2003, Chapter 1, Box 1.1, σελ. 14-16). Για μικρά χρονικά διαστήματα, οι δύο παραπάνω ορισμοί του δείκτη οδηγούν σε παρόμοια αποτελέσματα, καθώς οι σχετικές τιμές και ο ρυθμός πληθωρισμού δεν μεταβάλλονται σημαντικά.

3 Βασικό πλεονέκτημα ενός ΔΝΣ αποτελεί το γεγονός ότι η κατασκευή του είναι απλή και η κατανόησή του εύκολη. Η ερμηνεία του όμως θα πρέπει να γίνεται με προσοχή, δεδομένου ότι (α) υπάρχει αβεβαιότητα ως προς τον υπολογισμό των σταθμίσεων, οι οποίες εξαρτώνται από το χρησιμοποιούμενο υπόδειγμα και από τη μέθοδο με την οποία αυτό έχει εκτιμηθεί, και (β) η νομισματική πολιτική μεταδίδεται και μέσω άλλων διαύλων εκτός του επιποκίου και της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

► ο μέσος όρος της περιόδου 1995-1998, ενώ οι μεταβλητές του επιτοκίου και της συναλλαγματικής ισοτιμίας σταθμίζονται με αναλογία 3 προς 1.<sup>4</sup> Σύμφωνα με το διάγραμμα, ο ΔΝΣ μειώνεται έντονα από το τέλος του 1999 και κατά τη διάρκεια του 2000 και επομένως οι νομισματικές συνθήκες καθίστανται σταδιακά χαλαρότερες σε σχέση με την περίοδο βάσης. Από το 2001 μέχρι και το πρώτο εξάμηνο του 2003 η τάση του δείκτη εξακολουθεί να είναι πτωτική αλλά με επιβραδυνόμενο ρυθμό.

Η εξελίξη του δείκτη που απεικονίζεται στο διάγραμμα συνδυάζει τις μεταβολές των δύο επιμέρους συνιστώσων του (δηλ. του πραγματικού επιτοκίου και της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας), που δεν κινούνται πάντοτε προς την ίδια κατεύθυνση. Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής εμφανίζει υποχώρηση μέχρι το τέλος του 2000 (αμέσως πριν από την υιοθέτηση του ευρώ). Η υποχώρηση αυτή αντανακλούσε κυρίως την προσφρογή της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής προς την κεντρική της ισοτιμία στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος στο πλαίσιο της διαδικασίας μετάβασης προς το ενιαίο νόμισμα, καθώς και

την άνοδο της ισοτιμίας του δολαρίου ΗΠΑ έναντι του ευρώ την ίδια περίοδο.

Από τον Ιανουάριο του 2001, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, σταθμισμένη με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος, παρουσιάζει ανατίμηση. Το 2001 και το 2002 η ανατίμηση αυτή οφείλεται κυρίως στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και των εμπορικών της εταίρων, ενώ το 2003 αντανακλά κυρίως την ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και άλλων νομισμάτων. Η επίδραση των ανωτέρω εξελίξεων της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας αντισταθμίστηκε από την πτωτική πορεία του πραγματικού επιτοκίου (της δεύτερης συνιστώσας του ΔΝΣ). Σε όλη τη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου 1999-Ιουνίου 2003, το πραγματικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο<sup>5</sup> παρουσιάζει πτωτική τάση και από τον Ιανουάριο του 2002 γίνεται αρνητικό.

4 Οι συντελεστές στάθμισης είναι ίδιοι με αυτούς που έχουν χρησιμοποιηθεί από τον ΟΟΣΑ για την Ελλάδα (βλ. υποσημ. 2).

5 Μέχρι και το Δεκέμβριο του 2000 το πραγματικό επιτόκιο υπολογίστηκε με βάση το Athibor τριών μηνών και από τον Ιανουάριο του 2001, οπότε καταργήθηκε το Athibor, με βάση το Euribor τριών μηνών. Από τα ονομαστικά αυτά επιτόκια αφαιρέθηκε ο πληθωρισμός (βάσει του ΔΤΚ).

που ενσωματώνει τις μεταβολές τόσο των πραγματικών επιτοκίων όσο και της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος. Παράλληλα, ο ετήσιος ρυθμός πτωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα (επιχειρήσεις και νοικοκυριά) ήταν 18,7% τον Αύγουστο του 2003, έναντι 18,3% το τέταρτο τρίμηνο του 2002.

Εφόσον λοιπόν διατηρούνται χαλαρές οι νομισματικές συνθήκες στην Ελλάδα και, ταυτόχρονα, δεν υπάρχει δυνατότητα να ασκηθεί πολιτική επιτοκίων ή πολιτική συναλλαγματικής ισοτιμίας σε εθνικό επίπεδο, προκύπτει το συμπέρασμα ότι το μείγμα πολιτικής πρέπει να ενισχυθεί. Ειδικότερα, απαιτείται η συνδρομή των άλλων οικονομικών πολιτικών που ήδη ανα-

φέρθηκαν, ώστε να εξασφαλιστεί ότι ο ελληνικός πληθωρισμός θα συγκλίνει προς το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ και θα αποφευχθούν έτσι οι περαιτέρω απώλειες ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές και οι δυσμενείς επιδράσεις τους στην απασχόληση και την ανάπτυξη. Παράλληλα, πρέπει να επιτευχθούν υψηλότεροι ρυθμοί ανόδου της παραγωγικότητας και σημαντική βελτίωση του επιπέδου της ανταγωνιστικότητας.

#### Δημοσιονομική πολιτική

Η δημοσιονομική πολιτική ουσιαστικά αποτελεί το μόνο μέσο άσκησης μακροοικονομικής πολιτικής που είναι διαθέσιμο σε εθνικό επίπεδο στη ζώνη του ευρώ. Τα μέχρι στιγμής διαθέσιμα στοιχεία για το τρέχον έτος δείχνουν ότι η κατεύ-

θυνση της δημοσιονομικής πολιτικής υπήρξε χαλαρότερη από το στόχο που είχε τεθεί στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης το Δεκέμβριο του 2002. Με βάση δημοσιονομικά στοιχεία (που έχει δημοσιεύσει το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών), το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού (της κεντρικής κυβέρνησης) το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου έφθασε στο 4,7% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 2,7% του ΑΕΠ το αντίστοιχο οκτάμηνο του 2002, και υπερβαίνει την πρόβλεψη του κρατικού προϋπολογισμού του 2003 για ετήσιο έλλειμμα 3,5% του ΑΕΠ. Εξάλλου, τα ταμειακά στοιχεία (της Τράπεζας της Ελλάδος) για το ίδιο οκτάμηνο δείχνουν ότι το έλλειμμα

της κεντρικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε 4,5% του ΑΕΠ, έναντι 1,9% την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Με βάση όμως τα διαθέσιμα προσωρινά στοιχεία και τις εκτιμήσεις που παρουσιάζονται στο Προσχέδιο του Προϋπολογισμού του 2004,<sup>6</sup> το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, σε εθνικολογιστική βάση, υπολογίζεται ότι θα διαμορφωθεί εφέτος σε 1,4% του ΑΕΠ, έναντι 1,2% του ΑΕΠ το 2002 και αρχικής πρόβλεψης για έλλειμμα ίσο με 0,9% του ΑΕΠ το 2003. Τα στοιχεία για το δημόσιο έλλειμμα (με βάση τους τρεις διαφορετικούς τρόπους υπολογισμού) παρουσιάζονται αναλυτικά στο Πλαίσιο 5.

**6** Κατατέθηκε στη Βουλή στις 6.10.2003.

## ΠΛΑΙΣΙΟ 5

### Δημοσιονομικό έλλειμμα: Μέθοδοι μέτρησης και στοιχεία

#### 1. Ορισμός του δημοσιονομικού ελλείμματος

Για την παρακολούθηση και αξιολόγηση των δημοσιονομικών επιδόσεων των κρατών-μελών της ΕΕ, στη Συνθήκη του Μάαστριχτ (εφεξής “Συνθήκη”) υιοθετήθηκαν ως κριτήρια οι δείκτες του δημοσιονομικού ελλείμματος και του χρέους ως ποσοστών του ΑΕΠ.

Σύμφωνα με τη Συνθήκη,<sup>1</sup> το δημοσιονομικό έλλειμμα ορίζεται ως το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, όπως αυτό προκύπτει με βάση το εννοιολογικό πλαίσιο, τους ορισμούς και τους ενιαίους κανόνες για την κατάρτιση των εθνικών λογαριασμών. Οι κανόνες αυτοί σήμερα περιλαμβάνονται στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών ESA 95. Ως “γενική κυβέρνηση” νοείται το τμήμα του δημόσιου τομέα που περιλαμβάνει την κεντρική κυβέρνηση, τους οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης (α' και β' βαθμού), τους ασφαλιστικούς οργανισμούς και τα λοιπά νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου (π.χ. νοσοκομεία, ανώτερα και ανώτατα εκπαιδευτικά ιδρύματα κ.λπ.). Αντίθετα, δεν περιλαμβάνει τις δημόσιες επιχειρήσεις. Σημειώνεται ότι για τον υπολογισμό του

ως άνω ελλείμματος δεν λαμβάνονται υπόψη οι χρηματοοικονομικές συναλλαγές της γενικής κυβέρνησης.

