

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ
ΠΟΛΙΤΙΚΗ
ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ
2006



ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2006

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Ελευθ. Βενιζέλου 21

102 50 Αθήνα

www.bankofgreece.gr

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. +30210 320 2392

Fax +30210 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN 1108 - 2305

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ
ΠΟΛΙΤΙΚΗ
ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ
2006



ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2006

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 αναλύει τις οικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα κατά το τρέχον έτος, το έκτο μετά την πλήρη ένταξη της χώρας μας στην ΟΝΕ και την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Η Έκθεση συνοψίζεται στο πρώτο κεφάλαιο.

Στο δεύτερο κεφάλαιο εξετάζονται το διεθνές οικονομικό περιβάλλον, καθώς και οι νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις, η πορεία και οι προοπτικές του πληθωρισμού και της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ. Η εξέταση αυτή διευκολύνει την κατανόηση των αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας από το Δεκέμβριο του 2005 και μετά για αύξηση των επιτοκίων, οι οποίες επηρεάζουν άμεσα την ελληνική οικονομία.

Στο τρίτο κεφάλαιο εξετάζονται οι εξελίξεις στις αγορές χρήματος, πιστώσεων και κεφαλαίων στην Ελλάδα και αξιολογείται η σταθερότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Το γενικό συμπέρασμα της ανάλυσης αυτής είναι θετικό. Διαπιστώνεται ότι η έκθεση των ελληνικών τραπεζών στον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο αγοράς παραμένει σε σχετικά χαμηλά επίπεδα και ότι η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών παρέχουν ικανοποιητικό περιθώριο για τη διασφάλιση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Ταυτόχρονα, επισημαίνεται ότι απαιτείται συνεχής παρακολούθηση και έλεγχος των κινδύνων που αναλαμβάνουν οι τράπε-

ζες, καθώς και των πιθανών επιπτώσεων των κινδύνων αυτών στα οικονομικά τους μεγέθη και στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας. Είναι επίσης απαραίτητο —μεταξύ άλλων για να ελαχιστοποιηθούν οι κίνδυνοι από την επέκταση των εργασιών των ελληνικών τραπεζών στο εξωτερικό— τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα να διατηρήσουν υψηλό το επίπεδο της κεφαλαιακής τους επάρκειας, να αυξήσουν τις προβλέψεις για τα επισφαλή δάνεια, να εξυγιάνουν περαιτέρω το χαρτοφυλάκιό τους και να μειώσουν το λόγο των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται οι προσδιοριστικοί παράγοντες και οι προοπτικές του πληθωρισμού στην Ελλάδα, καθώς και η διαφορά του από το μέσο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ. Εξετάζονται επίσης οι εξελίξεις και οι προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας και της απασχόλησης για το τρέχον έτος, οι δημοσιονομικές εξελίξεις, καθώς και η διαμόρφωση του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών. Στο κεφάλαιο περιλαμβάνεται και σύντομη παρουσίαση για τους λόγους υστέρησης των ξένων άμεσων επενδύσεων στην Ελλάδα σε σύγκριση με άλλες χώρες.

Οι εκτιμήσεις της Έκθεσης για τα βασικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας είναι ότι το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν θα αυξηθεί εφέτος κατά 3,8%, ότι η άνοδος αυτή της οικονομικής δραστηριότητας συνοδεύεται από αύξηση της απασχόλησης και μείωση του ποσοστού ανεργίας και ότι ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός θα διαμορφωθεί στο 3,3%, σχεδόν όσο και το 2005.

Παρά τις γενικά ικανοποιητικές μακροοικονομικές επιδόσεις, η ελληνική οικονομία εξακολουθεί

να αντιμετωπίζει σοβαρές προκλήσεις λόγω των διαρθρωτικών αδυναμιών της. Όπως αναφέρεται στο πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο της Έκθεσης, οι αδυναμίες αυτές αντικατοπτρίζονται στον πληθωρισμό, ο οποίος εμμένει σε επίπεδα υψηλότερα από το μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ, στο μεγάλο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο εκτιμάται ότι θα διευρυνθεί εφέτος στο 11% του ΑΕΠ, στο εξαιρετικά υψηλό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, καθώς και στο ποσοστό ανεργίας, το οποίο, αν και μειώθηκε, παραμένει υψηλό. Η ανάγκη για περαιτέρω πρόοδο ως προς την αντιμετώπιση των αδυναμιών αυτών γίνεται ιδιαίτερα επιτακτική ενόψει αφενός της παγκοσμιοποίησης, η οποία συνεπάγεται ένταση του ανταγωνισμού στις διεθνείς αγορές, και αφετέρου της γήρανσης του πληθυσμού, η οποία, αν δεν ληφθούν εγκαίρως τα κατάλληλα μέτρα πολιτικής, θα επιβαρύνει σοβαρά τα δημόσια οικονομικά και θα έχει αρνητικές επιπτώσεις στο παραγωγικό δυναμικό της οικονομίας.

Η αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ, η οποία άρχισε το Δεκέμβριο του 2005, αναμένεται ότι θα συμ-

βάλει μελλοντικά στη μείωση του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο καθώς και στη χώρα μας. Επειδή όμως η διαφορά πληθωρισμού με τη ζώνη του ευρώ είναι αισθητή, για την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών στην Ελλάδα θα απαιτηθεί η συμβολή και της δημοσιονομικής πολιτικής, της διαμόρφωσης των μισθολογικών αυξήσεων και του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε επίπεδα συμβατά με την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών, καθώς και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που βελτιώνουν την παραγωγικότητα, αυξάνουν την ευελιξία των αγορών και ενισχύουν τον ανταγωνισμό.

Η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε ευρύ φάσμα τομέων της οικονομίας θα απαιτηθεί και για το μετασχηματισμό της ελληνικής οικονομίας σε μια οικονομία της οποίας η ανάπτυξη στηρίζεται κυρίως στις εξαγωγές και τις επιχειρηματικές επενδύσεις, έτσι ώστε να διασφαλιστούν υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης σε μόνιμη βάση.

Αθήνα, Οκτώβριος 2006

Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας
Διοικητής

Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής

Πρόεδρος

Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας

Μέλη

Παναγιώτης Α. Θωμόπουλος

Νικόλαος Δ. Παλαιοκρασσάς

Γεώργιος Δ. Δημόπουλος

Αντώνιος Γ. Μαντζαβίνος

Γεώργιος Ε. Οικονόμου

Περιεχόμενα

I. Σύνοψη	13
II. Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και οι οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη ζώνη του ευρώ	
1. Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον	23
1.1 Γενική επισκόπηση	23
1.2 Παγκόσμιο εμπόριο και διεθνείς τιμές του πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων	30
2. Μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη ζώνη του ευρώ	33
2.1 Πληθωρισμός	34
2.2 Οικονομική δραστηριότητα	35
2.3 Απασχόληση και ανεργία	35
2.4 Δημοσιονομικές εξελίξεις	36
2.5 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ και Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II	38
3. Νομισματικές εξελίξεις και νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ	40
3.1 Η ενιαία νομισματική πολιτική της ΕΚΤ	40
3.2 Η εξέλιξη του Μ3	43
3.3 Επιτόκια της αγοράς χρήματος, τραπεζικά επιτόκια και αποδόσεις μακροπρόθεσμων τίτλων	46
3.4 Χρηματιστηριακές εξελίξεις	50
III. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις, αγορά κεφαλαίων και σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος στην Ελλάδα	
1. Εξελίξεις νομισματικών μεγεθών στην Ελλάδα	53
1.1 Νομισματικές εξελίξεις	53
1.2 Επιτόκια καταθέσεων	56
2. Η χρηματοδότηση της οικονομίας	58
2.1 Τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών	60
2.2 Επιτόκια τραπεζικών δανείων	66
3. Οι αγορές κεφαλαίων	71
3.1 Η αγορά ομολόγων	71
3.2 Χρηματιστηριακές εξελίξεις	75
4. Η σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος	81
4.1 Εισαγωγή	81
4.2 Εξελίξεις στη διάρθρωση του τραπεζικού συστήματος	81
4.3 Τραπεζικοί κίνδυνοι	83
4.3.1 Πιστωτικός κίνδυνος	83
4.3.1.1 Πιστωτικός κίνδυνος από δάνεια προς νοικοκυριά	83
4.3.1.2 Πιστωτικός κίνδυνος από δάνεια προς επιχειρήσεις	84
4.3.2 Κίνδυνος αγοράς	85
4.3.3 Μέτρηση και διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου αγοράς	87
4.4 Αποδοτικότητα και κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών	88
4.4.1 Αποδοτικότητα	88
4.4.2 Κεφαλαιακή επάρκεια	90
5. Η επέκταση των ελληνικών τραπεζών στη Νοτιοανατολική Ευρώπη	91

IV. Οι μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στην Ελλάδα	
1. Εξελίξεις, προσδιοριστικοί παράγοντες και προοπτικές του πληθωρισμού	97
1.1 Σύνοψη εξελίξεων	97
1.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού το 2006	100
1.3 Προοπτικές του πληθωρισμού για ολόκληρο το έτος	111
2. Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	112
3. Απασχόληση και ανεργία: εξελίξεις και προοπτικές	126
4. Δημοσιονομικές εξελίξεις	130
4.1 Οι δημοσιονομικές εξελίξεις του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου 2006 με βάση τα δημοσιονομικά στοιχεία	130
4.2 Οι δημοσιονομικές εξελίξεις του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006 με βάση τα ταμειακά στοιχεία	134
5. Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών	136
5.1 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	136
5.1.1 Σύνοψη γενικών τάσεων	136
5.1.2 Εξελίξεις το 2006	139
5.1.2.1 Εμπορικό ισοζύγιο	140
5.1.2.2 Ισοζύγιο υπηρεσιών	140
5.1.2.3 Ισοζύγιο εισοδημάτων	141
5.1.2.4 Ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων	142
5.2 Ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων	143
5.3 Συνολικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων	144
5.4 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών	144
V. Η τρέχουσα κατάσταση και οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας	
1. Η τρέχουσα κατάσταση της οικονομίας	153
1.1 Οικονομική δραστηριότητα και ζήτηση	155
1.2 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	156
1.3 Πληθωρισμός, διεθνής ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων	156
1.4 Δημοσιονομικές εξελίξεις	157
2. Προκλήσεις για την οικονομική πολιτική	158
2.1 Νομισματική πολιτική και επίτευξη της σταθερότητας των τιμών	158
2.2 Οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών	159
2.3 Δημοσιονομική προσαρμογή και εξυγίανση	161
2.4 Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις	164
3. Σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος	167
4. Μακροοικονομικές επιδόσεις, φτώχεια και ανισότητα και η προοπτική της σύγκλισης του βιοτικού επιπέδου	168
Μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος	171
Γλωσσάριο	173
Στατιστικό παράρτημα	177

Διαγράμματα

II.1	Πραγματικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια	25	III.2	Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ	58
II.2	Πραγματικά μακροπρόθεσμα επιτόκια	26	III.3	Ομολογιακά δάνεια επιχειρήσεων στα χαρτοφυλάκια των ΝΧΙ στην Ελλάδα	61
II.3	Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών	27	III.4	Τραπεζικά δάνεια προς τα νοικοκυριά	64
II.4	Ζώνη του ευρώ: πραγματικό ΑΕΠ και ΕνΔΤΚ	34	III.5	Επιτόκια νέων δανείων στην Ελλάδα	66
II.5	Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και του γιεν Ιαπωνίας	38	III.6	Διαφορές επιτοκίων νέων τραπεζικών δανείων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	67
II.6	Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι της λίρας Αγγλίας και του φράγκου Ελβετίας	39	III.7	Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου	72
II.7	Επιτόκια της ΕΚΤ και επιτόκιο της αγοράς χρήματος διάρκειας μίας ημέρας (ΕΟΝΙΑ)	40	III.8	Διαχρονική μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου	73
II.8	Ποσότητα χρήματος Μ3 και δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ	43	III.9	Μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ	74
II.9	Βραχυπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ	47	III.10	Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ) και αξία συναλλαγών	76
II.10	Αποδόσεις 10ετών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ	49	III.11	Μεταβλητότητα Γενικού Δείκτη τιμών μετοχών ΧΑ (ΓΔΧΑ) και δείκτη Dow Jones EURO STOXX	79
II.11	Διαχρονική μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων στις αγορές χρήματος και ομολόγων στη ζώνη του ευρώ	50	III.12	Πιστωτική επέκταση και επιτόκια δανείων	82
II.12	Δείκτες χρηματιστηριακών αγορών	50	III.13	Επιτοκιακό περιθώριο και αποτελεσματικότητα των ελληνικών τραπεζών	89
III.1	Εξέλιξη των καταθέσεων, των συμφωνιών επαναγοράς και των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων στην Ελλάδα	55	III.14	Αριθμός υπαλλήλων και υπηρεσιακών μονάδων των ελληνικών τραπεζών	92
			III.15	Βαθμός τραπεζικής διαμεσολάβησης	93
			III.16	Μερίδιο αγοράς των ελληνικών τραπεζών στις χώρες της Νοτιανατολικής Ευρώπης	95

IV.1	Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδος, ζώνης ευρώ και Ευρωπαϊκής Ένωσης	98	IV.12	Δείκτης νομισματικών συνθηκών στην Ελλάδα	110
IV.2	Ο πυρήνας του πληθωρισμού στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής	98	IV.13	Πληθωριστικές προσδοκίες καταναλωτών και επιχειρήσεων	111
IV.3	Δείκτης τιμών καταναλωτή και πυρήνας πληθωρισμού στην Ελλάδα	99	IV.14	Δείκτες οικονομικής δραστηριότητας	113
IV.4	Διαφορές ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	101	IV.15	Καταναλωτική ζήτηση Α. Όγκος λιανικού εμπορίου και επιχειρηματικές προσδοκίες Β. Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. αυτοκινήτων	115
IV.5	Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ	102	IV.16	Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών με βάση τις άδειες	123
IV.6	Συμβολή της μεταβολής των τιμών των καυσίμων στον πληθωρισμό	104	IV.17	Βιομηχανική παραγωγή	124
IV.7	Αναθεωρημένος δείκτης ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος	104	IV.18	Παραγωγή και επιχειρηματικές προσδοκίες στη μεταποίηση Α. Δείκτες Β. Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους	125
IV.8	Δείκτης τιμών εισαγωγών στη βιομηχανία και αντίστροφο συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος	105	IV.19	Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για τη Μεταποίηση	126
IV.9	Πυρήνας πληθωρισμού, τιμές σπαροκηπευτικών και καυσίμων	107	IV.20	Απασχόληση	127
IV.10	Α. Το παραγωγικό κενό της ελληνικής οικονομίας Β. Το παραγωγικό κενό της ελληνικής οικονομίας: μεταβολές	109	IV.21	Προσδοκίες επιχειρήσεων και καταναλωτών για την απασχόληση	128
IV.11	Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία	110	IV.22	Ποσοστό συνολικής ανεργίας	129
			IV.23	Ελλάδα: αναθεωρημένοι δείκτες σταθμισμένων συναλλαγματικών ισοτιμιών	137
			IV.24	Εμπορικό ισοζύγιο και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	139
			Πίνακες		
			II.1	Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη παγκόσμιας οικονομίας	24
			II.2	Προσαρμογές βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ	41

II.3	Κύριες συνιστώσες της ποσότητας χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ	44	III.10	Δάνεια σε καθυστέρηση ως προς το σύνολο των δανείων και κατά κατηγορία, καθώς και καθαρές καθυστερήσεις	88
II.4	Κύριοι παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή της ποσότητας χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ	46	III.11	Λειτουργικά έξοδα των τραπεζών ως ποσοστό % του ενεργητικού τους	90
III.1	Ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	54	IV.1	Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: Ελλάδα και ΕΕ	99
III.2A	Εξέλιξη επιτοκίων νέων τραπεζικών καταθέσεων από νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα	56	IV.2	Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	101
III.2B	Εξέλιξη επιτοκίων νέων τραπεζικών καταθέσεων από νοικοκυριά στις χώρες της ζώνης του ευρώ	57	IV.3	Αποδοχές, παραγωγικότητα και κόστος εργασίας	108
III.3	Συνολική χρηματοδότηση της οικονομίας από τα ΝΧΙ στην Ελλάδα	59	IV.4	Ζήτηση και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν	112
III.4	Τραπεζικά δάνεια προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά στην Ελλάδα	62	IV.5	Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης	116
III.5A	Εξέλιξη επιτοκίων νέων τραπεζικών δανείων στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα	69	IV.6	Δείκτης κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο	117
III.5B	Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ	70	IV.7	Δείκτης τιμών κατοικιών	118
III.6	Μέσα επιτόκια τραπεζικών δανείων και καταθέσεων στην Ελλάδα	71	IV.8	Δείκτες επενδυτικής ζήτησης	120
III.7	Εκδόσεις τίτλων Ελληνικού Δημοσίου	75	IV.9	Προσδοκίες των επιχειρήσεων για την απασχόληση	128
III.8	Αντληθέντα κεφάλαια μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών	77	IV.10	Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού	132
III.9	Συντελεστές συσχέτισης μεταξύ του ΓΔΧΑ και δεικτών των βασικών ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών	78	IV.11	Καθαρές δανειακές ανάγκες κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση	135
			IV.12	Χρηματοοικονομικές και άλλες έκτακτες συναλλαγές του τακτικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση	135
			IV.13	Ελλάδα: αναθεωρημένοι δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)	137

IV.14	Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά κατηγορία προϊόντος (εκτός καυσίμων και πλοίων)	141	IV.1	Ξένες άμεσες επενδύσεις	145
IV.15	Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά γεωγραφική περιοχή	142		Διαγράμματα: Α. Εισροές για ξένες άμεσες επενδύσεις ως ποσοστό % του ΑΕΠ στις χώρες της ΕΕ-25	145
V.1	Η συμβολή των στοιχείων της ζήτησης στην άνοδο του ΑΕΠ	154		Β. Απόθεμα εισροών για ξένες άμεσες επενδύσεις το 2004 στις χώρες της ΕΕ-25	146
V.2	Έλλειμμα και χρέος γενικής κυβέρνησης	158		Πίνακες: Α. Δείκτες βαθμού εξωστρέφειας της οικονομίας στις χώρες της ΕΕ-25	147
V.3	Ανάλυση μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ	162		Β. Κόστος ίδρυσης και λειτουργίας επιχειρήσεων – άμεσο και έμμεσο κόστος στις χώρες της ΕΕ-25	148
Πλαίσια				Γ. Τεχνολογία – δείκτες χρήσης και δαπανών στις χώρες της ΕΕ-25	150
II.1	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη Βουλγαρία, τη Ρουμανία και την Τουρκία	28			
II.2	Ο Γύρος της Ντόχα: εξελίξεις και προοπτικές	31			

I. Σύνοψη

Η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ από τα τέλη του 2005 άρχισε να αποκτά λιγότερο διευκολυντικό χαρακτήρα, σε ένα διεθνές περιβάλλον όπου η νομισματική πολιτική έχει κινηθεί προς περιοριστική κατεύθυνση σε πολλές οικονομίες. Το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) αύξησε τα βασικά επιτόκια πέντε φορές από το Δεκέμβριο του 2005, συνολικά κατά 125 μονάδες βάσης,¹ και συνεχίζει να παρακολουθεί προσεκτικά τις οικονομικές και τις νομισματικές εξελίξεις προκειμένου να αποτραπούν οι κίνδυνοι αύξησης του πληθωρισμού και να εξασφαλιστεί σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Οι κίνδυνοι αύξησης του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ συνδέονται με ενδεχόμενη άνοδο της τιμής του πετρελαίου και πάλι, με μεγαλύτερη μετακύλιση των προηγούμενων αυξήσεων στις τιμές καταναλωτή, με τυχόν πρόσθετες αυξήσεις των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών ή της έμμεσης φορολογίας, όπως και με ενδεχόμενες αυξήσεις μισθών μεγαλύτερες από ό,τι σήμερα αναμένεται. Επιπλέον κίνδυνοι δημιουργούνται από τη διατήρηση υψηλού ρυθμού αύξησης τόσο της ποσότητας χρήματος M3 όσο και των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα, σε ένα περιβάλλον όπου υπάρχει ήδη υπερβάλλουσα ρευστότητα, είναι βελτιωμένες οι οικονομικές συνθήκες και καταγράφεται έντονη άνοδος των τιμών στην αγορά κατοικιών.

Βεβαίως, καθώς τα βασικά επιτόκια, παρά την αύξησή τους σε ονομαστικούς και πραγματικούς όρους, παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα και ταυτόχρονα —όπως αναφέρθηκε— η αύξηση της ποσότητας χρήματος και των πιστώσεων συνε-

¹ Συγκεκριμένα, τον Οκτώβριο του 2006 το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διαμορφώθηκε στο 3,25%, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο 4,25% και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο 2,25%.

χίζεται με υψηλούς ρυθμούς και η ρευστότητα παραμένει μεγάλη στη ζώνη του ευρώ, η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ εξακολουθεί να είναι διευκολυντική. Στο βαθμό όμως που θα συνεχίζουν να επιβεβαιώνονται οι υποθέσεις και οι εκτιμήσεις της ΕΚΤ για τις οικονομικές και τις νομισματικές εξελίξεις και προοπτικές, θα παραμένει εύλογη η περαιτέρω άρση του διευκολυντικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής. Η έγκαιρη παρέμβαση για την αποτροπή και τον περιορισμό των πληθωριστικών πιέσεων έχει ιδιαίτερη σημασία για να συγκρατηθούν οι μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών, έτσι ώστε η ενιαία νομισματική πολιτική να συνεχίσει να συμβάλει στη στήριξη διατηρήσιμης οικονομικής ανάπτυξης και στη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας στη ζώνη του ευρώ.

Οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ συνετέλεσαν σε άνοδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ το 2006. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια επίσης αυξήθηκαν γενικά, με κάποιες διακυμάνσεις, από τα ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα του 2005. Οι αυξήσεις των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων επηρέασαν και τα τραπεζικά επιτόκια των νέων καταθέσεων και των νέων δανείων. Εξάλλου, οι τιμές των μετοχών στη ζώνη του ευρώ παρουσίασαν άνοδο γενικά – επίσης με κάποιες διακυμάνσεις.

Στην Ελλάδα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του νομισματικού μεγέθους M3 (εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία) που αποτελεί την ελληνική συμβολή στο αντίστοιχο μέγεθος της ζώνης του ευρώ επιταχύνθηκε σταδιακά στη διάρκεια του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου 2006 και διαμορφώθηκε σε 12,1% τον Αύγουστο (β' τρίμηνο 2006: 9,7%, δ' τρίμηνο 2005: 6,9%), καθώς μετατοπίστηκαν κεφάλαια από τοποθετήσεις

εκτός του M3 (κυρίως μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων) προς τοποθετήσεις που περιλαμβάνονται στο M3 (ως επί το πλείστον καταθέσεις προθεσμίας διάρκειας έως δύο ετών). Εξάλλου, στην εξέλιξη του M3 συνέβαλε θετικά η επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας (ιδιαίτερα της χρηματοδότησης προς τη γενική κυβέρνηση). Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ελληνικού M3 κινείται, από το δεύτερο τρίμηνο του 2006, σε υψηλότερο επίπεδο από τον αντίστοιχο ρυθμό στη ζώνη του ευρώ.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI, δηλ. τράπεζες και αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων)² συνέχισε και κατά τη διάρκεια του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2006 να εμφανίζει ανοδική τάση, όπως και το 2005, και διαμορφώθηκε σε 19,6% τον Αύγουστο (δ' τρίμηνο 2005: 14,0%). Σε μεγάλο βαθμό η επιτάχυνση αυτή αντανάκλα την εξέλιξη της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης (Αύγουστος 2006: 12,8%, δ' τρίμηνο 2005: -0,7%), καθώς τα NXI αύξησαν τις τοποθετήσεις τους σε τίτλους του Δημοσίου μετά από μια περίοδο συνεχών μειώσεων στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης των χαρτοφυλακίων τους. Παράλληλα, επιταχύνθηκε ελαφρά και ο ρυθμός ανόδου της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών (Αύγουστος 2006: 21,8%, δ' τρίμηνο 2005: 20,1%), ο οποίος κινείται σε υψηλό επίπεδο.

² Για τον υπολογισμό των ρυθμών μεταβολής της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα NXI λαμβάνεται υπόψη η μεταβολή των υπολοίπων των δανείων που έχουν χορηγηθεί από τα NXI στις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά και τη γενική κυβέρνηση, καθώς και των ποσών των χρεογράφων του Δημοσίου και των ομολόγων των επιχειρήσεων που διακρατούνται από τα NXI στα χαρτοφυλάκιά τους. Σημειώνεται ότι η μεταβολή των υπολοίπων δεν περιλαμβάνει την επίδραση που έχουν σε αυτά οι διαγραφές και οι τιτλοποιήσεις απαιτήσεων στις οποίες έχουν προβεί οι τράπεζες κατά την περίοδο αναφοράς.

Η τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων εμφάνισε ανοδική τάση την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2006 (ετήσιος ρυθμός αύξησης 15,9% τον Αύγουστο του 2006, έναντι 12,7% το δ' τρίμηνο του 2005, συμπεριλαμβανομένων των εταιρικών ομολόγων). Η συμμετοχή των ομολογιακών δανείων στη συνολική τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων αυξήθηκε σε 14,5% τον Αύγουστο του 2006 (Δεκέμβριος 2005: 12,0%). Δεδομένου όμως ότι τα ομόλογα αυτά (τα οποία εκδίδονται από τις επιχειρήσεις κυρίως λόγω των φορολογικών πλεονεκτημάτων που προσφέρουν) διακρατούνται εξ ολοκλήρου στα χαρτοφυλάκια των ΝΧΙ, δεν διαφοροποιούνται ουσιαστικά από τον απλό τραπεζικό δανεισμό. Όσον αφορά την εξέλιξη της χρηματοδότησης κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας, αξιοσημείωτη ήταν η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των δανείων προς τις εμπορικές επιχειρήσεις, η οποία είχε ξεκινήσει το 2005, καθώς και η επιτάχυνση του αντίστοιχου ρυθμού των δανείων προς τις βιομηχανικές επιχειρήσεις.³

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των νοικοκυριών παραμένει σε υψηλό επίπεδο, καθώς παρουσίασε μικρή μόνο επιβράδυνση την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2006 (Αύγουστος 2006: 29,1%, δ' τρίμηνο 2005: 30,6%, συμπεριλαμβανομένων των τιτλοποιημένων δανείων). Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν τόσο τα στεγαστικά όσο και τα καταναλωτικά δάνεια. Η διατήρηση υψηλού ρυθμού αύξησης της χρηματοδότησης των νοικοκυριών οδήγησε σε άνοδο των υποχρεώσεων τους έναντι των ΝΧΙ (συμπεριλαμβανομένων των δανείων που έχουν τιτλοποιηθεί), οι οποίες ανήλθαν σε 41,2% του ΑΕΠ τον Αύγουστο του 2006 (Δεκέμβριος 2005: 38,0%). Αν τα δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί δεν ληφθούν υπόψη, το εν λόγω ποσοστό διαμορφώνεται σε 38,3% τον Αύγουστο του 2006, ενώ στη ζώνη του ευρώ το αντίστοιχο μέγεθος ήταν 53,4%.

Τα επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα αυξήθηκαν το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2006 ακολουθώντας την πορεία των επιτοκίων της ΕΚΤ. Τα επιτόκια καταθέσεων στη ζώνη του ευρώ ακολούθησαν και αυτά ανοδική πορεία (το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου), η οποία ήταν εντονότερη στην κατηγορία των καταθέσεων με διάρκεια έως ένα έτος. Έτσι, τα ελληνικά επιτόκια για τις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (οι οποίες αποτελούν τη σημαντικότερη κατηγορία καταθέσεων στην Ελλάδα) ήταν τον Ιούλιο του 2006 κατά 21 μονάδες βάσης υψηλότερα από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ (όσο περίπου και το Δεκέμβριο του 2005), ενώ για τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος η θετική διαφορά περιορίστηκε στις 14 μονάδες βάσης τον Ιούλιο (από 24 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2005).

Αυξητική πορεία ακολούθησαν γενικά και τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2006, ενώ είχαν μειωθεί σημαντικά κατά την προηγούμενη πενταετία. Εξάλλου, το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006 η άνοδος των επιτοκίων των δανείων στη ζώνη του ευρώ ήταν μεγαλύτερη από ό,τι των αντίστοιχων ελληνικών στις περισσότερες κατηγορίες δανείων. Έτσι, η θετική διαφορά μεταξύ των επιτοκίων της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ περιορίστηκε στα δάνεια προς τις επιχειρήσεις και τείνει να εξαλειφθεί

³ Υψηλός και επιταχυνόμενος ήταν, εξάλλου, ο ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των μη τραπεζικών επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα και ειδικότερα των εταιριών χρηματοδοτικής μίσθωσης. Στο μέλλον όμως οι πιστώσεις προς το συγκεκριμένο κλάδο αναμένεται να περιοριστούν σημαντικά (και να αυξηθούν αντίστοιχα οι πιστώσεις προς τους υπόλοιπους κλάδους), δεδομένου ότι ο πρόσφατος Ν. 3483/2006 προβλέπει τη δυνατότητα διεξαγωγής εργασιών χρηματοδοτικής μίσθωσης απευθείας από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και επομένως είναι πιθανό να οδηγήσει στην απορρόφηση εταιριών χρηματοδοτικής μίσθωσης από τις μητρικές τους τράπεζες.

στα στεγαστικά δάνεια, ενώ διευρύνθηκε σε ορισμένες κατηγορίες καταναλωτικών δανείων.

Η θετική διαφορά μεταξύ του μέσου σταθμικού επιτοκίου του συνόλου των νέων τραπεζικών δανείων και του αντίστοιχου επιτοκίου των νέων τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα είναι μεγαλύτερη από ό,τι στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, από το Δεκέμβριο του 1998 (ήδη πριν από την ένταξη στη ζώνη του ευρώ) έως τον Αύγουστο του 2006 έχει καταγραφεί πρόοδος συνολικά, καθώς η διαφορά αυτή μεταξύ των επιτοκίων των δανείων και των επιτοκίων των καταθέσεων μειώθηκε κατά 344 μονάδες βάσης στη χώρα μας. Επιπλέον, την ίδια περίοδο τα ελληνικά επιτόκια συνέκλιναν προς τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ, με αποτέλεσμα να περιοριστεί σταδιακά η μεταξύ τους θετική διαφορά.

Το γεγονός ότι η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων των τραπεζικών δανείων και των επιτοκίων των τραπεζικών καταθέσεων παραμένει στην Ελλάδα μεγαλύτερη από ό,τι στη ζώνη του ευρώ συνδέεται με παράγοντες όπως: το υψηλότερο λειτουργικό κόστος των ελληνικών τραπεζών, ο λιγότερο έντονος ανταγωνισμός στην Ελλάδα σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ, ο μικρότερος βαθμός ωρίμανσης ορισμένων αγορών δανείων στην Ελλάδα (σε σύγκριση με τις αντίστοιχες στη ζώνη του ευρώ), το υψηλότερο κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών στη διατραπεζική αγορά, κυρίως λόγω μεγέθους, καθώς και το υψηλότερο σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ ποσοστό των καθυστερήσεων επί του συνολικού ποσού των δανείων (λόγω του οποίου είναι αντίστοιχα υψηλότερο και το ασφάλιστρο κινδύνου που ενσωματώνεται στα επιτόκια των δανείων).

Η μείωση της διαφοράς μεταξύ των επιτοκίων των τραπεζικών δανείων και των επιτοκίων των τραπεζικών καταθέσεων είναι μια μακρο-

χρόνια διαδικασία και θα συνεχιστεί, καθώς μειώνονται τόσο τα δάνεια σε καθυστέρηση ως ποσοστό του συνόλου των δανείων όσο και το λειτουργικό κόστος ως ποσοστό του ενεργητικού των τραπεζών και καθώς αυξάνεται ο βαθμός ωρίμανσης των αγορών, εντείνεται ο ανταγωνισμός, αυξάνεται το μέγεθος των ελληνικών τραπεζών και προχωρεί στη ζώνη του ευρώ η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών – ιδίως της λιανικής τραπεζικής αγοράς, όπου η ολοκλήρωση υστερεί έως τώρα. Είναι χαρακτηριστικό ότι σε ορισμένες κατηγορίες καταναλωτικών δανείων η διαφορά επιτοκίων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ παραμένει σημαντική, αντανakλώντας είτε το υψηλό διαχειριστικό κόστος των τραπεζών (π.χ. για τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών) είτε τη σχετικά χαμηλότερη κάλυψη από ασφάλειες (π.χ. για τα καταναλωτικά δάνεια με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως πέντε έτη). Αντίθετα, όπως προαναφέρθηκε, στην κατηγορία των στεγαστικών δανείων η διαφορά επιτοκίων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ τείνει ουσιαστικά να εξαλειφθεί. Επίσης, σε μεγάλο βαθμό έχουν συγκλίνει και τα επιτόκια των επιχειρηματικών δανείων, ιδίως στην κατηγορία των δανείων άνω του ενός εκατομμυρίου ευρώ.

Γενικότερα, η διασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού τομέα αποτελεί βασική επιδίωξη της Τράπεζας της Ελλάδος ως αρμόδιας εποπτικής αρχής, δεδομένου ότι οι τράπεζες κατέχουν κυρίαρχη θέση στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, η σταθερότητα του οποίου έχει ιδιαίτερη σημασία για την εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας. Η έκθεση των ελληνικών τραπεζών στον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο αγοράς, αν και αυξήθηκε ελαφρά εφέτος, παραμένει σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Επίσης, η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή τους επάρκεια – οι οποίες συνιστούν παράγοντες που προσδιορίζουν τη δυνατό-

τητα των τραπεζών να απορροφούν χωρίς κλυδωνισμούς ενδεχόμενες δυσμενείς εξελίξεις στο οικονομικό περιβάλλον— διατηρούνται σε επίπεδο που παρέχει ικανοποιητικό περιθώριο για τη διασφάλιση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Ωστόσο, απαιτείται συνεχής παρακολούθηση και έλεγχος των κινδύνων που αναλαμβάνουν οι τράπεζες, καθώς και των πιθανών επιπτώσεων των κινδύνων στα οικονομικά τους μεγέθη και στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

Τα τελευταία χρόνια συνεχίζεται η επέκταση των εργασιών των ελληνικών τραπεζών στο εξωτερικό, κυρίως στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Λόγω του μικρού μεγέθους της εγχώριας αγοράς και της αύξησης του ανταγωνισμού, η επέκταση των τραπεζών στο εξωτερικό τους επιτρέπει να αξιοποιήσουν τις ευκαιρίες ανάπτυξης που παρέχουν οι εν λόγω αγορές, να διαφοροποιήσουν τις πηγές εσόδων και το χαρτοφυλάκιό τους, αλλά και να αυξήσουν το μέγεθός τους, το οποίο παραμένει σχετικά μικρό συγκρινόμενο με το μέσο μέγεθος των τραπεζών των χωρών της ΕΕ. Προκειμένου όμως να ελαχιστοποιηθούν οι κίνδυνοι από την επέκτασή τους αυτή, είναι απαραίτητο τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα να διατηρήσουν υψηλό το επίπεδο της κεφαλαιακής τους επάρκειας, να αυξήσουν τις προβλέψεις για τα επισφαλή δάνεια, να εξυγιάνουν περαιτέρω το χαρτοφυλάκιό τους και ειδικότερα να μειώσουν το λόγο των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων (ο οποίος παραμένει σχετικά υψηλός συγκρινόμενος με τον αντίστοιχο δείκτη για τη ζώνη του ευρώ), καθώς και να αναβαθμίσουν τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου τους.

Όσον αφορά τις εξελίξεις στις αγορές κεφαλαίων, οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στη δευτερογενή αγορά ακολου-

θησαν έντονα ανοδική πορεία έως και τον Ιούνιο του 2006 αντανakλώντας ανάλογες εξελίξεις στις αγορές ομολόγων κυρίως της ζώνης του ευρώ, οι οποίες επηρεάστηκαν από τη δημοσιοποίηση θετικών μακροοικονομικών στοιχείων, την άνοδο της τιμής του πετρελαίου και τις εκτιμήσεις των επενδυτών ότι η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής θα καταστεί λιγότερο διευκολυντική. Στη συνέχεια, οι εξελίξεις αυτές υπεραντισταθμίστηκαν από την αβεβαιότητα των επενδυτών σχετικά με την επίδραση στην παγκόσμια οικονομία αφενός της γεωπολιτικής αστάθειας και αφετέρου της πιθανής επιβράδυνσης της οικονομικής ανάπτυξης των ΗΠΑ, με αποτέλεσμα οι αποδόσεις των ομολόγων να υποχωρήσουν. Παράλληλα, η αξία των συναλλαγών επί των τίτλων αυτών στην ΗΔΑΤ την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2006 μειώθηκε ελαφρά σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005, διατηρούμενη ωστόσο στο επίπεδο του μέσου όρου της τελευταίας πενταετίας. Εξάλλου, στο τέλος Σεπτεμβρίου του τρέχοντος έτους η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου διαμορφώθηκε σε 3,97%, δηλαδή ήταν αυξημένη κατά 46 μονάδες βάσης σε σύγκριση με το τέλος Δεκεμβρίου του 2005. Στην πρωτογενή αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, το συνολικό ποσό των κεφαλαίων που αντλήθηκαν μειώθηκε στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου. Το μεγαλύτερο μέρος των ομολογιακών εκδόσεων αφορούσε ομόλογα διάρκειας 10 ετών και άνω, ενώ οι εκδόσεις των έντοκων γραμματίων διατηρήθηκαν και εφέτος σε χαμηλό επίπεδο.

Στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006 το κύριο χαρακτηριστικό ήταν η μεγάλη διακύμανση των τιμών των μετοχών και η σημαντική αύξηση των συναλλαγών αλλά και της άντλησης κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις. Η βελτίωση της κερδοφορίας των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο

Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ), η ολοκλήρωση σημαντικών επιχειρηματικών συμφωνιών, καθώς και η θετική εκτίμηση των επενδυτών για την πορεία του προγράμματος μετοχοποιήσεων και αποκρατικοποιήσεων εταιριών στις οποίες συμμετέχει το Δημόσιο ενίσχυσαν τις τιμές των μετοχών στο ΧΑ, ιδιαίτερα μέχρι και τα μέσα Μαΐου. Στη συνέχεια, και μέχρι το τέλος Ιουνίου του 2006, ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του ΧΑ ακολούθησε έντονα πτωτική πορεία, κυρίως λόγω των ρευστοποιήσεων στις οποίες προέβησαν θεσμικοί επενδυτές του εξωτερικού. Την περίοδο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου όμως, οι τιμές των μετοχών ανέκαμψαν λόγω της επιτυχημένης μετοχοποίησης του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου, της ιδιωτικοποίησης της Εμπορικής Τράπεζας, της επιβεβαίωσης των εκτιμήσεων των επενδυτών για τη σημαντική βελτίωση της κερδοφορίας των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ στο πρώτο εξάμηνο του 2006, καθώς και της υποχώρησης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων στη διάρκεια του τρίτου τριμήνου. Έτσι στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2006 ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του ΧΑ διαμορφώθηκε σε επίπεδο κατά 7,3% υψηλότερο από ό,τι στο τέλος Δεκεμβρίου του 2005. Επίσης, την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006 τόσο η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών όσο και τα κεφάλαια που αντλήθηκαν μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς αυξήθηκαν σημαντικά σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005.

* * *

Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον παραμένει ευνοϊκό το 2006, καθώς ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ διατηρείται γύρω στο 5% για τρίτο συνεχές έτος και η παγκόσμια ανάπτυξη αποκτά ευρύτερη γεωγραφική βάση με την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ. Η ισχυρή ανάπτυξη της παγκόσμιας

οικονομίας τα τελευταία χρόνια οφείλεται στο δυναμισμό των αναδυόμενων οικονομιών (ιδίως της Κίνας και της Ινδίας), ο οποίος επέφερε σημαντική αύξηση του παγκόσμιου εμπορίου, στα πολύ χαμηλά ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια, καθώς και στην επεκτατική δημοσιονομική πολιτική σε ορισμένες προηγμένες οικονομίες (κυρίως στις ΗΠΑ) από τις αρχές της δεκαετίας του 2000. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες κινείται ανοδικά από το 2003, κυρίως λόγω της μεγάλης ανόδου της τιμής του πετρελαίου, παραμένοντας ωστόσο γενικά χαμηλός. Οι κύριοι λόγοι της συγκράτησης του πληθωρισμού είναι οι ισχυρές πιέσεις που ασκεί ο διεθνής ανταγωνισμός και η αυξανόμενη διείσδυση στην παγκόσμια αγορά προϊόντων από χώρες όπου το κόστος παραγωγής είναι χαμηλό, καθώς και η συνέπεια και αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής που ασκείται από τις κεντρικές τράπεζες και αποσκοπεί στη σταθερότητα του γενικού επιπέδου των τιμών.

Ωστόσο, υπάρχουν κίνδυνοι για την ευνοϊκή πορεία της παγκόσμιας οικονομίας οι οποίοι συνδέονται με τις επιπτώσεις, πρώτον, από τις υψηλές τιμές του πετρελαίου, στο βαθμό που αυτές τείνουν να λάβουν μονιμότερο χαρακτήρα (ανεξάρτητα από βραχυχρόνιες διακυμάνσεις), και, δεύτερον, από τη μορφή που θα λάβει η προσαρμογή των παγκόσμιων και των εγχώριων οικονομικών ανισορροπιών σε ένα περιβάλλον όπου η νομισματική πολιτική κινείται προς περιοριστική κατεύθυνση. Όσον αφορά τον πληθωρισμό, υπάρχουν στοιχεία αβεβαιότητας που αφορούν τόσο την έμμεση επίδραση της ανόδου των τιμών του πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων στις τιμές των λοιπών αγαθών και υπηρεσιών όσο και τις ενδεχόμενες δευτερογενείς επιδράσεις της στη διαμόρφωση των μισθών.

Στη ζώνη του ευρώ η οικονομική ανάκαμψη το 2006 φαίνεται να έχει πιο σταθερή βάση από

ό,τι στο πρόσφατο παρελθόν, καθώς τόσο η εξωτερική όσο και η εγχώρια ζήτηση προβλέπεται να αυξηθούν με ικανοποιητικό ρυθμό. Σύμφωνα με τις προβολές και τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του ΔΝΤ, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ, από 1,3% το 2005, θα διαμορφωθεί σε επίπεδα της τάξεως του 2,5% το 2006 και του 2% το 2007, ενώ ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί άνω του 2% το τρέχον έτος και το 2007.

Η επιτάχυνση της ανόδου του ΑΕΠ στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του τρέχοντος έτους οφείλεται στη συμβολή τόσο της εγχώριας ζήτησης (της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων) όσο και των καθαρών εξαγωγών. Παρότι, όπως προαναφέρθηκε, η νομισματική πολιτική έχει αρχίσει να κινείται προς λιγότερο χαλαρή κατεύθυνση, τα ονομαστικά και τα πραγματικά επιτόκια στη ζώνη του ευρώ παραμένουν χαμηλά, ενισχύοντας την οικονομική δραστηριότητα. Ακόμη, εκτιμάται ότι η υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων (όπως αυτές που περιλαμβάνονται στη Στρατηγική της Λισσαβώνας) μπορεί να επηρεάσει θετικά το δυναμισμό και τις οικονομικές προοπτικές της ζώνης του ευρώ.

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, βάσει του ΕνΔΤΚ, συνέχισε να κινείται με ρυθμούς άνω του 2% τους πρώτους οκτώ μήνες 2006. Η τιμή του πετρελαίου ήταν ο κυριότερος παράγοντας της ανόδου των τιμών στο παραπάνω διάστημα, ενώ συνέβαλαν επίσης οι έμμεσες επιδράσεις από την άνοδο των τιμών της ενέργειας και των πρώτων υλών. Το Σεπτέμβριο όμως ο πληθωρισμός υποχώρησε αισθητά (στο 1,8%, σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις της Eurostat), σχεδόν αποκλειστικά λόγω της μείωσης των τιμών του πετρελαίου τον ίδιο μήνα. Στο διάστημα μέχρι

το τέλος του 2006 είναι πιθανό ότι ο πληθωρισμός θα αυξηθεί και πάλι: η διαμόρφωσή του θα εξαρτηθεί κυρίως από την εξέλιξη των τιμών του πετρελαίου, καθώς και από τις έμμεσες επιδράσεις τους στις τιμές των άλλων προϊόντων.

Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (που ολοκληρώθηκαν πριν από την πτώση των τιμών του πετρελαίου και την αισθητή υποχώρηση του πληθωρισμού το Σεπτέμβριο), ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να διαμορφωθεί, σε μέσα ετήσια επίπεδα, μεταξύ 2,3% και 2,5% το 2006 και μεταξύ 1,9% και 2,9% το 2007. Οι προβολές αυτές στηρίζονται στις υποθέσεις ότι θα υπάρξουν περιορισμένες μόνο δευτερογενείς επιδράσεις στους μισθούς από την άνοδο των τιμών του πετρελαίου και των άλλων πρώτων υλών, καθώς και σταθερή περαιτέρω αύξηση της παραγωγικότητας (με αποτέλεσμα να είναι γενικά συγκρατημένα η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος), ενώ δεν θα υπάρξουν σημαντικές ανατιμητικές πιέσεις από τις τιμές των εισαγόμενων προϊόντων (εκτός των βασικών εμπορευμάτων).

Στην ελληνική οικονομία, η μεγάλη αύξηση της εγχώριας ζήτησης και η βελτίωση της ζήτησης από το εξωτερικό εκτιμάται ότι έχουν διατηρήσει το ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας σε υψηλό επίπεδο το 2006. Παράλληλα όμως, η αύξηση της εγχώριας ζήτησης, η οποία δεν καλύπτεται από την εγχώρια παραγωγή, έχει οδηγήσει σε άνοδο των εισαγωγών αγαθών και, μαζί με την αύξηση της αξίας των εισαγωγών πετρελαίου (λόγω της ανόδου της τιμής του στις διεθνείς αγορές μέχρι τον Αύγουστο), συντελεί στη διαμόρφωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε ανησυχητικά υψηλό επίπεδο, καθώς και στη διατήρηση του πληθωρισμού σχεδόν στο επίπεδο του 2005 (που ήταν σχετικά υψηλό).

Ειδικότερα, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ (σε σταθερές τιμές), ο οποίος ήταν 4,1% το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους, αναμένεται ότι θα διαμορφωθεί γύρω στο 3,8% για ολόκληρο το 2006, έναντι 3,7% το 2005, και εκτιμάται ότι στηρίζεται κυρίως από την ισχυρή άνοδο της εγχώριας ζήτησης, αλλά και από την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών αγαθών. Αντίθετα, οι εξαγωγές υπηρεσιών (σε σταθερές τιμές) εκτιμάται ότι παρουσιάζουν μόνο μικρή αύξηση, καθώς η άνοδος των εισπράξεων από τον τουρισμό φαίνεται να αντισταθμίζεται από τη μικρή μείωση ή στασιμότητα των εισπράξεων από μεταφορικές (κυρίως ναυτιλιακές) και “λοιπές” υπηρεσίες. Επίσης, οι εισαγωγές αγαθών εκτιμάται ότι καλύπτουν σημαντικό μέρος της αυξημένης εγχώριας ζήτησης (κυρίως επειδή αυτή σε μεγάλο βαθμό αφορά προϊόντα που δεν παράγονται εγχωρίως, π.χ. διάφορα διαρκή καταναλωτικά αλλά και κεφαλαιακά αγαθά) και έτσι το έλλειμμα του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών (σε εθνικολογιστική βάση) διευρύνεται σημαντικά. Η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι παρουσιάζει έντονη άνοδο, η οποία οφείλεται στην ενίσχυση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, τη συνεχιζόμενη ταχεία επέκταση της καταναλωτικής πίστης και τη σωρευτική άνοδο της αξίας των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών τα τελευταία έτη, καθώς και στην αύξηση της απασχόλησης. Οι συνολικές επενδύσεις εκτιμάται ότι αυξάνονται αισθητά το 2006, μετά τη μικρή μείωσή τους το 2005, αφενός λόγω της επιτάχυνσης του ρυθμού ανόδου των επιχειρηματικών επενδύσεων και αφετέρου λόγω της ανάκαμψης των επενδύσεων σε κατοικίες, οι οποίες είχαν μειωθεί ελαφρά το 2004 και το 2005, και των δημόσιων επενδύσεων, οι οποίες είχαν περικοπεί σημαντικά το 2005.

Η συνολική απασχόληση αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 1,7% το πρώτο εξάμηνο του 2006. Την

ίδια περίοδο, το ποσοστό απασχόλησης (δηλαδή ο λόγος των απασχολούμενων μεταξύ 15 και 64 ετών προς τον πληθυσμό αντίστοιχης ηλικίας) αυξήθηκε στο 60,7%, ενώ το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 9,2% (στο 8,8% το δεύτερο τρίμηνο του έτους). Η άνοδος της απασχόλησης προήλθε από τον τομέα των υπηρεσιών.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εκτιμάται ότι θα διευρυνθεί κατά περίπου τρεις εκατοστιαίες μονάδες και θα προσεγγίσει το 11% του ΑΕΠ το 2006 (ενώ το 2005 είχε αυξηθεί κατά μιάμιση εκατοστιαία μονάδα του ΑΕΠ). Η επίδραση της ανόδου της τιμής του πετρελαίου μέχρι τον Αύγουστο, η σημαντική αύξηση του όγκου των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (περιλαμβανομένων των πλοίων) και οι αυξημένες πληρωμές τόκων για το χρέος που διακρατείται από κατοίκους εξωτερικού είναι οι κυριότερες εξελίξεις που υπεραντισταθμίζουν την ευνοϊκή επίδραση της ταχύτερης ανόδου των εξαγωγών αγαθών.

Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ αναμένεται να διαμορφωθεί γύρω στο 3,3% το 2006, δηλαδή σχεδόν όσο και το 2005, καθώς η σταδιακή εξάλειψη της επίδρασης της αύξησης των έμμεσων φόρων τον Απρίλιο του 2005 αντισταθμίζεται κυρίως από την επίδραση της ανόδου της τιμής του πετρελαίου στην παγκόσμια αγορά (μέχρι τον Αύγουστο) και από την άνοδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος με ρυθμό υψηλότερο από ό,τι το 2005 (στο σύνολο της οικονομίας: 3,8% έναντι 2,2%, στον επιχειρηματικό τομέα: 4,5% έναντι 2,3%). Ο πυρήνας του πληθωρισμού (όπως μετρείται με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής) αναμένεται να υποχωρήσει (στο 2,8% από 3,2% το 2005), εξ ολοκλήρου λόγω της εξάλειψης της επίδρασης

των έμμεσων φόρων που επιβλήθηκαν πέρυσι (όπως προαναφέρθηκε).

Το γεγονός ότι ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στην Ελλάδα υπερβαίνει τον αντίστοιχο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ (η διαφορά ήταν 1,3 εκατοστιαία μονάδα, κατά μέσον όρο, την περίοδο 2001-2005 και μία εκατοστιαία μονάδα τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006) και ότι η διαφορά μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ως προς την μέση ετήσια άνοδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι ακόμη μεγαλύτερη (δύο εκατοστιαίες μονάδες κατά μέσον όρο την περίοδο 2001-2005, 2,9 εκατοστιαίες μονάδες εφέτος) συνεπάγεται μείωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές. Όπως υπολογίζεται, η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (έναντι των 27 κυριότερων εμπορικών εταίρων της χώρας) με βάση τις τιμές καταναλωτή (δηλαδή οι σχετικές τιμές καταναλωτή εκφρασμένες σε κοινό νόμισμα) αυξήθηκε συνολικά μεταξύ του 2000 και του 2006 κατά 14% περίπου, ενώ το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση, εκφρασμένο σε κοινό νόμισμα, αυξήθηκε συνολικά κατά 34%. Στην ίδια εξαετία, η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (σταθμισμένη με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος) αυξήθηκε συνολικά σχεδόν κατά 9% περίπου (δηλαδή το ευρώ ανατιμήθηκε).

* * *

Αν και η συνεχής άνοδος του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος τα τελευταία 13 χρόνια έχει συμβάλει στη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου, αυτό (μετρούμενο από το κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε μονάδες αγοραστικής δύναμης) εξακολουθεί να υστερεί έναντι του μέσου όρου στην ΕΕ-15. (Όπως αναμένεται, η υστέρηση αυτή θα μειωθεί σημαντικά με βάση τα αναθεωρημένα στοιχεία για το ΑΕΠ από το έτος 2000

και μετά.⁴⁾ Ταυτόχρονα οι βασικοί δείκτες φτώχειας και ανισότητας υπερβαίνουν τους μέσους όρους για την ΕΕ-15, υποδηλώνοντας ότι η οικονομική ανάπτυξη δεν διαχέεται επαρκώς.

Γενικότερα, η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σοβαρές προκλήσεις λόγω των διαρθρωτικών αδυναμιών οι οποίες εξακολουθούν να υπάρχουν και αντικατοπτρίζονται στο σχετικά υψηλό πληθωρισμό, στα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, στο εξαιρετικά υψηλό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, καθώς και στο ποσοστό ανεργίας, το οποίο, αν και μειώθηκε, παραμένει σχετικά υψηλό. Η ανάγκη για περαιτέρω πρόοδο ως προς την αντιμετώπιση των αδυναμιών αυτών γίνεται ιδιαίτερα επιτακτική ενόψει αφενός της παγκοσμιοποίησης, η οποία συνεπάγεται νέες ευκαιρίες αλλά και ένταση του ανταγωνισμού στις διεθνείς αγορές, και αφετέρου της γήρανσης του πληθυσμού, οι συνέπειες της οποίας, αν δεν ληφθούν εγκαίρως τα κατάλληλα μέτρα πολιτικής, θα επιβαρύνουν σοβαρά τα δημόσια οικονομικά και θα είναι αρνητικές για το παραγωγικό δυναμικό της οικονομίας.

Κατ' αρχήν, το γεγονός ότι δεν έχει επιτευχθεί η σταθερότητα των τιμών και ο πληθωρισμός στην Ελλάδα παραμένει υψηλότερος από ό,τι στη ζώνη του ευρώ επηρεάζει δυσμενώς τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της χώρας και τελικά τις προοπτικές της οικονομικής ανάπτυξης και της απασχόλησης. Επιπλέον, είναι αυτονόητο ότι συνεπάγεται "ακρίβεια" για τους πολίτες, δηλαδή διαβρώνει την αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων, ιδιαίτερα των οικονομικά ασθενεστέρων και εκείνων που τα ονομαστικά εισοδή-

⁴ Τα αναλυτικά στοιχεία της αναθεώρησης του ΑΕΠ δεν ήταν διαθέσιμα πριν ολοκληρωθεί η εκτύπωση της παρούσας έκθεσης.

ματά τους είναι κατ' ουσίαν σταθερά. Είναι γνωστό ότι η ενιαία νομισματική πολιτική αποβλέπει στην επίτευξη σταθερότητας τιμών στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Επιπλέον, οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ κατά την τρέχουσα περίοδο είναι συνεπείς και με την επιδίωξη μείωσης του πληθωρισμού στην Ελλάδα: επομένως, αναμένεται ότι θα συμβάλουν μελλοντικά στην υποχώρηση του πληθωρισμού στη χώρα μας. Επειδή όμως η διαφορά πληθωρισμού με τη ζώνη του ευρώ είναι αισθητή, για την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών στην Ελλάδα θα απαιτηθεί η συμβολή και άλλων πολιτικών – συγκεκριμένα της δημοσιονομικής πολιτικής, της διαμόρφωσης των μισθολογικών αυξήσεων και του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε επίπεδα συμβατά με την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών, καθώς και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που βελτιώνουν την παραγωγικότητα, αυξάνουν την ευελιξία των αγορών εργασίας και προϊόντων και ενισχύουν τον ανταγωνισμό.

Παράλληλα, η μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος το 2005 και το 2006 είναι σημαντική. Επίσης, η διαρθρωτική δημοσιονομική προσαρμογή που έχει επιτευχθεί δεν είναι μεν αμελητέα, αλλά παραμένει ανεπαρκής. Για να μειωθεί σε εύλογο χρονικό διάστημα το δημόσιο χρέος στο 60% του ΑΕΠ και να αντιμετωπιστεί η επιβάρυνση των δημόσιων δαπανών από τις συνέπειες της γήρανσης του πληθυσμού, απαιτείται μόνιμη περαιτέρω βελτίωση της δημοσιονομικής

θέσης και επίτευξη σημαντικών πρωτογενών πλεονασμάτων. Η βελτίωση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα και η δημιουργία σημαντικών πρωτογενών πλεονασμάτων θα απαιτήσουν μέτρα τόσο στο σκέλος των εσόδων (κυρίως για τον ουσιαστικό περιορισμό της φοροδιαφυγής) όσο και στο σκέλος των δαπανών της γενικής κυβέρνησης (για αποτελεσματικό έλεγχο των πρωτογενών δαπανών).

Εξάλλου, για το μετασχηματισμό της ελληνικής οικονομίας σε μια οικονομία της οποίας η ανάπτυξη στηρίζεται κυρίως στις εξαγωγές και τις επιχειρηματικές επενδύσεις, έτσι ώστε να διασφαλιστούν υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης σε μόνιμη βάση, θα απαιτηθεί επίσης συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε ευρύ φάσμα τομέων της οικονομίας. Με τις μεταρρυθμίσεις αυτές πρέπει, μεταξύ άλλων, να προσελκυστούν ξένες άμεσες επενδύσεις, να ενθαρρυνθεί η δημιουργία μεγάλων επιχειρήσεων με εξαγωγικό προσανατολισμό και, γενικότερα, να ενισχυθούν οι δυνάμεις του ανταγωνισμού, να καταστεί αποτελεσματικότερη η λειτουργία των αγορών προϊόντων και εργασίας αλλά και του δημόσιου τομέα, να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα του συστήματος συντάξεων, να αναβαθμιστεί η εκπαίδευση και να προωθηθεί η έρευνα και η τεχνολογία, να περιοριστεί ουσιαστικά η γραφειοκρατία και να εκσυγχρονιστεί η δημόσια διοίκηση, καθώς και να αντιμετωπιστεί η διαφθορά. Η δημοσιονομική εξυγίανση και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις μπορούν ταυτόχρονα να συμβάλουν ουσιαστικά στη μείωση της φτώχειας.

II. Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και οι οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη ζώνη του ευρώ

1. Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον¹

1.1 Γενική επισκόπηση

Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον παραμένει ευνοϊκό το 2006, καθώς ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ διατηρείται γύρω στο 5% για τρίτο συνεχές έτος και η παγκόσμια ανάπτυξη αποκτά ευρύτερη γεωγραφική βάση με την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ. Η ισχυρή ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας τα τελευταία χρόνια οφείλεται στο δυναμισμό των αναδυόμενων οικονομιών (ιδιαίτερα της Κίνας και της Ινδίας), ο οποίος επέφερε σημαντική αύξηση του παγκόσμιου εμπορίου, στα πολύ χαμηλά ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια, καθώς και στην επεκτατική δημοσιονομική πολιτική σε ορισμένες προηγμένες οικονομίες (κυρίως στις ΗΠΑ) από τις αρχές της δεκαετίας του 2000. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες κινείται ανοδικά από το 2003, κυρίως λόγω της μεγάλης ανόδου της τιμής του πετρελαίου, παραμένοντας ωστόσο γενικά χαμηλός (βλ. Πίνακα II.1). Οι κύριοι λόγοι της συγκράτησης του πληθωρισμού είναι οι ισχυρές πιέσεις που ασκεί ο διεθνής ανταγωνισμός και η αυξανόμενη διείσδυση στην παγκόσμια αγορά προϊόντων από χώρες όπου το κόστος παραγωγής είναι χαμηλό, καθώς και η συνέπεια και αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής που ασκείται από τις κεντρικές τράπεζες και αποσκοπεί στη σταθερότητα του γενικού επιπέδου των τιμών. Ωστόσο, υπάρχουν κίνδυνοι για την ευνοϊκή πορεία της παγκόσμιας οικονομίας, οι οποίοι συνδέονται με τις επιπτώσεις,

¹ Η ανάλυση που ακολουθεί βασίζεται στις μακροοικονομικές εξελίξεις μέχρι το τέλος Σεπτεμβρίου του 2006, σε αναλύσεις και εκτιμήσεις της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος και σε προβλέψεις διεθνών οργανισμών. Όπου δεν υπήρχαν νεότερα στοιχεία, χρησιμοποιήθηκαν οι προβλέψεις του ΔΝΤ (*World Economic Outlook*, Σεπτέμβριος 2006), της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (*Spring 2006 Economic Forecasts*, Μάιος 2006, και *Interim Forecasts*, Σεπτέμβριος 2006) και του ΟΟΣΑ (*Economic Outlook*, Ιούνιος 2006).

Πίνακας II.1

Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη παγκόσμιας οικονομίας (2004-2006)

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ¹ (%)	ΑΕΠ (ετήσιες εκατ. μεταβολές)			Πληθυσμός² (ετήσιες εκατ. μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (ποσοστό % του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ποσοστό % του ΑΕΠ)		
			2004	2005³	2006³	2004	2005³	2006³	2004	2005³	2006³	2004	2005³	2006³
Παγκόσμιο σύνολο	174	100,0	5,3	4,9	5,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1. Προηγμένες οικονομίες	29	52,3	3,2	2,6	3,1	2,0	2,3	2,6	-3,3	-2,7	-2,3	-0,8	-1,4	-1,6
ΗΠΑ		20,1	3,9	3,2	3,4	2,7	3,4	3,6	-4,6	-3,7	-3,1	-5,7	-6,4	-6,6
Ιαπωνία		6,4	2,3	2,6	2,7	0,0	-0,6	0,3	-6,3	-5,6	-5,2	3,8	3,6	3,7
Ην. Βασιλείο		3,0	3,3	1,9	2,7	1,3	2,0	2,3	-3,2	-3,3	-3,2	-1,6	-2,2	-2,4
Ζώνη του ευρώ	12	14,8	2,1	1,3	2,4	2,1	2,2	2,3	-2,7	-2,2	-2,0	0,9	0,0	-0,1
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	145	47,7	7,7	7,4	7,3	5,6	5,3	5,2	-1,7	-0,9	-0,5	-	-	-
Κίνα		15,4	10,1	10,2	10,0	3,9	1,8	1,5	-1,5	-1,3	-1,2	3,6	7,2	7,2

1 Ποσοστό % συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2005, με βάση ισοτιμίες που λαμβάνουν υπόψη τις διαφορές αγοραστικής δύναμης (ΙΑΔ).

2 ΕΝΔΤΚ για τη Ζώνη ευρώ και το Ην. Βασίλειο, ΔΤΚ για τα λοιπά.

3 2005: εκτιμήσεις, 2006: προβλέψεις.

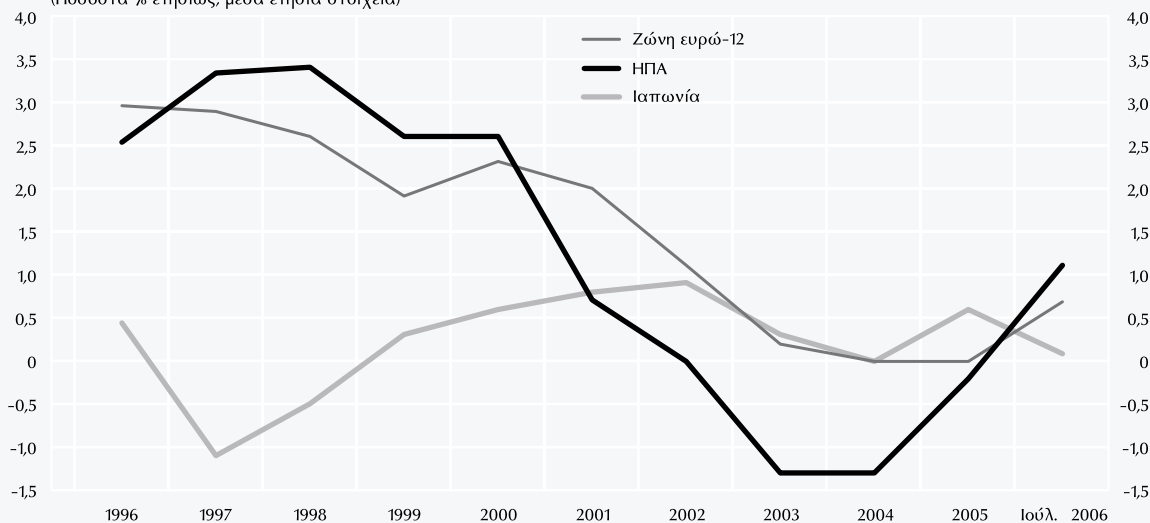
Σημείωση: Σύμφωνα με την κατάταξη του ΔΝΤ: Προηγμένες οικονομίες: η ΕΕ-15, οι τέσσερις νέες βιομηχανικές οικονομίες της Ασίας (Καρέα, Σιγκαπούρη, Ταϊβάν-Επαρχία Κίνας και Χονγκ Κονγκ-Ειδική Διοικ. Περιφέρεια) και ΗΠΑ, Ιαπωνία, Καναδάς, Αυστραλία, Ελλάδα, Ισπανία, Ισραήλ, Κύπρος, Νορβηγία, Ν. Ζηλανδία. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες: Αφρική (48), Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη (15), Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών (13 με τη Μογγολία), Αναπτυσσόμενη Ασία (23), Μέση Ανατολή (13) και Δυτικό Ημισφαίριο (33).

Πηγή: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Σεπτέμβριος 2006.

Διάγραμμα II.1

Πραγματικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια (1996-2006)

(Ποσοστά % ετησίως, μέσα ετήσια στοιχεία)



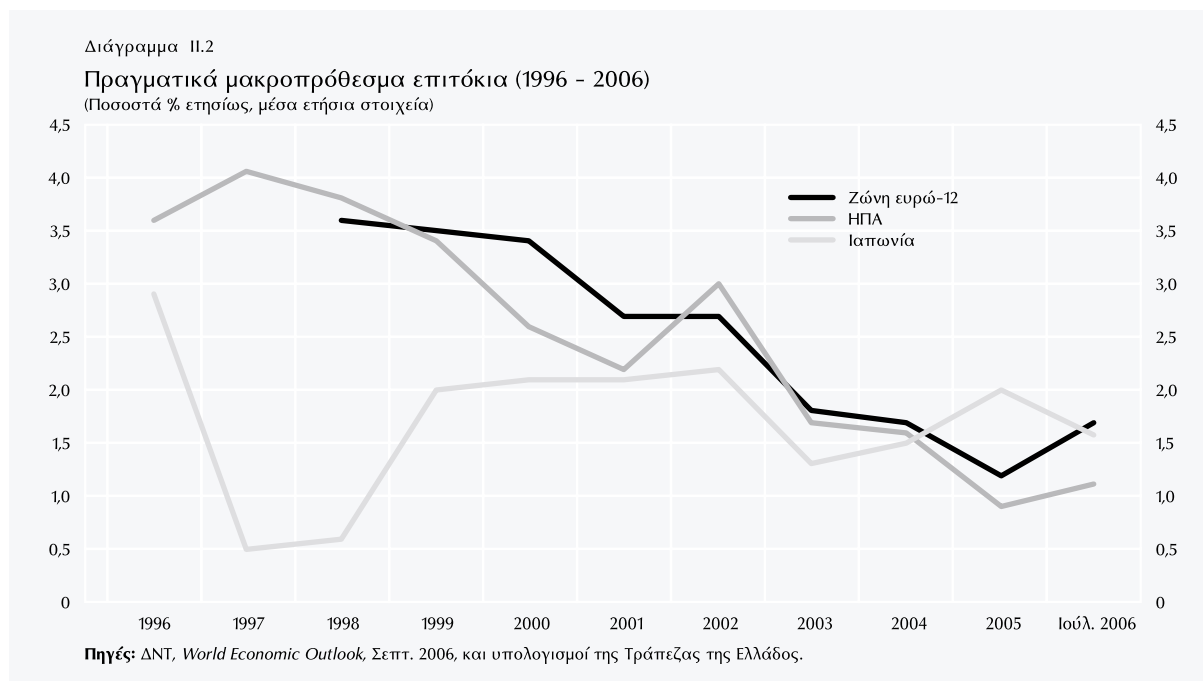
Πηγές: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Σεπτ. 2006, και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

πρώτον, από τις υψηλές τιμές του πετρελαίου, στο βαθμό που αυτές τείνουν να λάβουν μονιμότερο χαρακτήρα (ανεξάρτητα από βραχυχρόνιες διακυμάνσεις), και, δεύτερον, από τη μορφή που θα λάβει η προσαρμογή των παγκόσμιων και των εγχώριων οικονομικών ανισορροπιών σε ένα περιβάλλον όπου η νομισματική πολιτική κινείται προς περιοριστική κατεύθυνση. Όσον αφορά τον πληθωρισμό, υπάρχουν στοιχεία αβεβαιότητας που αφορούν τόσο την έμμεση επιδραση της ανόδου των τιμών του πετρελαίου (μέχρι τον Αύγουστο) και άλλων βασικών εμπορευμάτων στις τιμές των λοιπών αγαθών και υπηρεσιών όσο και τις ενδεχόμενες δευτερογενείς επιδράσεις της στη διαμόρφωση των μισθών.

Το πρώτο εξάμηνο του 2006 η εξέλιξη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας παρέμεινε γενικά ικανοποιητική, παρά τις υψηλές και αυξανόμενες τιμές των καυσίμων και τη μερική αντιστροφή – το δεύτερο τρίμηνο του έτους – του ευνοϊκού κλίματος στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι τιμές στις διεθνείς αγορές βασικών εμπορευμάτων, κυρίως των μετάλλων και των

καυσίμων, συνέχισαν την ανοδική τους πορεία, ενισχύοντας τις πληθωριστικές προσδοκίες και τον πληθωρισμό, γεγονός το οποίο οδήγησε πολλές κεντρικές τράπεζες σε πολιτική αύξησης των βασικών επιτοκίων για τον περιορισμό της αυξημένης ρευστότητας. Ωστόσο, παρά την άνοδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες εξακολουθούν να είναι ευνοϊκές, καθώς τα μακροπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια, αν και αυξήθηκαν, παραμένουν χαμηλά² (βλ. Διαγράμματα II.1 και II.2). Ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2006 προβλέπεται ότι θα συνεχίσει να είναι υψηλότερος της μακροχρόνιας τάσης (1970-2005: 4,3%) και θα διατηρηθεί υψηλός και το 2007. Συγκεκριμένα, το 2006 εκτιμάται ότι ο ρυθμός αυτός θα επιταχυνθεί ελαφρώς στο 5,1% (από 4,8% το 2005), υποστηριζόμενος από τους υψηλούς ρυθμούς

² Το ΔΝΤ προβλέπει ότι το σταθμισμένο ονομαστικό επιτόκιο των 10ετών κρατικών ομολόγων των επτά μεγαλύτερων προηγμένων οικονομιών μείον τον πληθωρισμό θα αυξηθεί στο 2,1% το 2006 από 1,3% το 2005, που ήταν το χαμηλότερο πραγματικό επιτόκιο από το 1981.



αύξησης του διεθνούς εμπορίου και των επιχειρηματικών επενδύσεων, οι οποίες ευνοούνται από την ικανοποιητική κερδοφορία των επιχειρήσεων, ενώ το 2007 θα υποχωρήσει ελαφρά στο 4,9%. Η οικονομική ανάπτυξη το 2006 εκτιμάται ότι θα είναι περισσότερο ισόρροπη γεωγραφικά, με σημαντική επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου στη ζώνη του ευρώ και μικρή επιτάχυνση (του μέσου ετήσιου ρυθμού³) στις ΗΠΑ, οι οποίες, μαζί με την Κίνα, εξακολουθούν να είναι η κινητήρια δύναμη της παγκόσμιας οικονομικής μεγέθυνσης.

Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί στο 3,1% το 2006 από 2,6% το 2005, ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες θα παραμείνει σε υψηλά επίπεδα (2006: 7,3%, 2005: 7,4%). Μεταξύ των επτά μεγαλύτερων προηγμένων οικονομιών, οι ΗΠΑ διατηρούν τον υψηλότερο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης (3,4% το 2006) από το 2003 και μετά. Εντούτοις, η κάμψη της αγοράς ακινήτων στις ΗΠΑ αυξάνει τον κίνδυνο επιβράδυνσης του

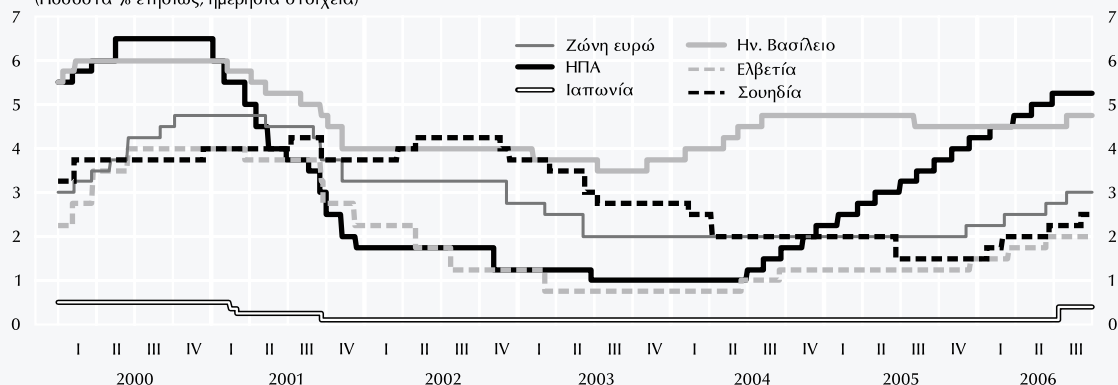
ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ (ο οποίος θα διαμορφωθεί στο 2,9% το 2007, σύμφωνα με το ΔΝΤ). Η ιαπωνική οικονομία θα εξακολουθήσει το 2006 να αναπτύσσεται με ικανοποιητικό ρυθμό (2,7%). Όσον αφορά τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, αξιοσημείωτη είναι η σύγκλιση σε υψηλά επίπεδα των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης των κυριότερων περιφερειών. Οι ρυθμοί ανόδου του ΑΕΠ στις αναπτυσσόμενες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής και της Μέσης Ανατολής προβλέπεται να επιταχυνθούν το 2006 σε 4,8% και 5,8% αντίστοιχα, ενώ τον υψηλότερο ρυθμό (8,7%) προβλέπεται να επιτύχουν και πάλι οι αναπτυσσόμενες οικονομίες της Ασίας (εκ των οποίων η Κίνα 10,0% και η Ινδία 8,3%). Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στις αναπτυσσόμενες οικονομίες της Αφρικής προβλέπεται να παραμείνει αμετάβλητος στο 5,4%, δηλ. θα διατηρηθεί άνω του 5% για τρίτο συνεχές έτος.

³ Αν και ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στις ΗΠΑ επιβραδύνθηκε το δεύτερο τρίμηνο (σε σύγκριση με το πρώτο), ο μέσος ετήσιος ρυθμός για ολόκληρο το 2006 προβλέπεται ότι θα είναι ελαφρά υψηλότερος από ό,τι το 2005.

Διάγραμμα II.3

Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2000 - 30 Σεπτεμβρίου 2006)

(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)

**Σημείωση:** Στις 5 Οκτωβρίου 2006, το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφάσισε να αυξήσει περαιτέρω τα βασικά επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης.**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. Βασίλειο: Τράπεζα της Αγγλίας, επιτόκιο συμφωνιών επαναγοράς (repo rate). Ελβετία: κεντρική τράπεζα της Ελβετίας, ανώτατο όριο στόχου για το τρίμηνο επιτόκιο Libor. Σουηδία: κεντρική τράπεζα της Σουηδίας, επιτόκιο συμφωνιών επαναγοράς (repo rate).

Η δημοσιονομική πολιτική στις κυριότερες προηγμένες οικονομίες ως σύνολο κινήθηκε σε ελαφρώς περιοριστική κατεύθυνση το 2006. Το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα υποχωρήσει για τρίτο συνεχές έτος το 2006, παραμένοντας όμως ακόμη σχετικά υψηλό (3,2% του ΑΕΠ, έναντι 3,6% το 2005 και 4,8% το 2003 αλλά μόλις 0,2% το 2000). Η βελτίωση αυτή προήλθε σχεδόν εξ ολοκλήρου από τη μείωση του διαρθρωτικού ελλείμματος των οικονομιών αυτών, το οποίο υποχώρησε στο 3,1% του δυνητικού ΑΕΠ, έναντι 3,4% το 2005. Παρά την πρόοδο που σημείωσαν τα τελευταία έτη, η Ιαπωνία και οι ΗΠΑ εξακολουθούν να παρουσιάζουν μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα, 5,2% και 3,1% του ΑΕΠ αντίστοιχα, ενώ μεγάλο παραμένει το έλλειμμα και στο Ηνωμένο Βασίλειο (3,2%). Στη ζώνη του ευρώ το δημοσιονομικό έλλειμμα εκτιμάται ότι θα σημειώσει επίσης μικρή μείωση το 2006, αλλά παραμένει σχετικά μεγάλο σε ορισμένες χώρες (βλ. Τμήμα 2 του παρόντος κεφαλαίου για τις δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ). Το ακαθάριστο δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα

παραμείνει ουσιαστικά αμετάβλητο στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία στο 62,5% και 181,8% αντίστοιχα.