#### 2. Κατηγορίες στοιχείων

Για τον υπολογισμό του δημοσιονομικού ελλείμματος στη χώρα μας υπάρχουν τρεις κατηγορίες στοιχείων, τα δημοσιονομικά στοιχεία, τα ταμειακά στοιχεία και τα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών.

i) **Δημοσιονομικά στοιχεία:** Τα στοιχεία αυτά προέρχονται από το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (πρωτογενής πηγή), αφορούν τον κρατικό προϋπολογισμό (την κεντρική κυβέρνηση) και δημο-

**1** Άρθρο 104 Γ, παρ. 2, και το “Πρωτόκολλο σχετικά με τη Διαδικασία Υπερβολικού Έλλειμματος”, το οποίο είναι προσαρτημένο στη Συνθήκη του Μάαστριχτ. Για την υλοποίηση των σχετικών διατάξεων έχουν εκδοθεί οι Κανονισμοί του Συμβουλίου (ΕΚ) αριθ. 3605/1993 και 475/2000, καθώς και ο Κανονισμός της Επιτροπής (ΕΚ) αριθ. 351/2002. Επίσης υπάρχει και η έκδοση της Eurostat, *ESA 95: manual on government deficit and debt*, 2<sup>nd</sup> ed., 2002.

► σιεύονται κάθε μήνα.<sup>2</sup> Τα στοιχεία αυτά είναι συγκρίσιμα με τα στοιχεία του κρατικού προϋπολογισμού, όπως αυτός υποβάλλεται στη Βουλή, και προσφέρονται για την παρακολούθηση, σε μηνιαία βάση, της εκτέλεσης του Προϋπολογισμού. Τα έσοδα και οι δαπάνες καταχωρούνται κυρίως στο έτος στο οποίο αναφέρονται<sup>3</sup> (accrual basis), έστω και αν ορισμένα πραγματοποιηθούν με κάποια χρονική υστέρηση.

ii) **Ταμειακά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος:**

Τα στοιχεία αυτά προκύπτουν από την κίνηση των λογαριασμών του Δημοσίου και των άλλων δημόσιων φορέων στην Τράπεζα της Ελλάδος και στο τραπεζικό σύστημα και δείχνουν τι πραγματικά δαπανήθηκε και εισπράχθηκε σε μια χρονική περίοδο. Είναι δηλαδή σε ταμειακή βάση και ουσιαστικά απεικονίζουν τις δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης και των δημόσιων οργανισμών. Τα στοιχεία αυτά δημοσιεύονται κάθε μήνα<sup>4</sup> και διαφέρουν σημαντικά τόσο από τα αντίστοιχα δημοσιονομικά όσο και από τα εθνικολογιστικά στοιχεία.

Σημειώνεται ότι, όσον αφορά τους ασφαλιστικούς οργανισμούς, η Τράπεζα της Ελλάδος διαθέτει στοιχεία μόνο για τις καταθέσεις τους (Α.Ν. 1611/1950) σε αυτήν και στις λοιπές τράπεζες, καθώς και για τις τοποθετήσεις τους μέσω της Τράπεζας της Ελλάδος σε τίτλους του Δημοσίου (έντοκα γραμμάτια και ομόλογα). Αντίθετα, η Τράπεζα της Ελλάδος δεν διαθέτει στοιχεία για τις άλλες μορφές τοποθετήσεων (π.χ. σε μετοχές, ακίνητα κ.λπ.) των ασφαλιστικών οργανισμών ή για απευθείας τοποθετήσεις τους σε τίτλους του Δημοσίου, με αποτέλεσμα να μην έχει ολοκληρωμένη εικόνα της επήσιας αύξησης των διαθεσίμων τους και επομένως του πλεονάσματος.

iii) **Στοιχεία Εθνικών Λογαριασμών:** Τα στοιχεία αυτά καταρτίζονται από την Υπηρεσία Εθνικών Λογαριασμών της ΕΣΥΕ σύμφωνα με τους ορισμούς, τις έννοιες και τους κανόνες των εθνικών λογαριασμών και ειδικότερα του Ευρωπαϊκού Συστήματος Λογαριασμών ESA 95. Τα στοιχεία αυτά υποβάλλονται δύο φορές το χρόνο από την ΕΣΥΕ στη στατιστική υπηρεσία της ΕΕ (Eurostat),

στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείματος (ΔΥΕ),<sup>5</sup> η οποία εξετάζει τη συμβατότητα αυτών των στοιχείων προς τους κανόνες και τους ορισμούς που προαναφέρθηκαν.

Τα εθνικολογιστικά στοιχεία για την κεντρική κυβέρνηση βασίζονται στα αντίστοιχα δημοσιονομικά στοιχεία του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους, αφού όμως προηγουμένως προσαρμοστούν ώστε να είναι συνεπή με τους ορισμούς του Ευρωπαϊκού Συστήματος Λογαριασμών ESA 95. Για τα αποτελέσματα χρήσεως των ασφαλιστικών οργανισμών, των οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης και άλλων δημόσιων οργανισμών, επειδή δεν υπάρχουν πλήρη στοιχεία για το σύνολο των οργανισμών αυτών, η ΕΣΥΕ συλλέγει πρωτογενώς στοιχεία με δειγματοληψία και συμπληρωματικά αξιοποιεί σχετικές πληροφορίες που προέρχονται από το τραπεζικό σύστημα. Όπως και στα δημοσιονομικά στοιχεία, τα έσοδα και οι δαπάνες καταχωρούνται στο έτος στο οποίο αναφέρονται.

Έως σήμερα τα αναλυτικά εθνικολογιστικά στοιχεία είναι διαθέσιμα μόνο σε ετήσια βάση και δεν είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν για την παρακολούθηση της πορείας του προϋπολογισμού κατά τη διάρκεια του έτους. Γ' αυτό, η παρακολούθηση και η αξιολόγηση της εκτέλεσης του προϋπολογισμού γίνονται πρωτίστως με βάση τα μηνιαία δημοσιονομικά στοιχεία, τα οποία είναι και τα μόνα συγκρίσιμα με τον προϋπολογισμό, και δευτερευόντως με βάση τα μηνιαία ταμειακά στοιχεία. ➔

2 Σε περιληπτική μορφή τα στοιχεία αυτά δημοσιεύονται από το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (ΓΛΚ) στο Δελτίο Εκτέλεσης του Προϋπολογισμού. Με σημαντική χρονική υστέρηση δημοσιεύονται τα μηνιαία αναλυτικά στοιχεία των εσόδων στην έκδοση του ΓΛΚ Εκτέλεση Προϋπολογισμού Εσόδων (μηνιαία τεύχη) και τα μηνιαία αναλυτικά στοιχεία των δαπανών στην έκδοση του ΓΛΚ Εκτέλεση Προϋπολογισμού Εξόδων (μηνιαία τεύχη).

3 Δηλαδή στο έτος για το οποίο έχει προγραμματιστεί η εισπράξη ή έχει αναληφθεί η σχετική υποχρέωση για πληρωμές.

4 Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, μηνιαία τεύχη, Πίνακας V.6.

5 Με τον Κανονισμό του Συμβουλίου (ΕΚ) αριθ. 1467/97 "για την επιτάχυνση και τη διασαφήνιση της εφαρμογής της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείματος" ενισχύθηκε η σημασία της ΔΥΕ και δόθηκαν οι αναγκαίες διευκρινίσεις για την εφαρμογή της.

► Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού (δημοσιονομικά στοιχεία)<sup>1</sup>

(Εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος - Αύγουστος					Ετήσια στοιχεία				
	1999	2000	2001	2002	2003 <sup>2</sup>	1999	2000	2001	2002 <sup>3</sup>	2003 <sup>3</sup>
<b>Κρατικός προϋπολογισμός % του ετήσιου ΑΕΠ</b>	<b>-3.337</b>	<b>-3.037</b>	<b>-2.380</b>	<b>-3.768</b>	<b>-7.222</b>	<b>-5.645</b>	<b>-5.212</b>	<b>-5.210</b>	<b>-4.807</b>	<b>-6.205</b>
– Τακτικός προϋπολογισμός	-3,0	-2,5	-1,8	-2,7	-4,7	-5,0	-4,3	-4,0	-3,4	-4,1
– Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	-82	534	1.150	-694	-2.825	-2.006	-1.056	-163	-350	-810
	-3.255	-3.572	-3.530	-3.074	-4.397	-3.639	-4.156	-5.047	-4.457	-5.395

1 Έλλειμμα (-), πλεόνασμα (+).

2 Προσωρινά στοιχεία.

3 Στοιχεία και εκτιμήσεις που περιλαμβάνονται στο Προσχέδιο Προϋπολογισμού 2004.

**Πηγές:** Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, ΓΛΚ, Δελτίο Εκτέλεσης Προϋπολογισμού, Αριθμός 8, Αύγουστος 2003, και Προσχέδιο Προϋπολογισμού 2004.

Δανειακές ανάγκες κεντρικής κυβέρνησης και δημόσιων οργανισμών<sup>1</sup> (ταμειακά στοιχεία)

(Εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος - Αύγουστος					Ετήσια στοιχεία				
	1999	2000	2001	2002	2003*	1999	2000	2001	2002	
<b>1. Κεντρική κυβέρνηση<sup>2</sup> % του ετήσιου ΑΕΠ</b>	<b>-2.024</b>	<b>-3.572</b>	<b>-3.416</b>	<b>-2.714</b>	<b>-6.920</b>	<b>-6.043</b>	<b>-7.090</b>	<b>-7.812</b>	<b>-7.102</b>	
– Κρατικός προϋπολογισμός (Τακτικός προϋπολογισμός) <sup>3</sup> (Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων)	-1,8	-2,9	-2,6	-1,9	-4,5	-5,4	-5,8	-6,0	-5,0	
– Κρατικός προϋπολογισμός (Τακτικός προϋπολογισμός) <sup>3</sup> (Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων)	-3.198	-4.854	-4.197	-3.616	-8.170	-5.836	-6.844	-7.909	-6.674	
– ΟΠΕΚΕΠΕ <sup>4</sup>	-704	-2.380	-2.656	-1.993	-4.045	-1.907	-1.888	-3.125	-2.128	
<b>2. Δημόσιοι οργανισμοί % του ετήσιου ΑΕΠ</b>	<b>1.235</b>	<b>1.716</b>	<b>1.505</b>	<b>2.248</b>	<b>2.136</b>	<b>1.866</b>	<b>2.248</b>	<b>2.097</b>	<b>1.560</b>	
– Χρηματοδότηση από το τραπεζικό σύστημα	1,1	1,4	1,1	1,6	1,4	1,7	1,8	1,6	1,1	
– Διαθέσιμα <sup>5</sup>	147	-284	405	256	-131	15	-387	-98	-101	
	1.088	2.000	1.100	1.992	2.267	1.851	2.635	2.195	1.661	

1 Έλλειμμα (-), πλεόνασμα (+).