Η νομισματική πολιτική το 2006 κινήθηκε προς περιοριστική κατεύθυνση σε πολλές προηγμένες οικονομίες (βλ. Διάγραμμα II.3).⁴ Η επεκτατική νομισματική πολιτική της περιόδου 2001-2003, κυρίως στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία, η οποία είχε ως στόχο την αποφυγή του κινδύνου της οικο-

4 Αναλυτικότερα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, αφού αύξησε το βασικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο 13 φορές το 2004 και το 2005 (από 1,0% σε 4,25%), το πρώτο εξάμηνο του 2006 προχώρησε σε ακόμη τέσσερις ισόποσες αυξήσεις, καθορίζοντας το επιτόκιο αυτό στο 5,25% στις 29.6.06. Η ΕΚΤ μεταξύ Δεκεμβρίου του 2005 και Οκτωβρίου του 2006 αύξησε το βασικό της επιτόκιο από το ιστορικό χαμηλό επίπεδο του 2,0% στο 3,25% (βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου). Η Τράπεζα της Αγγλίας, έχοντας αυξήσει το βασικό της επιτόκιο την περίοδο Νοεμβρίου 2003-Αυγούστου 2004 από 3,5% σε 4,75%, τον Αύγουστο του 2005 το μείωσε στο 4,5%, ενώ στις 3.8.06 το επανέφερε στο 4,75%. Σε φάση αύξησης των βασικών τους επιτοκίων βρίσκονται επίσης η Εθνική Τράπεζα της Ελβετίας και η κεντρική τράπεζα της Σουηδίας. Η πρώτη αύξηση σταδιακά το βασικό της επιτόκιο από 1,25% σε 2,0% (αυξήσεις στις 15.12.05, 16.3.06 και 15.6.06) και η δεύτερη από 1,50% σε 2,50% (αυξήσεις στις 25.1.05, 1.3.06, 21.6.06 και 6.9.06). Στην Ιαπωνία, όπου ο θετικός ρυθμός πληθωρισμού και η οικονομική ανάκαμψη αποτελούν αρκετά πρόσφατες εξελίξεις, η Τράπεζα της Ιαπωνίας, στο πλαίσιο της σταδιακής αναπροσαρμογής της νομισματικής πολιτικής της, αύξησε στις 14.7.06 το βασικό της επιτόκιο στο 0,40% από το 0,10% που βρισκόταν από τις 19.9.2001.

νομικής ύφεσης και του αποπληθωρισμού, δημιούργησε σταδιακά υψηλή ρευστότητα στο παγκόσμιο νομισματικό σύστημα. Η πτώση των επιτοκίων, ονομαστικών και πραγματικών, σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα συνέβαλε πράγματι στην ισχυρή ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας, αλλά και στην ταυτόχρονη άνοδο των τιμών των μετοχών και των ομολόγων, καθώς και στην ταχεία άνοδο των τιμών των ακινήτων σε πολλές προηγμένες οικονομίες. Με την εδραίωση της οικονομικής ανάκαμψης, η ανάγκη αντιστροφής της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής, η οποία ξεκίνησε από το Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ το 2003-2004, έγινε επιτακτικότερη από τα τέλη του 2005, κυρίως προκειμένου να περιοριστούν οι συνέπειες στον πληθωρισμό από τις υψηλές και αυξανόμενες διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι οικονομικές εξελίξεις στις βαλκανικές χώρες, καθώς οι εμπορικές και γενικότερα οι οικονομικές σχέσεις των χωρών αυτών με την Ελλάδα έχουν αναπτυχθεί σημαντικά τα τελευταία έτη. Στο Πλαίσιο II.1 παρουσιάζονται οι κυριότερες οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές τριών γειτονικών χωρών, της Βουλγαρίας, της Ρουμανίας και της Τουρκίας, οι οποίες αποτελούν τους σημαντικότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος στην περιοχή και αθροιστικά συμμετέχουν περίπου κατά 14% στις εξαγωγές και κατά 5% στις εισαγωγές της χώρας.⁵

5 Στοιχεία της ΕΣΥΕ για το 2005.

ΠΛΑΙΣΙΟ II.1

Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη Βουλγαρία, τη Ρουμανία και την Τουρκία

Η Βουλγαρία, η Ρουμανία και η Τουρκία —όπως και οι υπόλοιπες βαλκανικές χώρες, σε διαφορετικό βαθμό η καθεμία— βρίσκονται σε τροχιά δυναμικής οικονομικής ανάπτυξης τα τελευταία έτη, καθώς η προσπάθεια σταθεροποίησης των οικονομιών τους και η εφαρμογή σημαντικών μεταρρυθμίσεων άρχισαν να αποδίδουν καρπούς. Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στις χώρες αυτές κυμαινόταν μεταξύ 4% και 9% την τελευταία τριετία, ενώ ο πληθωρισμός είχε γενικά πτωτική τάση (έως το 2005). Ωστόσο, κατά το τρέχον έτος παρατηρείται αναζωπύρωση του πληθωρισμού και διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, κυρίως λόγω των υψηλών ρυθμών πιστωτικής επέκτασης και της ανόδου της εγχώριας ζήτησης, αλλά, ιδίως όσον αφορά την Τουρκία, και λόγω των επιπτώσεων που είχαν οι διαταραχές στις χρηματοπιστωτικές αγορές των αναδυόμενων οικονομιών γενικά. Η προοπτική ένταξης των χωρών αυτών στην Ευρωπαϊκή Ένωση (με διαφορετικό, κατά περίπτωση, χρονικό ορίζοντα¹) ενισχύει τη σταθερότητά τους, παράλληλα όμως αυξάνει την ανάγκη να συνεχιστεί η προσπάθεια για οικο-

νομική σταθεροποίηση και ενίσχυση της διεθνούς ανταγωνιστικότητάς τους.

Στη Βουλγαρία ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ ήταν 5,5% το 2005 και, σύμφωνα με το ΔΝΤ, εκτιμάται ότι θα παραμείνει ουσιαστικά αμετάβλητος το τρέχον έτος (5,6%) και θα επιταχυνθεί σε 6,0% το 2007. Ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε σε 5,0% το 2005, αλλά σημείωσε έξαρση το τρέχον έτος και έφθασε το 8,5% το Μάιο – εξέλιξη στην οποία συνέβαλαν η ισχυρή εγχώρια ζήτηση, η αύξηση των έμμεσων φόρων και η έντονη άνοδος των τιμών της ενέργειας. Τον Αύγουστο υποχώρησε στο 6,8% και προβλέπεται να διαμορφωθεί, σε μέσα ετήσια επίπεδα, σε 7,4% το 2006. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών →

1 Η Βουλγαρία και η Ρουμανία είναι “εντασσόμενες” χώρες και αναμένεται να ενταχθούν στην ΕΕ την 1.1.2007 εφόσον πληρούν τις προϋποθέσεις (η έκθεση της 26.9.2006 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής υπήρξε θετική και για τις δύο χώρες), ενώ η Τουρκία είναι “υποψήφια προς ένταξη” χώρα, για την οποία η έναρξη των ενταξιακών διαπραγματεύσεων αποφασίστηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο το Δεκέμβριο του 2004.

→ συναλλαγών ανήλθε σε 11,8% του ΑΕΠ το 2005 και προβλέπεται να αυξηθεί σε 12,4% του ΑΕΠ εφέτος και να παραμείνει περίπου σε αυτό το επίπεδο το 2007, ενώ θετικός παράγοντας είναι το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος του ελλείμματος αυτού χρηματοδοτείται από την εισροή ξένων άμεσων επενδύσεων. Η νομισματική και η συναλλαγματική πολιτική της χώρας διέπονται, ήδη από το 1997, από καθεστώς επιτροπής συναλλάγματος (με νόμισμα αναφοράς αρχικά το γερμανικό μάρκο και από το 1999 το ευρώ), γεγονός το οποίο συνέβαλε αποφασιστικά στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Η καθαρή εισροή κεφαλαίων τα τελευταία χρόνια οδήγησε σε σημαντική αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της χώρας, το ύψος των οποίων ήταν 8 δισεκ. δολ. στο τέλος του 2005. Ωστόσο, η μαζική εισροή κεφαλαίων δημιουργεί και προβλήματα ελέγχου της ρευστότητας στην οικονομία υπό καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η δημοσιονομική πολιτική (το τρέχον έτος, το δημοσιονομικό πλεόνασμα αναμένεται να ανέλθει σε 3% του ΑΕΠ²) εκτιμάται ότι θα συμβάλει στη συγκράτηση της ανόδου της εγχώριας ζήτησης.

Στη *Ρουμανία*, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ ήταν 4,1% το 2005 και, σύμφωνα με το ΔΝΤ, θα ανέλθει σε 5,5% το τρέχον έτος και θα παραμείνει στο επίπεδο αυτό το 2007. Ο πληθωρισμός, ο οποίος διαμορφωνόταν σε επίπεδα άνω του 10% μέχρι το 2004, υποχώρησε σε 9,0% το 2005 και προβλέπεται να μειωθεί περαιτέρω στο 7,8% το τρέχον έτος. Ωστόσο, η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού δυσχεραίνεται από τους υψηλούς ρυθμούς ανόδου των μισθών και της εγχώριας ζήτησης, αλλά και από ειδικούς παράγοντες, όπως είναι η αύξηση των έμμεσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ήταν 8,7% του ΑΕΠ το 2005 και προβλέπεται να αυξηθεί περίπου στο 11% του ΑΕΠ εφέτος και να διατηρηθεί περίπου στο ίδιο επίπεδο το 2007. Το ήμισυ περίπου του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών καλύπτεται τα τελευταία έτη

από εισροή ξένων άμεσων επενδύσεων στη χώρα. Η υψηλή εισροή κεφαλαίων, σε συνδυασμό με εκτεταμένη παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας στην αγορά συναλλάγματος, είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική αύξηση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων σε περίπου 20 δισεκ. δολ. στο τέλος του 2005. Η δημοσιονομική προσαρμογή συνεχίστηκε τα τελευταία έτη, καθώς το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε από 4% του ΑΕΠ το 2000 στο 0,4% το 2005. Εντούτοις, προβλέπεται αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος σε 2,3% του ΑΕΠ το 2006 και ακόμη περισσότερο το 2007.³

Στην *Τουρκία*, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ ήταν ιδιαίτερα υψηλός το 2004 (8,9%), αλλά υποχώρησε στο 7,4% το 2005 και προβλέπεται να κινηθεί σε περισσότερο διατηρήσιμα επίπεδα, περί το 5%, το 2006 και το 2007. Ιδιαίτερως σημαντική υπήρξε η δημοσιονομική εξυγίανση τα τελευταία χρόνια, καθώς το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε στο 1,2% του ΑΕΠ το 2005 από 11,3% το 2003 και 5,7% το 2004. Το υψηλό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο κυμαίνεται γύρω στο 6,5% του ΑΕΠ (βάσει στοιχείων για το 2005 και προβλέψεων για το 2006) θεωρείται παράγοντας αβεβαιότητας, καθώς η κάλυψή του από εισροή ξένων άμεσων επενδύσεων, αν και διευρύνθηκε το 2005, είναι γενικά μικρή. Η αναταραχή στις αγορές χρήματος των αναδυόμενων οικονομιών το δεύτερο τρίμηνο του 2006 είχε επιπτώσεις στην τουρκική οικονομία (υπήρξε σημαντική εκροή κεφαλαίων και υποχώρηση της τουρκικής λίρας στις αγορές συναλλάγματος) και οδήγησε σε σημαντική αύξηση των επιτοκίων από την κεντρική τράπεζα. Ο πληθωρισμός, ο οποίος βρισκόταν σε πτωτική τροχιά τα τελευταία έτη, αναζωπυρώθηκε κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους και διαμορφώθηκε σε 10,3% τον Αύγουστο, από 7,9% τον Ιανουάριο και 8,2% κατά μέσον όρο το 2005.

² Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Spring 2006 Economic Forecasts*, Μάιος 2006.

³ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, όπ.π.

Οι γενικά θετικές βραχυπρόθεσμες προοπτικές για την παγκόσμια ανάπτυξη και τον πληθωρισμό υπόκεινται σε κινδύνους και αβεβαιότητες.

Η παγκόσμια οικονομία καλείται τώρα να διαχειριστεί το σύνθετο πρόβλημα των επιπτώσεων της προσαρμογής των συσσωρευμένων

παγκόσμιων ανισορροπιών (που χαρακτηρίζουν τα ισοζύγια πληρωμών) και ενδεχομένως της προσαρμογής των τιμών των κυριότερων περιουσιακών στοιχείων, σε ένα περιβάλλον υψηλών τιμών των ενεργειακών προϊόντων και πιο περιοριστικής μακροοικονομικής πολιτικής.

Οι σημαντικότεροι κίνδυνοι θεωρείται ότι είναι:

(α) Η υψηλή και έντονα κυμαινόμενη διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου (που αυξανόταν μέχρι τον Αύγουστο, αλλά μετά μειώθηκε), οι επιπτώσεις της οποίας στον πληθωρισμό και το ρυθμό ανάπτυξης των προηγμένων οικονομιών ίσως δεν έχουν ακόμη εμφανιστεί πλήρως. Ενώ το 2003 και το 2004 η αγορά πετρελαίου χαρακτηριζόταν από υπερβάλλουσα ζήτηση, σταδιακά αποκτούν μεγαλύτερη σημασία οι περιορισμοί από την πλευρά της προσφοράς, γεγονός που καθιστά τις διεθνείς αγορές και τις οικονομίες περισσότερο ευάλωτες.

(β) Το υψηλό και διευρυνόμενο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, το οποίο αντανακλάται στα υψηλά πλεονάσματα των πετρελαιοεξαγωγικών χωρών, της Ιαπωνίας, της Κίνας και άλλων αναδυόμενων οικονομιών της Ασίας. Παρότι το αμερικανικό έλλειμμα χρηματοδοτείται μέχρι στιγμής απρόσκοπτα, η διεύρυνσή του ενέχει κινδύνους απότομης διόρθωσης, με πιθανές δυσμενείς επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία. Για να είναι ελεγχόμενη η προσαρμογή του ελλείμματος, απαιτείται ένα μίγμα πολιτικής που θα βασίζεται στην αύξηση της εγχώριας αποταμίευσης στις ΗΠΑ (κυρίως μέσω της μείωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος), στην αύξηση της ζήτησης στις άλλες οικονομίες που έχουν πλεονασματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, καθώς και στην πιο ευέλικτη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

(γ) Η αβεβαιότητα ως προς την αλληλεπίδραση της αύξησης των επιτοκίων και των συσσωρευ-

μένων οικονομικών και χρηματοπιστωτικών ανισορροπιών. Ο αυξημένος βαθμός παγκοσμιοποίησης και οι σημαντικές μεταβολές των σχετικών τιμών επιτείνουν αυτή την αβεβαιότητα και καθιστούν απαραίτητη την υιοθέτηση πολιτικής για μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και την εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων ώστε να αυξηθεί η προσαρμοστικότητα των οικονομιών.⁶

1.2 Παγκόσμιο εμπόριο και διεθνείς τιμές του πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων

Ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών συνέχισε να αυξάνεται με ταχείς ρυθμούς και το 2006, λόγω τόσο της ισχυρής παγκόσμιας ζήτησης όσο και της ολοένα αυξανόμενης αλληλεξάρτησης και ενοποίησης των αγορών προϊόντων. Ο ρυθμός ανόδου του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί το 2006 στο 8,9% (2005: 7,4%), υπερβαίνοντας το μέσο όρο της τελευταίας πενταετίας (5,4%), αλλά και το μακροχρόνιο μέσο όρο (1970-2005: 7,4%). Οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες εξακολουθούν να παρουσιάζουν σημαντικά ταχύτερη αύξηση του όγκου του εμπορίου σε σύγκριση με τις προηγμένες οικονομίες.⁷ Η Κίνα παρουσιάζει την καλύτερη επίδοση, διευρύνοντας συνεχώς το ποσοστό συμμετοχής της στο παγκόσμιο εμπόριο (6,6% το 2005 από 4,0% το 2001). Όμως, η διακοπή, τον Ιούλιο του 2006, των εμπορικών διαπραγματεύσεων του "Γύρου της Ντόχα", οι οποίες διεξάγονται στο πλαίσιο του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου, και η μη επίτευξη συμφωνίας ως προς την ημερομηνία

⁶ Βλ. BIS, *Annual Report*, Ιούνιος 2006.

⁷ Ο όγκος των εξαγωγών των αναδυόμενων και αναπτυσσόμενων οικονομιών εκτιμάται ότι αυξήθηκε το 2006 κατά 10,7%, ενώ των προηγμένων κατά 8,0%. Ο όγκος των εισαγωγών αυξήθηκε αντίστοιχα κατά 13,0% και 7,5%.

επανεναρξης των συνομιλιών ενέχουν τον κίνδυνο αύξησης των παγκόσμιων πιέσεων προστατευτισμού. Ο Γύρος της Ντόχα ξεκίνησε το 2001, με στόχο την περαιτέρω απελευθέρωση και ενίσχυση του πολυμερούς εμπορίου αγα-

θών και υπηρεσιών και την αύξηση του βαθμού ενσωμάτωσης των αναπτυσσόμενων χωρών στο διεθνές εμπορικό σύστημα ώστε να αντιμετωπιστούν οι αναπτυξιακές τους αδυναμίες (βλ. και Πλαίσιο II.2).

ΠΛΑΙΣΙΟ II.2

Ο Γύρος της Ντόχα: εξελίξεις και προοπτικές

Στις 24 Ιουλίου 2006 ο Παγκόσμιος Οργανισμός Εμπορίου (ΠΟΕ) συμφώνησε στη διακοπή των πολυμερών εμπορικών διαπραγματεύσεων που πραγματοποιούνται στο πλαίσιο του “Αναπτυξιακού Προγράμματος της Ντόχα”, μετά την επίσημη διαπίστωση του αδιέξοδου των συνομιλιών μεταξύ των κυρίως εμπλεκόμενων μερών (της ΕΕ, των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας, της Αυστραλίας, της Βραζιλίας, της Ινδίας). Οι διαπραγματεύσεις έφθασαν σε αδιέξοδο, πρώτον, εξαιτίας της απροθυμίας των προηγμένων οικονομιών να προχωρήσουν σε γενναίες μειώσεις τόσο των επιδοτήσεων των δικών τους αγροτικών προϊόντων όσο και των δασμών που επιβάλλουν στα αγροτικά προϊόντα που εισάγονται από τρίτες χώρες και, δεύτερον, εξαιτίας της απροθυμίας των αναπτυσσόμενων οικονομιών να περιορίσουν σημαντικά τα εμπόδια στις εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών στις αγορές τους.

Το “Αναπτυξιακό Πρόγραμμα της Ντόχα” (Doha Development Agenda) αποτελεί τον πιο πρόσφατο γύρο διεθνών πολυμερών εμπορικών διαπραγματεύσεων.¹ Το “Πρόγραμμα” ξεκίνησε στη Ντόχα του Κατάρ το Νοέμβριο του 2001 (κατά τη διάρκεια της 4ης Υπουργικής Διάσκεψης του ΠΟΕ²) και είχε ως στόχο την ολοκλήρωση των διαπραγματεύσεων, αρχικά έως την 1η Ιανουαρίου 2005 και τελικά έως το τέλος του 2006. Ο Γύρος της Ντόχα αποτελεί ευκαιρία για την επαναδιαπραγμάτευση των κανόνων του διεθνούς εμπορίου προς όφελος των αναπτυσσόμενων οικονομιών και ταυτόχρονα για να δοθεί σημαντική ώθηση στο εμπόριο και την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας. Επιπρόσθετα, είναι ο πρώτος γύρος διαπραγματεύσεων που περιλαμβάνει πλήρως τον τομέα των υπηρεσιών. Ο τομέας αυτός, από τον οποίο προέρχονται τα 2/3 του παγκόσμιου ΑΕΠ, συμμετέχει μόνο κατά 20% στο παγκόσμιο εμπόριο. Το συνολικό πρόγραμμα του Γύρου είναι

αρκετά εκτενές και φιλόδοξο. Οι προτεινόμενες περικοπές δασμών, τόσο στα αγροτικά όσο και στα βιομηχανικά προϊόντα, είναι υψηλότερες εκείνων που αποφασίστηκαν σε προηγούμενους Γύρους.

Το κόστος της μη ολοκλήρωσης των διαπραγματεύσεων, δηλαδή η απώλεια της δυνατότητας για αυξημένη οικονομική δραστηριότητα, αν και βαρύνει τόσο τις προηγμένες όσο και τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, αποτελεί σημαντικότερο πλήγμα για τις δεύτερες. Ο ΟΟΣΑ εκτιμά ότι το δυνητικό όφελος από την πλήρη κατάργηση των δασμών σε αγροτικά και βιομηχανικά προϊόντα προσεγγίζει τα 100 δισεκ. δολάρια. Το αντίστοιχο δυνητικό όφελος στον τομέα των υπηρεσιών, τον ταχύτερα αναπτυσσόμενο τομέα, εκτιμάται ότι μπορεί να είναι πολύ υψηλότερο, περί τα 500 δισεκ. δολάρια. Η επιτυχής ολοκλήρωση των διαπραγματεύσεων για την κατάργηση των λοιπών εμποδίων, παραδασμολογικών, διαδικαστικών κ.λπ., εκτιμάται από τον ΟΟΣΑ ότι θα μπορούσε να έχει πρόσθετο δυνητικό όφελος περίπου 100 δισεκ. δολαρίων. Από τα συνολικά αυτά δυνητικά οφέλη των 700 δισεκ. δολαρίων, εκτιμάται ότι περίπου τα 2/3 θα καρπωθούν οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες.³ Μια άλλη σημαντική επίπτωση →

¹ Ο προηγούμενος “Γύρος της Ουρουγουάης” είχε διαρκέσει από το 1986 έως το 1994.

² Σύμφωνα με το Καταστατικό του ΠΟΕ, ο οποίος άρχισε να λειτουργεί από την 1.1.1995 ως θεσμική συνέχεια της Γενικής Συμφωνίας περί Δασμών και Εμπορίου (GATT), η Υπουργική Διάσκεψη όλων των κρατών-μελών (149 σήμερα) αποτελεί το ανώτατο όργανο του Οργανισμού και συνέρχεται τουλάχιστον μία φορά ανά διετία. Γνωστότερη Υπουργική Διάσκεψη ήταν η 3η (πραγματοποιήθηκε στο Σιάτλ των ΗΠΑ το 1999), κατά την οποία απέτυχαν πλήρως οι προσπάθειες έναρξης νέου γύρου πολυμερών εμπορικών διαπραγματεύσεων.

³ Βλ. σχετικό κείμενο του Γενικού Γραμματέα του ΟΟΣΑ Angel Gurría, “Doha: the low-hanging fruit”, 21.8.2006.

→ της διακοπής του Γύρου της Ντόχα θεωρείται ότι είναι ο κίνδυνος, αντί για μια γενική δυναμική πολυμερούς συνεννόησης, να υπάρξουν τάσεις αύξησης του εμπορικού προστατευτισμού και των εμπορικών διενέξεων καθώς και στροφή προς περιφερειακές συνεργασίες (και όχι προς πολυμερείς σε παγκόσμιο επίπεδο).

Ως προς τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές πάντως, εκτιμάται ότι η διακοπή των διαπραγματεύσεων θα είναι προσωρινή, καθώς το κόστος από την οριστική κατάρρευση των διαπραγματεύσεων και την ακύρωση της προόδου η οποία είχε συντελεστεί τα τελευταία πέντε χρόνια θα ήταν μεγάλο.⁴

Οι Υπουργοί Οικονομικών και οι Διοικητές των Κεντρικών Τραπεζών της Ομάδας των 7 (G-7), που συνήλθαν στη Σγκαπούρη στις 16 Σεπτεμβρίου 2006, σε ανακοίνωσή τους τόνισαν τη σπουδαιότητα που έχει η προώθηση της πολυμερούς απελευθέρωσης του παγκόσμιου εμπορίου για την παγκόσμια ανάπτυξη

και τη μείωση της φτώχειας και ενθάρρυναν όλα τα εμπλεκόμενα μέρη να δείξουν πολιτική αποφασιστικότητα και ευελιξία ώστε να επαναληφθούν οι εργασίες του Γύρου της Ντόχα το συντομότερο δυνατόν.

Ήδη, εφέτος το Σεπτέμβριο συνήλθε στο Ρίο η Ομάδα των 20 αναπτυσσόμενων χωρών (G-20), μεταξύ των οποίων η Βραζιλία, η Αργεντινή και η Ινδία, για να επανεξετάσει τις δυνατότητες επανέναρξης των διαπραγματεύσεων. Επίσης, πραγματοποιήθηκε στην Αυστραλία συνάντηση της “Ομάδας Cairns”,⁵ δηλ. των 18 κρατών με σημαντικές εξαγωγές αγροτικών προϊόντων.

⁴ Σημειώνεται ότι, λόγω της αρχής της “ενιαίας δέσμευσης”, το σύνολο των συμφωνηθέντων στο Γύρο από την έναρξή του μέχρι σήμερα δεν θα ισχύσει παρά μόνο εάν ολοκληρωθούν οι διαπραγματεύσεις.

⁵ Η “Ομάδα Cairns” ιδρύθηκε στην ομώνυμη πόλη της Αυστραλίας το 1986.

Η άνοδος της τιμής του αργού πετρελαίου, η οποία ξεκίνησε στις αρχές του 2002, συνεχίστηκε τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006. Η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent έφθασε σε νέο ιστορικά υψηλό επίπεδο στις 9 Αυγούστου (78,2 δολάρια το βαρέλι), αλλά υποχώρησε στη συνέχεια μετά από την ανακοίνωση της εκεχειρίας στο Λίβανο: η υποχώρηση ήταν ιδιαίτερα αισθητή το Σεπτέμβριο. Σε ευρώ, η τιμή του Brent αυξήθηκε τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006 κατά 24% έναντι του μέσου όρου του 2005.⁸ Οι εξελίξεις το 2005 και το 2006, οι οποίες χαρακτηρίζονται από υψηλή μεταβλητότητα της τρέχουσας και της προθεσμιακής τιμής του αργού πετρελαίου, φαίνεται να επηρεάζονται κυρίως από τις γεωπολιτικές εντάσεις⁹ και την αβεβαιότητα ως προς τη μελλοντική επάρκεια της προσφερόμενης ποσότητας πετρελαίου σε μια αγορά που ήδη βρίσκεται σε στενότητα. Οι παράγοντες αυτοί έχουν συντελέσει στην ενίσχυση της κερδοσκοπικής δραστηριότητας στην προθεσμιακή αγορά του πετρελαίου. Η αύξηση της συνολικής ζήτησης

έχει επιβραδυνθεί και οι ρυθμοί της είναι πλέον οι αναμενόμενοι (1,3% το 2005 και 1,4% το

⁸ Σύμφωνα με τις τεχνικές υποθέσεις των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (Σεπτέμβριος 2006), οι οποίες βασίζονται σε τιμές προθεσμιακών συμβολαίων στο τέλος Ιουλίου-αρχές Αυγούστου του 2006 (δηλαδή πριν αρχίσει η αισθητή πτώση της τιμής του πετρελαίου), η μέση τιμή του αργού πετρελαίου προβλέπεται ότι θα ανέλθει σε 71,0 δολ. ΗΠΑ/βαρέλι το τρέχον έτος και σε 77,6 δολ. ΗΠΑ/βαρέλι το 2007, από 54,4 δολ. ΗΠΑ/βαρέλι το 2005 (βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Σεπτέμβριος 2006). Μετά τις πρόσφατες εξελίξεις, οι προβολές αυτές μάλλον πρέπει να αναθεωρηθούν προς τα κάτω (τουλάχιστον για το 2006). Εξάλλου, το ΔΝΤ εκτιμά ότι σημαντικό μέρος των επιπτώσεων της τρέχουσας πετρελαϊκής κρίσης δεν έχει προσωρινό χαρακτήρα. Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη του Ταμείου (Απρίλιος 2006), η αύξηση των τιμών του πετρελαίου από το 2003 έως σήμερα οδήγησε σε χειροτέρευση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ κατά περισσότερο από 1% του ΑΕΠ, ενώ ταυτόχρονα μείωσε τα πλεονάσματα του ισοζυγίου πληρωμών των μη πετρελαιοπαραγωγικών χωρών της Ασίας.

⁹ Το μέλλον του πυρηνικού προγράμματος του Ιράν, οι εξελίξεις στη Μέση Ανατολή και η μείωση των εξαγωγών πετρελαίου λόγω των τρομοκρατικών επιθέσεων σε πετρελαιοπαραγωγικές μονάδες στο Ιράκ και στη Νιγηρία προκάλεσαν περαιτέρω ανησυχία στις αγορές το 2006 και συνέβαλαν στην εκ νέου αύξηση των τιμών. Σημειώνεται ότι αθροιστικά η παραγωγή του Ιράν, του Ιράκ και της Νιγηρίας αντιπροσωπεύει το 11% της παγκόσμιας παραγωγής αργού πετρελαίου. Άλλοι πρόσφατοι παράγοντες ανησυχίας για τη μελλοντική επάρκεια της προσφοράς πετρελαίου είναι η επερχόμενη εποχή των τυφώνων στο Βόρειο Ατλαντικό και το κλείσιμο μιας από τις κύριες μονάδες μεγάλης πετρελαϊκής εταιρίας στην Αλάσκα.

2006),¹⁰ σε αντίθεση με το 2004, όταν η αύξηση της τιμής του πετρελαίου οφειλόταν κυρίως στην ισχυρή και, σε μεγάλο βαθμό, μη αναμενόμενη άνοδο της παγκόσμιας ζήτησης (4,1%).¹¹

Οι τιμές, σε δολάρια, των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων αυξήθηκαν σημαντικά το 2006 (25% από την αρχή του έτους μέχρι το τέλος Αυγούστου), κυρίως εκείνες των βασικών μετάλλων, ενώ η αγορά στο σύνολό της παρουσίασε έντονες διακυμάνσεις. Το αυξανόμενο στρατηγικό ενδιαφέρον των θεσμικών επενδυτών για τοποθετήσεις στην προθεσμιακή αγορά βασικών εμπορευμάτων, προκειμένου να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου τους, εκτιμάται ότι συνέβαλε στην αύξηση της τιμής του πετρελαίου και των βασικών μετάλλων. Καθοριστικό ρόλο στην εξέλιξη αυτή διαδραμάτισαν επίσης η αυξανόμενη διεθνής ζήτηση για βασικά μέταλλα (ιδιαίτερα εκ μέρους της Κίνας) ως απόρροια της μεγέθυνσης της παγκόσμιας οικονομίας, η περιορισμένη αύξηση της παραγωγής και τα σχετικά χαμηλά επίπεδα αποθεμάτων των βασικών μετάλλων.¹² Ενδεικτικά αναφέρεται ότι, σύμφωνα με το ΔΝΤ (Σεπτέμβριος 2006), οι τιμές των βασικών μετάλλων αυξήθηκαν από το 2002 κατά 180% σε πραγματικούς όρους, αύξηση που υπερβαίνει την αντίστοιχη της τιμής του πετρελαίου (157% σε πραγματικούς όρους).

2. Μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη ζώνη του ευρώ^{13,14}

Η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ το 2006 φαίνεται να έχει πιο σταθερή βάση από ό,τι στο πρόσφατο παρελθόν,¹⁵ καθώς τόσο η εξωτερική όσο και η εγχώρια ζήτηση προβλέπεται να αυξηθούν με ικανοποιητικό ρυθμό. Παρότι η νομισματική πολιτική έχει αρχίσει να κινείται προς λιγότερο χαλαρή κατεύθυνση (βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου), τα ονομαστικά και τα

πραγματικά επιτόκια στη ζώνη του ευρώ παραμένουν χαμηλά, ενισχύοντας την οικονομική δραστηριότητα. Ακόμη, εκτιμάται ότι η υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων (όπως αυτές που περιλαμβάνονται στη Στρατηγική της Λισαβώνας) μπορεί να επηρεάσει θετικά το δυναμισμό και τις οικονομικές προοπτικές της ζώνης του ευρώ. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ θα ανέλθει στο 2,4% το 2006 (από 1,3% το 2005) και θα υποχωρήσει στο 2% το 2007, ενώ ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί άνω του 2% το τρέχον έτος και το 2007. Παρόμοιες με τις προβλέψεις του ΔΝΤ είναι και αυτές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

10 Βλ. International Energy Agency, *Monthly Oil Report*, Ιούλιος 2006.

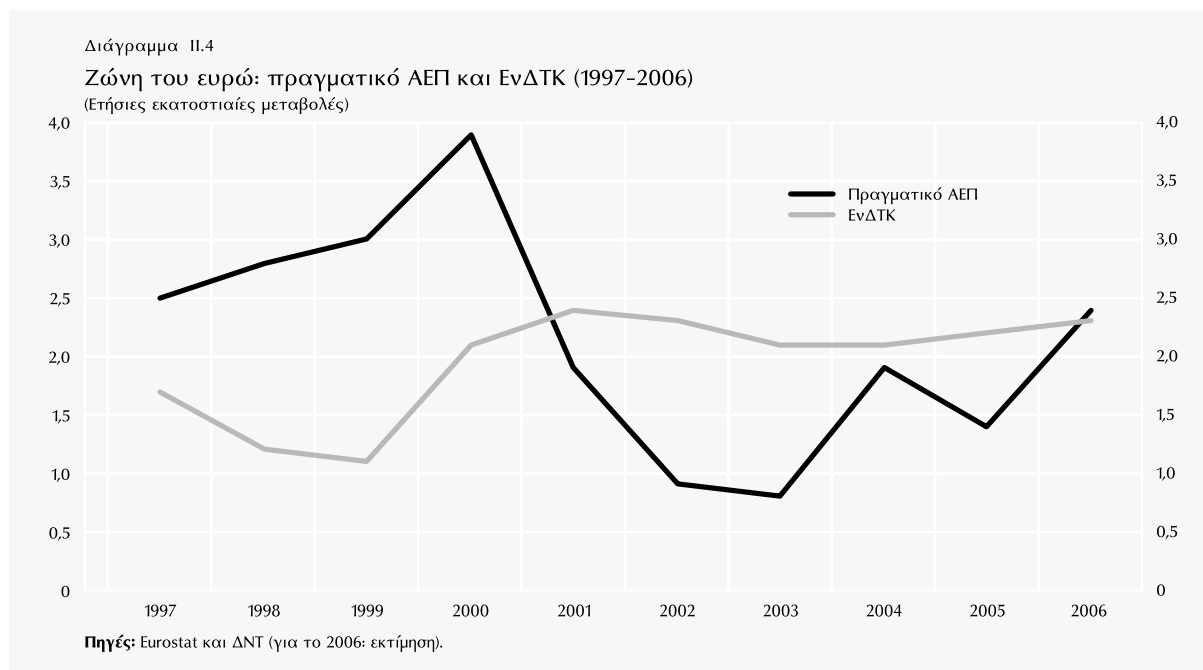
11 Η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της ζήτησης πετρελαίου παγκοσμίως υποδηλώνει ότι έχει ξεκινήσει η διαδικασία προσαρμογής της ζήτησης στις υψηλότερες τιμές, ενώ ταυτόχρονα παρατηρείται αύξηση των στρατηγικών και εμπορικών αποθεμάτων.

12 Εκτιμάται ότι το 50% της αύξησης της καθαρής παγκόσμιας ζήτησης για βασικά μέταλλα την τελευταία τετραετία οφείλεται στην αυξημένη ζήτηση της Κίνας.

13 Η ανάλυση που ακολουθεί βασίζεται στις εξελίξεις οι οποίες έχουν σημειωθεί έως το τέλος Σεπτεμβρίου του 2006 και σε προβλέψεις διεθνών οργανισμών, όπως οι προβλέψεις του ΔΝΤ (*World Economic Outlook*, Σεπτέμβριος 2006), οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Σεπτέμβριος 2006) και οι προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (*Spring 2006 Economic Forecasts*, Μάιος 2006, και *Interim Forecasts*, Σεπτέμβριος 2006).

14 Σε θεσμικό επίπεδο, σημειώνεται η απόφαση του Συμβουλίου της ΕΕ για την ένταξη της Σλοβενίας στη ζώνη του ευρώ από την 1η Ιανουαρίου 2007. Η απόφαση του Συμβουλίου ελήφθη με βάση τις Εκθέσεις για τη Σύγκλιση της ΕΚΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, στις οποίες διαπιστώθηκε ότι η Σλοβενία ικανοποιεί τα κριτήρια σύγκλισης που προβλέπει η Συνθήκη του Μάαστριχτ. Η ισοτιμία μετατροπής του τολάρ Σλοβενίας προς το ευρώ ορίστηκε με απόφαση του Συμβουλίου ECOFIN της 11ης Ιουλίου 2006 σε 239,64 τολάρ ανά ευρώ και αντιστοιχεί στην κεντρική ισοτιμία του νομίσματος της Σλοβενίας εντός του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (ΜΣΙ II).

15 Σημειώνεται ότι, μετά την εξαιρετική επίδοση του 2000, όταν ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ έφθασε το 3,8%, η πενταετία που ακολούθησε χαρακτηρίστηκε από βραχύβιες περιόδους ανάκαμψης, ενώ ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ προσέγγισε μόλις το 1,4%. Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ κυμάνθηκε ελαφρά άνω του 2% κατά το μεγαλύτερο διάστημα αυτής της περιόδου. Θα πρέπει ωστόσο να ληφθεί υπόψη ότι από το 2001 έως το φθινόπωρο του 2006 η διεθνής τιμή του πετρελαίου περίπου τριπλασιάστηκε, από 25 δολάρια το βαρέλι το 2001 (μέσα ετήσια επίπεδα) σε περίπου 70 δολάρια στο μεγαλύτερο διάστημα του 2006.



2.1 Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, βάσει του ΕνΔΤΚ, συνέχισε να κινείται με ρυθμούς άνω του 2% τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006, φθάνοντας στο υψηλότερο επίπεδο (2,5%) το Μάιο, ενώ υποχώρησε ελαφρά στη συνέχεια και διαμορφώθηκε στο 2,3% τον Αύγουστο. Η τιμή του πετρελαίου ήταν η κυριότερη αιτία της άνοδου των τιμών στο παραπάνω διάστημα, ενώ συνέβαλαν επίσης οι έμμεσες επιδράσεις από την άνοδο των τιμών της ενέργειας και των άλλων πρώτων υλών. Το Σεπτέμβριο όμως ο πληθωρισμός υποχώρησε αισθητά στο 1,8% (σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις της Eurostat), σχεδόν αποκλειστικά λόγω της μείωσης των τιμών του πετρελαίου τον ίδιο μήνα. Στο διάστημα μέχρι το τέλος του 2006 είναι πιθανό ότι ο πληθωρισμός θα αυξηθεί και πάλι: η διαμόρφωσή του θα εξαρτηθεί κυρίως από την εξέλιξη των τιμών του πετρελαίου, καθώς και από τις έμμεσες επιδράσεις τους στις τιμές των άλλων προϊόντων.

Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, ο πληθωρισμός στη ζώνη του

ευρώ αναμένεται να διαμορφωθεί, σε μέσα ετήσια επίπεδα, μεταξύ 2,3% και 2,5% το 2006 και μεταξύ 1,9% και 2,9% το 2007.¹⁶ Οι προβολές αυτές (που ολοκληρώθηκαν πριν από την πτώση των τιμών του πετρελαίου και την αισθητή υποχώρηση του πληθωρισμού το Σεπτέμβριο) στηρίζονται στην υπόθεση ότι θα υπάρξουν περιορισμένες μόνο δευτερογενείς επιδράσεις στους μισθούς από την άνοδο των τιμών του πετρελαίου και των άλλων πρώτων υλών. Επίσης, προβλέπεται ότι θα υπάρξει σταθερή περαιτέρω αύξηση της παραγωγικότητας, με αποτέλεσμα να είναι γενικά συγκρατημένη η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Τέλος, οι προβολές για τον πληθωρισμό στηρίζονται στην υπόθεση ότι δεν θα υπάρξουν σημαντικές ανατιμητικές πιέσεις από τις τιμές των εισαγόμενων προϊόντων (εκτός των βασικών εμπορευμάτων).

¹⁶ Σύμφωνα με το ΔΝΤ, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 2,3% το 2006 και σε 2,4% το 2007 (η συμβολή στον πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ το 2007 από την άνοδο κατά 3 εκατοστιαίες μονάδες του ΦΠΑ στη Γερμανία υπολογίζεται σε 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας).

2.2 Οικονομική δραστηριότητα

Τα διαθέσιμα στοιχεία για το πρώτο εξάμηνο του 2006 και οι έρευνες συγκυρίας δείχνουν ότι η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ βρίσκεται σε εξέλιξη και έχει αρκετά ευρεία βάση. Η επιτάχυνση του τριμηνιαίου ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ, σε 0,8% το πρώτο τρίμηνο του 2006, από 0,3% το τέταρτο τρίμηνο του 2005, και περαιτέρω σε 0,9% το δεύτερο τρίμηνο οφείλεται στη συμβολή τόσο της εγχώριας ζήτησης όσο και των καθαρών εξαγωγών. Συγκεκριμένα, το πρώτο τρίμηνο ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης ήταν 0,7%, έναντι μόλις 0,1% το τελευταίο τρίμηνο του 2005, ενώ οι εξαγωγές σημείωσαν έντονη άνοδο κατά 3,1%. Η ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία ήταν ο αδύναμος κρίκος της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ το τελευταίο διάστημα, διεύρυνε τη βάση της ανάκαμψης και ενίσχυσε τις προοπτικές για διατήρηση του ρυθμού οικονομικής ανόδου γύρω στο επίπεδο του δυνητικού ρυθμού. Το δεύτερο τρίμηνο, η μεγάλη περαιτέρω άνοδος της δαπάνης για επενδύσεις, κατά 2,1% έναντι του προηγούμενου τριμήνου, μετά από αύξηση κατά 0,9% το πρώτο τρίμηνο και 0,4% το τελευταίο τρίμηνο του 2005, υπήρξε το κυριότερο χαρακτηριστικό της αύξησης του ΑΕΠ. Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να συνεχιστεί στο υπόλοιπο διάστημα του 2006 με κάπως χαμηλότερο ρυθμό, περίπου ίσο με το δυνητικό ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ. Οι διαθέσιμες έρευνες συγκυρίας¹⁷ φανερώνουν ότι οι δείκτες εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων και των καταναλωτών παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, ενώ, σύμφωνα με την πρόσφατη πρόβλεψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής βάσει βραχυχρόνιων δεικτών, ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα κυμανθεί μεταξύ 0,6% και 0,7% το δεύτερο εξάμηνο του 2006.¹⁸

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να διαμορφωθεί σε 2,4% το τρέχον έτος και σε 2,0% το 2007, σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ (σε 2,5% εφέτος, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή). Παρόμοιες είναι οι προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, σύμφωνα με τις οποίες ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ θα κυμανθεί μεταξύ 2,2% και 2,8% το 2006 και μεταξύ 1,6% και 2,6% το 2007. Η προοπτική αυτή βασίζεται τόσο στη διατήρηση των σημερινών αρκετά υψηλών ρυθμών ανόδου της παγκόσμιας οικονομίας και του παγκόσμιου εμπορίου τα δύο προσεχή έτη (βλ. Τμήματα 1.1 και 1.2 του παρόντος κεφαλαίου) όσο και στην ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης. Σύμφωνα με τους εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ, η παγκόσμια ζήτηση για τα προϊόντα της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 8,7% το τρέχον έτος και κατά 6,6% το 2007. Όσον αφορά την εγχώρια ζήτηση, η σταδιακή αύξηση της απασχόλησης και η επίσπευση αγορών εν όψει της αύξησης του ΦΠΑ στη Γερμανία το προσεχές έτος εκτιμάται ότι επηρεάζουν ευνοϊκά την ιδιωτική κατανάλωση το 2006, ενώ αρνητική επίδραση έχει ασκήσει η άνοδος της τιμής του πετρελαίου. Εξάλλου, η διατήρηση των ευνοϊκών χρηματοδοτικών συνθηκών και η ικανοποιητική κερδοφορία των επιχειρήσεων, σε συνδυασμό με την ισχυρή διεθνή ζήτηση, συμβάλλουν στην ενίσχυση των επιχειρηματικών επενδύσεων.

2.3 Απασχόληση και ανεργία

Οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας στη ζώνη του ευρώ δείχνουν ότι η βραδεία βελτίωση των βασι-

¹⁷ Π.χ. ο δείκτης οικονομικού κλίματος για τη ζώνη του ευρώ που δημοσιεύει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανήλθε το Σεπτέμβριο στο 109,3 (έναντι 101,0 το Δεκέμβριο του 2005) και παραμένει σημαντικά υψηλότερα από τη μακροπρόθεσμη τάση του.

¹⁸ Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Interim Forecasts*, 6 Σεπτεμβρίου 2006.

κών δεικτών στη διάρκεια του μεγαλύτερου μέρους του 2005 επιταχύνθηκε το πρώτο εξάμηνο του 2006, καθώς ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της απασχόλησης ανήλθε σε 1,0% το πρώτο τρίμηνο και 1,2% το δεύτερο τρίμηνο του έτους (ο υψηλότερος από το 2000).¹⁹ Τα αποτελέσματα πρόσφατων ερευνών²⁰ δείχνουν βελτίωση των προσδοκιών για την απασχόληση στη βιομηχανία, το λιανικό εμπόριο και τις κατασκευές. Η προβλεπόμενη ευνοϊκή εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας εκτιμάται ότι θα επηρεάσει το ρυθμό ανόδου της απασχόλησης, ο οποίος προβλέπεται να διαμορφωθεί στο 1,0% περίπου για το σύνολο του 2006. Το ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε κατά περίπου μία εκατοστιαία μονάδα εντός των δύο τελευταίων ετών, στο 7,9% τον Αύγουστο του 2006. Η μείωση αυτή οφείλεται εν μέρει στην κυκλική άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά αντανakλά και την επίδραση των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας.²¹

2.4 Δημοσιονομικές εξελίξεις

Η δημοσιονομική θέση της ζώνης του ευρώ ως συνόλου εκτιμάται ότι θα βελτιωθεί περαιτέρω ελαφρά το 2006, μετά από την αρκετά σημαντική βελτίωση το 2005 (κατά 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας), η οποία προέκυψε κυρίως λόγω του υψηλού ρυθμού αύξησης των δημόσιων εσόδων σε αρκετές χώρες-μέλη. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ, το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης θα διαμορφωθεί σε 2,0% του ΑΕΠ το τρέχον έτος, από 2,2% το 2005, και αναμένεται να μειωθεί οριακά το 2007 σε 1,9% του ΑΕΠ.

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής εκτιμάται ότι θα είναι ελαφρώς περιοριστική το 2006, καθώς —σύμφωνα με υπολογισμούς του ΔΝΤ— το διαρθρωτικό δημοσιονομικό έλλειμμα²² στο σύνολο της ζώνης του ευρώ θα διαμορφωθεί στο 1,7% του δυνητικού ΑΕΠ, από 2,0% το

2005. Το ακαθάριστο δημόσιο χρέος προβλέπεται ότι θα μειωθεί στο 69,8% του ΑΕΠ το 2006 από 70,6% το 2005.

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις και προοπτικές της ζώνης του ευρώ για το 2006 αντανakλούν το αποτέλεσμα διαφορετικών επιδόσεων των επιμέρους χωρών: η δημοσιονομική θέση προβλέπεται να βελτιωθεί σε έξι χώρες-μέλη που εμφανίζουν δημοσιονομικό έλλειμμα (σε ορισμένες περιπτώσεις η βελτίωση θα είναι μόνο οριακή), ενώ στις υπόλοιπες η κατάσταση εκτιμάται ότι θα χειροτερεύσει ή θα παραμείνει αμετάβλητη. Από τις χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ οι οποίες έχουν υπαχθεί στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ), το ΔΝΤ προβλέπει βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης το 2006 και υποχώρηση του ελλείμματος κάτω από 3% του ΑΕΠ στη Γερμανία, τη Γαλλία και την Ελλάδα (σε 2,9%, 2,7% και 2,8% αντίστοιχα),²³ ενώ βελτίωση προβλέπεται επίσης στην Πορτογαλία και την Ιταλία (οριακή στην τελευταία περίπτωση), των οποίων όμως το έλλειμμα θα διατηρηθεί υψηλό (4,6% το 2006 και 3,7% το 2007 στην Πορτογαλία, 4,0% το 2006 και 4,1% το 2007 στην Ιταλία).

Στο πλαίσιο της ΔΥΕ, στις 14 Μαρτίου 2006 το Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών (ECOFIN) συνέστησε στη Γερμανία, με βάση το άρθρο 104(9)²⁴ της Συνθήκης, τη λήψη

¹⁹ Βλ. Eurostat, δελτίο τύπου, 14.9.2006.

²⁰ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Business and consumer survey results*, Σεπτέμβριος 2006.

²¹ Βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Ιούνιος 2006, και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Spring 2006 Economic Forecasts*, Μάιος 2006.

²² Το “διαρθρωτικό έλλειμμα” αντιστοιχεί στο ονομαστικό έλλειμμα διορθωμένο ως προς την επίδραση του οικονομικού κύκλου και προσωρινών παραγόντων.

²³ Σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ, το έλλειμμα θα παραμείνει και στις τρεις αυτές χώρες-μέλη κάτω από 3% του ΑΕΠ και το 2007.

²⁴ Κατά το άρθρο 104(9), σε περίπτωση μη συμμόρφωσης προς τη σύσταση για διόρθωση του υπερβολικού ελλείμματος, το Συμβούλιο δύναται να επιβάλει κυρώσεις στο κράτος-μέλος στο οποίο απευθύνεται η σύσταση.

μέτρων ώστε να θέσει τέρμα στην κατάσταση υπερβολικού ελλείμματος το συντομότερο δυνατόν και πάντως το αργότερο μέχρι το τέλος του 2007. Η διαδικασία του ανωτέρω άρθρου προβλέπει επίσης την κατάρτιση εκθέσεων έτσι ώστε να είναι σε θέση η Επιτροπή να αξιολογήσει την πρόοδο προς την εξάλειψη του υπερβολικού ελλείμματος (υπενθυμίζεται ότι η διαδικασία του άρθρου 104(9) έχει ήδη ενεργοποιηθεί, από τις 17.2.2005, για το υπερβολικό έλλειμμα της Ελλάδας).

Όσον αφορά το θεσμικό δημοσιονομικό πλαίσιο, εφαρμόζεται ήδη επί ένα έτος περίπου το αναθεωρημένο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Σύμφωνα με μια πρώτη αποτίμηση από το Συμβούλιο ECOFIN,²⁵ με βάση την αξιολόγηση της Επιτροπής στην έκθεσή της *Public Finances in EMU-2006* του Ιουνίου του 2006,²⁶ ο απολογισμός της εφαρμογής του αναθεωρημένου Συμφώνου κρίνεται συνολικά θετικός, καθώς η δημοσιονομική προσαρμογή στην ΕΕ βρίσκεται και πάλι σε εξέλιξη, όπως αντανακλάται στα δημοσιονομικά αποτελέσματα του 2005, σύμφωνα με τα οποία η διαρθρωτική δημοσιονομική προσαρμογή για τη ζώνη του ευρώ και για την ΕΕ έφθασε το 0,8% του ΑΕΠ. Επίσης, οι “μεσοπρόθεσμοι δημοσιονομικοί στόχοι” είναι διαφοροποιημένοι κατά κράτος-μέλος σύμφωνα με τις αρχές του τροποποιημένου Συμφώνου. Το Συμβούλιο θεωρεί ως λιγότερο θετική εξέλιξη το γεγονός ότι οι προβλεπόμενες δημοσιονομικές προσπάθειες δεν είναι πάντοτε αρκετά φιλόδοξες και ότι σε ορισμένες περιπτώσεις η δημοσιονομική προσαρμογή μετατίθεται στο απώτερο μέλλον. Συμπερασματικά, το Συμβούλιο θεωρεί ότι το τροποποιημένο Σύμφωνο διατήρησε το χαρακτήρα ενός συστήματος βασισμένου σε κανόνες, αλλά έδωσε επίσης την ευκαιρία για έναν ανοικτό και εποικοδομητικό διάλογο για την οικονομική πολιτική και συνέβαλε στη λήψη ομόφωνων αποφάσεων με

βάση όλες τις σχετικές προτάσεις της Επιτροπής. Στην παρούσα ευνοϊκή οικονομική συγκυρία, το Συμβούλιο θεωρεί ότι είναι απαραίτητο ορισμένες χώρες να εντείνουν, με συγκεκριμένα μέτρα, την προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής και επίτευξης των μεσοπρόθεσμων δημοσιονομικών στόχων.²⁷ Η ανάγκη της αυστηρής εφαρμογής του τροποποιημένου Συμφώνου ώστε να επιτευχθεί η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών και να ενισχυθεί η αξιοπιστία των κοινών δημοσιονομικών κανόνων έχει επίσης τονιστεί επανειλημμένα από την ΕΚΤ.²⁸

Όσον αφορά τις χώρες-μέλη της ΕΕ εκτός της ζώνης του ευρώ, το Συμβούλιο με απόφασή του στις 24.1.2006 διαπίστωσε την ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος στο Ηνωμένο Βασίλειο και συνέστησε την εξάλειψή του το αργότερο εντός του οικονομικού έτους 2006/07. Εξάλλου, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφάσισε στις 21.6.2006 να προτείνει στο Συμβούλιο την άρση της ΔΥΕ για την Κύπρο, καθώς το δημοσιονομικό της έλλειμμα μειώθηκε στο 2,4% του ΑΕΠ το 2005 και προβλέπεται να υποχωρήσει περαιτέρω το 2006 και το 2007. Στην ανακοίνωση της Επιτροπής²⁹ αναφέρεται ότι “η περικοπή της Κύπρου δείχνει ότι η δημοσιονομική προσαρμογή που αναλαμβάνεται με αποφασιστικότητα μπορεί να έχει διατηρήσιμα αποτε-

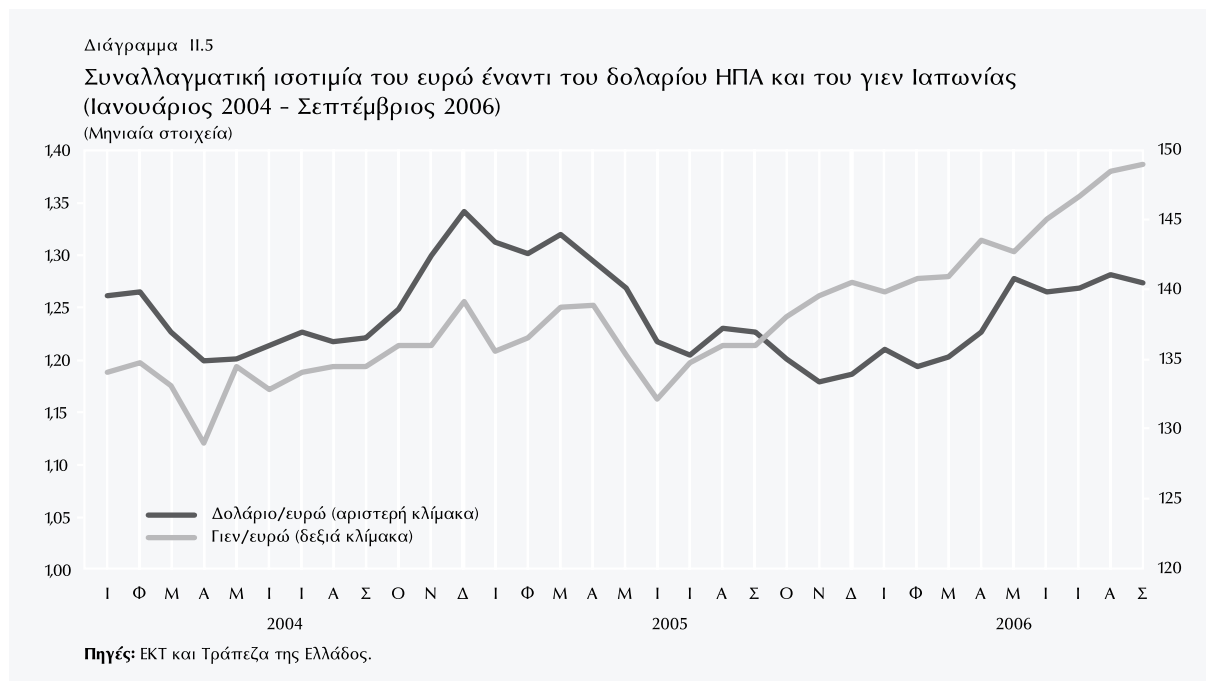
²⁵ Συμπεράσματα του Συμβουλίου ECOFIN της 11ης Ιουλίου 2006.

²⁶ Βλ. Ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής της 10ης Ιουνίου 2006, η οποία βασίστηκε στην εν λόγω έκθεση.

²⁷ Στα συμπεράσματα του Συμβουλίου ECOFIN της 11.7.2006 αναφέρεται επίσης ότι οι χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ, καθώς και αυτές που είναι μέλη του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (ΜΣΙ II), οι οποίες δεν έχουν ακόμη επιτύχει τους μεσοπρόθεσμους δημοσιονομικούς τους στόχους, επιβεβαιώνουν την προσήλωσή τους στην επίτευξη ετήσιας διαρθρωτικής δημοσιονομικής προσαρμογής, χωρίς να υπολογίζονται οι επιδράσεις προσωρινών μέτρων, ίσης με 0,5% του ΑΕΠ.

²⁸ Βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Ιούνιος 2006, καθώς και τις εισαγωγικές δηλώσεις του Προέδρου της ΕΚΤ J.-C. Trichet στις συνευτεύξεις τύπου της 6ης Ιουλίου και της 5ης Οκτωβρίου 2006.

²⁹ Δελτίο τύπου 21.6.2006, “Commission recommends abrogation of excessive deficit procedure against Cyprus”.



λέσματα” και ενθαρρύνεται η Κύπρος να συνεχίσει την προσπάθεια ώστε να επιτύχει δημοσιονομική θέση σχεδόν ισοσκελισμένη μέχρι το τέλος της δεκαετίας. Στις 11 Ιουλίου 2006 το Συμβούλιο ECOFIN αποφάσισε την άρση της ΔΥΕ που αφορούσε την Κύπρο.

2.5 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ και Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II³⁰

Ο ευρύτερος δείκτης της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ,³¹ ο οποίος είχε αυξηθεί συνολικά κατά 17,1% το 2004 έναντι του 2002 (σε μέσα ετήσια επίπεδα), εισήλθε σε πτωτική τροχιά από τις αρχές του 2005, η οποία ήταν σχεδόν συνεχής μέχρι το Φεβρουάριο του 2006. Από το Μάρτιο του 2006 η πορεία του δείκτη αντιστράφηκε και τον Αύγουστο αυτός βρισκόταν σε επίπεδο κατά 1,5% υψηλότερο από το μέσο όρο του 2005 και 3,9% υψηλότερο από ό,τι το Δεκέμβριο του 2005.

Ο δείκτης της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (βάσει του ΔΤΚ)

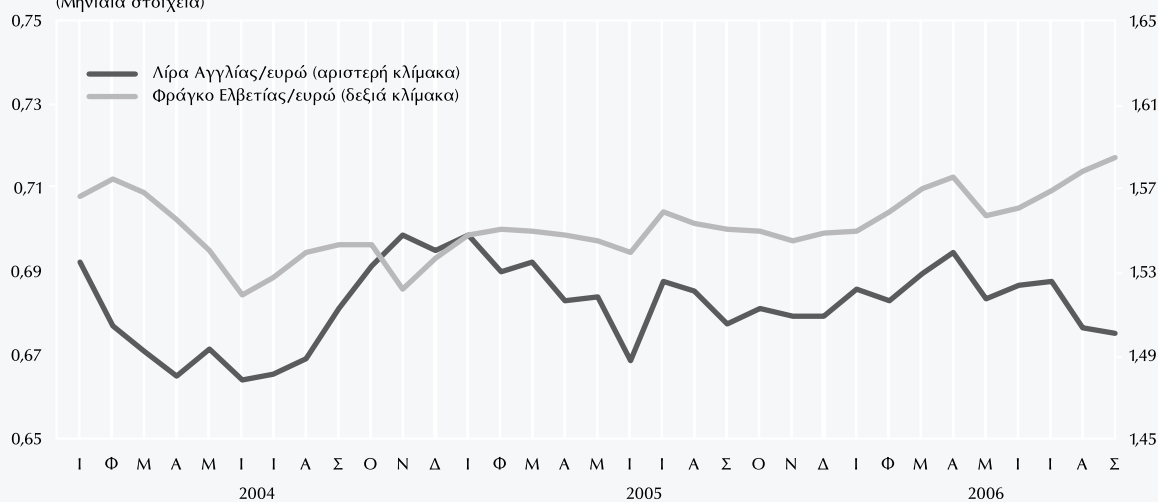
ακολούθησε παράλληλη πορεία με εκείνη του δείκτη της ονομαστικής ισοτιμίας. Αφού αυξήθηκε συνολικά κατά 16,1% τη διετία 2003-04, το 2005 υποχώρησε ελαφρά κατά 1,8% (μέσα επίπεδα). Η βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές της ζώνης του ευρώ ήταν συνεχής κατά τη διάρκεια του 2005 έως και το Φεβρουάριο του 2006 και, σε συνδυασμό με την ισχυρή εξωτερική ζήτηση, εκτιμάται ότι είχε ευνοϊκά αποτελέσματα στην οικονομική δραστηριότητα, κυρίως το 2006. Από το Μάρτιο και μετά, ο μέσος μηνιαίος δείκτης της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ ανατιμάται (υποδηλώνοντας υποχώρηση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές) και τον Αύγουστο ήταν σε επίπεδο υψηλότερο κατά 0,9% του μέσου όρου του 2005 και 3,7% υψηλότερο από ό,τι το Δεκέμβριο του 2005.

³⁰ Οι διμερείς και οι σταθμισμένες ισοτιμίες που χρησιμοποιούνται στο τμήμα αυτό είναι μέσοι όροι περιόδου (μηνός ή έτους).

³¹ Δείκτης της εξέλιξης των επιμέρους διμερών ισοτιμιών με βάση την αξία του εξωτερικού εμπορίου της ζώνης του ευρώ με 42 χώρες-εμπορικούς εταίρους της.

Διάγραμμα II.6

Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι της λίρας Αγγλίας και του φράγκου Ελβετίας
(Ιανουάριος 2004 - Σεπτέμβριος 2006)
(Μηνιαία στοιχεία)



Πηγές: ΕΚΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Τη μεγαλύτερη βαρύτητα στη διακύμανση του ευρώ έχει η διμερής ισοτιμία του με το δολάριο ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα II.5). Η συνεχής διολίσθηση του δολαρίου έναντι του ευρώ την τριετία 2002-2004, η οποία είχε αποτέλεσμα να διαμορφωθεί η ισοτιμία του ευρώ σε ιστορικά υψηλό επίπεδο (1,3408 δολ. ΗΠΑ) το Δεκέμβριο του 2004, αντιστράφηκε στη διάρκεια του 2005. Το Νοέμβριο του 2005 η διμερής ισοτιμία έφθασε στο χαμηλότερο επίπεδο του έτους (1,1786), έκτοτε όμως ενισχύεται. Τον Αύγουστο του 2006 η διμερής συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου/ευρώ βρισκόταν στο 1,2811, επίπεδο που αντιστοιχεί σε ανατίμηση του ευρώ κατά 3,0% έναντι του μέσου όρου του 2005 και κατά 8,1% έναντι του Δεκεμβρίου του 2005.

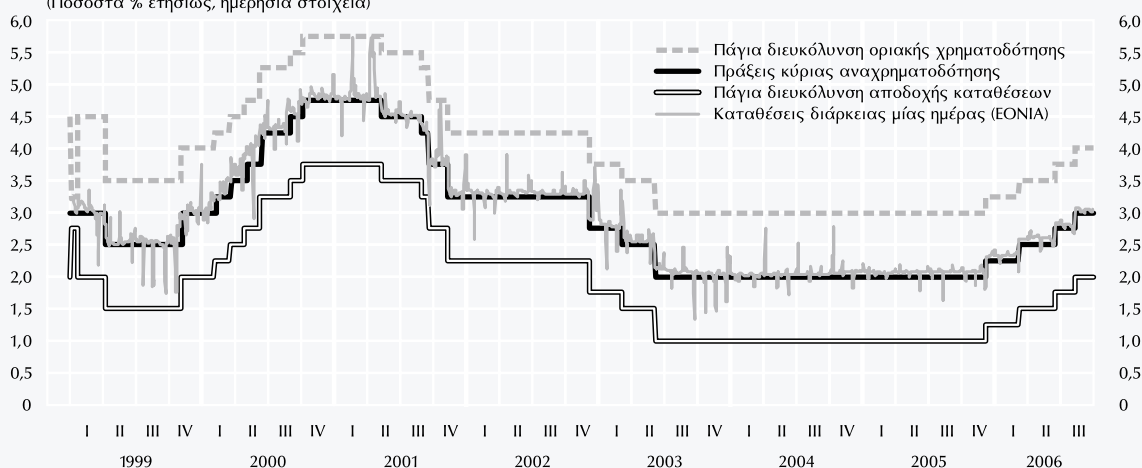
Η συναλλαγματική ισοτιμία του γιεν έναντι του ευρώ υποχωρεί συνεχώς μετά το 2000. Το 2005 το ευρώ είχε ανατιμηθεί έναντι του γιεν κατά 37,6% σε σχέση με το επίπεδο του 2000. Τον Αύγουστο του 2006 η διμερής συναλλαγματική ισοτιμία γιεν/ευρώ βρισκόταν στο 148,53, επίπεδο που αντιστοιχεί σε ανατίμηση του ευρώ

κατά 8,5% έναντι του μέσου όρου του 2005 και κατά 5,7% έναντι του Δεκεμβρίου του 2005. Η ισοτιμία της λίρας Αγγλίας έναντι του ευρώ εξακολούθησε και το 2006 να κινείται γενικά σε στενά όρια διακύμανσης (βλ. Διάγραμμα II.6), ενώ η ισοτιμία του ευρώ έναντι του κινεζικού γιουάν συνέχισε να έχει παρόμοια πορεία με εκείνη του ευρώ έναντι του δολαρίου. Τον Αύγουστο η συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/γιουάν βρισκόταν στο 10,2141, επίπεδο που αντιστοιχεί σε μικρή ανατίμηση του ευρώ (κατά 0,2%) έναντι του μέσου όρου του 2005, αλλά σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2005 αντιστοιχεί σε ανατίμηση του κατά 6,7%.

Στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (ΜΣΙ II), τα περισσότερα νομίσματα κινήθηκαν κοντά στην κεντρική τους ισοτιμία κατά τους τελευταίους μήνες. Εξάιρεση αποτέλεσε η κορώνα Σλοβακίας, η οποία παρουσίασε σημαντικότερη μεταβλητότητα. Η υποχώρηση της ισοτιμίας της έναντι του ευρώ τον Ιούνιο αντιστράφηκε κυρίως μετά την αύξηση, στις 25 Ιουλίου 2006, του βασικού επιτοκίου από την

Διάγραμμα II.7

Επιτόκιο της ΕΚΤ και επιτόκιο της αγοράς χρήματος διάρκειας μίας ημέρας (EONIA)
(Ιανουάριος 1999 - Σεπτέμβριος 2006)
(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Σημείωση: Στις 5 Οκτωβρίου 2006, το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφάσισε να αυξήσει περαιτέρω τα βασικά επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης.

Πηγή: ΕΚΤ.

κεντρική τράπεζα της χώρας κατά 50 μονάδες βάσης. Στα τέλη Αυγούστου η ισοτιμία του νομίσματος της Σλοβακίας ήταν ενισχυμένη κατά 2% έναντι της κεντρικής του ισοτιμίας στον ΜΣΙ II.

3. Νομισματικές εξελίξεις και πολιτική στη ζώνη του ευρώ

3.1 Η ενιαία νομισματική πολιτική της ΕΚΤ

Όπως προαναφέρθηκε (βλ. Τμήμα 1 του παρόντος κεφαλαίου), η νομισματική πολιτική σε ορισμένες σημαντικές βιομηχανικές οικονομίες είχε αρχίσει να αποκτά λιγότερο χαλαρή κατεύθυνση αρκετά νωρίτερα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ – στις ΗΠΑ οι αυξήσεις των επιτοκίων ξεκίνησαν τον Ιούλιο του 2004. Όσον αφορά τη ζώνη του ευρώ, από τα τέλη του προηγούμενου έτους το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε τα βασικά επιτόκια πέντε φορές,³² κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά (βλ. Διάγραμμα II.7 και Πίνακα II.2), επειδή ενισχύθηκαν οι πληθωριστικοί κίνδυνοι αφενός λόγω της

ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας, της ανόδου της τιμής του πετρελαίου μέχρι τον Αύγουστο και του ενδεχόμενου νέας ανόδου της και αφετέρου λόγω των νομισματοπιστωτικών εξελίξεων. Έτσι, το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, που είχε μειωθεί στο ιστορικό χαμηλό επίπεδο του 2% στις 5 Ιουνίου 2003, έχει διαμορφωθεί πλέον στο 3,25%. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει επισημάνει ότι, αν συνεχίζουν να επιβεβαιώνονται οι υποθέσεις και οι εκτιμήσεις της ΕΚΤ για τις οικονομικές και τις νομισματικές εξελίξεις και προοπτικές, θα δικαιολογείται η περαιτέρω άρση του διευκολυντικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής. Το Διοικητικό Συμβούλιο εξακολουθεί να παρακολουθεί προσεκτικά τις οικονομικές και τις νομισματικές εξελίξεις, προκειμένου να αποτραπούν κίνδυνοι αύξησης του πληθωρισμού και να εξασφαλιστεί σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

³² 1 Δεκεμβρίου 2005, 2 Μαρτίου, 8 Ιουνίου, 3 Αυγούστου και 5 Οκτωβρίου 2006.

Πίνακας II.2

Προσαρμογές βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ

(Ποσοστά % ετησίως)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων ¹	Πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης
6 Οκτωβρίου 2000	3,75	4,75	5,75
11 Μαΐου 2001	3,50	4,50	5,50
31 Αυγούστου 2001	3,25	4,25	5,25
18 Σεπτεμβρίου 2001	2,75	3,75	4,75
9 Νοεμβρίου 2001	2,25	3,25	4,25
6 Δεκεμβρίου 2002	1,75	2,75	3,75
7 Μαρτίου 2003	1,50	2,50	3,50
6 Ιουνίου 2003	1,00	2,00	3,00
6 Δεκεμβρίου 2005	1,25	2,25	3,25
8 Μαρτίου 2006	1,50	2,50	3,50
15 Ιουνίου 2006	1,75	2,75	3,75
9 Αυγούστου 2006	2,00	3,00	4,00
11 Οκτωβρίου 2006	2,25	3,25	4,25

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

Πηγή: ΕΚΤ.

Από τα μέσα του 2001 μέχρι τα μέσα του 2003 τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ μειώθηκαν, επειδή η εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας και η ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ που σημειώθηκαν την περίοδο εκείνη διαμόρφωσαν προοπτικές προσέγγισης της σταθερότητας των τιμών. Την περίοδο 2001-2003 η νομισματική πολιτική απέκτησε επεκτατική κατεύθυνση και στις υπόλοιπες ανεπτυγμένες οικονομίες.

Από τον Ιούνιο του 2003 μέχρι και το Νοέμβριο του 2005 τα βασικά επιτόκια παρέμειναν σταθερά σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα στη ζώνη του ευρώ, επειδή η επίδραση των παραγόντων που συγκρατούσαν τον πληθωρισμό αντιστάθμιζε την επίδραση των παραγόντων που ασκούσαν πληθωριστικές πιέσεις. Η επίδραση των συνθηκών που επικρατούσαν στις αγορές εργασίας στους μισθούς και η εξέλιξη των τιμών των εισαγόμενων μεταποιητικών αγαθών περιόριζαν τις πληθωριστικές πιέσεις. Από την άλλη πλευρά, πληθωριστικές πιέσεις ασκούσαν οι απότομες αυξήσεις της τιμής του

πετρελαίου και άλλων πρώτων υλών και η συνεχιζόμενη συσσώρευση υπερβάλλουσας ρευστότητας, η οποία συνδυαζόταν πλέον με σημαντική επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα. Όπως προαναφέρθηκε, από το τέλος του 2005 τα βασικά επιτόκια άρχισαν να αυξάνονται για να αποτραπούν οι κίνδυνοι αναζωπύρωσης του πληθωρισμού, που ολοένα ενισχύονταν.

Με τις αυξήσεις αυτές η ΕΚΤ επιδιώκει να συντελέσει στη σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών. Η σταθεροποίηση των προσδοκιών αποτελεί προϋπόθεση προκειμένου η νομισματική πολιτική να συμβάλλει σε μονιμότερη βάση στην ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης και στη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας στη ζώνη του ευρώ. Παρά τις αυξήσεις, τα ονομαστικά και τα πραγματικά επιτόκια σε όλες τις διάρκειες εξακολουθούν να βρίσκονται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, τα οποία στηρίζουν την οικονομική δραστηριότητα. Επίσης, η ρευστότητα παραμένει μεγάλη.

Η οικονομική ανάλυση στην οποία βασίστηκαν οι πρόσφατες αυξήσεις των επιτοκίων δείχνει ότι ο ρυθμός αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να προσεγγίσει το δεύτερο εξάμηνο του 2006, όπως και το 2007, το ρυθμό ανόδου του δυνητικού προϊόντος στη ζώνη του ευρώ³³ (βλ. και Τμήμα 2 του παρόντος κεφαλαίου). Ο ρυθμός πληθωρισμού (που υπερέβαινε το 2% μέχρι τον Αύγουστο αλλά υποχώρησε στο 1,8% το Σεπτέμβριο) είναι πιθανό να αυξηθεί και πάλι μέχρι το τέλος του έτους και προβλέπεται να διαμορφωθεί άνω του 2% κατά μέσον όρο τόσο εφέτος όσο και το 2007, επειδή οι έμμεσες επιδράσεις από τις αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου³⁴ και άλλων βασικών εμπορευμάτων πρόκειται να ενταθούν, όπως δείχνουν η επιτάχυνση των ρυθμών αύξησης των τιμών παραγωγού βιομηχανικών αγαθών (πλην κατασκευών και ενέργειας) και των τιμών καταναλωτή χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, καθώς και τα αποτελέσματα των ερευνών για τις τιμές σε επίπεδο παραγωγού. Επιπρόσθετα, η αύξηση των έμμεσων φόρων στη Γερμανία που έχει δρομολογηθεί για το 2007 αναμένεται να αυξήσει τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ κατά μισή εκατοστιαία μονάδα περίπου.³⁵ Όμως, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος παραμένει περιορισμένος, αντανακλώντας τη συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων, στην οποία συμβάλλει ουσιαδώς η πίεση του διεθνούς ανταγωνισμού.

Στις αποφάσεις για αυξήσεις των επιτοκίων ελήφθη υπόψη το ότι οι προβολές³⁶ για τον πληθωρισμό, ιδίως για το έτος 2006, αναθεωρήθηκαν επανειλημμένα προς τα άνω λόγω των αυξήσεων της τιμής του πετρελαίου μέχρι τον Αύγουστο του τρέχοντος έτους.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διαπιστώνει την ύπαρξη πληθωριστικών κινδύνων οι οποίοι θα προκύψουν από ενδεχόμενες νέες αυξήσεις

της τιμής του πετρελαίου, από μεγαλύτερη μετακύλιση των προηγούμενων αυξήσεων στους καταναλωτές, από πρόσθετες αυξήσεις των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών ή της έμμεσης φορολογίας όπως και από αυξήσεις (μεγαλύτερες από ό,τι σήμερα προβλέπεται) του κόστους εργασίας και των μισθών εξαιτίας δευτερογενών επιδράσεων ή επιδράσεων από την αύξηση της συνολικής ζήτησης.

Σημειώνεται ότι: Πρώτον, δευτερογενείς επιδράσεις στο κόστος εργασίας είναι δυνατόν να ασκήσουν όχι μόνον οι αυξήσεις της τιμής του πετρελαίου αλλά και οι αυξήσεις των έμμεσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών. Δεύτερον, η μετακύλιση των αυξήσεων της τιμής του αργού πετρελαίου στις τιμές καταναλωτή (μέσω άμεσων, έμμεσων και δευτερογενών επιδράσεων) καθίσταται ευκολότερη όταν, όπως στην παρούσα φάση, η οικονομική δραστηριότητα ανακάμπτει και έτσι η ζήτηση στις αγορές αγαθών και εργασίας είναι σχετικά ισχυρότερη.

Στο πλαίσιο της νομισματικής ανάλυσης, το Διοικητικό Συμβούλιο υπογραμμίζει ότι υπάρχει υψηλή ρευστότητα, η οποία συμβάλλει στην αύξηση των κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Αν και το τρίμηνο Ιουνίου-Αυγούστου του 2006 η άνοδος του M3 επιβραδύνθηκε, ίσως λόγω της αύξησης των επιτοκίων, ο ετήσιος ρυθμός αύξησής του παραμένει πολύ υψηλός, καθώς σημείωνε σχεδόν

³³ Για το ρυθμό ανόδου του δυνητικού προϊόντος (της παραγωγικής ικανότητας) στη ζώνη του ευρώ βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Πλαίσιο 5, Ιούλιος 2005.