2 Όπως προκύπτει από την κίνηση των σχετικών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος, την Αγροτική Τράπεζα και τις εμπορικές τράπεζες.

3 Περιλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους.

4 Οργανισμός Πληρωμών και Ελέγχου Κοινωνικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων.

5 Περιλαμβάνονται οι καταθέσεις των δημόσιων οργανισμών στο τραπεζικό σύστημα και οι επενδύσεις τους σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου που γίνονται μόνι μέσω της Τράπεζας της Ελλάδος. Δεν περιλαμβάνονται οι τοποθετήσεις τους με άλλες μορφές, όπως μετοχές, ακίνητα κ.λπ.

\* Προσωρινά στοιχεία.

**Πηγή:** Τράπεζα της Ελλάδος.

3. Τα διαθέσιμα στοιχεία του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου 2003

Τα διαθέσιμα δημοσιονομικά στοιχεία<sup>6</sup> αφορούν τον κρατικό προϋπολογισμό και καλύπτουν την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2003 (βλ. τον πρώτο πίνακα). Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτά, το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού (σε δημοσιονομική βάση) ανήλθε

το οκτάμηνο σε 4,7% του ΑΕΠ και υπερβαίνει την αρχική πρόβλεψη του προϋπολογισμού για ετήσιο έλλειμμα 3,5% του ΑΕΠ. ➔

6 Βλ. ΓΛΚ, Δελτίο Εκτέλεσης Προϋπολογισμού 2003, τεύχος 8, Αύγουστος 2003. Τα στοιχεία αυτά αναδημοσιεύονται στο Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας της Τράπεζας της Ελλάδος (Πίνακες V.1 έως V.5).

► Αποτελέσματα κεντρικής και γενικής κυβέρνησης<sup>1</sup>

(Ποσοστά % του επήσιου ΑΕΠ)

	Ιανουάριος - Αύγουστος					Ετήσια στοιχεία				
	1999	2000	2001	2002	2003 <sup>3</sup>	1999	2000	2001	2002 <sup>4</sup>	2003 <sup>4</sup>
<b>Δημοσιονομικά στοιχεία</b>										
Κεντρική κυβέρνηση	-3,0	-2,5	-1,8	-2,7	-4,7	-5,0	-4,3	-4,0	-3,4	-4,1
<b>Ταμειακά στοιχεία</b>										
Κεντρική κυβέρνηση	-1,8	-2,9	-2,6	-1,9	-4,5	-5,4	-5,8	-6,0	-5,0	-
Δημόσιοι οργανισμοί <sup>2</sup>	1,1	1,4	1,1	1,6	1,4	1,7	1,8	1,6	1,1	-
<b>Εθνικολογιστικά στοιχεία</b>										
Γενική κυβέρνηση	...	...	...	...	...	-1,8	-1,9	-1,5	-1,2	-1,4

1 Έλλειμμα (-), πλεόνασμα (+).

2 Περιλαμβάνονται οι καταθέσεις των δημόσιων οργανισμών στο τραπεζικό σύστημα και οι επενδύσεις τους σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου που γίνονται μόνο μέσω της Τράπεζας της Ελλάδος. Δεν περιλαμβάνονται οι τοποθετήσεις τους με άλλες μορφές, όπως μετοχές, ακίνητα κ.λπ.

3 Προσωρινά στοιχεία.

4 Στοιχεία και προσωρινές εκτιμήσεις που περιλαμβάνονται στο Προσχέδιο Προϋπολογισμού 2004.

**Πηγές:** Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Δελτίο Εκτέλεσης Προϋπολογισμού (μηνιαία τεύχη), Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος Σεπτεμβρίου 2003 και Προσχέδιο Προϋπολογισμού 2004.

Έλλειμμα (-)/πλεόνασμα (+) γενικής κυβέρνησης: στόχοι και τελική διαμόρφωση

(Ποσοστά % του επήσιου ΑΕΠ)

	Ετήσια στοιχεία			
	2000	2001	2002	2003
Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σύγκλισης - Δεκέμβριος 1999	-1,2	-0,2	0,2	-
Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης - Δεκέμβριος 2000	-0,8	0,5	1,5	2,0
Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης - Δεκέμβριος 2001	-1,1	0,1	0,8	1,0
Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης - Δεκέμβριος 2002 <sup>1</sup>	-	-1,2	-1,1	-0,9
<b>Τελική διαμόρφωση<sup>2</sup></b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,4<sup>3</sup></b>

1 Μετά την αναθεώρηση των ελλειμμάτων και του χρέους από την Eurostat.

2 Σύμφωνα με τον ορισμό της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος. Η τελική διαμόρφωση για κάθε έτος είναι σκόπιμο να συγκρίνεται με το στόχο που είχε τεθεί στο τέλος του αμέσως προηγούμενου έτους. Σημειώνεται ότι για την περίοδο 2000-2002 η τελική διαμόρφωση αντανακλά και την εκ των υστέρων αναθεώρηση των δημόσιονομικών μεγεθών από την Eurostat.

3 Προσωρινές εκτιμήσεις που περιλαμβάνονται στο Προσχέδιο Προϋπολογισμού 2004.

**Πηγές:** Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σύγκλισης 1999, Προγράμματα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2000, 2001 και 2002, Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος Σεπτεμβρίου 2003 και Προσχέδιο Προϋπολογισμού 2004.

Τα διαθέσιμα ταμειακά στοιχεία αφορούν επίσης το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου και αναφέρονται τόσο στην κεντρική κυβέρνηση όσο και στους δημόσιους οργανισμούς (βλ. το δεύτερο πίνακα). Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτά, το έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης, το οποίο εννοιολογικά είναι ευρύτερο του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού γιατί περιλαμβάνει και τις κινήσεις του λογαριασμού εισοδηματικής ενίσχυσης των αγροτών (ΟΠΕΚΕΠΕ<sup>7</sup>), έφθασε το οκτάμηνο το 4,5% του ΑΕΠ.

Αντίστοιχα, το πλεόνασμα των δημόσιων οργανισμών το οκτάμηνο ανήλθε σε 1,4% του ΑΕΠ.<sup>8</sup> ➔

7 Οργανισμός Πληρωμών και Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων.

8 Τα στοιχεία αυτά δημοσιεύονται ανελλιπτώς στο Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας της Τράπεζας της Ελλάδος (Πίνακας V.6), στο Οικονομικό Δελτίο της Τράπεζας της Ελλάδος (Πίνακας IV.1), καθώς και στην ετήσια Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, κεφάλαιο "Δημόσια Οικονομικά".

► Στον τρίτο πίνακα εμφανίζονται περιληπτικά τα ελλείμματα (ως ποσοστό του ΑΕΠ), υπολογισμένα και με τις τρεις κατηγορίες στοιχείων.<sup>9</sup>

#### 4. Δημοσιονομικά ελλείμματα: Στόχοι και τελική διαμόρφωση

Οι στόχοι για το ελλείμμα εμφανίζονται στα Προγράμματα Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Οι στόχοι αυτοί είναι εκφρασμένοι σε εθνικολογιστική βάση και αφορούν τη γενική κυβέρνηση.

Ο τέταρτος πίνακας παρουσιάζει τους στόχους και την τελική διαμόρφωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης για τα έτη 2000-2003. Επειδή κάθε χρόνο οι στόχοι του Προγράμματος Σταθερότητας και Ανά-

πτυξής επικαιροποιούνται, η τελική διαμόρφωση είναι σκόπιμο να συγκρίνεται με το στόχο που είχε τεθεί στο τέλος του αμέσως προηγούμενου έτους. Σημειώνεται ότι για την περίοδο 2000-2002 η τελική διαμόρφωση αντανακλά και την εκ των υστέρων αναθεώρηση των ελλειμμάτων από την Eurostat, λόγω μεταβολής ορισμών και αναταξινόμησης κονδυλίων που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του ελλείμματος και του χρέους.

<sup>9</sup> Ο πίνακας δεν περιλαμβάνει στοιχεία για το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου σε εθνικολογιστική βάση, γιατί δεν υπάρχουν. Αντίστοιχος πίνακας περιλαμβάνεται από το 1996 στην Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, κεφάλαιο "Δημόσια Οικονομικά", όπου και αναλύονται οι διαφορές μεταξύ των τριών κατηγοριών στοιχείων.

Με δεδομένη την αναπόφευκτη χαλάρωση, όπως προαναφέρθηκε, των νομισματικών συνθηκών μετά την ένταξη της χώρας στη Ζώνη του ευρώ, η συνέχιση της προσπάθειας για δημοσιονομική εξυγίανση μπορεί και πρέπει να συμβάλει στον έλεγχο των πληθωριστικών πιέσεων, προκειμένου να επιτευχθεί και να διασφαλιστεί η σταθερότητα των τιμών στη χώρα μας. Ταυτόχρονα, η αύξηση της δημόσιας αποταμίευσης που θα προκύψει αν μειωθεί το δημοσιονομικό έλλειμμα<sup>7</sup> θα συμβάλει στον περιορισμό του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Από την άποψη αυτή, είναι κατ' αρχήν θετικό ότι στο Προσχέδιο του Προϋπολογισμού προβλέπεται ελαφρά μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης, από 1,4% εφέτος σε 1,2% το 2004. Το προβλεπόμενο για το 2004 έλλειμμα είναι υψηλότερο από το στόχο που είχε τεθεί (για έλλειμμα ίσο με 0,4% του ΑΕΠ) στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης το Δεκέμβριο του 2002. Πρέπει όμως να ληφθεί υπόψη ότι το επόμενο έτος η αύξηση των δημόσιων δαπανών θα επιβαρυνθεί λόγω και της ολοκλήρωσης της προετοιμασίας, αλλά και της ίδιας της διεξαγωγής, των Ολυμπιακών Αγώνων.

Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, που αποτελεί το πλαίσιο άσκησης της δημοσιονομικής πολιτικής στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, προβλέπει ότι ο προϋπολογισμός σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης πρέπει μεσοπρόθεσμα να είναι σχεδόν ισοσκελισμένος ή πλεονασματικός. Ο έλεγχος των πρωτογενών δαπανών (με τη θέσπιση διαδικασιών και κανόνων που έχουν εξαγγελθεί<sup>8</sup>) και ο περιορισμός της φοροδιαφυγής (στον οποίο μπορούν να οδηγήσουν τα μέτρα φορολογικής μεταρρύθμισης που ήδη εφαρμόζονται) πρέπει να έχουν ως αποτέλεσμα τη διατήρηση υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων κατά τα επόμενα έτη. Αυτό είναι απολύτως αναγκαίο, κατ' αρχάς για να εξασφαλιστεί δημοσιονομική ισορροπία μακροχρόνια, δεδομένου ότι το δημόσιο χρέος εξακο-

<sup>7</sup> Διευκρινίζεται ότι η δημόσια αποταμίευση είναι η διαφορά τρεχόντων εσόδων και τρεχουσών δαπανών του τομέα της γενικής κυβέρνησης. Επομένως, η μείωση του δημόσιας αποταμίευσης υπό την προϋπόθεση ότι προέρχεται από αύξηση των τρεχόντων εσόδων ή/και μείωση των τρεχουσών δαπανών και όχι από μείωση των επενδυτικών δαπανών.

<sup>8</sup> Το σχετικό σχέδιο νόμου ("Συστήματα ελέγχου των δημόσιων δαπανών, οργάνωση εσωτερικού ελέγχου των υπηρεσιών του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών και άλλες διατάξεις") δόθηκε στη δημοσιότητα στις 25.6.2003.

λουθεί να είναι πολύ υψηλό και να επιβαρύνει την οικονομία. Επιπλέον, πρέπει να αντιμετωπιστεί η πρόσθετη δημόσια δαπάνη που θα απαιτείται στην περίοδο έως και το 2032 για τη χρηματοδότηση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης σύμφωνα με τον Ν. 3029/2002, αλλά και στην περίοδο μετά το 2032 λόγω των δημοσιονομικών επιπτώσεων από την αναμενόμενη γήρανση του πληθυσμού.<sup>9</sup> Επιπλέον, η τήρηση του βασικού κανόνα του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (δηλαδή η επίτευξη σχεδόν ισοσκελισμένου ή πλεονασματικού προϋπολογισμού μεσοπρόθεσμα) καθιστά δυνατή την πλήρη, συμμετρική και χωρίς ανεπιθύμητες παρενέργειες λειτουργία των αυτόματων δημοσιονομικών σταθεροποιητών σε όλη τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου και επομένως επιτρέπει στη δημοσιονομική πολιτική να αμβλύνει βραχυπρόθεσμα τις συνέπειες για την οικονομική δραστηριότητα από κυκλικές διαταράξεις.

Όπως προαναφέρθηκε, επιδίωξη της κυβέρνησης είναι να συνεχιστεί η προσπάθεια δημοσιονομικής εξυγίανσης και το 2004. Επειδή όμως την περίοδο αυτή προβάλλονται σημαντικές οικονομικές διεκδικήσεις από ορισμένες κοινωνικές ομάδες και καθώς το 2004 θα είναι έτος βουλευτικών εκλογών, είναι χρήσιμο να υπενθυμιστεί ότι, ήδη από την περίοδο των προσπαθειών για την ονομαστική σύγκλιση κατά τη δεκαετία του '90, έχει επιτευχθεί σημαντική πρόοδος όσον αφορά τη μείωση της επιδρασης του "εκλογικού" ή "πολιτικού" κύκλου στις οικονομικές εξελίξεις. Το επίτευγμα αυτό έχει συμβάλει ουσιωδώς στην εδραίωση των συνθηκών μακροοικονομικής σταθερότητας και στις αναπτυξιακές επιδόσεις των τελευταίων ετών. Επομένως, πρέπει να διαφυλαχθεί. Εάν αυτό δεν συμβεί, θα υπονομευθεί η αξιοπιστία της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής και θα επηρεαστούν δυσμενώς οι οικονομικές προσδοκίες, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις, οι εργαζόμενοι

και τα νοικοκυριά να προβάλουν διεκδικήσεις και να λάβουν αποφάσεις με αρνητικές συνέπειες για την πορεία της οικονομίας.

### Διαρθρωτική πολιτική

Τα τελευταία χρόνια έχουν ληφθεί σημαντικά μέτρα διαρθρωτικής πολιτικής,<sup>10</sup> ενώ έχει προχωρήσει και το πρόγραμμα ιδιωτικοποίησεων (παρά τις δυσχερείς συνθήκες στις χρηματιστηριακές αγορές). Ωστόσο, είναι επείγουσα ανάγκη να συνεχιστούν εντατικά οι προσπάθειες στον τομέα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, με στόχο την περαιτέρω ενίσχυση της ευκαμψίας των αγορών προϊόντων, εργασίας και κεφαλαίων, την τόνωση του ανταγωνισμού και τη μείωση των διοικητικών εμποδίων. Με τον τρόπο αυτό θα βελτιωθεί ακόμη περισσότερο το επιχειρηματικό κλίμα, θα ενθαρρυνθούν οι επενδύσεις από εγχώριους επιχειρηματικούς φορείς και, επιπλέον, θα αυξηθεί η εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό για άμεσες επενδύσεις. Τελικό αποτέλεσμα θα είναι να αυξηθεί η παραγωγικότητα, να διασφαλιστούν συνθήκες σταθερότητας των τιμών, να βελτιωθεί η διεθνής ανταγωνιστικότητα της χώρας και, επομένως, να εξασφαλιστούν υψηλοί ρυθμοί ανόδου του ΑΕΠ και της απασχόλησης.

### Μισθολογικές διαπραγματεύσεις, τιμολογιακή πολιτική και ανταγωνιστικότητα

Η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων έπαιξε σημαντικό ρόλο στη σταδιακή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στην Ελλάδα στα τέλη της δεκαετίας του '90. Στο αποτέλεσμα αυτό οδήγησε η υιοθέτηση, από τους κοινωνικούς εταίρους, πιο υπεύθυνης διεκδικητικής και

<sup>9</sup> Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική: Ενδιάμεση Έκθεση 2002*, Νοέμβριος 2002, σελ. 119-23.

<sup>10</sup> Βλ. υποσημείωση 4 πιο πάνω.

διαπραγματευτικής συμπεριφοράς, δηλαδή μιας συμπεριφοράς που ήταν περισσότερο σύμφωνη με τα μακροπρόθεσμα (και όχι τα βραχυπρόθεσμα) συμφέροντα και της μίας και της άλλης πλευράς. Είναι χαρακτηριστικό ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των μέσων ονομαστικών αποδοχών στο σύνολο της οικονομίας επιβραδύνθηκε σταθερά από 13,0% το 1994 σε 4,5% το 1999.<sup>11</sup> Την τελευταία τετραετία (2000-2003) όμως, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου των μέσων ονομαστικών αποδοχών επιταχύνθηκε σε 6,3% (βλ. Πίνακα IV στο Κεφάλαιο III). Η εξέλιξη αυτή ενδεχομένως αντανακλά ένα αίσθημα χαλάρωσης ή εφησυχασμού μετά την επιτυχή ολοκλήρωση της προσπάθειας για την ικανοποίηση των κριτηρίων ονομαστικής σύγκλισης της Συνθήκης του Μάαστριχτ, καθώς και τους υψηλούς ρυθμούς ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας. Η δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό στο σύνολο της οικονομίας αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 6,0% την εν λόγω τετραετία,<sup>12</sup> ενώ στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό μόνο 2,6% – επομένως η μέση θετική διαφορά των ρυθμών ανόδου του μεγέθους αυτού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ έφθασε τις 3,4 εκατοστιαίες μονάδες.