³⁴ Όταν αυξάνεται η τιμή του αργού πετρελαίου, ασκούνται έμμεσες, έμμεσες και δευτερογενείς επιδράσεις στον πληθωρισμό (βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική*, Φεβρουάριος 2005, Πλαίσιο III.1).

³⁵ Deutsche Bundesbank, *Μηνιαίο Δελτίο*, Μάιος 2006.

³⁶ Μακροοικονομικές προβολές καταρτίζονται το Μάρτιο και το Σεπτέμβριο κάθε έτους από τους εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ, ενώ τον Ιούνιο και το Δεκέμβριο καταρτίζονται από τους εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος.

Διάγραμμα II.8

Ποσότητα χρήματος M3¹ και δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ
(Ιανουάριος 1999 - Αύγουστος 2006)

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



1 Εποχικώς και ημερολογιακώς διορθωμένα στοιχεία.

Πηγή: ΕΚΤ.

αδιάκοπη επιτάχυνση επί δύο έτη (Μάιος 2004: 5%, Μάιος 2006: 8,8%, Αύγουστος: 8,2%, βλ. Διάγραμμα II.8). Η ανοδική τάση του ετήσιου ρυθμού αύξησης του M3 δεν μπορεί να αποδοθεί σε αναδιάρθρωση χαρτοφυλακίων προς ρευστές και ασφαλείς τοποθετήσεις λόγω αύξησης της αβεβαιότητας, όπως συνέβαινε την περίοδο 2001-2002. Αντίθετα, ο υψηλός ρυθμός αύξησης του M3 προκαλεί ανησυχία όχι μόνο διότι συνεπάγεται σημαντική περαιτέρω διόγκωση της ήδη υψηλής ρευστότητας αλλά και επειδή, κατ' αντίθεση με την περίοδο 2001-2002, συμβαδίζει εδώ και αρκετά έτη με επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα (Μάιος 2004: 6%, Μάιος 2006: 11,8%, Αύγουστος 2006: 11,9%), ιδίως των στεγαστικών δανείων προς τα νοικοκυριά αλλά, πιο πρόσφατα, και των δανείων προς τις επιχειρήσεις. Η επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα οφείλεται κυρίως στο χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων.

Επισημαίνεται ότι εν πολλοίς οι πιστώσεις προς τα νοικοκυριά χρηματοδοτούν αγορές κατοικιών και έτσι συμβάλλουν στη διαμόρφωση υψηλών

ρυθμών ανόδου των τιμών των κατοικιών σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ. Με τη σειρά τους, οι αυξήσεις των τιμών των κατοικιών συντελούν σε περαιτέρω διεύρυνση του δανεισμού, καθώς συνεπάγονται αύξηση της αξίας των εξασφαλίσεων που προσφέρουν τα νοικοκυριά στα νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (ΝΧΙ). Επιπρόσθετα, δημιουργούνται προσδοκίες ότι οι αυξήσεις των τιμών θα συνεχιστούν: οι προσδοκίες αυτές ενισχύουν τη ζήτηση κατοικιών με στόχο την πραγματοποίηση κερδών κεφαλαίου και, ως εκ τούτου, τη ζήτηση πιστώσεων για να χρηματοδοτηθεί η αγορά κατοικιών.³⁷

3.2 Η εξέλιξη του M3

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της ποσότητας χρήματος (M3) επιταχύνθηκε το πρώτο πεντάμηνο του 2006 και διαμορφώθηκε σε 8,8% το Μάιο, έναντι 7,3% το Δεκέμβριο του 2005 (βλ. Διάγραμμα II.8). Το τρίμηνο Ιουνίου-Αυγούστου

37 Βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, "Αξιολόγηση της εξέλιξης των τιμών των κατοικιών της ζώνης του ευρώ", Φεβρουάριος 2006.

Πίνακας II.3

Κύριες συνιστώσες της ποσότητας χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ

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

	2005		2006			
	γ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	α' τρίμηνο	β' τρίμηνο	Ιούλιος	Αύγουστος
M1	11,2	10,9	10,3	9,9	7,4	7,2
Νόμισμα σε κυκλοφορία	16,0	14,8	13,4	11,9	11,5	11,4
Καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας	10,4	10,2	9,8	9,5	6,7	6,5
Λοιπές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις (=M2-M1)	5,5	5,9	6,8	8,4	9,2	9,8
Καταθέσεις προθεσμίας διάρκειας έως 2 ετών	4,5	6,5	9,7	15,2	19,0	21,0
Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών	6,0	5,3	4,6	3,7	2,5	2,2
M2	8,4	8,5	8,6	9,2	8,2	8,4
Εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα (=M3-M2)	5,5	3,7	3,3	5,7	5,3	7,3
M3	8,0	7,8	7,8	8,7	7,8	8,2

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

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

Πηγή: ΕΚΤ.

ο ρυθμός αύξησης του M3 επιβραδύνθηκε (μέσος όρος τριμήνου: 8,2%). Κατά το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου από το 2001 μέχρι τις αρχές του 2003 ο ρυθμός αύξησης του M3 επιταχυνόταν (Δεκέμβριος 2000: 4,1%, Απρίλιος 2003: 8,9%), με αποτέλεσμα να υπερβεί την τιμή αναφοράς (4,5%) για μεγάλο χρονικό διάστημα. Στη συνέχεια, ο εν λόγω ρυθμός επιβραδύνθηκε και έφθασε το 5% στα μέσα περίπου του 2004. Έκτοτε η αύξηση του M3 επιταχύνεται σχεδόν αδιάκοπα.

Η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του M3 από τις αρχές περίπου του 2001 μέχρι τις αρχές του 2003 αποδίδεται σε αναδιαρθρώσεις των χαρτοφυλακίων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων από περιουσιακά στοιχεία με σχετικά υψηλότερο κίνδυνο αλλά και υψηλότερες αποδόσεις (όπως οι μετοχές) προς ρευστά και ασφαλή στοιχεία (όπως τα εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα) που περιλαμβάνονται στο M3. Οι αναδιαρθρώσεις αυτές συνδέονταν με τη σημαντική πτώση των τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές και γενικά την αύξηση της

αβεβαιότητας. Αντίθετα, σε περιόδους (όπως μετά τις αρχές του 2003 και μέχρι τα μέσα του 2004) κατά τις οποίες η αβεβαιότητα υποχωρούσε, κεφάλαια μετατοπίζονταν από στοιχεία του M3 προς περισσότερο μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις, με αποτέλεσμα να παρατηρείται επιβράδυνση της αύξησης του M3. Μετά τα μέσα του 2004 όμως, η επίδραση των χαμηλών επιτοκίων, που αντιπροσωπεύουν το κόστος ευκαιρίας της διακράτησης χρήματος,³⁸

³⁸ Εάν τα διαθέσιμα κεφάλαια δεν είχαν τοποθετηθεί σε στοιχεία του M3, θα είχαν τοποθετηθεί σε εναλλακτικό προς το M3 περιουσιακό στοιχείο και θα απέφεραν εισόδημα με βάση την απόδοση του στοιχείου αυτού. Το κόστος ευκαιρίας, δηλ. το εισόδημα το οποίο χάνει η οικονομική μονάδα όταν διακρατεί ένα ευρώ σε χρήμα, δίνεται από την απόδοση του εναλλακτικού προς το M3 στοιχείου. Το ερώτημα, βέβαια, στην πράξη είναι ποιο ακριβώς περιουσιακό στοιχείο πρέπει να λαμβάνεται ως εναλλακτικό προς το M3: τα μακροπρόθεσμα ομόλογα, οι βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις στην εγχώρια διατραπεζική αγορά, περιουσιακά στοιχεία σε συνάλλαγμα ή τα αγαθά; Έτσι, για να ποσοτικοποιηθεί το κόστος ευκαιρίας από τη διακράτηση χρήματος, γίνεται πολλές φορές χρήση των αποδόσεων ενός ευρέος φάσματος περιουσιακών στοιχείων. Στο πλαίσιο εκτιμήσεων για τη συνάρτηση ζήτησης του M3, η ΕΚΤ έχει χρησιμοποιήσει εναλλακτικά την απόδοση των 10ετών ομολόγων της ζώνης του ευρώ, το επιτόκιο EURIBOR τριών μηνών και το ρυθμό πληθωρισμού (που θεωρείται ότι αντιπροσωπεύει την απόδοση των αγαθών).

υπερίσχυσε και προκάλεσε σχεδόν αδιάκοπη επιτάχυνση της ανόδου του M3. Τέλος, η αύξηση του M3 επιβραδύνθηκε τον Ιούνιο και τον Ιούλιο του 2006 (αν και εξακολουθεί να παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα) λόγω της αύξησης των επιτοκίων.

Αναλυτικότερα,³⁹ τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006 παρατηρήθηκε επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου του M1 και των συνιστωσών του (βλ. Πίνακα II.3). Ωστόσο, ο ρυθμός αύξησης του M1 παραμένει πολύ υψηλός, μετά τη σημαντική επιτάχυνση που παρουσίασε τα τελευταία έτη, κυρίως λόγω του χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων. Εξάλλου, τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006 σημειώθηκε σημαντική επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των καταθέσεων προθεσμίας έως δύο ετών, επειδή τα επιτόκια που προσφέρονται για τις καταθέσεις αυτές ακολούθησαν τη γενική άνοδο. Αντίθετα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων μίας ημέρας και των καταθέσεων υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών επιβραδύνθηκε, καθώς τα επιτόκια των εν λόγω καταθέσεων δεν αυξήθηκαν στον ίδιο βαθμό με τα προαναφερθέντα επιτόκια, με αποτέλεσμα να σημειωθεί μετατόπιση κεφαλαίων από τις καταθέσεις αυτές προς τις καταθέσεις προθεσμίας. Σημαντική επιτάχυνση σημείωσε ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των χρεογράφων διάρκειας έως δύο ετών, καθώς οι επενδυτές προτίμησαν αυτούς τους τίτλους έναντι πιο μακροπρόθεσμων ομολόγων λόγω των προσδοκιών για περαιτέρω αυξήσεις των επιτοκίων. Επίσης, στα χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών περιλαμβάνονται νέα σύνθετα προϊόντα, τα οποία παρουσιάζουν δυναμική ανάπτυξη, καθώς ενσωματώνουν παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Τα σύνθετα αυτά προϊόντα επιτρέπουν στους επενδυτές να ωφελούνται από τυχόν άνοδο των χρηματιστηριακών τιμών, αλλά και να προστατεύονται από μεγάλες κεφαλαιακές ζημιές στην αντίθετη περίπτωση.

Η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της ποσότητας χρήματος τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006, όπως εξάλλου και στο μεγαλύτερο μέρος της περιόδου από τα μέσα του 2004, αντικατοπτρίζει κυρίως τη σχεδόν συνεχή επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα (βλ. Διάγραμμα II.8 και Πίνακα II.4). Η εξέλιξη των δανείων μπορεί να αποδοθεί στα ιδιαιτέρως χαμηλά επιτόκια,⁴⁰ καθώς και – στο πρώτο ήμισυ του 2006 – στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Η επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των στεγαστικών δανείων προς τα νοικοκυριά (από τα μέσα του 2003) μπορεί να αποδοθεί επιπρόσθετα στις μεγάλες αυξήσεις των τιμών των κατοικιών σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ. Όπως επισημάνθηκε παραπάνω, η πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά ενισχύει περαιτέρω τη ζήτηση για κατοικίες και έτσι προκαλεί νέες αυξήσεις των τιμών. Αυξητική επίδραση στο M3 ασκεί η ενίσχυση της καθαρής θέσης των NXI έναντι του εξωτερικού από τις αρχές του 2006, καθώς οι προσδοκίες για συνέχιση της ανατίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, παράλληλα με τη μείωση της διαφοράς των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων μεταξύ ΗΠΑ και ζώνης του ευρώ, ενθάρρυναν την εισροή

39 Υπενθυμίζεται ότι: $M3 = M1 + \text{λοιπές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις} + \text{εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα}$, $M1 = \text{νόμισμα σε κυκλοφορία} + \text{καταθέσεις μίας ημέρας}$, $\text{λοιπές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις} = \text{καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο ετών} + \text{καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών}$, $\text{εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα} = \text{συμφωνίες επαναγοράς} + \text{μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων αγοράς χρήματος} + \text{χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών}$

40 Σύμφωνα με την τριμηνιαία έρευνα του Ευρωσυστήματος για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ, τα NXI έχουν μειώσει τα τελευταία έτη τα επιτοκιακά περιθώριά τους. Επίσης έχουν καταστήσει χαλαρότερους ορισμένους από τους λοιπούς (εκτός επιτοκίου) όρους χορήγησης πιστώσεων, όπως είναι οι εξασφαλίσεις που απαιτούνται, η διάρκεια και το ύψος των χρηματοδοτήσεων, οι διάφορες ρήτρες στα δάνεια, οι επιβαρύνσεις εκτός τόκων και, επιπλέον για τα στεγαστικά δάνεια, ο λόγος του ύψους του δανείου προς την αξία του ακινήτου που υποθηκεύεται.

Πίνακας II.4

Κύριοι παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή της ποσότητας χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ

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

	2005		2006			
	γ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	α' τρίμηνο	β' τρίμηνο	Ιούλιος	Αύγουστος
Πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις³	9,2	8,9	8,8	8,7	8,8	8,4
Πιστώσεις προς τη γενική κυβέρνηση	1,1	2,5	2,3	0,8	-0,9	-1,7
Δάνεια προς τη γενική κυβέρνηση	-1,2	0,0	0,8	0,3	-0,6	-0,9
Πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα	8,6	9,4	10,4	11,7	11,8	11,9
Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα	8,4	9,0	10,1	11,2	11,1	11,3
– προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα ⁴	7,0	7,7	9,2	11,0	11,8	12,0
– προς νοικοκυριά ⁴	8,5	9,0	9,6	9,8	9,4	9,2

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

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

3 Συμπεριλαμβάνονται κεφάλαιο και αποθεματικά.

4 Μη εποχικώς και ημερολογιακώς διορθωμένα στοιχεία.

Πηγή: ΕΚΤ.

κεφαλαίων για τοποθετήσεις σε τίτλους της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, η διατήρηση του ρυθμού αύξησης των πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των ΝΧΙ σε υψηλά επίπεδα συνέβαλε τα τελευταία έτη σε συγκράτηση της επιτάχυνσης του M3. Η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης συνετέλεσε και αυτή στη συγκράτηση της αύξησης του M3.

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

Το τελευταίο τρίμηνο του 2005 τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια (1, 3, 6 και 12 μηνών) άρχισαν να αυξάνονται, καθώς ενισχύονταν οι προσδοκίες για αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Η άνοδος των επιτοκίων συνεχίζεται το 2006 (βλ. Διάγραμμα II.9).⁴¹ Είχαν προηγηθεί μειώσεις των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων

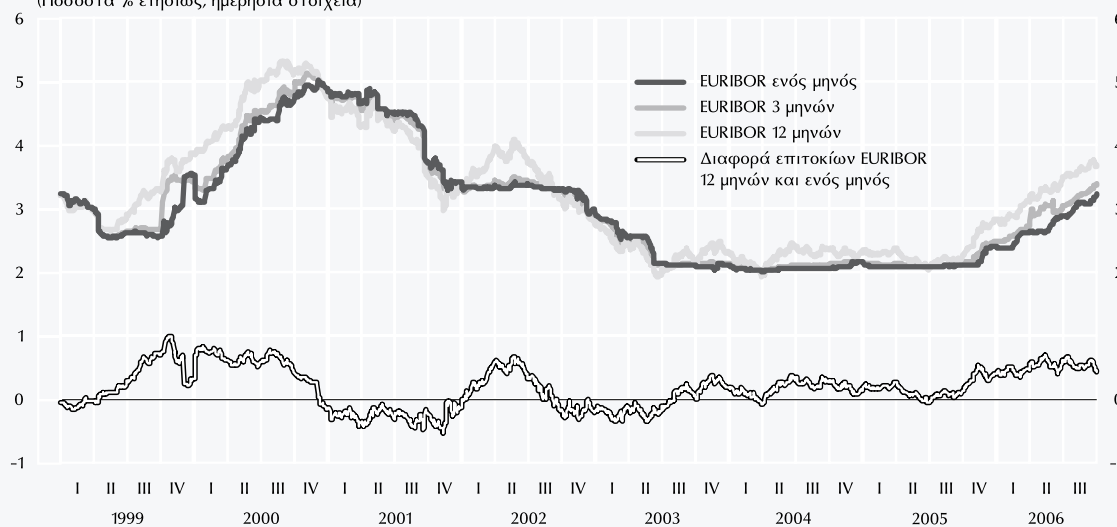
λόγω της χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ από τα μέσα του 2001 έως και τα μέσα του 2003 και μια μακρά περίοδος σταθερότητας των επιτοκίων σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα από τον Ιούνιο του 2003 έως και το τρίτο τρίμηνο του 2005.

Από τα τέλη του 2005 οι προσδοκίες της αγοράς για τη μελλοντική εξέλιξη των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, όπως υποδηλώνουν τα τεκμαρτά επιτόκια που υπολογίζονται με βάση τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του επιτοκίου EURIBOR τριών μηνών, αναθεωρήθηκαν προσδευτικά προς τα άνω, καθώς θεωρήθηκε πιθανή η αύξηση των βασικών επιτοκίων. Οι προσδοκίες αυτές οδήγησαν σε εντονότερη άνοδο των επιτοκίων στις μεγαλύτερες διάρκειες και γι' αυτό η κλίση της καμπύλης αποδόσεων στην

⁴¹ Επιτόκιο EURIBOR τριών μηνών στις 28 Σεπτεμβρίου: 3,41%.

Διάγραμμα II.9

Βραχυπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 1999 - Σεπτέμβριος 2006)
(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

αγορά χρήματος, που μετρείται με τη διαφορά μεταξύ των επιτοκίων EURIBOR 12 μηνών και ενός μηνός, παρουσιάζεται αυξημένη σε σχέση με το προηγούμενο έτος (βλ. Διάγραμμα II.9).

Η τεκμαρτή μεταβλητότητα του επιτοκίου EURIBOR τριών μηνών⁴² μειώθηκε τα τρία και πλέον τελευταία έτη και έφθασε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα τον Αύγουστο του 2006. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι η αβεβαιότητα στην αγορά χρήματος σε σχέση με την πορεία των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στο άμεσο μέλλον παραμένει πολύ χαμηλή, εξελίξη στην οποία συμβάλλει η επικοινωνιακή πολιτική της ΕΚΤ.

Από τους τελευταίους μήνες του 2005 παρατηρείται αύξηση των επιτοκίων των NXI στις περισσότερες κατηγορίες καταθέσεων και δανείων,⁴³ λόγω της ανόδου των επιτοκίων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Οι αυξήσεις των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων των NXI μεταξύ Σεπτεμβρίου του 2005 και Ιουλίου του 2006 κυμάνθηκαν από 10 έως 87 μονάδες βάσης,⁴⁴ ενώ η αύξηση του επιτοκίου EURIBOR τριών μηνών ανήλθε σε

96 μονάδες βάσης. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια των NXI, που ακολουθούν με κάποια χρονική υστέρηση τις μεταβολές των αποδόσεων των κρατικών τίτλων αντίστοιχης διάρκειας, σημείωσαν αυξήσεις από 8 έως 108 μονάδες βάσης, έναντι αύξησης των αποδόσεων των πενταετών ομολόγων κατά 124 μονάδες βάσης.

Παρά τη συνεχή άνοδο του κόστους της τραπεζικής χρηματοδότησης και του κόστους άντλησης δανειακών κεφαλαίων από την αγορά,

⁴² Η μεταβλητότητα υπολογίζεται με βάση τις τιμές των δικαιωμάτων προαίρεσης σε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης επί του επιτοκίου EURIBOR τριών μηνών. Τα συμβόλαια αυτά ενσωματώνουν τις προσδοκίες της αγοράς για το μελλοντικό ύψος του επιτοκίου EURIBOR τριών μηνών.

⁴³ Ενδεικτικά αναφέρονται τα επιτόκια που προσφέρονταν τον Ιούλιο του 2006 (τον τελευταίο μήνα για τον οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία) στις κατηγορίες καταθέσεων και χορηγήσεων οι οποίες παρουσίασαν το μεγαλύτερο όγκο νέων εργασιών: καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας: για νοικοκυριά: 0,81%, για επιχειρήσεις: 1,24%, υπεραναλήψεις από τρεχούμενους λογαριασμούς: από νοικοκυριά: 9,86%, από επιχειρήσεις: 5,52%.

⁴⁴ Επισημαίνεται ότι τα επιτόκια που αναφέρονται στο κεφάλαιο αυτό αφορούν νέα δάνεια και νέες καταθέσεις, σε αντιδιαστολή με δάνεια και καταθέσεις που έχουν συνολοκληρωθεί στο παρελθόν αλλά εξακολουθούν να περιλαμβάνονται στα αντίστοιχα υφιστάμενα συνολικά υπόλοιπα δανείων και καταθέσεων επειδή δεν έχουν εξοφληθεί.

καθώς και παρά την περιορισμένη άνοδο του κόστους χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης μετοχών, το πραγματικό κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης⁴⁵ των επιχειρήσεων παρέμεινε σχετικά χαμηλό το πρώτο εξάμηνο του 2006. Επίσης, μειώθηκε η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων χορηγήσεων των ΝΧΙ προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά και των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων συγκρίσιμης διάρκειας. Το χρέος των νοικοκυριών και το χρέος των επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν περαιτέρω ως ποσοστά του ΑΕΠ το πρώτο εξάμηνο του 2006,⁴⁶ αν και παραμένουν χαμηλά σε σύγκριση με άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες.

Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων ακολούθησαν γενικά ανοδική πορεία το πρώτο εξάμηνο του έτους. Οι αποδόσεις, αν και μειώθηκαν το τρίτο τρίμηνο,⁴⁷ παρέμειναν σε υψηλότερα επίπεδα από ό,τι το 2005 (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.10). Η άνοδος των αποδόσεων το πρώτο εξάμηνο του 2006 μπορεί να αποδοθεί στη βελτίωση των προοπτικών για την οικονομική δραστηριότητα, η οποία συνετέλεσε σε αύξηση του πραγματικού επιτοκίου, στην ενίσχυση –αν και οριακή, δεδομένης της αξιοπιστίας της ΕΚΤ– των μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών και στην αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου τα οποία ενσωματώνονται στα μακροπρόθεσμα επιτόκια.⁴⁸ Το τρίτο τρίμηνο του 2006 οι αποδόσεις μειώθηκαν, κυρίως λόγω εκτιμήσεων ότι η οικονομική δραστηριότητα στις ΗΠΑ επιβραδύνεται.

Από την προηγούμενη δεκαετία μέχρι και το 2005 οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων ακολούθησαν διεθνώς πτωτική τάση. Παρά τις αυξήσεις κατά το πρώτο εξάμηνο του 2006, οι αποδόσεις διατηρούνται ακόμη σε χαμηλά επίπεδα, καθώς η υποχώρηση του πληθωρισμού και η ενίσχυση της αξιοπιστίας της νομισματικής πολιτικής (σε σύγκριση με

την προηγούμενη δεκαετία) συμβάλλουν σε συγκράτηση των πληθωριστικών προσδοκιών. Η αύξηση της τιμής του πετρελαίου από το 2004, που θεωρείται σε μεγάλο βαθμό μόνιμη (ανεξάρτητα από βραχυχρόνιες διακυμάνσεις), επιδρά αρνητικά στον προσδοκώμενο μακροχρόνιο ρυθμό οικονομικής ανόδου, άρα και στο πραγματικό επιτόκιο. Επιπρόσθετα, τα τελευταία έτη παρατηρήθηκε ασυνήθιστη αύξηση της ζήτησης για μακροπρόθεσμους κρατικούς τίτλους, λόγω μεταβολών της διάρθρωσης των παγκόσμιων αγορών κεφαλαίων οι οποίες δεν σχετίζονται με τον οικονομικό κύκλο.⁴⁹ Ειδικότερα, θεσμικές ρυθμίσεις έχουν ωθήσει τα

⁴⁵ Το πραγματικό κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης υπολογίζεται ως το μέσο σταθμικό κόστος της τραπεζικής χρηματοδότησης, της χρηματοδότησης μέσω έκδοσης ομολόγων και της χρηματοδότησης μέσω έκδοσης μετοχών, σε αποπληθωρισμένη βάση, όπου η στάθμιση γίνεται με βάση τα υπόλοιπα των χρηματοδοτήσεων. Το πραγματικό κόστος της τραπεζικής χρηματοδότησης και της χρηματοδότησης με την έκδοση ομολόγων δίνεται από τα αντίστοιχα επιτόκια μείον τον αναμενόμενο πληθωρισμό, όπως προσδιορίζεται από την έρευνα της Consensus Economics. Ο υπολογισμός του κόστους έκδοσης μετοχών βασίζεται στο ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής ισούται με το άθροισμα της παρούσας αξίας των μελλοντικών μερισμάτων, η οποία μπορεί να εκφραστεί αλγεβρικά με βάση τις παραδοχές ότι (α) τα μερίσματα έχουν σταθερή αναλογία προς τα κέρδη και (β) ο ρυθμός αύξησης των κερδών εξελίσσεται σε τρία στάδια, ώστε τελικά μετά από 12 έτη να προσεγγίσει σε αποπληθωρισμένη βάση το ρυθμό αύξησης του δυνητικού προϊόντος στη ζώνη του ευρώ και έκτοτε να παραμείνει σταθερός. Με δεδομένες τις παραδοχές για την εξέλιξη των κερδών της εταιρίας και των μερισμάτων που αυτή διανέμει, μπορεί να υπολογιστεί ο πραγματικός συντελεστής προεξόφλησης που εξισώνει την παρούσα αξία των μερισμάτων με την τρέχουσα τιμή της μετοχής (σε αποπληθωρισμένη βάση). Ο συντελεστής αυτός δίνει το πραγματικό κόστος της χρηματοδότησης με έκδοση μετοχών.

⁴⁶ Σε 58,5% και 65% αντίστοιχα. Στο τέλος του 2005, του πιο πρόσφατου έτους για το οποίο υπάρχουν διεθνώς συγκρίσιμα στοιχεία, ο λόγος του χρέους των νοικοκυριών (επιχειρήσεων) προς το ΑΕΠ ανερχόταν σε 57,8% (62,9%) στη ζώνη του ευρώ, 90,3% (65,5%) στις ΗΠΑ και 96,7% (105%) στο Ηνωμένο Βασίλειο. Πηγές: ΕΚΤ, Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, Τράπεζα της Αγγλίας και UK National Statistics. Τα στοιχεία αφορούν το συνολικό χρέος των νοικοκυριών και όχι μόνο τις υποχρεώσεις τους έναντι των ΝΧΙ (για τις οποίες βλ. Κεφάλαιο ΙΙΙ, Τμήματα 2.1 και 4).

⁴⁷ Η εξέλιξη αυτή περιορίζει τη μετάδοση της επίδρασης στην οικονομία των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Προς την αντίθετη κατεύθυνση όμως επιδρά η αύξηση του λόγου του χρέους των νοικοκυριών προς το ΑΕΠ που προαναφέρθηκε, ιδίως στο βαθμό που το χρέος αποτελείται από δάνεια μεταβλητού επιτοκίου.

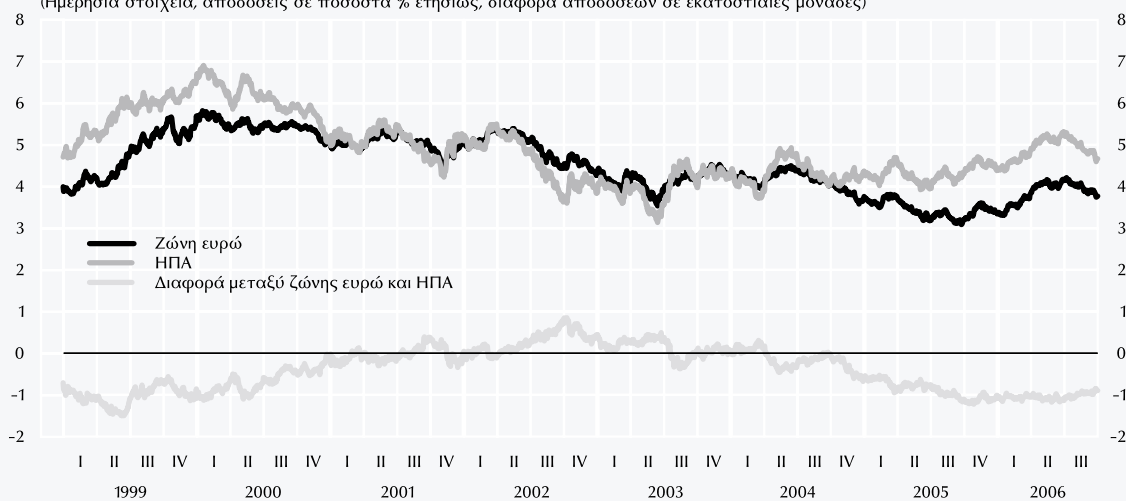
⁴⁸ Απόδοση 10ετών ομολόγων στις 28 Σεπτεμβρίου: 3,77%.

⁴⁹ Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική 2005-2006, Φεβρουάριος 2006, Πλαίσιο ΙΙ.1.

Διάγραμμα II.10

Αποδόσεις 10ετών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ
(Ιανουάριος 1999 – Σεπτέμβριος 2006)

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



Πηγή: ΕΚΤ.

ταμεία συντάξεων και τις ασφαλιστικές εταιρίες να επενδύουν μεγαλύτερο μέρος των διαθέσιμων τους σε μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα. Η αντιμετώπιση του δημογραφικού προβλήματος καθιστά απαραίτητη την άνοδο της αποταμίευσης και έτσι επιδρά αυξητικά στη ζήτηση μακροπρόθεσμων χρηματοδοτικών μέσων. Προς την ίδια κατεύθυνση επιδρά και η αύξηση του εισοδήματος των πετρελαιοπαραγωγικών χωρών λόγω της ανόδου της τιμής του πετρελαίου, αλλά και η στρατηγική πολλών ασιατικών χωρών να παρεμβαίνουν στις αγορές συναλλάγματος με στόχο τη συγκράτηση της ανατίμησης των νομισμάτων τους έναντι του δολαρίου ΗΠΑ.

Σημαντική είναι η μείωση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ των εταιρικών και των κρατικών ομολόγων μετά το 2002. Επίσης, μετά το 2003 παρατηρείται περιορισμός της τεκμαρτής μεταβλητότητας⁵⁰ των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων σε πολύ χαμηλά επίπεδα, εξέλιξη η οποία υποδηλώνει ότι οι επενδυτές αναμένουν ότι οι αποδόσεις θα εξακολουθήσουν να

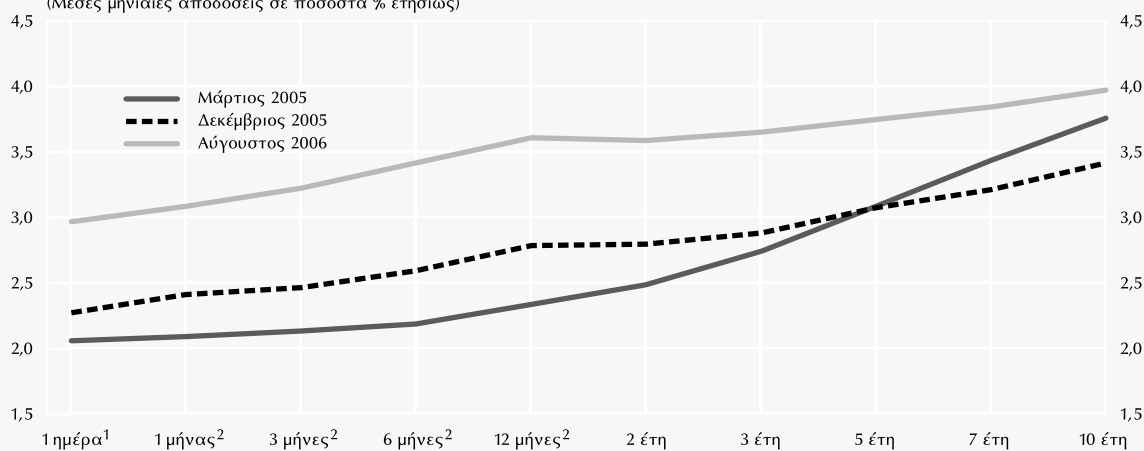
παραμένουν χαμηλές. Η κλίση της καμπύλης αποδόσεων στη ζώνη του ευρώ παραμένει θετική (βλ. Διάγραμμα II.11), αν και, μετά από αρκετές διακυμάνσεις κατά τους τελευταίους μήνες, η καμπύλη έχει γίνει πιο οριζόντια σε σύγκριση με το 2005. Αυτό συνέβη διότι οι μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες, οι οποίες επηρεάζουν τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα, συμβατά με τη σταθερότητα των τιμών. Δεδομένης της αξιοπιστίας της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, οι αγορές εκτιμούν πως η αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων που βρίσκεται σε εξέλιξη διασφαλίζει ότι η διαμόρφωση του ρυθμού πληθωρισμού σε επίπεδα υψηλότερα του 2% θα παραμείνει προσωρινή (άρα μελλοντικά τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια θα επιστρέψουν σε χαμηλά επίπεδα).

⁵⁰ Η τεκμαρτή μεταβλητότητα της αγοράς ομολόγων αποτελεί δείκτη της αβεβαιότητας των συμμετεχόντων στην αγορά αυτή. Η τεκμαρτή μεταβλητότητα στην αγορά ομολόγων της ζώνης του ευρώ μετρείται με βάση τις τιμές των δικαιωμάτων προαίρεσας σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του 10ετούς ομολόγου του Γερμανικού Δημοσίου.

Διάγραμμα II.11

Διαχρονική μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων στις αγορές χρήματος και ομολόγων στη ζώνη του ευρώ

(Μέσες μηνιαίες αποδόσεις σε ποσοστά % ετησίως)



1 Επιτόκιο για καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας στη ζώνη του ευρώ (ΕΟΝΙΑ).
2 Επιτόκια καταθέσεων στη διατραπεζική αγορά (EURIBOR).

Πηγή: ΕΚΤ.

Διάγραμμα II.12

Δείκτες χρηματιστηριακών αγορών (Ιανουάριος 1999 - Σεπτέμβριος 2006)

(31 Δεκεμβρίου 1998=100, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

Οι αποδόσεις των ομολόγων στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία επίσης αυξήθηκαν ελαφρά από τις αρχές του έτους. Η αύξηση των αποδόσεων των 10ετών ομολόγων στις ΗΠΑ μέχρι τα τέλη Σεπτεμβρίου του 2006 ήταν παρόμοιου μεγέθους με αυτήν που παρατηρήθηκε στη ζώνη του ευρώ, με αποτέλεσμα η διαφορά αποδό-

σεων με τη ζώνη του ευρώ να παραμένει γύρω στις 100 μονάδες βάσης (βλ. Διάγραμμα II.10).

3.4 Χρηματιστηριακές εξελίξεις

Διεθνώς οι τιμές των μετοχών είχαν υποχωρήσει σημαντικά από τα μέσα του 2000 έως και το

πρώτο τρίμηνο του 2003, κυρίως λόγω της εξασθένησης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και της αβεβαιότητας που προκάλεσαν οι τρομοκρατικές ενέργειες της 11ης Σεπτεμβρίου 2001 και άλλοι γεωπολιτικοί παράγοντες. Επιπρόσθετα, σημειώθηκε διόρθωση των τιμών των μετοχών, ιδίως των εταιριών του κλάδου τεχνολογίας, που είχαν φθάσει σε πολύ υψηλά επίπεδα στα τέλη της δεκαετίας του 1990.

Από το δεύτερο τρίμηνο του 2003 έως και το τρίτο τρίμηνο του 2006 οι τιμές των μετοχών στις ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές αυξήθηκαν σημαντικά⁵¹ (βλ. Διάγραμμα II.12), λόγω της συνεχούς μείωσης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων για το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου και της σταθερά υψηλής κερδοφορίας των επιχειρήσεων, ενώ η αβεβαιότητα περιορί-

στηκε, όπως δείχνει η μείωση κατά μέσον όρο της τεκμαρτής μεταβλητότητας των τιμών.⁵² Η αρνητική επίδραση την οποία άσκησε στις τιμές των μετοχών η πρόσφατη άνοδος των επιτοκίων τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στις ΗΠΑ φαίνεται ότι αντισταθμίστηκε από τα ευνοϊκά στοιχεία για την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Η συνολική αύξηση των τιμών εντός του 2006 (έως τις 28 Σεπτεμβρίου) ήταν 11,7% για το δείκτη Dow Jones EURO STOXX και 7,3% για το δείκτη Standard & Poor's 500 στις ΗΠΑ, ενώ ο δείκτης Nikkei 225 βρίσκεται στο επίπεδο του τέλους του 2005.

⁵¹ Στην Ιαπωνία η ανοδική πορεία ανακόπηκε το 2006. Ο δείκτης Nikkei 225 παρουσίασε διακυμάνσεις αλλά συνολικά δεν μεταβλήθηκε σε σχέση με το επίπεδό του στο τέλος του 2005.
⁵² Για τη μέτρηση της αβεβαιότητας στις χρηματιστηριακές αγορές χρησιμοποιείται δείκτης ο οποίος καταρτίζεται με μέθοδο αντίστοιχη με αυτήν που περιγράφεται στην υποσημείωση 50 για την αβεβαιότητα στην αγορά ομολόγων.

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

1. Εξελίξεις νομισματικών μεγεθών στην Ελλάδα

1.1 Νομισματικές εξελίξεις

Μετά την επιβράδυνσή του κατά το 2005 (ιδιαίτερα το δεύτερο εξάμηνο), ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του νομισματικού μεγέθους M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία, το οποίο αποτελεί την ελληνική συμβολή στο αντίστοιχο μέγεθος της ζώνης του ευρώ, παρουσίασε σταδιακή επιτάχυνση στο οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2006 και διαμορφώθηκε σε 12,1% τον Αύγουστο (βλ. Πίνακα III.1). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη μετατόπιση κεφαλαίων από στοιχεία εκτός του M3 (κυρίως μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων) προς τοποθετήσεις που περιλαμβάνονται στο M3 (ιδιαίτερα καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο έτη) αλλά και με την επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας (κυρίως της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης) την ίδια περίοδο. Έτσι, ενώ από το δεύτερο εξάμηνο του 2005 ο ρυθμός ανόδου του ελληνικού M3 ήταν χαμηλότερος από τον αντίστοιχο ρυθμό στη ζώνη του ευρώ, άρχισε να κινείται σε υψηλότερα επίπεδα από αυτόν από το δεύτερο τρίμηνο του τρέχοντος έτους. Γενικότερα, ο ρυθμός μεταβολής του M3 στην Ελλάδα παρουσίασε κατά την προηγούμενη πενταετία μεγαλύτερες διακυμάνσεις από ό,τι το αντίστοιχο μέγεθος της ζώνης του ευρώ. Οι διακυμάνσεις αυτές αντανακλούν, εκτός από τους παράγοντες που διαμόρφωσαν την εξέλιξη της συνολικής ρευστότητας της ζώνης του ευρώ (π.χ. τη μείωση των επιτοκίων και την ύπαρξη αβεβαιότητας λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων διεθνώς), και την επίδραση ειδικότερων παραγόντων που αφορούσαν την ελληνική οικονομία (όπως είναι ο υψηλότερος

Π ί ν α κ α ς III.1

Ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ (2001-2006)

(Μη εποχικά διορθωμένα στοιχεία)

	Υπόλοιπα 31.08.06 (εκατ. ευρώ)	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές ¹									
		2001		2002		2003		2004		2005	
		δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ²
1. Καταθέσεις μίας ημέρας	97.035,0	11,1	8,9	6,8	16,8	14,5	11,8	10,6	9,3	5,4	4,5
1.1 Όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί	23.419,3	5,3	5,7	17,7	19,1	17,2	18,4	21,2	20,2	13,0	10,0
1.2 Απλού ταμειυτηρίου	73.615,7	12,5	9,8	4,1	16,1	13,7	9,9	7,7	6,3	3,3	2,8
2. Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	63.314,8	-9,3	10,1	29,3	5,3	21,2	31,7	36,0	45,2	41,1	40,6
3. Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών ⁴	3.381,4	19,7	8,1	1,5	2,8	-1,5	30,1	67,0	105,2	108,6	47,6
4. Σύνολο καταθέσεων (1+2+3)	163.731,2	4,6	9,2	12,6	13,1	16,0	17,4	18,4	20,7	17,5	16,4
5. Συμφωνίες επαναγοράς (repos)	2.045,2	38,3	-19,0	-47,7	-12,6	-46,3	-57,2	-64,7	-72,8	-51,2	-37,9
6. Μερίδια ομοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	5.401,6	-38,4	-3,7	68,0	-1,9	-4,1	-19,6	-34,7	-51,8	-60,4	-52,6
7. Τραπεζικά ομόλογα διάρκειας έως 2 ετών	553,6	-1,1	-26,2	268,6	-0,3	-0,2	24,5	-20,6	-42,2	-35,8	-16,6
8. Μ3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία (4+5+6+7)	171.731,6	4,6	2,2	6,4	9,2	9,1	8,5	7,1	6,9	7,6	9,7

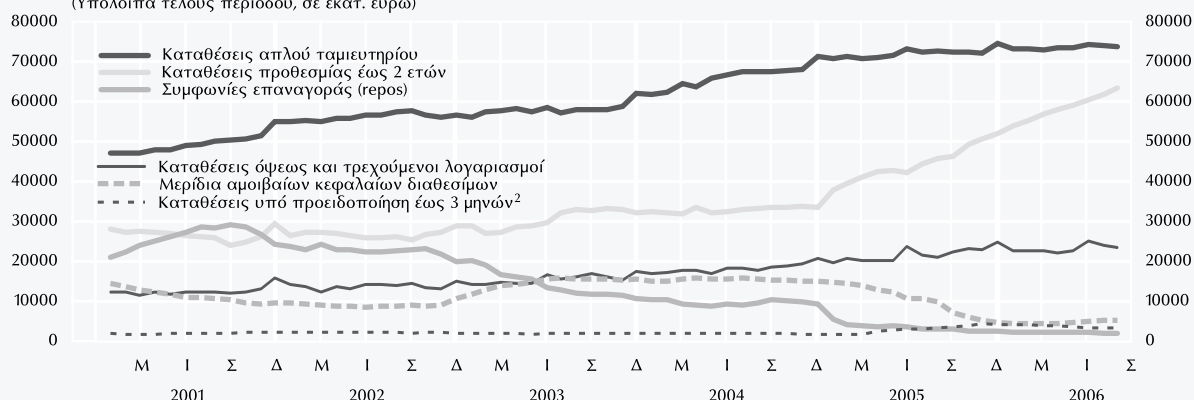
- Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής του αντίστοιχου δείκτη. Ο κάθε δείκτης καταρτίζεται με βάση το υπόλοιπο του σχετικού νομισματικού μεγέθους το Δεκέμβριο του 2001 και τις συσσωρευμένες μηνιαίες ροές, διορθωμένες για διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών, σφάλματα ταξινόμησης κ.ά.
- Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους μέσους ετήσιους ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ρυθμούς στο τέλος του μηνός. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός για κάθε μήνα υπολογίζεται ως ο μέσος όρος του ρυθμού στο τέλος του μηνός αναφοράς και στο τέλος του μηνός που προηγείται του μηνός αναφοράς (βλ. τις "Τεχνικές Σημειώσεις" στο Μηνιαίο Δελτίο της ΕΚΤ).
- Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής με βάση το σχετικό δείκτη στο τέλος του μηνός.
- Περιομαβάνονται και καταθέσεις ταμειυτηρίου σε λοιπά νομίσματα (εκτός ευρώ).

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

Διάγραμμα III.1

Εξέλιξη των καταθέσεων, των συμφωνιών επαναγοράς και των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων στην Ελλάδα¹ (Ιανουάριος 2001 - Αύγουστος 2006)

(Υπόλοιπα τέλους περιόδου, σε εκατ. ευρώ)



1 Τα μεγέθη αυτά αφορούν τις καταθέσεις, τα repos και τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων τα οποία, σύμφωνα με τον ορισμό της ΕΚΤ, περιλαμβάνονται στο M3 και επομένως αποτελούν την ελληνική συμβολή στα αντίστοιχα μεγέθη της ζώνης του ευρώ.

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

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

ρυθμός ανάπτυξης σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ και οι μεταβολές των φορολογικών συντελεστών στις αποδόσεις των repos και τους τόκους των καταθέσεων).

Από τις επιμέρους συνιστώσες του M3, οι καταθέσεις προθεσμίας ενισχύθηκαν σημαντικά κατά το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2006 (αν και ο ετήσιος ρυθμός αύξησής τους περιορίστηκε ελαφρά). Η μεγαλύτερη αύξηση του επιτοκίου των καταθέσεων προθεσμίας την περίοδο αυτή (κατά 56 μονάδες βάσης στις καταθέσεις προθεσμίας έως ενός έτους, έναντι αύξησης κατά μόνο 13 μονάδες βάσης του επιτοκίου των καταθέσεων ταμειωτηρίου, βλ. παρακάτω Τμήμα 1.2) συνέβαλε στη μετατόπιση αποταμιευτικών πόρων προς αυτή την κατηγορία καταθέσεων από καταθέσεις με μεγάλο βαθμό ρευστότητας, όπως είναι οι καταθέσεις ταμειωτηρίου, αλλά και από στοιχεία εκτός του M3, όπως προαναφέρθηκε. Έτσι, διευρύνθηκε περαιτέρω (κατά πέντε εκατοστιαίες μονάδες περίπου) η συμμετοχή των καταθέσεων προθεσμίας στο M3 κατά την εξε-

ταζόμενη περίοδο. Σημειώνεται σχετικά ότι και κατά την περίοδο 2001-2005 η συμμετοχή των καταθέσεων προθεσμίας στο M3 είχε αυξηθεί (κατά περίπου οκτώ εκατοστιαίες μονάδες). Αντίθετα, ο ρυθμός ανόδου όλων των κατηγοριών καταθέσεων και ειδικότερα των καταθέσεων ταμειωτηρίου αλλά και των καταθέσεων όψεως και των τρεχούμενων λογαριασμών περιορίστηκε, με αποτέλεσμα να σημειωθεί επιβράδυνση και του ρυθμού ανόδου των καταθέσεων που περιλαμβάνονται στο M3 στην περίοδο του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2006. Από τις υπόλοιπες συνιστώσες του M3, οι τοποθετήσεις σε repos μειώθηκαν περαιτέρω το οκτάμηνο (βλ. Διάγραμμα III.1). Όπως προαναφέρθηκε, οι μεταβολές των συντελεστών φορολόγησης των αποδόσεων των repos το 2002 και το 2005 συνέβαλαν ώστε η εκατοστιαία συμμετοχή τους στο M3 να περιοριστεί σε 1,7% στο τέλος του 2005 (από 17,7% στο τέλος του 2001, όταν οι αποδόσεις τους ήταν αφορολόγητες). Εξάλλου, συνέχισαν να είναι αρνητικοί και το 2006, αν και μικρότεροι σε μέγεθος, οι ρυθμοί μετα-

Πίνακας III.2Α

Εξέλιξη επιτοκίων νέων τραπεζικών καταθέσεων από νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα

(Ποσοστά % ετησίως)

	Δεκέμβριος 2005	Ιούλιος 2006	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2005 και Ιουλ. 2006 (σε εκατ. μονάδες)
Μίας ημέρας¹			
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	0,71	0,81	0,10
Μέγιστο επιτόκιο	1,20	1,69	0,49
Ελάχιστο επιτόκιο	0,15	0,13	-0,02
Επιτόκιο στην Ελλάδα	0,91	1,02	0,11
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,20	0,21	0,01
Με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος²			
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	2,15	2,70	0,55
Μέγιστο επιτόκιο	2,48	3,00	0,52
Ελάχιστο επιτόκιο	1,57	1,88	0,31
Επιτόκιο στην Ελλάδα	2,39	2,84	0,45
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,24	0,14	-0,10

1 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

2 Μέσο επιτόκιο μηνός.

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

βολής των τοποθετήσεων σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων. Οι τοποθετήσεις αυτές έχουν συνήθως προσωρινό χαρακτήρα και επιλέγονται από τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις σε περιόδους οικονομικής και χρηματοπιστωτικής αβεβαιότητας. Καθώς όμως οι συνθήκες στην χρηματιστηριακή αγορά ήταν ιδιαίτερα ευνοϊκές το πρώτο πεντάμηνο του έτους, το ενδιαφέρον των επενδυτών στράφηκε προς τοποθετήσεις σε χρηματιστηριακούς τίτλους.

1.2 Επιτόκια καταθέσεων

Το ύψος των βραχυπρόθεσμων¹ επιτοκίων καταθέσεων προσδιορίζεται αφενός από τα επιτόκια της ΕΚΤ και τις προσδοκίες της αγοράς για τη μελλοντική εξέλιξη των επιτοκίων αυτών, στην διαμόρφωση των οποίων συμβάλλει μεταξύ άλλων και η επικοινωνιακή πολιτική της ΕΚΤ, και αφετέρου από τις συνθήκες ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων. Τα επιτόκια των καταθέσεων και των repos στην Ελλάδα αυξήθηκαν το οκτά-

μηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου² του 2006 ακολουθώντας την ανοδική εξέλιξη των επιτοκίων της ΕΚΤ. Αυξητική ήταν επίσης η πορεία των αντίστοιχων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006,³ όπου η σχετικά μεγαλύτερη αύξηση παρατηρήθηκε στο επιτόκιο των καταθέσεων με διάρκεια μέχρι ένα έτος. Έτσι, τα ελληνικά επιτόκια για τις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας ήταν τον Ιούλιο κατά 21 μονάδες βάσης υψηλότερα από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ (όσο περίπου και το Δεκέμβριο του 2005), ενώ για τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος η θετική διαφορά

¹ Το μεγαλύτερο μέρος των καταθέσεων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων στην Ελλάδα έχει διάρκεια μέχρι ένα έτος (Αύγουστος 2006: 97%).

² Σχετικά μικρή αύξηση (κατά 13 μονάδες βάσης) σημείωσε το επιτόκιο των νέων καταθέσεων των νοικοκυριών διάρκειας μίας ημέρας (Αύγουστος 2006: 1,04%, βλ. Διάγραμμα III.2), ενώ υψηλότερη ήταν η αύξηση (56 μονάδες βάσης) του επιτοκίου των νέων καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος (Αύγουστος 2006: 2,95%) και του επιτοκίου των repos (κατά 56 μονάδες βάσης, Αύγουστος 2006: 2,74%).

³ Τα στοιχεία για τα τραπεζικά επιτόκια στη ζώνη του ευρώ που αφορούν τον Αύγουστο του 2006 δεν ήταν διαθέσιμα μέχρι την ημερομηνία εκτύπωσης της παρούσας έκθεσης.

Πίνακας III.2B

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

	Καταθέσεις μίας ημέρας ²		Με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος ³	
	Δεκέμβριος 2005	Ιούλιος 2006	Δεκέμβριος 2005	Ιούλιος 2006
Βέλγιο	1,01	1,11	2,02	2,79
Γερμανία	1,20	1,36	2,06	2,63
Ελλάδα	0,91	1,02	2,39	2,84
Ισπανία	0,41	0,45	2,30	2,84
Γαλλία	0,16	0,17	2,27	2,72
Ιρλανδία	0,57	0,74	1,96	2,54
Ιταλία	0,64	0,78	1,57	1,88
Λουξεμβούργο	1,19	1,69	2,09	2,64
Ολλανδία	0,48	0,51	2,48	3,00
Αυστρία	1,00	1,29	2,19	2,76
Πορτογαλία	0,15	0,13	1,98	2,51
Φινλανδία	0,44	0,47	2,34	2,93

1 Παρά την προσπάθεια εναρμόνισης της μεθοδολογίας συλλογής των στατιστικών στοιχείων στη ζώνη του ευρώ, η ομαδοποίηση των επιτοκίων δεν έχει απαλείψει την ανομοιογένεια της σύνθεσης κατά προϊόν σε κάθε κατηγορία επιτοκίων, η οποία εν μέρει αντανακλά διαφορές μεταξύ των ακολουθούμενων εθνικών πρακτικών (π.χ. ο κύριος όγκος –76%– των καταθέσεων στην Ελλάδα για την περίοδο Ιανουαρίου 2003-Μαΐου 2006 αφορά καταθέσεις μίας ημέρας, που προσφέρουν σχετικά χαμηλό επιτόκιο, βλ. ΕΚΤ, *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, Σεπτέμβριος 2006, Πίνακας 2), καθώς και διαφορές μεταξύ κανονιστικών και δημοσιονομικών ρυθμίσεων.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

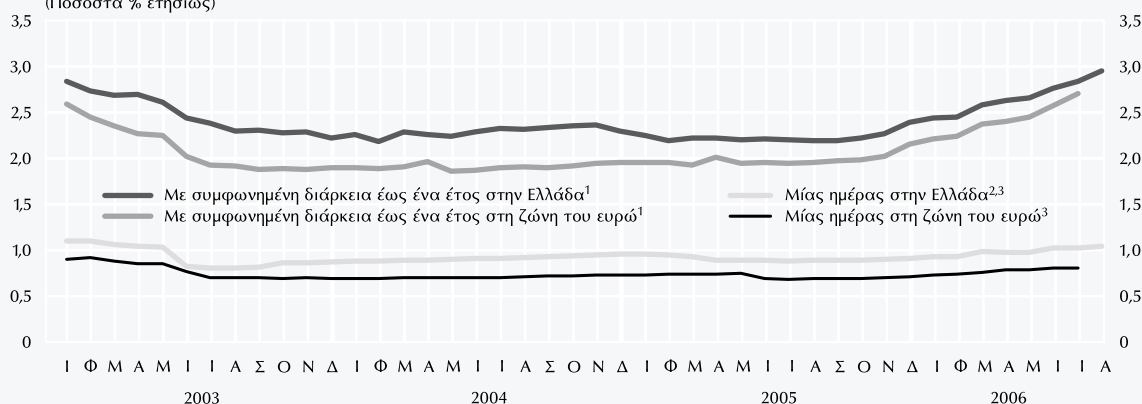
3 Μέσο επιτόκιο μηνός.

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

Διάγραμμα III.2

Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2003 - Αύγουστος 2006)

(Ποσοστά % ετησίως)



1 Μέσο επιτόκιο μηνός.

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

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

περιορίστηκε στις 14 μονάδες βάσης (από 24 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2005, βλ. Πίνακες III.2A και Β). Το επιτόκιο των repos στην Ελλάδα γενικά διαμορφώνεται πλησίον του μέσου όρου της ζώνης του ευρώ, ωστόσο τον Ιούλιο ήταν χαμηλότερο κατά 16 μονάδες

βάσης από το αντίστοιχο επιτόκιο της ζώνης του ευρώ.

Όπως ήταν αναμενόμενο, τα επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα, μετά την είσοδο της χώρας στη νομισματική ένωση το 2001, ακο-

λούθησαν γενικά την τάση των επιτοκίων στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Αναλυτικότερα, τα επιτόκια των καταθέσεων ταμειευτηρίου και των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια μέχρι ένα έτος μειώθηκαν στην περίοδο από το 2001 μέχρι τα μέσα του 2003 κατά 300 και 232 μονάδες βάσης αντίστοιχα (ακολουθώντας την πορεία των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, τα οποία μειώθηκαν συνολικά στο ίδιο διάστημα κατά 275 μονάδες βάσης), ενώ στη συνέχεια και μέχρι το Νοέμβριο του 2005 παρουσίασαν γενικά μικρές διακυμάνσεις. Από το Δεκέμβριο του 2005 τα επιτόκια καταθέσεων άρχισαν να κινούνται ανοδικά (βλ. Διάγραμμα III.2), καθώς το μήνα αυτό, όπως έχει ήδη αναφερθεί, η νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ εισήλθε σε φάση ανόδου των επιτοκίων. Γενικά, τα επιτόκια καταθέσεων των νοικοκυριών στη ζώνη του ευρώ κινήθηκαν παράλληλα με τα αντίστοιχα ελληνικά, αν και σε χαμηλότερο επίπεδο. Συγκεκριμένα, ο μέσος όρος της θετικής διαφοράς μεταξύ των ελληνικών επιτοκίων και των επιτοκίων της ζώνης του ευρώ για το διάστημα 2003-2005⁴ ήταν 18 μονάδες βάσης στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας και 33 μονάδες βάσης στις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος, ενώ το επιτόκιο των *repos* στην Ελλάδα κινήθηκε περίπου στο ίδιο επίπεδο με το αντίστοιχο στη ζώνη του ευρώ.

2. Η χρηματοδότηση της οικονομίας

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI)⁵ επιταχύνθηκε περαιτέρω κατά τη διάρκεια των πρώτων οκτώ μηνών του 2006 και ανήλθε σε 19,6% τον Αύγουστο (δ' τρίμηνο 2005: 14,0%, βλ. Πίνακα III.3), σημαντικά υψηλότερος από το μέσο ετήσιο ρυθμό της πεντα-

ετίας 2001-2005, οπότε είχε διαμορφωθεί σε 10,0%. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά κυρίως, όπως και κατά τη διάρκεια της πενταετίας που προηγήθηκε, την πορεία της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης από τα εγχώρια NXI, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της οποίας αυξήθηκε σημαντικά σε σχέση με το αρνητικό επίπεδο του τελευταίου τριμήνου του 2005 (-0,7%) και διαμορφώθηκε σε 12,8% τον Αύγουστο του τρέχοντος έτους. Η αύξηση των απαιτήσεων των NXI έναντι της γενικής κυβέρνησης ουσιαστικά αφορά αντίστοιχη αύξηση των τοποθετήσεών τους σε τίτλους του Δημοσίου, οι αποδόσεις των οποίων από το Σεπτέμβριο του 2005 εμφάνιζαν ανοδική τάση,⁶ ενώ είχε προηγηθεί μια περίοδος κατά την οποία οι τράπεζες προέβαιναν σε μείωση των τοποθετήσεων αυτών, στο πλαίσιο μιας εκτεταμένης αναδιάρθρωσης των χαρτοφυλακίων τους. Η διαμόρφωση των αποδόσεων των τίτλων του Δημοσίου σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα την πενταετία 2001-2005 και οι περιορισμένες προσδοκίες για κεφαλαιακά κέρδη που αυτή συνεπαγόταν οδήγησαν τα NXI στην υποκατάσταση των απαιτήσεών τους έναντι της γενικής κυβέρνησης με απαιτήσεις έναντι των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Έτσι, οι απαιτήσεις των NXI (πλην της Τράπεζας της Ελλάδος) έναντι της γενικής κυβέρνησης περιορίστηκαν σε

⁴ Η νέα εναρμονισμένη μεθοδολογία καταγραφής των τραπεζικών επιτοκίων άρχισε να εφαρμόζεται στις χώρες της ζώνης του ευρώ από το 2003.

⁵ Η χρηματοδότηση της οικονομίας από τα εγχώρια NXI περιλαμβάνει το υπόλοιπο των δανείων που αυτά έχουν χορηγήσει στις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά και τη γενική κυβέρνηση, καθώς και το σύνολο των χρεογράφων του Δημοσίου και των ομολόγων των επιχειρήσεων που διακρατούνται από την κεντρική τράπεζα, τα πιστωτικά ιδρύματα και τα αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων. Θα πρέπει όμως να σημειωθεί ότι, για τον υπολογισμό των ρυθμών μεταβολής της συνολικής χρηματοδότησης, εκτός από τη μεταβολή των σχετικών υπολοίπων λαμβάνονται υπόψη και οι τιτλοποιήσεις δανείων, καθώς και το σύνολο των διαγραφών απαιτήσεων στις οποίες προέβησαν οι τράπεζες κατά την περίοδο αναφοράς.

⁶ Η οποία όμως ανακόπηκε τον Ιούλιο του 2006, βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου.

Πίνακας III.3

Συνολική χρηματοδότηση της οικονομίας από τα ΝΧΙ στην Ελλάδα

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2001	2002	2003	2004	2005		2006		Αύγουστος ²
	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	Δεκέμβριος ²	α' τρίμηνο ¹	β' τρίμηνο ¹	
1. Συνολική χρηματοδότηση της οικονομίας από τα ΝΧΙ ^{3,4}	8,9	7,1	4,4	11,0	14,0	17,0	16,6	18,1	19,6
2. Χρηματοδότηση της γενικής κυβέρνησης	-2,4	-5,2	-15,9	-5,6	-0,7	5,1	4,2	8,0	12,8
3. Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών ^{3,4}	23,1	18,2	19,1	19,6	20,1	21,8	21,5	21,8	21,8
3.1. Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων ³	16,7	11,3	13,7	13,0	12,7	14,7	13,9	15,3	15,9
3.2. Χρηματοδότηση των νοικοκυριών ⁴	40,0	33,1	28,8	30,2	30,6	31,4	31,6	30,3	29,1
3.2.1 Στεγαστικά δάνεια ⁴	36,7	35,4	27,8	26,9	31,5	33,5	33,7	32,7	31,5
3.2.2 Καταναλωτικά δάνεια ⁴	44,3	27,4	25,0	38,4	30,4	28,7	28,7	26,7	24,3

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

2 Ετήσιος ρυθμός μεταβολής στο τέλος του μηνός.

3 Λαμβάνονται υπόψη και τα ομολογια επιχειρήσεων που διακρατούν στα χαρτοφυλάκιά τους τα ΝΧΙ. Από το τέταρτο τρίμηνο του 2003, οπότε και είναι διαθέσιμα τα σχετικά στατιστικά στοιχεία, λαμβάνονται υπόψη και οι διαγραφές απαιτήσεων.

4 Λαμβάνονται υπόψη και τα πτωλοποιημένα δάνεια. Από το τέταρτο τρίμηνο του 2003, οπότε και είναι διαθέσιμα τα σχετικά στατιστικά στοιχεία, λαμβάνονται υπόψη και οι διαγραφές απαιτήσεων.
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

16% του συνολικού ενεργητικού τους στο τέλος του 2005, έναντι 26% στο τέλος του 2000.

Στην επιτάχυνση της αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006 συνέβαλε, σε μικρότερο όμως βαθμό, και η εξέλιξη της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, η ετήσια αύξηση της οποίας ανήλθε τον Αύγουστο σε 21,8% (δ' τρίμηνο 2005: 20,1%). Ο ρυθμός αυτός είναι ελαφρά υψηλότερος από το μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών την προηγούμενη πενταετία (20,5%), ο οποίος παρέμεινε στο υψηλό αυτό επίπεδο τροφοδοτούμενος κυρίως από το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων, που διατήρησε έντονη τη ζήτηση του ιδιωτικού τομέα, ιδίως των νοικοκυριών, για τραπεζικές πιστώσεις. Επιπλέον, η ζήτηση για τραπεζικές πιστώσεις επηρεάστηκε κατά τη διάρκεια της προηγούμενης πενταετίας από τις βελτιωμένες προσδοκίες των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών για τη μελλοντική εξέλιξη των εισοδημάτων, την ανάληψη από τις επιχειρήσεις επενδυτικών προγραμμάτων που συνδέονταν με τη διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 και τη σχετικά χαμηλή δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών ως ποσοστό του ΑΕΠ. Παράλληλα, η προσφορά πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα από τις τράπεζες διατηρήθηκε επίσης αυξημένη, λόγω της αναδιάρθρωσης των χαρτοφυλακίων τους, όπως προαναφέρθηκε, αλλά και της αποδέσμευσης κεφαλαίων εξαιτίας της σταδιακής εναρμόνισης του καθεστώτος υποχρεωτικών καταθέσεων στην Τράπεζα της Ελλάδος με το αντίστοιχο του Ευρωσυστήματος. Εξάλλου, οι τράπεζες, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την υψηλή αυτή πιστωτική επέκταση, κατέφυγαν και σε νέες πηγές άντλησης ρευστότητας, όπως η τιτλοποίηση απαιτήσεων και η έκδοση τίτλων μειωμένης εξασφάλισης.

2.1 Τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων εμφάνισε ανοδική τάση κατά τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006 και διαμορφώθηκε σε 15,9% τον Αύγουστο (δ' τρίμηνο 2005: 12,7%). Όπως προκύπτει από τα διαθέσιμα στοιχεία για τις επιχειρηματικές προσδοκίες και το οικονομικό κλίμα,⁷ η αβεβαιότητα των επιχειρήσεων για τη μελλοντική εξέλιξη της ζήτησης έχει περιοριστεί και έτσι εμφανίζονται περισσότερο πρόθυμες να αναλάβουν νέες επενδυτικές πρωτοβουλίες. Το στοιχείο αυτό, καθώς και η διατήρηση σχετικά ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης, όπως διαπιστώνεται τόσο από το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων όσο και από το ότι γενικά δεν έχουν γίνει αυστηρότεροι οι όροι χρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών (σύμφωνα με τα αποτελέσματα της πρόσφατης Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων⁸ του Ιουλίου του 2006),⁹ οδηγούν σε αυξημένη προσφυγή των επιχειρήσεων σε τραπεζικές πιστώσεις. Έτσι, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων διαμορφώθηκε τον Αύγουστο σε επίπεδο υψηλότερο από το μέσο όρο της περιόδου 2001-2005 (14,0%).

Σημαντικό μέρος του συνόλου της τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων έχει πλέον τη μορφή ομολογιακών δανείων, τα οποία εκδίδονται από τις επιχειρήσεις κυρίως λόγω των φορολογικών πλεονεκτημάτων που προσφέρουν και διακρατούνται στα χαρτοφυλάκια των

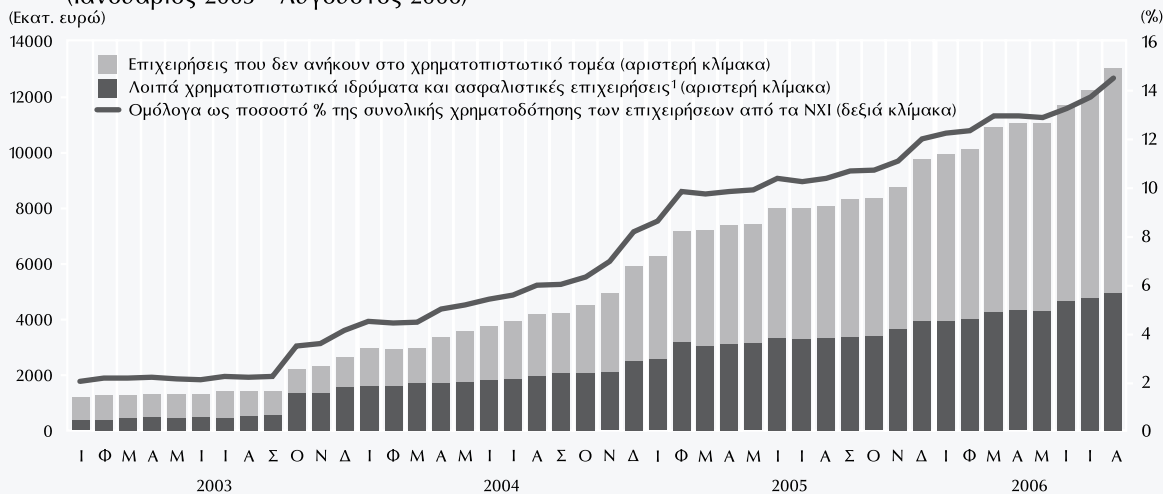
7 Βλ. Κεφάλαιο IV.

8 Η Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων διενεργείται από την Τράπεζα της Ελλάδος σε τριμηνιαία βάση, στο πλαίσιο ευρύτερης έρευνας σε επίπεδο Ευρωσυστήματος.

9 Ωστόσο, ορισμένες από τις τράπεζες που συμμετέχουν στην έρευνα (67%) ανέφεραν ότι εφαρμόζουν πλέον αυστηρότερα κριτήρια κατά την αξιολόγηση αιτημάτων για χρηματοδότηση επιχειρήσεων.

Διάγραμμα III.3

Ομολογιακά δάνεια επιχειρήσεων στα χαρτοφυλάκια των NXI στην Ελλάδα
(Ιανουάριος 2003 - Αύγουστος 2006)



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

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

NXI – συχνά αντικαθιστώντας υφιστάμενη δανειακή σχέση.¹⁰ Ειδικότερα, κατά τη διάρκεια των πρώτων οκτώ μηνών του 2006 οι επιχειρήσεις άντλησαν με τον τρόπο αυτό κεφάλαια καθαρού ύψους 3.175 εκατ. ευρώ (Ιανουάριος-Αύγουστος 2005: 2.169 εκατ. ευρώ), με αποτέλεσμα να αυξηθεί σε 14,5% η συμμετοχή αυτής της μορφής χρηματοδότησης στο σύνολο της τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων (Δεκέμβριος 2005: 12,0%, βλ. Διάγραμμα III.3). Όσον αφορά τη διάρθρωση των νέων δανείων προς τις επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα, οι χρηματοδοτήσεις με κυμαινόμενο επιτόκιο ή επιτόκιο σταθερό για περίοδο μέχρι ένα έτος εξακολουθούν να αντιπροσωπεύουν άνω του 90% του συνόλου, ενώ, όσον αφορά το ύψος των νέων δανείων, οι μεγάλες χορηγήσεις (άνω του ενός εκατ. ευρώ) συνεχίζουν να αντιστοιχούν σε περισσότερο από 60% του συνολικού ποσού των νέων δανείων.

Αναλύοντας την εξέλιξη των τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας¹¹ προκύπτει ότι ο ρυθ-

μός μεταβολής των δανείων προς τη γεωργία επανήλθε σε οριακά θετικές τιμές κατά τη διάρκεια του 2006 και διαμορφώθηκε σε 2,6% τον Αύγουστο (βλ. Πίνακα III.4). Αυτό οφείλεται στον περιορισμό της επιδρασης των έκτακτων διαγραφών απαιτήσεων έναντι του κλάδου αυτού στις οποίες είχε προβεί η Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος κυρίως κατά τη διάρκεια του 2005.¹² Ωστόσο, ακόμη και αν ληφθούν υπόψη

10 Η πρακτική αυτή έγινε ιδιαίτερα διαδεδομένη μετά τη ψήφιση, τον Ιούνιο του 2003, του Ν. 3156/2003, ο οποίος προβλέπει, μεταξύ άλλων, την απαλλαγή των εκδόσεων ομολογιακών δανείων από την εισφορά του Ν. 128/1975 (0,6% του υπολοίπου του δανείου) στην οποία υπόκεινται τα τραπεζικά δάνεια. Βλ. Νομισματική Πολιτική 2004-2005, Φεβρουάριος 2005, Παράρτημα Κεφαλαίου IV, σελ. 123-26.

11 Σημειώνεται ότι οι ρυθμοί μεταβολής των δανείων προς τις επιχειρήσεις κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας έχουν υπολογιστεί χωρίς να λαμβάνονται υπόψη οι απαιτήσεις που έχουν διαγραφεί, καθώς δεν είναι διαθέσιμες οι πληροφορίες για το ύψος των διαγραφών κατά κλάδο. Ωστόσο, ειδικά για τον κλάδο της γεωργίας οι σχετικές πληροφορίες είναι διαθέσιμες (βλ. την επόμενη υποσημείωση).

12 Οι έκτακτες αυτές διαγραφές ανέρχονται συνολικά σε 760 εκατ. ευρώ περίπου και αφορούν αφενός την εφαρμογή του Ν. 3259/2004 για τη ρύθμιση ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τις τράπεζες (ο οποίος περιλαμβάνει ειδικές διατάξεις για τον κλάδο της γεωργίας) και αφετέρου τη διαδικασία εξυγίανσης του χαρτοφυλακίου της συγκεκριμένης τράπεζας.

οι συγκεκριμένες διαγραφές, η πιστωτική επέκταση προς τον κλάδο της γεωργίας εμφανίζει επιτάχυνση (Αύγουστος 2006: 9,3%, δ' τρίμηνο 2005: 8,4%).

Η βελτίωση των επιχειρηματικών προσδοκιών στον κλάδο της βιομηχανίας που διαπιστώνεται περίπου από τα μέσα του 2005¹³ φαίνεται ότι αντανakλάται και στην εξέλιξη του ρυθμού μεταβολής των τραπεζικών δανείων προς το συγκεκριμένο κλάδο, με αποτέλεσμα από το Δεκέμβριο του 2005 ο ρυθμός αυτός να διαμορφώνεται σε θετικά επίπεδα και να ανέλθει σε 5,2% τον Αύγουστο του 2006. Αν μάλιστα συνυπολογιστούν και τα ομολογιακά δάνεια που έχουν εκδώσει οι βιομηχανικές επιχειρήσεις – οι οποίες κάνουν αρκετά εκτεταμένη χρήση¹⁴ χρηματοδότησης αυτού του είδους – ο ρυθμός μεταβολής της συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησής τους διαμορφώνεται σε 8,2% τον Αύγουστο του 2006. Αντίθετα, η τάση επιβράδυνσης του ρυθμού αύξησης των δανείων προς το εμπόριο, η οποία είχε ξεκινήσει το προηγούμενο έτος, συνεχίστηκε και τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006, με αποτέλεσμα ο ρυθμός αυτός να περιοριστεί σε 1,7% τον Αύγουστο. Ωστόσο, και οι εμπορικές επιχειρήσεις καταφεύγουν στην άντληση κεφαλαίων μέσω της έκδοσης ομολογιακών δανείων.¹⁵ Έτσι, αν στον υπολογισμό του ρυθμού αύξησης της χρηματοδότησης των εμπορικών επιχειρήσεων ληφθούν υπόψη και τα ομολογιακά δάνεια που αυτές έχουν εκδώσει, ο εν λόγω ρυθμός διαμορφώνεται σε 6,6% τον Αύγουστο του 2006.

Μερική αποκλιμάκωση παρατηρήθηκε κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2006 στην πιστωτική επέκταση προς τη ναυτιλία, ο ρυθμός της οποίας είχε διαμορφωθεί σε πολύ υψηλά επίπεδα κατά τη διάρκεια του 2005 (Αύγουστος 2006: 18,0%, δ' τρίμηνο 2005: 34,4%). Η εξέλιξη αυτή, ωστόσο, ουσια-

στικά αντανakλά την πορεία της ισοτιμίας ευρώ-δολαρίου κατά τη διάρκεια των πρώτων οκτώ μηνών του 2006,¹⁶ δεδομένου ότι άνω του 75% των δανείων προς τον κλάδο αυτό συνάπτονται σε δολάρια ΗΠΑ. Έτσι, αν δεν ληφθεί υπόψη η επίδραση της μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις παρουσιάζει μικρή μόνο επιβράδυνση (Αύγουστος 2006: 23,0%, δ' τρίμηνο 2005: 26,0%).

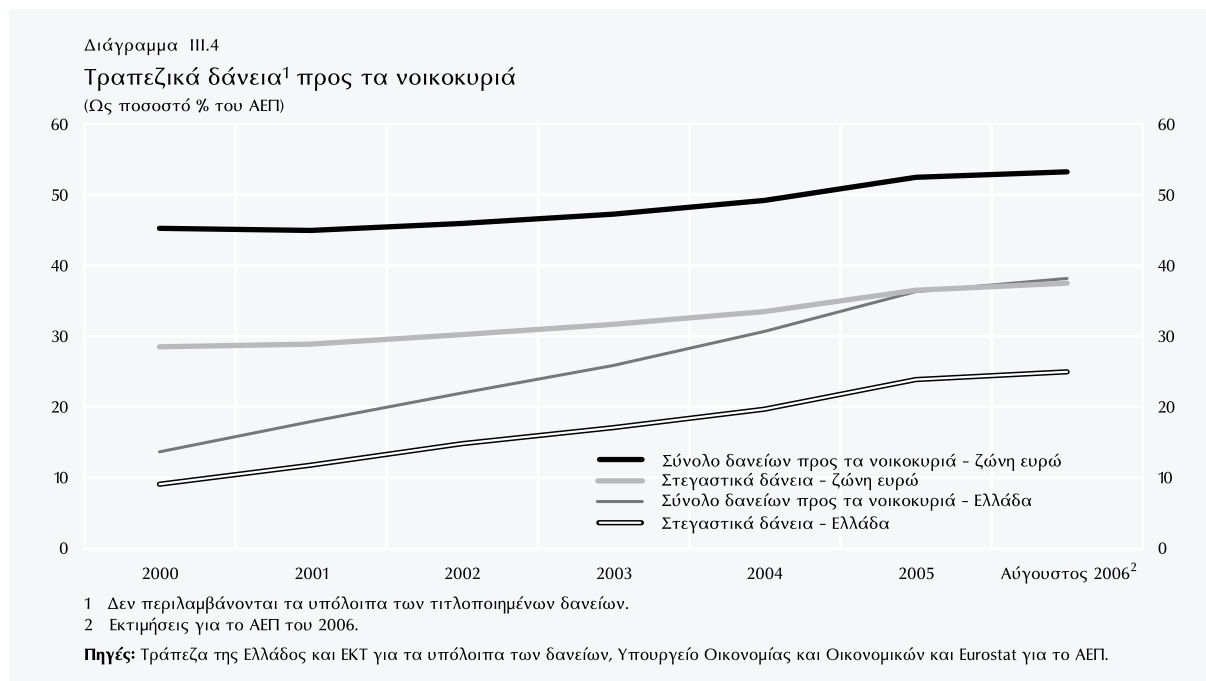
Σε τεχνικούς λόγους οφείλεται εν μέρει η μεγάλη επιτάχυνση του ρυθμού μεταβολής των δανείων προς τις μη τραπεζικές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα (Αύγουστος 2006: 26,4%, δ' τρίμηνο 2005: -29,7%), καθώς εξαντλήθηκε πλέον η επίδραση που ασκούσε στο ρυθμό αυτό η υποκατάσταση δανείων ύψους 500 εκατ. ευρώ περίπου με ομολογιακά δάνεια που έλαβε χώρα το Φεβρουάριο του 2005. Ωστόσο, και το σύνολο της τραπεζικής χρηματοδότησης των εν λόγω επιχειρήσεων (δάνεια και ομόλογα) εμφανίζει υψηλούς και επιταχυνόμενους ρυθμούς αύξησης (Αύγουστος 2006: 39,9%, δ' τρίμηνο 2005: 11,7%), καθώς οι εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης, τις οποίες ουσιαστικά αφορούν οι συγκεκριμένες πιστώσεις, χρηματοδοτούνται από τους μητρικούς τους τραπεζικούς ομίλους προκειμένου να αναπτύξουν περαιτέρω τις δραστηριότητές τους. Σημειώνεται πάντως ότι η ψήφιση, τον Ιούλιο του τρέχοντος έτους, του νόμου που

¹³ Βλ. Κεφάλαιο IV.