Βεβαίως, εκείνο που έχει σημασία για τον πληθωρισμό και την ανταγωνιστικότητα μιας χώρας είναι η αύξηση των μισθών σε σχέση με την άνοδο της παραγωγικότητας, δηλ. η εξέλιξη του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Δεδομένου ότι ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας ήταν σημαντικά υψηλότερος στην Ελλάδα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, αντανακλώντας τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης της οικονομίας και τη διαφορά φάσης του οικονομικού κύκλου, τελικά η διαφορά των ρυθμών ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ήταν πολύ μικρότερη την ίδια

περίοδο – κατά μέσον όρο δεν υπερέβη τη μία εκατοστιαία μονάδα.<sup>13</sup>

Όσον αφορά την τιμολογιακή πολιτική των επιχειρήσεων, στο Κεφάλαιο III.1 επισημάνθηκαν περιπτώσεις όπου η υπερβάλλουσα ζήτηση και η μη αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς επέτρεψαν εφέτος αναπροσαρμογές τιμών μεγαλύτερες από ό,τι θα δικαιολογούσε η εξέλιξη των παραγόντων του κόστους, με τελικό αποτέλεσμα τη διεύρυνση των περιθωρίων λειτουργικού κέρδους. Ανάλογα φαινόμενα είχαν παρατηρηθεί και το 2002, συνήθως με αφορμή ή πρόσχημα την τιμολόγηση των ειδών σε ευρώ κατά την εισαγωγή των νέων τραπεζογραμματίων και κερμάτων.

Ασφαλώς η πραγματοποίηση ικανοποιητικών κερδών από τις επιχειρήσεις είναι απαραίτητη, προκειμένου να ενισχύεται η αποδοτικότητα και η αυτοχρηματοδότηση των επενδύσεων. Η τιμολογιακή πολιτική των επιχειρήσεων όμως πρέπει να εξισορροπεί την ανάγκη αυτή με την ανάγκη να μην ενισχύονται οι πληθωριστικές πιέσεις και να μη διαβρώνεται η ανταγωνιστικότητα. Είναι φανερό ότι, εάν η αύξηση των τιμών από μια επιχείρηση είναι υπερβολική, η τυχόν βραχυχρόνια διόγκωση των κερδών της τελικά θα ανατραπεί όταν θα μειωθεί το μεριδιό της στην αγορά.

Προκειμένου λοιπόν να αντιστραφεί η επιδεύνωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας (και δεδομένου ότι, όπως προαναφέρθηκε, δεν είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθεί από μια χώρα της ζώνης του ευρώ πολιτική συναλλαγματικής ισοτιμίας σε εθνικό επίπεδο), οι κοινωνικοί εταίροι πρέπει να συντελούν στην επίτευξη και δια-

11 Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

12 Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

13 Βλ. και υποσημείωση 34 στο Κεφάλαιο III.

σφάλιση της σταθερότητας των τιμών με την εφαρμογή συνετής τιμολογιακής πολιτικής και με τη διαμόρφωση πραγματικών μισθολογικών αυξήσεων πλησίον του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας. Οι κοινωνικοί εταίροι μπορούν με τον τρόπο αυτό να συμβάλλουν στην προστασία της αγοραστικής δύναμης των εισοδημάτων των εργαζομένων, στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας, στη μείωση της ανεργίας και στην ταχύτερη και σταθερή αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων.

\* \* \*

Εν κατακλείδι, είναι φανερό ότι πρέπει να διαφυλαχθούν οι υψηλές αναπτυξιακές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας και η αξιοπιστία που κατακτήθηκε με τόσες προσπάθειες τα τελευταία έτη. Ειδικότερα, πρέπει να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα και να μειωθεί το έλλειμμα του ισο-

ζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, να περιοριστεί δραστικά το υψηλό δημόσιο χρέος, να επιταχυνθούν ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας και η διαδικασία πραγματικής σύγκλισης και να δημιουργηθούν νέες ευκαιρίες απασχόλησης. Για να επιτευχθούν αυτά, είναι επιτακτική ανάγκη, πρώτον, η δημοσιονομική πολιτική να γίνει πιο περιοριστική και όχι πιο χαλαρή και να είναι σύμφωνη με τους κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, δεύτερον, να συνεχιστούν εντατικά οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, τρίτον, να υπάρξει αυτοσυγκράτηση στις διεκδικήσεις των εργαζομένων και οι πραγματικές αυξήσεις να μην υπερβαίνουν την άνοδο της παραγωγικότητας και, τέταρτον, η τιμολογιακή πολιτική των επιχειρήσεων να αποκτήσει περισσότερο μακροπρόθεσμη στόχευση σε αρμονία με τα ίδια τους τα συμφέροντα και με την κοινωνική τους ευθύνη.



# 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 αποφάσισε να εφαρμόσει τα ακόλουθα δύο μέτρα με σκοπό τη βελτίωση του λειτουργικού πλαισίου για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής:

1. Αλλαγή 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 2,00%, 3,00% και 1,00% αντίστοιχα.

ματοδότησης 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 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.

# Γλωσσάριο

**Αντιστρεπτέα πράξη:** συναλλαγή μέσω της οποίας η κεντρική τράπεζα αγοράζει ή πωλεί περιουσιακά στοιχεία με συμφωνία επαναπώλησης/επαναγοράς ή διενεργεί πιστωτικές πράξεις έναντι ενέχυρου 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 EKT:** 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 λήψεως 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 του Ευρωσυστήματος, την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι αντισυμβαλλόμενοι για να λαμβάνουν πίστωση διάρκειας μίας ημέρας από μια εθνική κεντρική τράπεζα, με προκαθορισμένο επιτόκιο έναντι αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων.

**Διοικητικό Συμβούλιο:** ένα από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ. 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 λήψεως αποφάσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ 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 ΕΚΤ, 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 ΕΚΤ βρίσκεται στο κέντρο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) (βλ. λήμμα) και του Ευρωσυστήματος (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 ΕΚΤ. Η ΕΚΤ διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το Γενικό Συμβούλιο

**Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ):** το ΕΣΚΤ απαρτίζεται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες και των 15 κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δηλ. περιλαμβάνει, εκτός από τα μέλη του Ευρωσυστήματος, και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Το ΕΣΚΤ διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ, το Γενικό Συμβούλιο.

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

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 Βέλγιο, 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 EKT 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 EKT. Τα εθνικά ΣΔΣΧ και ο μηχανισμός πληρωμών της EKT 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	141
2 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	142-143
3 Δείκτης τιμών χονδρικής πώλησης: γενικός και βασικές κατηγορίες	144
4 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε αγοραίες τιμές	145
5 Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών	146
6 Νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	147
7 Η ελληνική συμβολή στα νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	148
8 Ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα Λοιπά ΝΧΙ, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	149
9 Επιτόκια της ΕΚΤ και της Τράπεζας της Ελλάδος	150
10 Επιτόκια της αγοράς χρήματος	151
11 Αποδόσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου	152
12 Δάνεια από τα εγχώρια ΝΧΙ προς τις εγχώριες επιχειρήσεις και νοικοκυριά κατά κλάδο δραστηριότητας	153
13 Επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων και χορηγήσεων στην Ελλάδα	154



**Πίνακας 1**

**Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες**

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς διατροφή και καύσιμα	
	Δείκτης (1999=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (1999=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (1999=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (1999=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (1999=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους
<b>1999</b> .....	99,7	2,6	100,0	1,7	99,3	4,1	99,5	2,9	99,3	3,0
<b>2000</b> .....	102,9	3,2	103,4	3,4	102,1	2,8	101,4	2,0	101,3	2,0
<b>2001</b> .....	106,4	3,4	106,7	3,2	105,9	3,7	105,3	3,8	105,0	3,7
<b>2002</b> .....	110,2	3,6	110,1	3,2	110,4	4,3	109,0	3,6	108,7	3,6
<b>2002</b> 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
<b>2003</b> 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
<b>2001</b> 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
<b>2002</b> 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
<b>2003</b> 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

**Πηγή:** Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

**Πίνακας 2**

**Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες**

Περίοδος	ΕνΔΤΚ (Γενικός)		Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής		Επεξεργασμένα είδη διατροφής		Βιομηχανικά ογαθά χωρίς ενέργεια	
	Δείκτης (1996=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1996=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1996=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1996=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
<b>1999 .....</b>	112,6	2,1	115,0	2,4	111,6	3,1	111,1	1,2
<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>2002 I .....</b>	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 I .....</b>	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
<b>2001 Ιαν. ....</b>	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 Ιαν. ....</b>	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 Ιαν. ....</b>	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

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 2 (συνέχεια)

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	Ενέργεια		Υπηρεσίες		ΕνΔΤΚ χωρίς μη επεξεργασμένα είδη διατροφής & ενέργεια	
	Δείκτης (1996=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1996=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1996=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
<b>1999</b> .....	92,3	-2,5	120,2	3,8	114,6	2,6
<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>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
<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

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

**Πίνακας 3**

**Δείκτης τιμών χονδρικής πτώλησης: 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)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1995=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1995=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1995=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1995=100)	Εκποστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
<b>1999 .....</b>	116,4	1,8	124,6	2,2	119,0	2,8	114,0	0,5	111,3	0,6
<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>2002 I .....</b>	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 I .....</b>	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
<b>2001 Ιαν. ....</b>	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 Ιαν. ....</b>	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 Ιαν. ....</b>	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

<sup>1</sup> Για εσωτερική κατανάλωση.