¹⁴ Τον Αύγουστο του 2006 τα ομολογιακά δάνεια που είχαν εκδοθεί από βιομηχανικές επιχειρήσεις αντιστοιχούσαν στο 20,6% του συνόλου των ομολογιακών δανείων επιχειρήσεων τα οποία διακρατούσαν στα χαρτοφυλάκιά τους τα ΝΧΙ.

¹⁵ Εμπορικές επιχειρήσεις είχαν εκδώσει το 15,4% των ομολογιακών δανείων που διακρατούσαν στα χαρτοφυλάκιά τους τα ΝΧΙ τον Αύγουστο του 2006.

¹⁶ Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2005 και τέλους Αυγούστου του 2006 το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι του δολαρίου κατά 8,9%.



διαμορφώνει το νέο θεσμικό πλαίσιο για τη χρηματοδοτική μίσθωση¹⁷ αναμένεται να δράσει καταλυτικά στην απορρόφηση εταιριών του χώρου από τις μητρικές τους τράπεζες, καθώς ο νόμος επιτρέπει τη διεξαγωγή εργασιών χρηματοδοτικής μίσθωσης απευθείας από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Στο βαθμό που αυτό πραγματοποιηθεί, οι πιστώσεις προς το συγκεκριμένο κλάδο αναμένεται να περιοριστούν σημαντικά, ενώ θα αυξηθούν αντίστοιχα οι πιστώσεις προς τους υπόλοιπους κλάδους.

Η συνολική χρηματοδότηση των νοικοκυριών από τα ΝΧΙ συνέχισε να αυξάνεται με υψηλούς ρυθμούς κατά τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006, παρουσιάζοντας μικρή μόνο επιβράδυνση σε σχέση με το τέλος του 2005 (Αύγουστος 2006: 29,1%, δ' τρίμηνο 2005: 30,6%). Η εξέλιξη αυτή αντανακλά τη σχετικά μικρή επιβράδυνση των υψηλών ρυθμών αύξησης τόσο των στεγαστικών όσο και των καταναλωτικών δανείων, ενώ επιταχύνθηκε ο ρυθμός αύξησης των λοιπών δανείων προς τα νοικοκυριά, τα οποία όμως εξακολουθούν να αντιπροσωπεύ-

ουν πολύ μικρό μέρος του συνολικού δανεισμού των νοικοκυριών.¹⁸ Σε σύγκριση με το μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης των νοικοκυριών την πενταετία 2001-2005 (32,5%), ο ρυθμός του Αυγούστου του 2006 ήταν ελάχιστα χαμηλότερος.

Η διατήρηση του υψηλού ρυθμού αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης των νοικοκυριών είχε ως αποτέλεσμα η συνολική δανειακή τους επιβάρυνση (δάνεια από τα ΝΧΙ, συμπεριλαμβανομένων των δανείων που έχουν τιτλοποιηθεί) να ανέλθει τον Αύγουστο του 2006 σε 41,2% του ΑΕΠ (Δεκέμβριος 2005: 38,0%). Αν τα δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί δεν ληφθούν υπόψη, το εν λόγω ποσοστό διαμορφώνεται σε 38,3% τον Αύγουστο του 2006 (Δεκέμβριος 2005: 36,3%, βλ. Διάγραμμα III.4), το οποίο, αν

¹⁷ Ν. 3483/2006 "Τροποποίηση και συμπλήρωση των διατάξεων για τη χρηματοδοτική μίσθωση, διατάξεις περί δημοσίων εσόδων και άλλες ρυθμίσεις".

¹⁸ Τον Αύγουστο του 2006 τα λοιπά δάνεια προς τα νοικοκυριά αντιστοιχούσαν στο 2,4% του συνολικού δανεισμού των νοικοκυριών από το τραπεζικό σύστημα (περιλαμβανομένων των τιτλοποιημένων δανείων).

και παραμένει προς το παρόν χαμηλότερο από το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ (Αύγουστος 2006: 53,4%, Δεκέμβριος 2005: 52,4%), σταδιακά τείνει να το προσεγγίσει.¹⁹ Σε κάθε περίπτωση, συμπεράσματα για το βαθμό χρέωσης των νοικοκυριών δεν μπορούν να εξαχθούν αποκλειστικά με βάση την ανάλυση των συνολικών μεγεθών, αλλά πρέπει να ληφθεί υπόψη και η κατανομή του χρέους μεταξύ των νοικοκυριών. Πράγματι, ένα από τα συμπεράσματα της πρόσφατης δειγματοληπτικής έρευνας σε επίπεδο νοικοκυριού που διενεργήθηκε για λογαριασμό της Τράπεζας της Ελλάδος²⁰ είναι ότι, αν και για τη πλειονότητα των νοικοκυριών δεν διαπιστώνεται γενικά δυσκολία στην κανονική εξυπηρέτηση των δανείων που έχουν λάβει, για ένα ποσοστό νοικοκυριών (12% των νοικοκυριών που έχουν λάβει δάνειο κάποιας μορφής, στο δείγμα που μελετήθηκε) η εξυπηρέτηση του χρέους τους απορροφά άνω του 40% του μηνιαίου εισοδήματός τους και τα εν λόγω νοικοκυριά έχουν αναλάβει το 30% του συνολικού χρέους των νοικοκυριών.

Όσον αφορά ειδικότερα τη στεγαστική πίστη, οι παράγοντες που καθόρισαν τις εξελίξεις την πενταετία 2001-2005 εξακολουθούν να ασκούν σημαντική επίδραση. Έτσι, το ότι, παρά τις αυξήσεις των επιτοκίων της ΕΚΤ, τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων παραμένουν σχετικώς χαμηλά, καθώς και ο έντονος ανταγωνισμός των τραπεζών στην αγορά αυτή, ο οποίος εκδηλώνεται με ποικίλους τρόπους, διατηρούν έντονο το ενδιαφέρον των νοικοκυριών για στεγαστικά δάνεια. Η αγορά στεγαστικών δανείων επηρεάζεται κατά καιρούς και από έκτακτους παράγοντες, που συνδέονται με εξαγγελίες φορολογικών ρυθμίσεων.²¹ Η αυξημένη κίνηση στην αγορά ακινήτων που είχε παρατηρηθεί το τελευταίο τρίμηνο του 2005, λόγω της εξαγγελθείσας αναπροσαρμογής των αντικειμενικών αξιών των ακινήτων

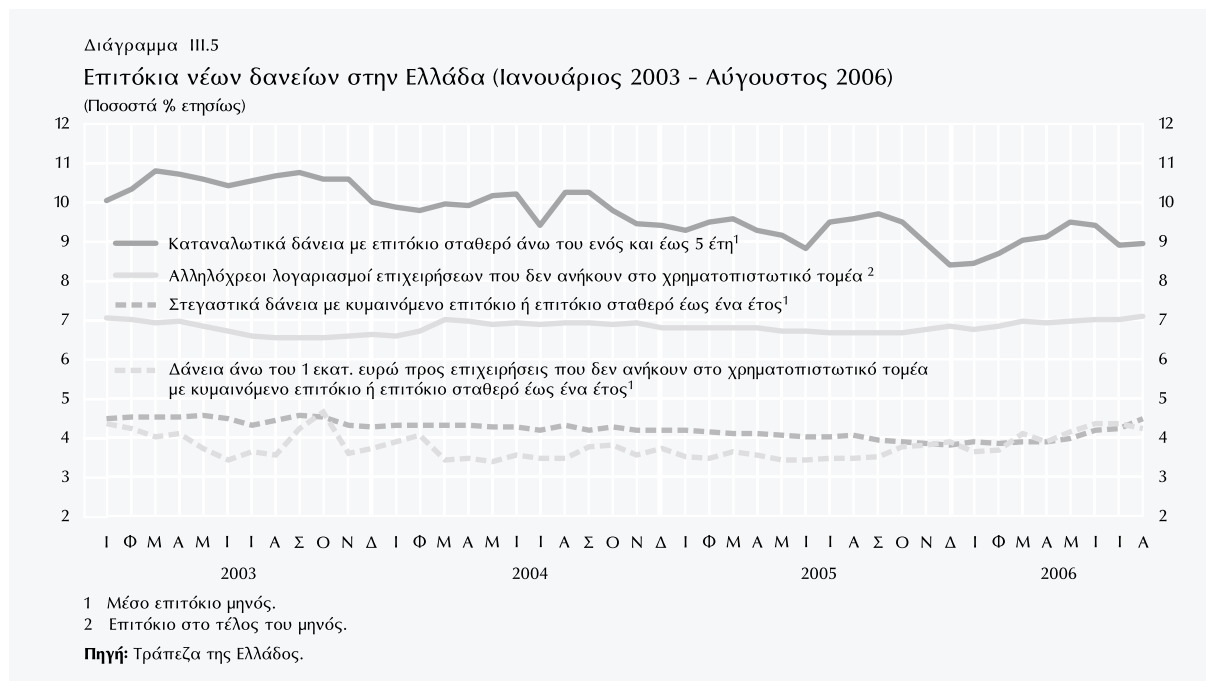
και της επιβολής ΦΠΑ στις νέες κατοικίες από τον Ιανουάριο του 2006, εξακολουθεί να γίνεται αισθητή στους ετήσιους ρυθμούς αύξησης των στεγαστικών δανείων τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006, οι οποίοι, υπό την επίδραση και των προαναφερθέντων παραγόντων, παραμένουν υψηλοί (Αύγουστος 2006: 31,5%, δ' τρίμηνο 2005: 31,5%). Σε σύγκριση όμως με το τελευταίο τρίμηνο του 2005, το ποσό των συνολικών χορηγήσεων νέων δανείων ήταν μικρότερο την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2006 (μηνιαίοι μέσοι όροι: Ιανουάριος- Αύγουστος 2006: 1.241 εκατ. ευρώ, δ' τρίμηνο 2005: 1.702 εκατ. ευρώ). Το γεγονός ότι από τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ προκύπτει πως τα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ έχουν εισέλθει πλέον σε φάση ανοδικής πορείας φαίνεται ότι έχει αρχίσει να ωθεί τα νοικοκυριά στην Ελλάδα στο σταδιακό περιορισμό της έντονης προτίμησής τους για δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο ή επιτόκιο σταθερό για περίοδο μέχρι ένα έτος. Έτσι, ενώ τα εν λόγω δάνεια αντιπροσώπευαν κατά μέσον όρο το 89,1% των νέων στεγαστικών δανείων κατά τη διάρκεια του 2005, τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006 το ποσοστό αυτό μειώθηκε στο 75,4%.

Η καθοδική τάση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των καταναλωτικών δανείων που παρατηρήθηκε κατά τη διάρκεια του 2005 συνεχίστηκε και την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2006. Ωστόσο, ο ρυθμός αυτός δεν παύει να είναι

¹⁹ Δεδομένου όμως ότι τα δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί αντιπροσωπεύουν διαφορετικό ποσοστό του ΑΕΠ στην Ελλάδα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, η σύγκριση αυτή πρέπει να ερμηνεύεται με προσοχή.

²⁰ Περιγραφή της έρευνας και παρουσίαση των αποτελεσμάτων της δίνεται στο Παράρτημα του Κεφαλαίου VI της Έκθεσης του Διοικητή για το έτος 2005, Απρίλιος 2006.

²¹ Π.χ. η εξαγγελία αλλαγών στο καθεστώς φορολογικών απαλλαγών για τους τόκους των στεγαστικών δανείων συνδέεται με την εξάρση των εν λόγω χορηγήσεων το τελευταίο τρίμηνο του 2002.



υψηλός, καθώς τον Αύγουστο διαμορφώθηκε σε 24,3% (δ' τρίμηνο 2005: 30,4%).²² Ιδιαίτερα δυναμική ήταν η πορεία των προσωπικών δανείων, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των οποίων διαμορφώθηκε σε 40,1% τον Αύγουστο του 2006 (δ' τρίμηνο 2005: 44,4%). Τα προσωπικά δάνεια αποτελούν πλέον τη σημαντικότερη επιμέρους κατηγορία καταναλωτικών δανείων, με μερίδιο της τάξεως του 46,5% (λαμβάνομένων υπόψη και των τιτλοποιημένων δανείων). Η εξέλιξη αυτή εν μέρει συνδέεται με την εκτεταμένη προσφορά από τις τράπεζες προϊόντων συγκέντρωσης οφειλών καταναλωτικής πίστης, που δίνουν τη δυνατότητα στους οφειλότες να μειώσουν το κόστος εξυπηρέτησης των υφιστάμενων υποχρεώσεών τους σε πιο υψηλότοκα προϊόντα καταναλωτικής πίστης, όπως π.χ. οι πιστωτικές κάρτες. Αντίθετα, τα υπόλοιπα των δανείων μέσω πιστωτικών καρτών, τα οποία μέχρι περίπου τα μέσα του 2005 ήταν η σημαντικότερη κατηγορία καταναλωτικών δανείων, εμφανίζουν τάση μείωσης κατά τη διάρκεια του 2006, η οποία αντανακλάται και στο φθίνον μερίδιό τους στο

σύνολο των καταναλωτικών δανείων (Αύγουστος 2006: 34,3%, Δεκέμβριος 2005: 38,7%).

2.2 Επιτόκια τραπεζικών δανείων

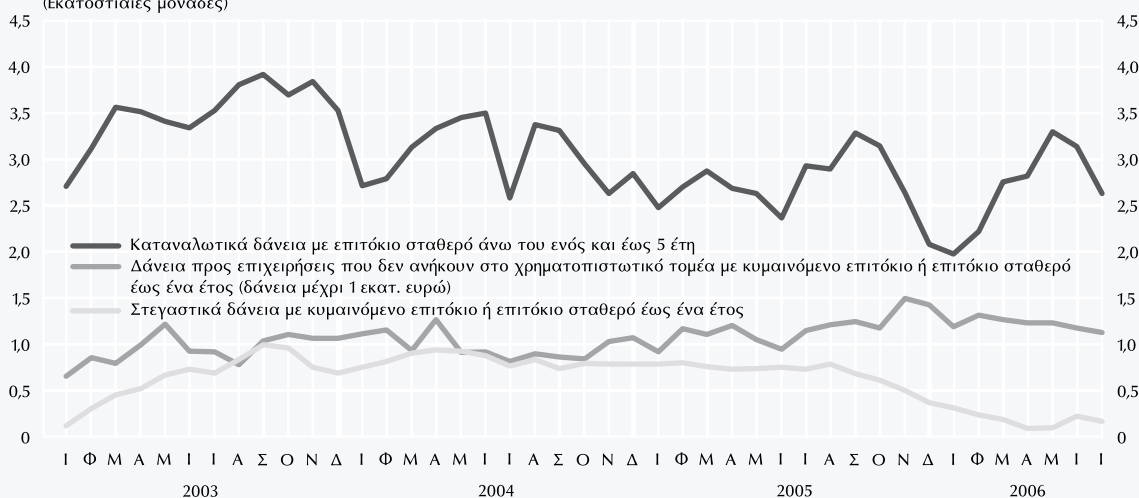
Η άνοδος των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, η οποία άρχισε το Δεκέμβριο του 2005 και συνεχίστηκε κατά την εξεταζόμενη περίοδο του τρέχοντος έτους, καθώς και οι προσδοκίες της αγοράς για περαιτέρω άνοδό τους μέχρι το τέλος του έτους, επέδρασαν αυξητικά στο ύψος των επιτοκίων χορηγήσεων στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ. Στο διάστημα Ιανουα-

²² Η Τράπεζα της Ελλάδος, στο πλαίσιο του εποπτικού της ρόλου, λαμβάνοντας υπόψη τους υψηλούς ρυθμούς αύξησης των καταναλωτικών δανείων, έχει ήδη προβεί σε ενέργειες εποπτικού χαρακτήρα προκειμένου να διασφαλίσει τη σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος. Έτσι, μεταξύ άλλων, έχει αυξήσει τις ελάχιστες απαιτούμενες εποπτικές προβλέψεις για τα καταναλωτικά δάνεια (ΠΔ/ΤΕ 2557/26.1.2005) και έχει εκδώσει οδηγίες προς τις τράπεζες ώστε κατά την αξιολόγηση αιτημάτων φυσικών προσώπων για δανεισμό να δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα στη σχέση μεταξύ του ποσού που απαιτείται για την εξυπηρέτηση των δανειακών υποχρεώσεων του αιτούντα και του διαθέσιμου εισοδήματός του (ΠΔ/ΤΕ 2565/11.10.2005). Για την αξιολόγηση της σταθερότητας του πιστωτικού συστήματος βλ. Τμήμα 4 του παρόντος κεφαλαίου.

Διάγραμμα III.6

Διαφορές επιτοκίων νέων τραπεζικών δανείων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ
(Ιανουάριος 2003 - Ιούλιος 2006)

(Εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

ρίου-Αυγούστου 2006, τα ελληνικά επιτόκια παρουσίασαν αύξηση²³ σε σχεδόν όλες τις κατηγορίες δανείων (βλ. Διάγραμμα III.5), ενώ είχαν μειωθεί σημαντικά κατά την προηγούμενη πενταετία. Οι μεγαλύτερες μειώσεις, που αφορούσαν σχεδόν όλες τις κατηγορίες δανείων, σημειώθηκαν στην περίοδο από την αρχή του 2001 μέχρι τα μέσα του 2003, οπότε ολοκληρώθηκε ο κύκλος των μειώσεων των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Στο διάστημα εκείνο η μεγαλύτερη μείωση καταγράφηκε στο επιτόκιο των επιχειρηματικών δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια (κατά 354 μονάδες βάσης, σε 6,61% τον Ιούλιο του 2003). Στη συνέχεια, από τα μέσα του 2003 μέχρι και το Νοέμβριο του 2005, περίοδο κατά την οποία τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ παρέμειναν αμετάβλητα, τα ελληνικά επιτόκια συνέχισαν την πτωτική τους πορεία (αν και με σαφώς βραδύτερο ρυθμό) στις περισσότερες κατηγορίες δανείων.

Στην περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006, η άνοδος των επιτοκίων των δανείων στη ζώνη του ευρώ ήταν γενικά μεγαλύτερη από ό,τι των ελληνικών

στις περισσότερες κατηγορίες δανείων. Έτσι, η θετική διαφορά μεταξύ των επιτοκίων της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ μειώθηκε στα στεγαστικά δάνεια προς τα νοικοκυριά και τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα III.6). Όσον αφορά τα καταναλωτικά δάνεια προς τα νοικοκυριά, η θετική διαφορά διευρύνθηκε, με εξαίρεση την κατηγορία των δανείων με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος, στην οποία περιορίστηκε αισθητά. Δεδομένου ότι και στην πενταετία 2001-2005 τα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ είχαν μειωθεί λιγότερο από ό,τι τα ελληνικά, οι διαφορές τους είχαν επίσης περιοριστεί την περίοδο αυτή.

Η μείωση των θετικών διαφορών των επιτοκίων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ μπορεί να αποδοθεί στον εντεινόμενο ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών στην Ελλάδα, ιδιαίτερα στη στε-

²³ Η αύξηση του μέσου επιτοκίου των δανείων προς τα νοικοκυριά (κατά 62 μονάδες βάσης, σε 6,78% τον Αύγουστο του 2006) ήταν μεγαλύτερη από την αύξηση του μέσου επιτοκίου των δανείων προς τις επιχειρήσεις (κατά 43 μονάδες βάσης, σε 5,71% τον Αύγουστο του 2006).

γαστική πίστη, αλλά και στον αυξανόμενο βαθμό ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών της ζώνης του ευρώ.²⁴ Ωστόσο, για ορισμένες κατηγορίες δανείων οι διαφορές επιτοκίων είναι ακόμη σχετικά μεγάλες, γεγονός που κατά κύριο λόγο συνδέεται με παράγοντες όπως: το υψηλότερο λειτουργικό κόστος των ελληνικών τραπεζών (βλ. Πίνακα III.11), ο λιγότερο έντονος ανταγωνισμός στην Ελλάδα σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ, ο μικρότερος βαθμός ωρίμανσης ορισμένων αγορών δανείων στην Ελλάδα (σε σύγκριση με τις αντίστοιχες στη ζώνη του ευρώ), το υψηλότερο κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών στη διατραπεζική αγορά, κυρίως λόγω μεγέθους, καθώς και το υψηλότερο σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ ποσοστό των καθυστερήσεων επί του συνολικού ποσού των δανείων²⁵ (βλ. και Πίνακα III.10) με αποτέλεσμα να είναι αντίστοιχα υψηλότερο το ασφάλιστρο κινδύνου που ενσωματώνεται στα επιτόκια των δανείων. Επομένως, όσο συνεχίζεται η ωρίμανση στις σχετικές αγορές, εντείνεται ο ανταγωνισμός και αυξάνεται το μέγεθος των ελληνικών τραπεζών, τα επιτόκια στην Ελλάδα θα συνεχίσουν να συγκλίνουν προς τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ.

Όσον αφορά τις επιμέρους κατηγορίες δανείων, η μεγαλύτερη σύγκλιση επιτοκίων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ έχει επιτευχθεί στην κατηγορία των στεγαστικών δανείων, όπου η διαφορά επιτοκίων τείνει ουσιαστικά να εξαλειφθεί.²⁶ Σε μεγάλο βαθμό εξάλλου έχουν συγκλίνει και τα επιτόκια των επιχειρηματικών δανείων, ιδιαίτερα στην κατηγορία των δανείων άνω του ενός εκατ. ευρώ.²⁷ Στα καταναλωτικά δάνεια, σύγκλιση επιτοκίων σημειώθηκε στην κατηγορία των δανείων με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος.²⁸ Αντίθετα, στα καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια η διαφορά των επιτοκίων αυξήθηκε (κατά 15 μονάδες βάσης) το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου του τρέχοντος

έτους και παραμένει ιδιαίτερα μεγάλη (Ιούλιος 2006: 355 μονάδες βάσης). Η διαφορά αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι στην Ελλάδα τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών αποτελούν τη σπουδαιότερη²⁹ κατηγορία δανείων χωρίς

24 Είναι χαρακτηριστικό ότι στις κατηγορίες των δανείων όπου ο παράγοντας “εγγύτητα με τον πελάτη” είναι λιγότερο καθοριστικός για τη σύναψη δανείων, όπως στην περίπτωση των μεγάλων επιχειρηματικών δανείων (άνω του ενός εκατ. ευρώ), οι διαφορές επιτοκίων μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ είναι πολύ περιορισμένες και οι σχετικές αγορές εμφανίζονται πολύ πιο ολοκληρωμένες. Αντίθετα, στην περίπτωση των καταναλωτικών δανείων, όπου ο ανωτέρω παράγοντας είναι καθοριστικός για τη σύναψη δανείων, οι σχετικές αγορές χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό κατάτμησης και υπάρχουν μεγάλες διαφορές στα επιτόκια μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ. Βλ. σχετική μελέτη της ΕΚΤ *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, Σεπτέμβριος 2006.

25 Το ποσοστό των καθυστερήσεων για το σύνολο των δανείων των ελληνικών εμπορικών τραπεζών διαμορφώθηκε τον Ιούνιο του 2006 σε 6,4%, επίπεδο σημαντικά υψηλότερο από ό,τι στις μεσαίου μεγέθους τράπεζες στην Ευρωπαϊκή Ένωση (Δεκέμβριος 2005: 3,3%).

26 Στα στεγαστικά δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος, τα οποία αποτελούν την κυριότερη κατηγορία στεγαστικών δανείων στην Ελλάδα, η διαφορά επιτοκίων περιορίστηκε σε 17 μονάδες βάσης τον Ιούλιο του 2006, καθώς το επιτόκιο αυξήθηκε λιγότερο στην Ελλάδα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (βλ. Πίνακες III.5A και B). Σε μεγαλύτερο βαθμό όμως η σύγκλιση έχει επιτευχθεί στην κατηγορία των στεγαστικών δανείων με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως πέντε έτη, καθώς το επιτόκιο της κατηγορίας αυτής, σε αντίθεση με την αυξητική πορεία των άλλων επιτοκίων, μειώθηκε σημαντικά στην Ελλάδα (σε 4,44% τον Αύγουστο του 2006), προκαλώντας έτσι σταδιακή μετατόπιση των προτιμήσεων των νοικοκυριών προς αυτή την κατηγορία δανείων, ενώ η διαφορά μεταξύ αυτού και του αντίστοιχου στη ζώνη του ευρώ διαμορφώθηκε σε 13 μονάδες βάσης τον Ιούλιο.

27 Η διαφορά επιτοκίων όσον αφορά τα επιχειρηματικά δάνεια περιορίστηκε τον Ιούλιο του 2006 σε 56 μονάδες βάσης στα δάνεια άνω του ενός εκατ. ευρώ, σε 113 μονάδες βάσης στα δάνεια κάτω του ενός εκατ. ευρώ και σε 167 μονάδες βάσης στα δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια. Σημειώνεται σχετικά ότι τα επιχειρηματικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια χορηγούνται κυρίως μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών.

28 Στην κατηγορία αυτή η διαφορά επιτοκίων περιορίστηκε στις 51 μονάδες βάσης τον Ιούλιο του 2006 από 102 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2005.

29 Σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών δεν αποτελούν την κύρια μορφή δανεισμού (όσον αφορά τα καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια), διότι οι σχετικές οφειλές ως επί το πλείστον εξοφλούνται χωρίς να αφήνουν υπόλοιπο. Εναλλακτική μορφή δανεισμού είναι οι υπεραναλήψεις από τρεχούμενους λογαριασμούς, το επιτόκιο των οποίων μειώνεται για υψηλότερα ποσά δανεισμού, με αποτέλεσμα να προτιμώνται από τα καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια. Επιπλέον, σε ορισμένες χώρες τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών χορηγούνται από μη NFI και γι’ αυτό τα επιτόκιά τους δεν περιλαμβάνονται στα τραπεζικά επιτόκια.

Πίνακας III.5Α

Εξέλιξη επιτοκίων νέων τραπεζικών δανείων στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα

(Ποσοστά % ετησίως)

Α. Δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο ή επιτόκιο σταθερό έως 1 έτος¹

	Δεκέμβριος 2005	Ιούλιος 2006	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2005 και Ιουλ. 2006 (σε εκατ. μονάδες)
A.1. Δάνεια μέχρι 1 εκατ. ευρώ προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα			
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	3,99	4,57	0,58
Μέγιστο επιτόκιο	5,73	6,23	0,50
Ελάχιστο επιτόκιο	3,53	4,13	0,60
Επιτόκιο στην Ελλάδα	5,41	5,70	0,29
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	1,42	1,13	-0,29
A.2. Δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα			
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	3,25	3,84	0,59
Μέγιστο επιτόκιο	4,22	4,84	0,62
Ελάχιστο επιτόκιο	2,70	3,45	0,75
Επιτόκιο στην Ελλάδα	3,93	4,40	0,47
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,68	0,56	-0,12
A.3. Στεγαστικά δάνεια			
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	3,49	4,11	0,62
Μέγιστο επιτόκιο	4,44	4,92	0,48
Ελάχιστο επιτόκιο	3,18	3,77	0,59
Επιτόκιο στην Ελλάδα	3,86	4,28	0,42
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,37	0,17	-0,20
A.4. Καταναλωτικά δάνεια			
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	6,76	7,34	0,58
Μέγιστο επιτόκιο	10,18	11,28	1,10
Ελάχιστο επιτόκιο	3,95	4,62	0,67
Επιτόκιο στην Ελλάδα	7,78	7,85	0,07
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	1,02	0,51	-0,51

Β. Δάνεια με επιτόκιο σταθερό από 1 έως 5 έτη¹

Καταναλωτικά δάνεια			
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	6,36	6,31	-0,05
Μέγιστο επιτόκιο	8,61	10,25	1,64
Ελάχιστο επιτόκιο	4,26	4,95	0,69
Επιτόκιο στην Ελλάδα	8,44	8,94	0,50
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	2,08	2,63	0,55

¹ Μέσο επιτόκιο μηνός.

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

καθορισμένη διάρκεια, σε αντίθεση με άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ, και το επιτόκιο τους διατηρείται σε υψηλό επίπεδο (Αύγουστος 2006: 14,34%), καθώς, μεταξύ άλλων, αντανακλά και το υψηλό διαχειριστικό κόστος των

τραπεζών για το συγκεκριμένο προϊόν. Η διαφορά επιτοκίων στην κατηγορία των καταναλωτικών δανείων με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως πέντε έτη αυξήθηκε σημαντικά (κατά 55 μονάδες βάσης) έναντι των αντίστοι-

Πίνακας III.5B

Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ¹

	Νέα δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως 1 έτος ²								Καταναλωτικά δάνεια με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως 5 έτη ²	
	Προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις				Στεγαστικά		Καταναλωτικά			
	Δάνεια μέχρι 1 εκατ. ευρώ		Δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ							
	Δεκ. 2005	Ιουλ. 2006	Δεκ. 2005	Ιουλ. 2006	Δεκ. 2005	Ιουλ. 2006	Δεκ. 2005	Ιουλ. 2006	Δεκ. 2005	Ιουλ. 2006
Βέλγιο	4,02	4,42	2,95	3,45	3,18	4,09	5,98	6,94	7,07	7,72
Γερμανία	4,57	5,11	3,46	4,00	4,44	4,92	4,85	5,54	5,64	5,41
Ελλάδα	5,41	5,70	3,93	4,40	3,86	4,28	7,78	7,85	8,44	8,94
Ισπανία	3,69	4,36	3,12	3,74	3,29	4,08	8,13	8,48	7,57	8,15
Γαλλία	3,53	4,25	2,70	3,81	3,37	3,77	4,91	5,88	6,33	6,07
Ιρλανδία	4,52	5,29	4,22	4,84	3,47	3,90	4,96	5,89	8,17	8,44
Ιταλία	4,07	4,59	3,25	3,86	3,60	4,30	10,18	11,28	7,87	8,31
Λουξεμβούργο	. . . ³	4,44	. . . ³	4,00	3,62	3,93	. . . ³	. . . ³	5,42	5,63
Ολλανδία	3,60	4,32	3,63	3,69	3,44	4,09	7,51	7,99	. . . ³	. . . ³
Αυστρία	3,66	4,13	3,13	3,57	3,99	4,34	4,94	5,65	4,26	4,97
Πορτογαλία	5,73	6,23	3,93	4,60	3,50	3,92	8,02	7,81	8,61	10,25
Φινλανδία	3,74	4,32	3,19	3,88	3,25	3,79	3,95	4,62	4,52	4,95

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

² Μέσο επιτόκιο μηνός.

³ Στις συγκεκριμένες κατηγορίες επιτοκίων ο όγκος των χορηγούμενων δανείων είναι πολύ μικρός.

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

χων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ και διαμορφώθηκε σε 263 μονάδες βάσης τον Ιούλιο του 2006. Σημειώνεται σχετικά ότι τα καταναλωτικά δάνεια με μεγαλύτερη διάρκεια ενέχουν και υψηλότερο κίνδυνο, ο οποίος είναι δυνατόν να περιοριστεί με τη λήψη εμπράγματων εξασφαλίσεων ή εγγυήσεων. Το υψηλό επιτόκιο των εν λόγω δανείων στην Ελλάδα αντανακλά ως ένα βαθμό και τη σχετικά χαμηλότερη κάλυψή τους από ασφάλειες.

Για όλους τους παραπάνω λόγους η διαφορά μεταξύ του μέσου σταθμικού επιτοκίου του συνόλου των νέων τραπεζικών δανείων και του αντίστοιχου επιτοκίου των νέων τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα διαμορφώνεται σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, αν και στη διάρκεια της πενταετίας 2001-2005 μειώθηκε κατά 121 μονάδες βάσης. Στο οκτά-

μηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2006 η διαφορά αυτή εκτιμάται ότι αυξήθηκε στην Ελλάδα κατά 18 μονάδες βάσης (σε 4,65% τον Αύγουστο, βλ. Πίνακα III.6). Για το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006 (περίοδος για την οποία υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία επιτοκίων και για τη ζώνη του ευρώ) η διαφορά αυξήθηκε στην Ελλάδα κατά 11 μονάδες βάσης, ενώ η αντίστοιχη διαφορά³⁰ για τη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε περισσότερο (κατά 24 μονάδες βάσης, σε 2,70% τον Ιούλιο). Προκύπτει επομένως ότι συνεχίζεται στην περίοδο αυτή η σύγκλιση των ελληνικών επιτοκίων προς τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ και περιορίζεται σταδιακά η μεταξύ τους διαφορά.

³⁰ Όπως υπολογίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος. Για ανάλογους υπολογισμούς της EKT, βλ. την πρόσφατη μελέτη *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, Σεπτέμβριος 2006.

Πίνακας III.6

Μέσα επιτόκια τραπεζικών δανείων και καταθέσεων στην Ελλάδα¹

(Ποσοστά % ετησίως)

	Μέσο επιτόκιο δανείων	Μέσο επιτόκιο καταθέσεων	Διαφορά επιτοκίων (εκατοστιαίες μονάδες)
Δεκ. 1998	16,21	8,12	8,09
Δεκ. 1999	14,02	6,98	7,04
Δεκ. 2000	9,68	4,00	5,68
Δεκ. 2001	7,26	1,96	5,30
Δεκ. 2002	6,38	1,64	4,74
Δεκ. 2003	6,04	1,15	4,89
Δεκ. 2004	6,03	1,19	4,84
Δεκ. 2005	5,73	1,25	4,47
Ιουλ. 2006	6,14	1,56	4,58
Αύγ. 2006	6,27	1,62	4,65

¹ Από το Σεπτέμβριο του 2002, οι τράπεζες υποβάλλουν νέες αναλυτικότερες σειρές επιτοκίων με βάση την ενιαία μεθοδολογία που ακολουθείται σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Τα ιστορικά στοιχεία των επιτοκίων για την προ του 2002 περίοδο έχουν αναπροσαρμοστεί και επανεκτιμηθεί έτσι ώστε να είναι συγκρίσιμα με τα νεότερα στοιχεία. Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι το μέσο επιτόκιο των καταθέσεων υποεκτιμά το κόστος του χρήματος, δεδομένου ότι οι τράπεζες, για τη χρηματοδότηση της ταχείας πιστωτικής τους επέκτασης, αναγκάζονται να αντλούν πόρους και από τη διατραπεζική αγορά, με σχετικώς υψηλά επιτόκια.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Τα μέσα επιτόκια που αφορούν τα υπόλοιπα των υφιστάμενων δανείων παρέχουν πρόσθετες πληροφορίες για τη συνολική εξέλιξη των τραπεζικών επιτοκίων. Το μέσο επιτόκιο που ισχύει για τα υπόλοιπα των δανείων σε ευρώ (τα οποία περιλαμβάνουν τα νέα δάνεια αλλά και τα παλαιότερα), το οποίο και επηρεάζει τα οργανικά έσοδα των τραπεζών, αυξήθηκε στο οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2006. Ειδικότερα, αύξηση σημείωσε το μέσο επιτόκιο της σημαντικότερης κατηγορίας καταναλωτικών δανείων (με διάρκεια έως ένα έτος),³¹ ενώ μικρότερη ήταν η αύξηση του μέσου επιτοκίου της σημαντικότερης κατηγορίας στεγαστικών δανείων (με διάρκεια άνω των πέντε ετών). Επίσης, αυξήθηκε το μέσο επιτόκιο των δανείων προς τις επιχειρήσεις. Η εξέλιξη αυτή των μέσων επιτοκίων στα υπόλοιπα των υφιστάμενων δανείων οφείλεται στην αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, η οποία άρχισε, όπως προαναφέρθηκε, το Δεκέμβριο του 2005 και συνεχίστηκε κατά την εξεταζόμενη περίοδο του 2006. Όμως, και στην περίπτωση

αυτής της κατηγορίας των επιτοκίων (μέσα επιτόκια στο σύνολο των υφιστάμενων δανείων), πρέπει να επισημανθεί ότι δεν είναι μόνο τα επιτόκια των νέων δανείων που επηρεάζουν το μέσο επιτόκιο. Έχει επίσης σημασία το ύψος των επιτοκίων επί των παλαιών δανείων, το οποίο στην περίπτωση της Ελλάδος ήταν, σε σύγκριση με τις άλλες χώρες της ζώνης, πολύ υψηλό, ιδιαίτερα για τα δάνεια που είχαν χορηγηθεί πριν από την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ.