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 4

Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε αγοραίες τιμές

	Αξία σε εκατ. ευρώ	Ετήσια εκαποστιαία 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-Υδρευση	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	...
Οργανισμοί χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης	3.112	11,5	11,0	10,0	5,9	-0,3	...
Διαχείρηση 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
Κατοικίες	4.031	8,8	3,7	-4,3	4,8	8,8	...
Λοιπές κατασκευές	5.391	9,4	6,6	8,9	8,2	0,7	...
Εξοπλισμός	4.679	16,5	21,4	14,1	4,9	6,9	...
Λοιπές	766	-14,0	-2,4	7,6	20,1	20,8	...
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	252	0,3	0,0	0,4	0,0	0,1	...
Εγχώρια τελική ζήτηση	85.774	4,6	3,8	3,7	2,9	3,8	...
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	...
Εξαγωγές υπηρεσιών	5.743	7,7	29,0	18,2	-0,7	-8,1	...
Τελική ζήτηση	99.861	4,7	6,1	5,6	2,1	1,7	...
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	...
Εισαγωγές υπηρεσιών	1.849	8,5	52,9	14,4	-0,3	-26,6	...
ΑΕΠ σε αγοραίες τιμές	79.927	3,4	3,4	4,4	4,0	3,8	4,0

**Πηγή:** ΕΣΥΕ/Εθνικό Λογαριασμός, Σεπτέμβριος 2003: οριστικά στοιχεία για τα έτη 1998-1999 και εκτιμήσεις για τα έτη 2000-2002. Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών (Προσχέδιο Προϋπολογισμού 2004) για το 2003.

**Πίνακας 5**

**Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών**

(Εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος – Ιούλιος			Ιούλιος		
	2001	2002	2003*	2001	2002	2003*
<b>I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΤΩΝ (I.A+I.B+I.G+I.D)</b>	<b>-4.358,0</b>	<b>-4.910,4</b>	<b>-5.776,5</b>	<b>-361,8</b>	<b>18,2</b>	<b>15,5</b>
<b>I.A ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ (I.A.1-I.A.2)</b>	<b>-12.607,8</b>	<b>-13.079,8</b>	<b>-13.267,7</b>	<b>-1.726,7</b>	<b>-1.941,7</b>	<b>-1.961,2</b>
ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ χωρίς καύσιμα	-10.902,1	-11.202,8	-10.818,5	-1.533,4	-1.653,9	-1.690,6
ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ καυσίμων	-1.705,7	-1.877,0	-2.449,2	-193,3	-287,8	-270,6
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	6.937,5	6.000,3	6.397,1	1.227,4	989,3	968,8
Καύσιμα	1.200,4	665,4	783,7	179,6	89,4	83,1
Λοιπά αγαθά	5.737,0	5.334,9	5.613,4	1.047,9	899,9	885,7
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	19.545,3	19.080,1	19.664,8	2.954,2	2.931,0	2.930,0
Καύσιμα	2.906,1	2.542,4	3.232,9	372,9	377,2	353,7
Λοιπά αγαθά	16.639,2	16.537,7	16.431,9	2.581,3	2.553,8	2.576,3
<b>I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1-I.B.2)</b>	<b>4.943,9</b>	<b>5.539,2</b>	<b>5.921,7</b>	<b>1.146,4</b>	<b>1.918,4</b>	<b>1.951,5</b>
I.B.1 Εισπράξεις	12.462,7	11.504,2	11.350,0	2.343,4	2.890,2	2.828,3
Ταξιδιωτικό	5.712,5	5.064,7	4.605,2	1.367,8	1.913,9	1.780,0
Μεταφορές	5.423,4	5.034,3	5.444,5	778,0	764,5	838,0
Λοιπές υπηρεσίες	1.326,7	1.405,1	1.300,3	197,6	211,8	210,3
I.B.2 Πληρωμές	7.518,9	5.965,0	5.428,3	1.197,0	971,7	876,8
Ταξιδιωτικό	2.618,3	1.301,7	1.006,3	460,9	266,9	156,9
Μεταφορές	3.162,1	2.977,0	2.763,1	480,5	436,4	410,1
Λοιπές υπηρεσίες	1.738,4	1.686,3	1.658,9	255,6	268,5	309,8
<b>I.C ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.C.1-I.C.2)</b>	<b>-1.185,8</b>	<b>-1.242,2</b>	<b>-1.802,7</b>	<b>-205,3</b>	<b>-144,3</b>	<b>-320,3</b>
I.C.1 Εισπράξεις	1.317,4	991,4	989,5	165,7	156,5	157,3
Αμοιβές, μισθοί	357,7	329,8	203,6	59,3	47,4	36,6
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	959,7	661,6	785,9	106,4	109,1	120,7
I.C.2 Πληρωμές	2.503,3	2.233,6	2.792,2	371,0	300,8	477,5
Αμοιβές, μισθοί	167,4	155,9	90,5	24,7	22,3	15,6
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	2.335,9	2.077,7	2.701,6	346,3	278,6	462,0
<b>I.D ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I.D.1-I.D.2)</b>	<b>4.491,8</b>	<b>3.872,3</b>	<b>3.372,2</b>	<b>423,9</b>	<b>185,8</b>	<b>345,4</b>
I.D.1 Εισπράξεις	5.852,0	5.356,7	4.797,7	638,5	364,2	582,8
Γενική κυβέρνηση (κυρίως εισπράξεις από ΕΕ)	4.290,4	4.087,2	3.387,4	360,0	160,3	333,6
Λοιποί τομείς (μεταναστευτικά εμβάσματα, κ.λπ.)	1.561,6	1.269,6	1.410,4	278,5	203,9	249,2
I.D.2 Πληρωμές	1.360,2	1.484,4	1.425,6	214,6	178,4	237,3
Γενική κυβέρνηση (κυρίως πληρωμές προς ΕΕ)	914,4	1.106,5	1.119,4	132,8	121,3	187,3
Λοιποί τομείς	445,9	377,9	306,2	81,8	57,1	50,1
<b>II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΤΩΝ (II.A+II.B+II.G+II.D)</b>	<b>3.063,6</b>	<b>5.493,5</b>	<b>5.876,6</b>	<b>577,8</b>	<b>464,3</b>	<b>78,1</b>
<b>II.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>746,8</b>	<b>-333,0</b>	<b>-579,7</b>	<b>985,8</b>	<b>-159,4</b>	<b>-36,5</b>
Κατοίκων στο εξωτερικό	-461,5	-368,1	-416,4	-27,5	-149,6	-50,5
Μη κατοίκων στην Ελλάδα	1.208,3	35,1	-163,3	1.013,2	-9,9	14,1
<b>II.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ<sup>1</sup></b>	<b>2.244,0</b>	<b>6.055,7</b>	<b>10.520,4</b>	<b>1.191,8</b>	<b>-460,1</b>	<b>-907,8</b>
Απαιτήσεις	211,4	-1.710,2	-5.238,5	-1.110,2	-271,5	-241,7
Υποχρεώσεις	2.032,6	7.765,9	15.758,9	2.302,1	-188,6	-666,0
<b>II.C ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-5.604,3</b>	<b>1.293,8</b>	<b>-8.022,1</b>	<b>-1.727,8</b>	<b>1.486,8</b>	<b>1.132,3</b>
Απαιτήσεις	-1.170,8	-7.119,8	-3.636,3	-1.265,7	-3.052,8	691,9
Υποχρεώσεις	-4.433,4	8.413,6	-4.385,7	-462,1	4.539,6	440,4
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	(-2.188,6)	(-2.123,7)	(-1.882,6)	(-529,1)	(-168,7)	(-24,6)
<b>II.D ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>2</sup></b>	<b>5.677,0</b>	<b>-1.523,0</b>	<b>3.958,0</b>	<b>128,0</b>	<b>-403,0</b>	<b>-110,0</b>
<b>III ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</b>	<b>1.294,4</b>	<b>-583,1</b>	<b>-100,1</b>	<b>-216,0</b>	<b>-482,5</b>	<b>-93,6</b>
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ				7.195 <sup>3</sup>	8.554 <sup>3</sup>	5.056 <sup>3</sup>

1 (+) καθαρή εισροή, (-) καθαρή εκροή.

2 (+) μείωση, (-) αύξηση.

3 Από την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ τον Ιανουάριο του 2001, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της EKT, περιλαμβάνουν μόνο το νομιματικό χρυσό, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομιματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραβηγτικά δίκαιωματα" 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 διοιθέσιμα της EKT.

\* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Πίνακας 6**

**Νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ<sup>1</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	Μεριδια αμοιβαίων κεφαλαιών της αγοράς χρήματος	Τίτλοι της αγοράς χρήματος και χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών	M3 <sup>2</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	1.728,8	2.077,1	991,8	1.221,1	4.290,0	174,9	300,0	135,7	4.900,7
<b>2001 .....</b>	239,7	1.968,2	2.207,9	1.088,8	1.371,0	4.667,7	218,5	398,0	145,9	5.430,2
<b>2002 .....</b>	341,2	2.084,4	2.425,5	1.075,5	1.463,5	4.964,6	226,9	470,6	127,7	5.789,7
<b>2001 Ιαν<sup>3</sup> .....</b>	336,1	1.692,8	2.028,8	1.036,1	1.275,1	4.340,0	211,4	327,9	139,0	5.018,3
Φεβρ. ....	335,0	1.692,9	2.028,0	1.049,0	1.269,7	4.346,7	213,2	336,0	145,5	5.041,3
Μάρτ. ...	336,3	1.703,2	2.039,5	1.065,9	1.269,8	4.375,1	222,6	346,1	139,3	5.083,1
Απρ. ....	336,2	1.735,9	2.072,1	1.067,8	1.273,4	4.413,3	221,4	354,1	140,0	5.128,7
Μάιος ...	332,9	1.759,2	2.092,1	1.069,0	1.273,2	4.434,3	233,8	363,0	135,0	5.166,1
Ιούν. ....	333,0	1.798,4	2.131,4	1.066,2	1.283,0	4.480,6	221,5	360,5	145,2	5.207,8
Ιούλ. ....	328,0	1.780,3	2.108,3	1.073,2	1.287,2	4.468,7	223,4	369,6	140,4	5.202,1
Αύγ. ....	319,2	1.747,5	2.066,7	1.088,8	1.292,9	4.448,4	230,8	380,7	142,5	5.202,4
Σεπτ. ....	309,6	1.815,1	2.124,7	1.070,9	1.299,7	4.495,3	225,7	384,7	147,6	5.253,4
Οκτ. ....	295,5	1.816,1	2.111,6	1.074,7	1.311,6	4.497,9	235,1	395,9	149,5	5.278,4
Νοέμ. ....	279,7	1.864,6	2.144,3	1.077,6	1.326,4	4.548,2	225,9	404,5	152,2	5.330,8
Δεκ. ....	239,7	1.968,2	2.207,9	1.088,8	1.371,0	4.667,7	218,5	398,0	145,9	5.430,2
<b>2002 Ιαν. ....</b>	246,5	1.921,9	2.168,4	1.081,0	1.389,9	4.639,2	216,2	416,6	141,8	5.413,9
Φεβρ. ....	240,3	1.917,1	2.157,4	1.076,8	1.394,2	4.628,4	221,1	427,0	138,8	5.415,2
Μάρτ. ...	254,3	1.914,2	2.168,5	1.088,5	1.397,7	4.654,7	229,6	431,2	137,2	5.452,8
Απρ. ....	261,7	1.945,5	2.207,2	1.092,1	1.391,4	4.690,6	228,1	437,5	134,7	5.490,9
Μάιος ...	273,8	1.945,4	2.219,3	1.099,6	1.393,5	4.712,4	234,8	442,6	144,0	5.533,8
Ιούν. ....	285,7	1.992,1	2.277,8	1.074,9	1.399,6	4.752,2	229,6	439,2	132,8	5.553,8
Ιούλ. ....	296,6	1.959,4	2.255,9	1.083,7	1.402,7	4.742,3	228,8	450,3	125,5	5.546,9
Αύγ. ....	301,1	1.927,4	2.228,6	1.096,9	1.408,8	4.734,2	236,5	463,4	126,5	5.560,7
Σεπτ. ....	306,7	1.984,4	2.291,1	1.073,6	1.411,4	4.776,1	238,3	460,4	131,3	5.606,1
Οκτ. ....	313,9	1.968,4	2.282,2	1.093,7	1.418,4	4.794,4	235,6	462,7	133,7	5.626,3
Νοέμ. ....	321,4	2.020,5	2.341,9	1.086,3	1.430,0	4.858,3	229,6	477,1	131,1	5.696,1
Δεκ. ....	341,2	2.084,4	2.425,5	1.075,5	1.463,5	4.964,6	226,9	470,6	127,7	5.789,7
<b>2003 Ιαν. ....</b>	312,1	2.031,6	2.343,7	1.077,9	1.485,2	4.906,7	233,0	535,0	108,3	5.782,9
Φεβρ. ....	319,3	2.032,5	2.351,8	1.080,3	1.501,0	4.933,1	233,8	547,4	108,8	5.823,1
Μάρτ. ...	327,2	2.070,6	2.397,8	1.073,2	1.514,3	4.985,3	224,0	550,8	99,4	5.859,5
Απρ. ....	336,3	2.089,4	2.425,7	1.081,9	1.523,7	5.031,2	230,5	563,0	124,0	5.948,6
Μάιος ...	343,8	2.114,2	2.458,0	1.096,9	1.531,0	5.085,9	231,4	571,1	105,0	5.993,4
Ιούν. ....	351,0	2.150,1	2.501,1	1.060,5	1.546,0	5.107,6	215,0	571,2	96,3	5.990,0
Ιούλ. ....	361,5	2.122,3	2.483,8	1.063,6	1.555,7	5.103,2	219,9	584,9	89,8	5.997,9
Αύγ.* ....	362,7	2.105,6	2.468,3	1.069,6	1.563,3	5.101,2	218,7	587,0	89,2	5.996,1

1 Τα νομισματικά μεγέθη αποτελούνται από τις νομισματικές υποχρεώσεις των ΝΧΙ και της κεντρικής κυβέρνησης (Ταχυδρομικό Ταμευτήριο, Υπουργείο Οικονομικών) έναντι κατοίκων της ζώνης του ευρώ που δεν είναι ΝΧΙ ούτε υπάγονται στην κεντρική κυβέρνηση.

2 Το M3 και οι συνιστώσεις του δεν περιλαμβάνουν τη διακράτηση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος, τίτλων της αγοράς χρήματος και χρεογράφων διάρκειας έως 2 ετών από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ

3 Τα στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ μέχρι το τέλος του 2000 αφορούν τη ζώνη του ευρώ των 11. Από την 1.1.2001 αφορούν τη ζώνη του ευρώ των 12.

\* Προσωρινά στοιχεία.

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 τομευτηρίου & υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών	Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	Συμφωνίες επαναγοράς (Repos)	Μεριδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών	Σύνολο <sup>2</sup> (Μ3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)=(1)+(2)+(3)+(4)+(5)+(6)
<b>2000 .....</b>	13,3	49,9	28,9	18,5	15,4	0,2	126,2
<b>2001 .....</b>	16,1	57,2	29,4	24,2	9,7	0,1	136,7
<b>2002 .....</b>	15,2	58,8	28,9	20,0	10,7	0,2	133,8
<b>2001 Ιαν. ....</b>	12,5	49,0	28,1	21,0	14,7	0,2	125,5
Φεβρ. ....	12,4	49,1	27,4	22,6	13,7	0,2	125,3
Μάρτ. ..	11,5	49,1	27,5	24,2	12,9	0,2	125,4
Απρ. ....	12,4	50,0	27,3	25,2	12,4	0,2	127,4
Μάιος ..	11,8	50,1	27,1	26,1	11,8	0,2	127,1
Ιούν. ....	12,4	51,2	26,5	27,3	11,2	0,2	128,8
Ιούλ. ....	12,5	51,5	26,1	28,6	11,2	0,2	130,1
Αύγ. ....	12,3	52,1	25,8	28,5	10,9	0,2	129,8
Σεπτ. ....	12,2	52,6	24,0	29,3	10,5	0,2	128,8
Οκτ. ....	12,4	52,9	24,8	28,7	9,6	0,2	128,6
Νοέμ. ....	13,2	53,7	26,3	26,8	9,4	0,1	129,5
Δεκ. ....	16,1	57,2	29,4	24,2	9,7	0,1	136,7
<b>2002 Ιαν. ....</b>	14,3	57,2	26,5	23,9	9,8	0,1	131,8
Φεβρ. ....	13,8	57,5	27,3	23,0	9,4	0,1	131,1
Μάρτ. ..	12,5	57,4	27,2	24,2	9,3	0,1	130,7
Απρ. ....	13,7	58,0	26,9	22,9	8,9	0,0	130,4
Μάιος ..	13,3	58,2	26,6	22,8	8,9	0,0	129,8
Ιούν. ....	14,2	58,7	26,0	22,6	8,7	0,0	130,2
Ιούλ. ....	14,3	58,8	26,0	22,5	8,9	0,0	130,6
Αύγ. ....	14,1	59,5	26,3	22,8	8,9	0,1	131,7
Σεπτ. ....	14,7	59,9	25,4	22,9	9,1	0,1	132,2
Οκτ. ....	13,5	58,9	26,6	23,2	9,0	0,1	131,2
Νοέμ. ....	13,3	58,1	27,3	22,0	9,1	0,2	130,0
Δεκ. ....	15,2	58,8	28,9	20,0	10,7	0,2	133,8
<b>2003 Ιαν. ....</b>	14,2	58,2	28,9	20,2	12,0	0,2	133,7
Φεβρ. ....	14,4	59,7	27,1	19,2	12,9	0,2	133,5
Μάρτ. ..	14,9	59,8	27,3	16,8	14,1	0,2	133,2
Απρ. ....	14,6	60,4	28,7	16,3	14,4	0,3	134,7
Μάιος ..	14,5	59,4	28,8	15,7	14,7	0,3	133,4
Ιούν. ....	16,7	60,3	29,7	13,5	15,7	0,4	136,3
Ιούλ. ....	15,8	59,2	32,0	13,0	15,8	0,4	136,2
Αύγ. ....	16,1	60,0	33,0	12,2	15,7	0,4	137,5

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 Το νομισματικό μεγέθυνο Μ3 της Ελλάδος, αλλά και κάθε άλλης χώρας της ζώνης του ευρώ, δεν μπορεί πλέον να υπολογιστεί με ακρίβεια, καθώς η ποσότητα των τραπεζογραμματίνων 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).

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

## Πίνακας 8

Ανάλυση των 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 λοιπά νομίσματα	Όφεως	Ταμευτηρίου	Προθεσμία <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>2001</b> Ιαν.	88.672,8	71.364,1	17.308,7	10.004,0	50.097,1	28.571,6
Φεβρ.	88.128,8	71.100,2	17.028,6	10.019,8	50.121,5	27.987,5
Μάρτ.	87.506,4	69.835,1	17.671,3	9.376,2	50.163,9	27.966,3
Απρ.	89.005,3	72.383,4	16.621,9	10.149,5	50.991,1	27.864,7
Μάιος	88.126,9	71.588,8	16.538,1	9.522,3	51.161,0	27.443,6
Ιούν.	89.219,5	73.009,8	16.209,7	10.132,4	52.280,3	26.806,8
Ιούλ.	89.196,9	73.484,2	15.712,7	10.146,2	52.527,7	26.523,0
Αύγ.	89.264,4	73.797,9	15.466,5	9.826,6	53.222,9	26.215,0
Σεπτ.	88.095,4	72.815,9	15.279,6	9.849,7	53.730,0	24.515,9
Οκτ.	89.382,6	74.146,8	15.235,8	10.125,1	53.972,1	25.285,4
Νοέμ.	92.567,2	73.956,4	18.610,7	10.928,3	54.790,3	26.848,6
Δεκ.	101.809,5	79.566,0	22.243,5	13.385,2	58.323,1	30.101,1
<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

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 διευκόλυνσεις αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης. Για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, εκτός εαν σημειώνεται άλλιας, οι μεταβολές του επιποκίου ισχύουν από την πρώτη πράξη μετά την αναφερόμενη ημερομηνία. Η μεταβολή της 18ης Σεπτεμβρίου ίσχυε 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 διακύμανσης (μισή εκατοστιαία μονάδα) μεταξύ των επιποκίων της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, έτσι ώστε οι συμμετέχοντες στην αγορά να προσφρουστούν ομαλότερα στο νέο σύστημα.

3 Μέχρι τις 21 Ιουνίου 2000: δημοτρασίες σταθερού επιποκίου, από τις 28 Ιουνίου 2000: ελάχιστο επιπόκιο προσφοράς σε δημοτρασίες ανταγωνιστικού επιποκίου.

4 Στις 29 Ιουνίου 2000 καταργήθηκε το δεύτερο κλιμάκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και το επιπόκιο αφορά πλέον τον ενιαίο λογαριασμό αποδοχής καταθέσεων.

Πηγές: ΕΚΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

**Πίνακας 10**

**Επιτόκια της αγοράς χρήματος**

(Ποσοστά % επησίως, 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>2001 Ιαν. .....</b>	4,75	4,81	4,77	4,68	4,60	4,58
Φεβρ. ....	4,99	4,80	4,76	4,67	4,61	4,59
Μάρτ. ....	4,78	4,78	4,71	4,58	4,49	4,47
Απρ. ....	5,06	4,79	4,69	4,57	4,50	4,49
Μάιος ....	4,65	4,67	4,64	4,57	4,53	4,53
Ιούν. ....	4,54	4,53	4,45	4,35	4,33	4,31
Ιούλ. ....	4,51	4,52	4,47	4,39	4,33	4,31
Αύγ. ....	4,49	4,46	4,35	4,22	4,14	4,11
Σεπτ. ....	3,99	4,05	3,98	3,88	3,80	3,77
Οκτ. ....	3,97	3,72	3,60	3,46	3,39	3,37
Νοέμ. ....	3,51	3,43	3,39	3,26	3,20	3,20
Δεκ. ....	3,34	3,42	3,34	3,26	3,25	3,30
<b>2002 Ιαν. .....</b>	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 Ιαν. .....</b>	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

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>2001</b> Ιαν.	4,57	4,66	4,91	5,03	5,35	5,61	5,81
Φεβρ.	4,59	4,66	4,90	5,04	5,35	5,56	5,78
Μάρτ.	4,47	4,50	4,73	4,94	5,28	5,49	5,71
Απρ.	4,48	4,53	4,79	4,89	5,39	5,55	5,77
Μάιος	4,52	4,59	4,89	5,01	5,54	5,70	5,92
Ιούν.	4,31	4,40	4,73	4,88	5,48	5,66	5,91
Ιούλ.	4,31	4,39	4,75	4,89	5,52	5,71	5,94
Αύγ.	4,11	4,17	4,52	4,68	5,33	5,56	5,82
Σεπτ.	3,77	3,78	4,27	4,47	5,31	5,55	5,88
Οκτ.	3,37	3,40	3,97	4,20	5,07	5,30	5,64
Νοέμ.	3,20	4,12	4,14	5,07	4,90	5,10	5,36
Δεκ.	3,30	4,15	4,37	4,73	5,13	5,28	5,52
<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	3,51	3,91	4,29	4,34	4,90
Σεπτ.	2,26	2,91	3,47	3,91	4,32	4,37	4,96

**Πηγή:** Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 12

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	Καπναλωτική 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>2001</b> Ιαν. ....	59.938,1	51.062,9	8.875,2	3.809,7	11.617,1	12.370,5	11.542,8	1.851,0	5.601,0	13.146,0
Φεβρ. ...	60.758,1	52.131,0	8.627,1	3.723,9	11.813,8	12.374,8	11.775,0	1.894,5	5.715,7	13.460,4
Μάρτ. ...	62.687,0	54.138,2	8.548,8	3.869,2	11.972,1	12.731,5	12.067,4	1.946,9	5.973,5	14.126,4
Απρ. ...	63.300,2	54.967,1	8.333,1	3.957,4	11.802,2	12.716,1	12.327,2	1.998,4	6.109,2	14.389,7
Μάιος...	65.437,2	56.478,3	8.958,9	3.838,0	12.184,5	13.619,7	12.752,8	2.042,1	6.322,2	14.677,9
Ιούν. ....	67.191,8	58.451,6	8.740,2	3.802,5	12.493,1	14.110,5	13.053,2	2.066,5	6.577,4	15.088,6
Ιούλ. ....	67.876,5	59.419,2	8.457,3	3.807,4	12.712,7	14.014,7	13.531,7	2.055,5	6.727,6	15.026,9
Αύγ. ....	68.345,9	60.214,8	8.131,1	3.767,4	12.630,0	14.031,4	13.859,7	2.040,1	6.887,2	15.130,1
Σεπτ. ...	69.886,2	61.843,1	8.043,1	3.821,8	12.843,6	14.456,8	14.250,8	1.990,0	7.117,5	15.405,7
Οκτ. ....	70.591,5	62.887,0	7.704,5	3.735,5	12.718,4	14.510,7	14.695,7	1.992,2	7.379,6	15.559,4
Νοέμ. ...	72.434,1	64.675,3	7.758,8	3.666,9	12.733,1	14.755,9	15.187,6	2.007,1	7.535,4	16.548,1
Δεκ. ...	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> 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

<sup>1</sup> Περιλαμβάνονται τα μεταλλεία και η βιοτεχνία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Πίνακας 13**

**Επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων και χορηγήσεων στην Ελλάδα**

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	Επιτόκια καταθέσεων			Επιπτόκια χορηγήσεων			
	Όφεως	Ταμευτηρίου	Προθεσμίας έως 1 έτους	Προς επιχειρήσεις		Προς νοικοκυριά	
				Βραχυπρόθεσμα	Μακροπρόθεσμα	Καταναλωτικά <sup>1</sup>	Στεγαστικά <sup>2</sup>
<b>2000</b>	2,73	5,71	6,14	12,33	11,52	17,00	9,76
<b>2001</b>	1,45	2,40	3,32	8,58	8,66	13,35	6,45
<b>2002</b>	0,82	1,51	2,76	7,41	7,43	12,64	5,70
<b>2001</b> Ιαν.	1,66	2,93	3,84	9,40	9,12	14,37	7,31
Φεβρ.	1,62	2,69	3,74	9,10	9,31	14,25	6,89
Μάρτ.	1,60	2,70	3,71	8,78	8,99	13,93	6,70
Απρ.	1,69	2,71	3,62	8,88	9,08	13,80	6,60
Μάιος	1,54	2,57	3,64	8,87	8,98	13,53	6,55
Ιούν.	1,52	2,47	3,57	8,65	8,69	13,25	6,49
Ιούλ.	1,42	2,46	3,55	8,64	8,61	12,97	6,50
Αύγ.	1,51	2,47	3,45	8,59	8,74	12,94	6,48
Σεπτ.	1,31	2,30	3,05	8,35	8,38	13,07	6,38
Οκτ.	1,09	1,93	2,71	8,08	8,33	12,76	6,00
Νοέμ.	1,28	1,90	2,51	7,87	8,00	12,68	5,77
Δεκ.	1,20	1,69	2,41	7,79	7,65	12,65	5,78
<b>2002</b> Ιαν.	0,90	1,66	2,62	7,74	7,36	12,70	5,77
Φεβρ.	0,79	1,68	2,63	7,66	7,81	12,89	5,77
Μάρτ.	0,83	1,66	2,74	7,63	7,60	12,82	5,76
Απρ.	0,83	1,66	2,82	7,59	7,69	12,66	5,77
Μάιος	0,79	1,62	2,87	7,52	7,78	12,69	5,74
Ιούν.	0,75	1,46	2,75	7,40	7,58	12,67	5,80
Ιούλ.	0,72	1,41	2,72	7,29	7,41	12,61	5,68
Αύγ.	0,90	1,41	2,70	7,17	7,49	12,54	5,64
Σεπτ.	0,85	1,44	2,74	7,20	7,49	12,57	5,59
Οκτ.	0,91	1,48	2,84	7,29	7,20	12,49	5,66
Νοέμ.	0,84	1,50	2,87	7,24	6,90	12,53	5,65
Δεκ.	0,75	1,09	2,80	7,23	6,82	12,53	5,53
<b>2003</b> Ιαν.	0,74	1,09	2,83	7,10	6,68	12,48	5,46
Φεβρ.	0,75	1,10	2,73	7,04	6,58	12,58	5,37
Μάρτ.	0,69	1,05	2,68	6,99	6,48	12,53	5,40
Απρ.	0,73	1,04	2,70	7,00	6,58	12,61	5,44
Μάιος	0,70	1,03	2,61	6,88	6,49	12,52	5,43
Ιούν.	0,55	0,81	2,44	6,76	6,36	12,43	5,42
Ιούλ.	0,60	0,79	2,38	6,61	6,21	12,32	5,39
Αύγ.	0,52	0,79	2,29	6,59	6,14	12,17	5,20

1 Μέσο επιπτόκιο δόλων των κατηγοριών καταναλωτικών δανείων.

2 Μέσο επιπτόκιο στεγαστικών δανείων κυμαινόμενου επιπολικού διάρκειας πάνω από 5 έτη.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.