3. Οι αγορές κεφαλαίων

3.1 Η αγορά ομολόγων

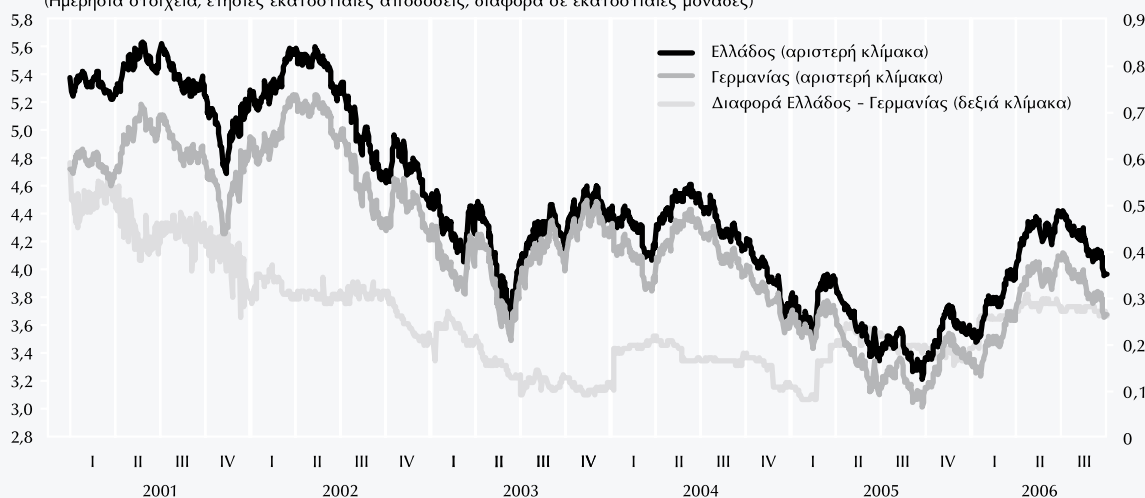
Η ανοδική πορεία των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στη δευτερογενή

³¹ Το επιτόκιο της δεύτερης πιο σημαντικής κατηγορίας καταναλωτικών δανείων (με διάρκεια άνω του ενός και έως πέντε έτη) παρέμεινε αμετάβλητο.

Διάγραμμα III.7

Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου
(Ιανουάριος 2001 – Σεπτέμβριος 2006)

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



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

αγορά, η οποία άρχισε από το Σεπτέμβριο του 2005, οπότε οι αποδόσεις αυτές είχαν διαμορφωθεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, συνεχίστηκε με έντονο ρυθμό μέχρι και τον Ιούνιο του 2006, ενώ το τρίμηνο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου οι αποδόσεις παρουσίασαν κάμψη (βλ. Διαγράμματα III.7 και III.8). Παράλληλα, η αξία των συναλλαγών επί των τίτλων αυτών στην ΗΔΑΤ την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006 εμφάνισε μικρή μείωση σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005 (βλ. Διάγραμμα III.9), ενώ διατηρήθηκε περίπου στο επίπεδο του μέσου όρου της τελευταίας πενταετίας.

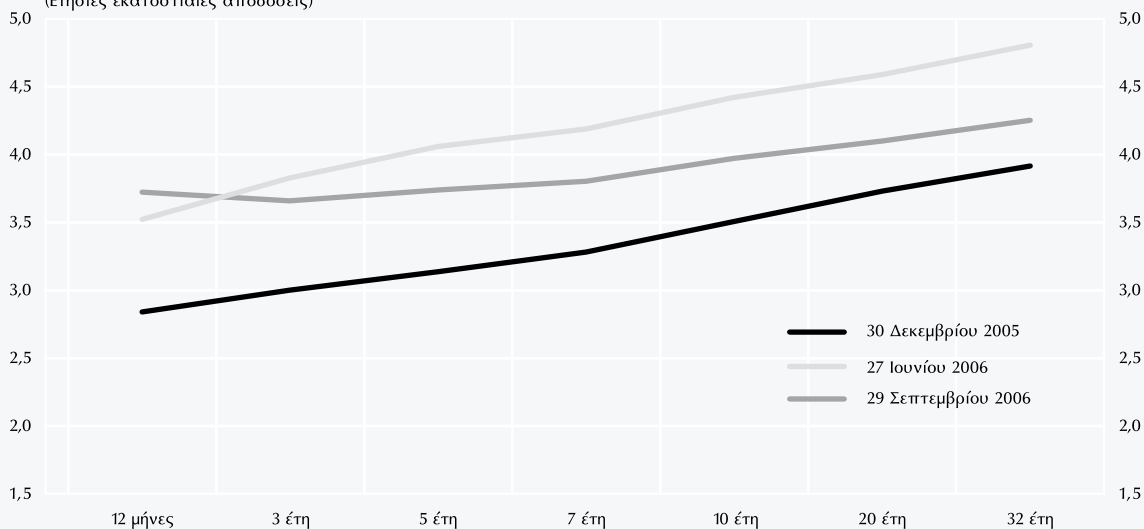
Η πορεία αυτή των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου ακολούθησε ανάλογες εξελίξεις στις αγορές ομολόγων κυρίως της ζώνης του ευρώ, αλλά και των ΗΠΑ, οι οποίες επηρεάστηκαν από τη δημοσιοποίηση θετικών μακροοικονομικών στοιχείων, τα οποία, σε συνδυασμό με την περαιτέρω άνοδο της τιμής του πετρελαίου, επέτειναν τις ανησυχίες για την εμφάνιση πληθωριστικών πιέσεων. Επιπρόσθετα, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

(ΕΚΤ) αναθεώρησε προς τα πάνω τις εκτιμήσεις της για το ρυθμό ανάπτυξης αλλά και τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ και, κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους, προχώρησε επανειλημμένα σε αυξήσεις των βασικών της επιτοκίων,³² εξέλιξη η οποία με τη σειρά της επηρέασε τις αγορές ομολόγων, καθώς οι επενδυτές εκτίμησαν ότι η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής θα καταστεί λιγότερο διευκολυντική. Οι εξελίξεις αυτές ωστόσο υπεραντισταθμίστηκαν από την αβεβαιότητα των επενδυτών σχετικά με την επίδραση στην παγκόσμια οικονομία αφενός της γεωπολιτικής αστάθειας και αφετέρου της πιθανής επιβράδυνσης της οικονομικής ανάπτυξης των ΗΠΑ λόγω κυρίως της δημοσιοποίησης στοιχείων για την αγορά κατοικίας δυσμενέστερων σε

³² Σημειώνεται επίσης ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ ακολούθησε και κατά την εξεταζόμενη περίοδο περιοριστική νομισματική πολιτική αυξάνοντας τα βασικά της επιτόκια τέσσερις φορές, ενώ και η κεντρική τράπεζα της Ιαπωνίας ανήγγειλε την πρόθεσή της για τερματισμό της χαλαρής νομισματικής πολιτικής που ακολουθούσε τα τελευταία χρόνια και προς την κατεύθυνση αυτή προχώρησε μία φορά σε αύξηση του βασικού της επιτοκίου στην ίδια περίοδο.

Διάγραμμα III.8

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



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

σχέση με τα προσδοκώμενα, με αποτέλεσμα οι αποδόσεις των ομολόγων να υποχωρήσουν στο τρίμηνο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου.

Στο τέλος Σεπτεμβρίου του τρέχοντος έτους, η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου διαμορφώθηκε σε 3,97%, δηλαδή ήταν αυξημένη κατά 46 μονάδες βάσης σε σύγκριση με το τέλος Δεκεμβρίου του 2005 και κατά 76 μονάδες βάσης σε σχέση με το κατώτατο επίπεδο που παρατηρήθηκε το Σεπτέμβριο του 2005, ενώ ήταν κατά 53 μονάδες βάσης χαμηλότερη από το μέσο όρο της περιόδου 2001-2005. Στη διάρκεια του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006, η ανώτατη απόδοση (4,42%) σημειώθηκε στις 27 Ιουνίου και η κατώτατη (3,48%) στις 9 Ιανουαρίου, ενώ το εύρος τιμών το 2006 ήταν μεγαλύτερο από εκείνο του 2005.³³ Επίσης, η διαφορά απόδοσης μεταξύ του ελληνικού 10ετούς ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού διευρύνθηκε στην αρχή του 2006, φαινόμενο που παρατηρήθηκε και στην περίπτωση της Ιταλίας, ενώ στη συνέχεια και μέχρι το τέλος Σεπτεμβρίου διατηρήθηκε περίπου στα ίδια επίπεδα (Σεπτέμ-

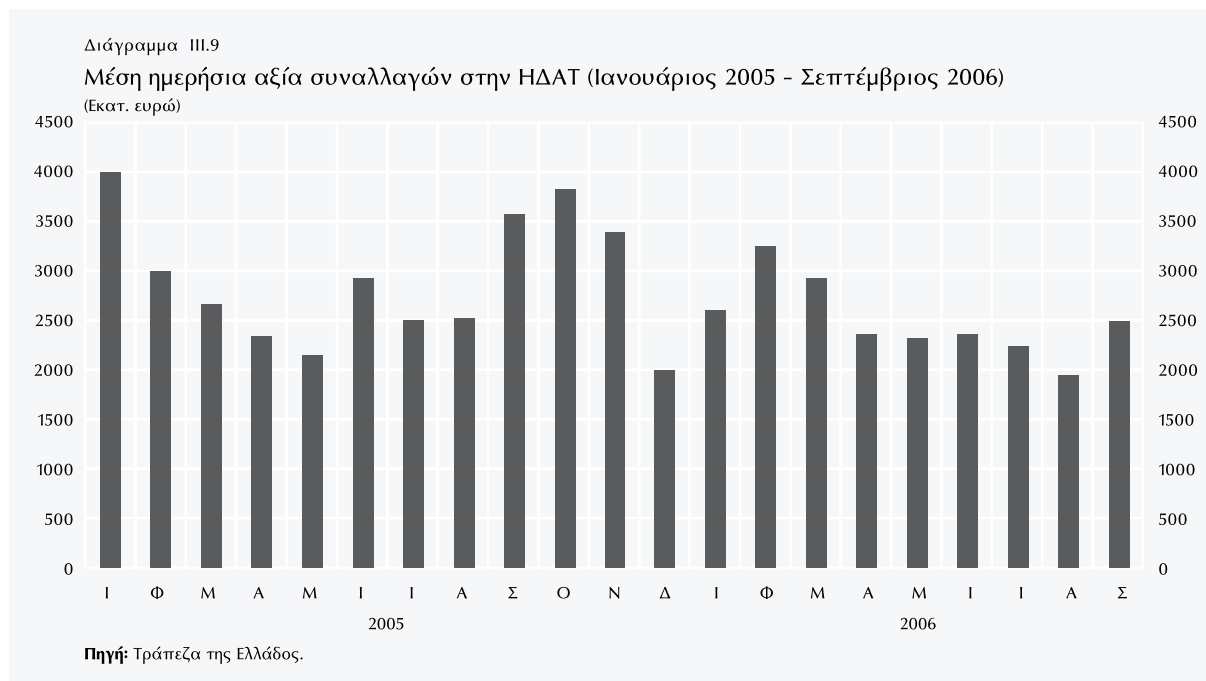
βριος 2006: 29 μονάδες βάσης, Δεκέμβριος 2005: 21 μονάδες βάσης – βλ. Διάγραμμα III.7).³⁴

Ανοδο και στις υπόλοιπες διάρκειες παρουσίασαν οι αποδόσεις των τίτλων του Δημοσίου μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2005 και τέλους Σεπτεμβρίου του 2006. Έτσι, η καμπύλη αποδόσεων των τίτλων του Δημοσίου μετατοπίστηκε προς τα πάνω (βλ. Διάγραμμα III.8), παρουσιάζοντας ταυτόχρονα μείωση της κλίσης της, όπως διαπιστώνεται από τη διαφορά απόδοσης μεταξύ του 10ετούς ομολόγου και του 12μηνου έντοκου γραμματίου, η οποία διαμορφώθηκε σε 25 μονάδες βάσης στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2006, έναντι 67 μονάδων βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2005.³⁵

³³ Το εύρος (94 μονάδες βάσης) μεταξύ των δύο ακρότατων τιμών για το πρώτο εννεάμηνο του 2006 ήταν μεγαλύτερο από το αντίστοιχο εύρος (76 μονάδες βάσης) για ολόκληρο το 2005.

³⁴ Η διεύρυνση της διαφοράς των αποδόσεων μεταξύ των δύο ομολόγων θα ήταν μικρότερη (Σεπτέμβριος 2006: 28 μονάδες βάσης, Δεκέμβριος 2005: 25 μονάδες βάσης) αν τα δύο ομόλογα είχαν την ίδια ημερομηνία λήξης.

³⁵ Η διαφορά μεταξύ του 32ετούς ομολόγου και του 12μηνου έντοκου γραμματίου μειώθηκε κατά 55 μονάδες βάσης στην ίδια περίοδο.



Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών στην ΗΔΑΤ, η οποία υπερδιπλασιάστηκε κατά την περίοδο 2001-2005,³⁶ μειώθηκε σε 2,5 δισεκ. ευρώ το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006, δηλαδή κατά 12,3% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005 (βλ. Διάγραμμα III.9), ωστόσο διατηρήθηκε στο επίπεδο του μέσου όρου της περιόδου 2001-2005. Ο κύριος όγκος των συναλλαγών αφορούσε ομόλογα 10ετούς διάρκειας, τα οποία κάλυψαν το 72% περίπου της συνολικής αξίας των συναλλαγών κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Η διαφορά μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων τιμών των ομολογιακών τίτλων (7,3 μονάδες βάσης) εμφάνισε μείωση το Σεπτέμβριο του 2006 σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2005 (7,9 μονάδες βάσης).³⁷

Στην πρωτογενή αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, το συνολικό ποσό των κεφαλαίων που αντλήθηκαν στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006 υποχώρησε σε 26,9 δισεκ. ευρώ, ή κατά 25,1% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005 (βλ. Πίνακα III.7). Τα 4/5 των συνολικών εκδόσεων των ομολογιακών τίτλων

αφορούσαν εκδόσεις μέσω κοινοπρακτικών δανείων. Από το σύνολο των ομολογιακών εκδόσεων, ποσό 14,5 δισεκ. ευρώ (57,3% της αξίας του συνόλου των ομολογιακών εκδόσεων, Ιανουάριος-Σεπτέμβριος 2005: 58,2%) αφορούσε ομόλογα διάρκειας 10 ετών και άνω, ενώ η μέση σταθμική διάρκεια του συνόλου των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου διαμορφώθηκε σε 13,1 έτη³⁸ (2005: 10,5 έτη). Οι εκδόσεις έντοκων γραμματίων το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006 διατηρήθηκαν σε χαμηλό επίπεδο, ελαφρά υψηλότερο σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005, καλύπτοντας ποσοστό 6,3% (2005: 4,6%) περίπου της αξίας του συνόλου των εκδόσεων (βλ. Πίνακα III.7). Τέλος, οι συν-

³⁶ Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών στην ΗΔΑΤ ανήλθε σε 2,9 δισεκ. ευρώ το 2005 έναντι 1,3 δισεκ. ευρώ το 2001. Ανάλογη εικόνα (2005: 25,8 δισεκ. ευρώ, 2001: 11,4 δισεκ. ευρώ) εμφάνισε και η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων της Τράπεζας της Ελλάδος, η οποία παρουσίασε μείωση την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006 σε 22,6 δισεκ. ευρώ, από 26,7 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2005.

³⁷ Η μείωση της διαφοράς αυτής συνδέεται και με τον ελαφρά μειωμένο όγκο των συναλλαγών σε ομόλογα διάρκειας 32 ετών.

³⁸ Αφορά την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2006.

Πίνακας III.7

Εκδόσεις τίτλων Ελληνικού Δημοσίου

Τίτλοι	Ιανουάριος - Σεπτέμβριος			
	2005		2006	
	Εκατ. ευρώ	Ποσοστό (%) του συνόλου	Εκατ. ευρώ	Ποσοστό (%) του συνόλου
Έντοκα γραμμάτια	1.658	4,6	1.700	6,3
Ομόλογα ¹	34.253	95,4	25.210	93,7
3ετή	6.990	20,4	3.931	15,6
5ετή	7.343	21,4	6.828	27,1
7ετή	—	—	—	—
10ετή	9.184	26,8	7.842	31,1
12ετή	3.499	10,2	—	—
20ετή	—	—	—	—
23ετή	2.213	6,5	2.363	9,4
32ετή	5.024	14,7	4.246	16,8
Σύνολο	35.911	100,0	26.910	100,0

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

θήκες αυξημένης ζήτησης που διαμορφώθηκαν στην πρωτογενή αγορά συνετέλεσαν ώστε οι εκδόσεις τίτλων μέσω δημοπρασίας να εμφανίσουν σημαντική υπερκάλυψη.³⁹

3.2 Χρηματοπιστηριακές εξελίξεις

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006, το κύριο χαρακτηριστικό των μεγεθών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ) ήταν η μεγάλη διακύμανση των τιμών των μετοχών και η σημαντική αύξηση των συναλλαγών αλλά και της άντλησης κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα III.10 και Πίνακα III.8).

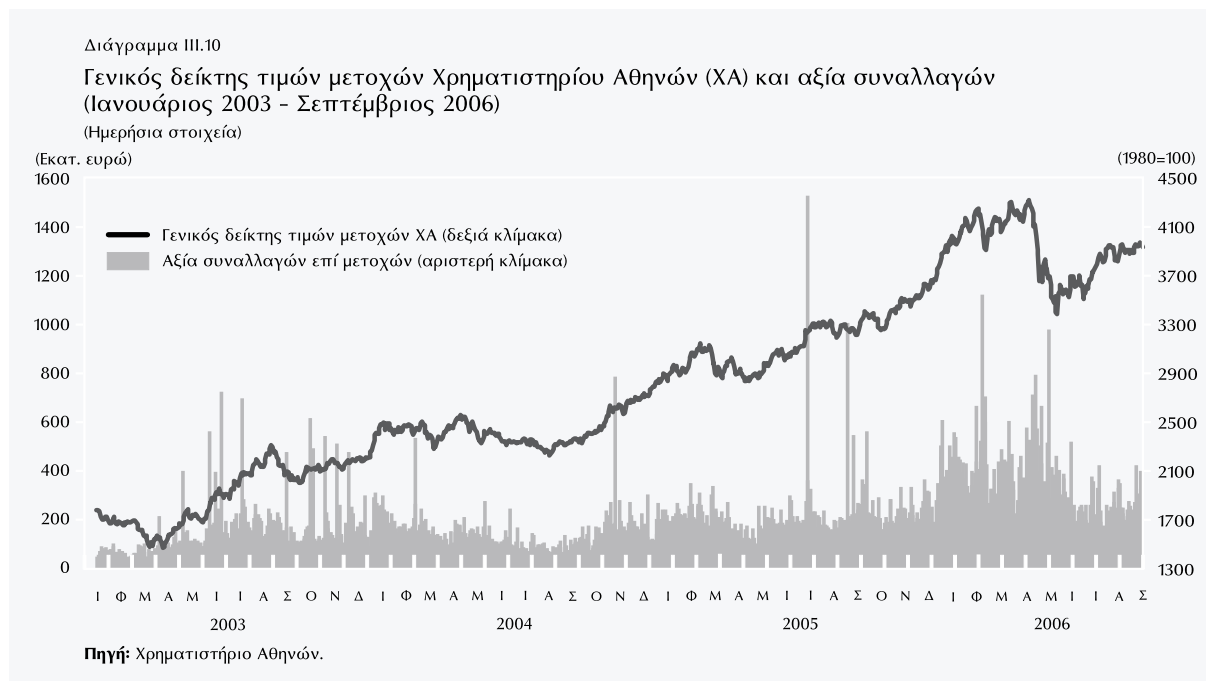
Η ανοδική πορεία που παρουσίασε ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του ΧΑ το 2005, ακολουθώντας ανάλογες εξελίξεις στις διεθνείς χρηματοπιστηριακές αγορές, συνεχίστηκε με υψηλούς ρυθμούς μέχρι και το πρώτο δεκαήμερο του Μαΐου του 2006, όταν ο δείκτης κατέγραψε την υψηλότερη τιμή των τελευταίων πέντε ετών. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη βελτίωση το 2005 της κερδοφορίας των εταιριών με μετο-

χές εισηγμένες στο ΧΑ, με τις εκτιμήσεις για περαιτέρω άνοδο της κερδοφορίας τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2006, με την ολοκλήρωση σημαντικών επιχειρηματικών συμφωνιών, καθώς και με τη θετική εκτίμηση των επενδυτών για την πορεία του προγράμματος μετοχοποιήσεων και αποκρατικοποιήσεων εταιριών στις οποίες συμμετέχει το Δημόσιο.

Στη συνέχεια, από τα μέσα Μαΐου του 2006 ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του ΧΑ ακολούθησε έντονα πτωτική πορεία και στο τέλος του Ιουνίου του 2006 διαμορφώθηκε περίπου στο επίπεδο της αρχής του έτους. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν η αύξηση των βασικών επιτοκίων από την ΕΚΤ και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και οι προσδοκίες των επενδυτών για περαιτέρω αύξησή τους,⁴⁰ ενώ οι ρευ-

³⁹ Σημειώνεται ότι η συνολική προσφορά κεφαλαίων υπερκάλυψε τη ζήτηση στις δημοπρασίες των 3ετών και 10ετών ομολόγων κατά 4,5 και 4,6 φορές αντίστοιχα ενώ η μέση υπερκάλυψη των έντοκων γραμματίων ανήλθε σε 2,2 φορές περίπου.

⁴⁰ Η άνοδος των επιτοκίων εκτιμάται ότι θα έχει αρνητική επίδραση στην κερδοφορία και την αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων.



στοποποιήσεις στις οποίες προέβησαν κυρίως οι θεσμικοί επενδυτές του εξωτερικού, ακολουθώντας, όπως φαίνεται, συμπεριφορά “αγέλης”, ήταν ιδιαίτερα έντονες τόσο στην ελληνική όσο και στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές. Παρατηρήθηκε επίσης μετατόπιση επενδυτικών κεφαλαίων από τις χρηματιστηριακές αγορές προς τις αγορές ομολόγων λόγω της απροθυμίας των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους. Τους επόμενους τρεις μήνες, η επιτυχημένη μετοχοποίηση του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου, η ιδιωτικοποίηση της Εμπορικής Τράπεζας, η επιβεβαίωση των εκτιμήσεων των επενδυτών για σημαντική βελτίωση της κερδοφορίας των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ στο πρώτο εξάμηνο του 2006⁴¹ και η πτώση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων οδήγησαν σε ανάκαμψη των τιμών των μετοχών (βλ. Διάγραμμα III.10).

Αναλυτικότερα, μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2005 και τέλους Σεπτεμβρίου του 2006, ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του ΧΑ εμφάνισε άνοδο κατά 7,3%, ενώ το μέσο επί-

πεδό του ήταν υψηλότερο κατά 28% και 57% σε σχέση με το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2005 και με το μέσο επίπεδο της πενταετίας 2001-2005 αντίστοιχα.⁴² Στη διάρκεια του εννεαμήνου, σημαντικά μεγαλύτερη της ανόδου του γενικού δείκτη τιμών ήταν η άνοδος των δεικτών τιμών των μετοχών μεσαίας (28,3%) και μικρής κεφαλαιοποίησης (25,1%), ενώ μικρότερη ήταν η άνοδος του δείκτη τιμών των μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης (6,2%).⁴³

⁴¹ Τα κέρδη (μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας) των ομίλων των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ αυξήθηκαν κατά 51% (40% σε επίπεδο μητρικής εταιρίας) το πρώτο εξάμηνο του 2006 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, ενώ, αν εξαιρεθούν οι επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα, η αύξηση αυτή διαμορφώνεται σε 41% (30% σε επίπεδο μητρικής).

⁴² Η υψηλότερη τιμή του γενικού δείκτη (4.316,98 μονάδες) καταγράφηκε στις 8 Μαΐου 2006 και η χαμηλότερη (3.379,28 μονάδες) στις 14 Ιουνίου 2006.

⁴³ Όσον αφορά την πορεία των βασικών χρηματιστηριακών αγορών του εξωτερικού, η άνοδος της τιμής του ευρέος δείκτη Dow Jones EURO STOXX στη ζώνη του ευρώ ήταν 11,8%, έναντι 6,5% του δείκτη Standard and Poor's 500 στις ΗΠΑ και οριακής ανόδου (0,1%) του δείκτη Nikkei 225 στην Ιαπωνία. Ωστόσο, αν οι δείκτες Standard and Poor's 500 και Nikkei 225 εκφραστούν σε όρους ευρώ, οι τιμές τους παρουσιάζουν μείωση κατά 0,2% και 6,7% αντίστοιχα.

Πίνακας III.8

Αντληθέντα κεφάλαια μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών

(Εκατ. ευρώ)

Κλάδοι επιχειρήσεων	Αριθμός επιχειρήσεων		Αντληθέντα κεφάλαια ¹	
	Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		Ιανουάριος-Σεπτέμβριος	
	2005	2006*	2005	2006*
Εταιρίες με ήδη εισηγμένες μετοχές	9	8	1.616,1	3.215,6
Νέες εταιρίες	5	1	59,6	86,0
Σύνολο	14	9	1.675,7	3.301,6
– Τράπεζες ²	2	1	1.349,0	3.000,5
– Επενδυτικές	1	1	83,2	31,1
– Ασφαλιστικές	2	–	122,0	–
– Βιομηχανικές	3	1	50,9	19,7
– Κατασκευαστικές	–	1	–	14,1
– Εμπορικές	3	–	29,8	–
– Τηλεπικοινωνιών	–	1	–	119,9
– Διαχ/σης ακίνητης περιουσίας	1	1	26,4	86,0
– Πληροφορικής	2	1	14,4	6,9
– Λοιπές	–	2	–	23,4

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.

2 Σημειώνεται ότι στα αντληθέντα κεφάλαια του κλάδου των τραπεζών δεν συμπεριλαμβάνονται τα κεφάλαια ύψους 611,6 εκατ. ευρώ που αφορούν τη διάθεση υφιστάμενων μετοχών του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου.

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγές: Χρηματιστήριο Αθηνών και Τράπεζα της Ελλάδος.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006, η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών (341 εκατ. ευρώ) ήταν σχεδόν διπλάσια σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005 και υπερδιπλάσια από το μέσο όρο της τελευταίας πενταετίας (150 εκατ. ευρώ). Το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών (90% περίπου) αφορούσε την κατηγορία αγοράς μεγάλης κεφαλαιοποίησης, ενώ σχεδόν το ήμισυ του συνόλου των συναλλαγών αυτών διενεργήθηκε σε μετοχές επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα. Στην εξέλιξη αυτή σημαντική συμβολή είχαν οι επενδυτές του εξωτερικού, η συμμετοχή των οποίων στη συνολική χρηματιστηριακή αξία του ΧΑ διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα, ελαφρώς αυξημένα μάλιστα κατά την εξεταζόμενη περίοδο, παρά τη σημαντική πτώση των τιμών των μετοχών το Μάιο.⁴⁴

Τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς το πρώτο εννεά-

μηνο του 2006 ήταν περίπου διπλάσια σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005 (βλ. Πίνακα III.8) και περίπου τριπλάσια σε σχέση με το μέσο όρο της περιόδου 2001-2005. Τα κεφάλαια αυτά ανήλθαν σε 3.301,6 εκατ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006, από 1.675,7 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2005, και αφορούσαν 9 εταιρίες (2005: 14 εταιρίες), από τις οποίες η μία εισήγαγε για

44 Σύμφωνα με τα στοιχεία του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών, στο τέλος Αυγούστου του 2006 οι επενδυτές του εξωτερικού αντιπροσώπευαν το 43,3% της κεφαλαιοποίησης σε μετοχές του ΧΑ, από 38% στο τέλος του 2005. Αντίστοιχα, οι θεσμικοί επενδυτές του εξωτερικού αντιπροσώπευαν το 32,2%, από 25% στο τέλος του 2005. Η συμμετοχή (47,4%) των επενδυτών του εξωτερικού ήταν μεγαλύτερη σε μετοχές του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης. Παρατηρείται επίσης ότι, σε σχέση με τον Αύγουστο του 2005, η συμμετοχή των επενδυτών εξωτερικού σε μετοχές μεσαίας κεφαλαιοποίησης υπερδιπλασιάστηκε (Αύγουστος 2006: 47%, Αύγουστος 2005: 20%). Σημειώνεται ότι στις αρχές του 2001 οι επενδυτές του εξωτερικού αντιπροσώπευαν ποσοστό χαμηλότερο του 26% της συνολικής κεφαλαιοποίησης.

Πίνακας III.9

Συντελεστές συσχέτισης μεταξύ του ΓΔΧΑ και δεικτών των βασικών ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών

Δείκτες	Περίοδος				
	Ιανουάριος-Σεπτέμβριος 2006				
	ΓΔΧΑ	DAX-30	CAC-40	FTSE-100	DJ EURO STOXX
ΓΔΧΑ	1,00				
DAX-30	0,49	1,00			
CAC-40	0,55	0,95	1,00		
FTSE-100	0,55	0,89	0,91	1,00	
DJ EURO STOXX	0,60	0,97	0,98	0,92	1,00

Δείκτες	Περίοδος				
	2001-2005				
	ΓΔΧΑ	DAX-30	CAC-40	FTSE-100	DJ EURO STOXX
ΓΔΧΑ	1,00				
DAX-30	0,38	1,00			
CAC-40	0,39	0,86	1,00		
FTSE-100	0,36	0,76	0,87	1,00	
DJ EURO STOXX	0,43	0,92	0,98	0,88	1,00

Σημείωση: Για τον υπολογισμό των συντελεστών συσχέτισης χρησιμοποιήθηκαν οι ημερήσιες εκατοστιαίες μεταβολές στις τιμές των δεικτών των τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ), του χρηματιστηρίου της Φραγκφούρτης (DAX-30), του χρηματιστηρίου Παρισιών (CAC-40) και του ευρέως δείκτη της ζώνης του ευρώ Dow Jones EURO STOXX (DJ EURO STOXX).

πρώτη φορά τις μετοχές της στο χρηματιστήριο αντλώντας 86,0 εκατ. ευρώ (την αντίστοιχη περίοδο του 2005 5 νέες εταιρίες άντλησαν 59,6 εκατ. ευρώ).⁴⁵

Σημαντική αύξηση σε σχέση τόσο με το 2005 όσο και με το μέσο επίπεδο της περιόδου 2001-2005 παρατηρήθηκε στο συντελεστή συσχέτισης του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών του ΧΑ αφενός με τον ευρύ δείκτη τιμών των μετοχών Dow Jones EURO STOXX και αφετέρου με τους δείκτες τιμών των μετοχών (FTSE-100, DAX-30, CAC-40) των σημαντικότερων ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών (βλ. Πίνακα III.9).⁴⁶ Ειδικότερα, όσον αφορά τον ευρύ δείκτη τιμών των μετοχών Dow Jones EURO STOXX, η συσχέτισή του με το γενικό δείκτη τιμών των μετοχών του ΧΑ αυξήθηκε σε 0,60 την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006 από 0,37 το 2005 και 0,43 κατά μέσον όρο την περίοδο 2001-2005. Η

αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην υψηλή συσχέτιση των δύο δεικτών στην περίοδο Μαΐου-Ιουνίου 2006, οπότε οι τιμές των μετοχών στην εγχώρια και τις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές παρουσίασαν έντονη πτώση. Ωστόσο, και παρά την αύξηση που παρατηρήθηκε, ο συντελεστής αυτός παραμένει σημαντικά χαμηλότερος συγκρινόμενος με τους συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των δεικτών των σημαντικότερων χρηματιστηριακών αγορών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι οποίοι κυμαίνονται από 0,89 έως 0,98 για την

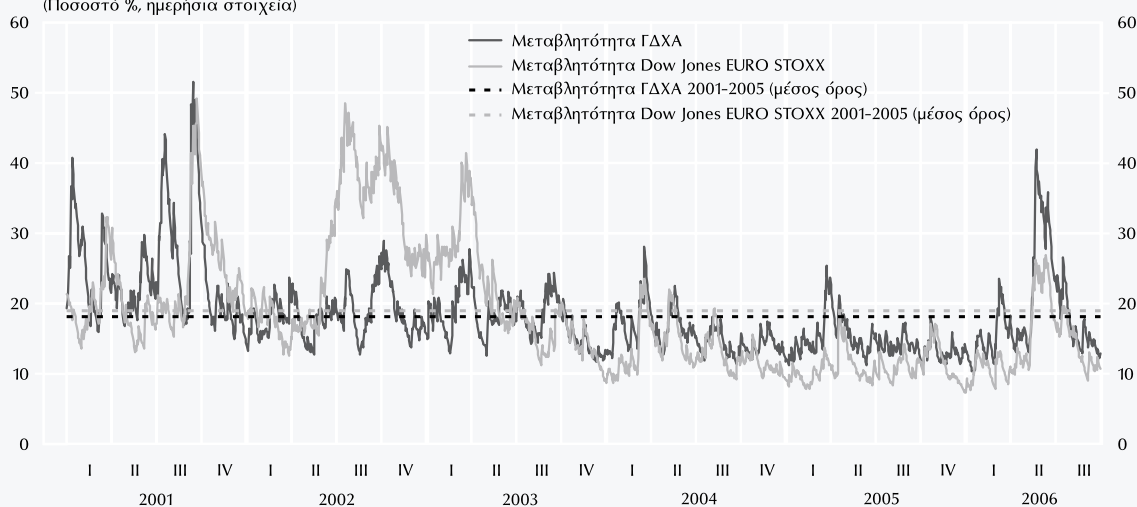
⁴⁵ Η αυξημένη άντληση κεφαλαίων κατά την εξεταζόμενη περίοδο οφείλεται κυρίως στην άντληση κεφαλαίων από την Εθνική Τράπεζα. Αν εξαιρεθεί ο τραπεζικός κλάδος, τα αντληθέντα κεφάλαια μειώθηκαν κατά 8% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2005. Την ίδια περίοδο, υπερδιπλασιάστηκε η άντληση κεφαλαίων των εταιριών του μη χρηματοπιστωτικού τομέα και διαμορφώθηκε περίπου στα επίπεδα της περιόδου 2001-2005, κατά την οποία, κατά μέσο όρο, 38 εταιρίες (13 νέες) αντλούσαν κεφάλαια κάθε χρόνο.

⁴⁶ Για τον υπολογισμό του συντελεστή συσχέτισης χρησιμοποιήθηκαν ημερήσιες εκατοστιαίες μεταβολές των τιμών.

Διάγραμμα III.11

Μεταβλητότητα Γενικού Δείκτη τιμών μετοχών ΧΑ (ΓΔΧΑ) και δείκτη Dow Jones EURO STOXX (Ιανουάριος 2001 - Σεπτέμβριος 2006)

(Ποσοστό %, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2006 και από 0,76 έως 0,98 για την περίοδο 2001-2005, ένδειξη του σχετικά χαμηλότερου βαθμού ολοκλήρωσης της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς με τις σημαντικότερες ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές.

Από τις αρχές του 2006 μέχρι και το πρώτο δεκαήμερο του Μαΐου η μεταβλητότητα⁴⁷ τόσο του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών του ΧΑ όσο και του ευρέος δείκτη Dow Jones EURO STOXX διατηρήθηκε περίπου στα επίπεδα του 2005 (βλ. Διάγραμμα III.11). Στη συνέχεια και μέχρι τα τέλη Ιουνίου, η αστάθεια που παρατηρήθηκε στις χρηματιστηριακές αγορές διεθνώς είχε ως αποτέλεσμα να διπλασιαστεί η μεταβλητότητα και των δύο δεικτών σε σύγκριση με την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου του 2006 και να διαμορφωθεί σε επίπεδο υψηλότερο του μέσου όρου της τελευταίας πενταετίας. Ωστόσο, το τρίμηνο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 2006 η μεταβλητότητα και των δύο δεικτών υποχώρησε και πάλι σε επίπεδα χαμηλότερα του μέσου όρου. Σημει-

ώνεται ότι η μεταβλητότητα του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών του ΧΑ διατηρήθηκε κατά το πρώτο εννεάμηνο του τρέχοντος έτους, όπως και το 2005, σε επίπεδο υψηλότερο εκείνης του ευρέος δείκτη Dow Jones EURO STOXX.

Η προαναφερθείσα διαφορά στη μεταβλητότητα των δύο δεικτών αντανακλά την απόκλιση που παρουσίασε η πορεία των τιμών τους από το 1999 και μετά. Αναλυτικότερα, η διαφορά μεταξύ της μέγιστης και της ελάχιστης τιμής στη διάρκεια της περιόδου (1999-2003) ήταν μεγαλύτερη για το γενικό δείκτη τιμών των μετοχών του ΧΑ (-77%) από ό,τι για τον ευρύ δείκτη τιμών μετοχών Dow Jones EURO STOXX (-64%). Εξάλλου, σημαντική διαφοροποίηση παρατηρήθηκε και κατά την περίοδο της ανόδου των δύο αυτών δεικτών

⁴⁷ Η εκτίμηση της μεταβλητότητας έγινε με βάση εξειδικευμένο για το σκοπό αυτό οικονομετρικό υπόδειγμα (GARCH) σε ημερήσιες παρατηρήσεις της περιόδου Ιανουαρίου 2001-Σεπτεμβρίου 2006.

(Απρίλιος 2003-Σεπτέμβριος 2006), οπότε ο μεν γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του ΧΑ αυξήθηκε κατά 165% ο δε δείκτης Dow Jones EURO STOXX κατά 119%. Η σημαντικά μεγαλύτερη άνοδος των τιμών του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών του ΧΑ διαμόρφωσε το λόγο της τιμής προς τα κέρδη ανά μετοχή (P/E) στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2006 σε επίπεδο (15,7) υψηλότερο από εκείνο του ευρέος δείκτη τιμών των μετοχών Dow Jones EURO STOXX (13,3).⁴⁸

Η εξέλιξη αυτή αντικατοπτρίζει εν μέρει τις προσδοκίες των επενδυτών για υψηλότερο επίπεδο κερδοφορίας των ελληνικών επιχειρήσεων σε σχέση με τις αντίστοιχες ευρωπαϊκές, δεδομένου ότι στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2006 η αποδοτικότητα ανά μετοχή⁴⁹ και η μερισματική απόδοση του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών του ΧΑ (6,4% και 2,5% αντίστοιχα) υπολείπονταν των αντίστοιχων μεγεθών του ευρέος δείκτη τιμών μετοχών Dow Jones EURO STOXX (7,5% και 2,9% αντίστοιχα).⁵⁰

Τέλος, ο ρυθμός ανόδου (11,3%) του δείκτη τιμών των μετοχών του τραπεζικού κλάδου την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006 ήταν υψηλότερος από εκείνον του γενικού δείκτη τιμών μετοχών του ΧΑ, ενώ το ίδιο ισχύει και για το ρυθμό αύξησης (104%) της μέσης ημερήσιας αξίας των συναλλαγών σε τραπεζικές μετοχές την ίδια περίοδο σε σύγκριση με τον αντίστοιχο για το σύνολο της αγοράς. Οι εξελίξεις αυτές οφείλονται στις επιχειρηματικές πρωτοβουλίες που αναπτύσσονται στον τραπεζικό κλάδο,⁵¹ αλλά και στη διατήρηση του ρυθμού κερδοφορίας των ελληνικών εμπορικών τραπεζών σε υψηλό επίπεδο, τόσο λόγω των δραστηριοτήτων τους στο εσωτερικό όσο και λόγω της επέκτασής τους σε αγορές του εξωτερικού, κυρίως στην περιοχή των Βαλκανίων.⁵² Αναλυτικότερα, το πρώτο εξάμηνο του 2006, τα κέρδη μετά

από φόρους των εμπορικών τραπεζών (ομίλων) με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ αυξήθηκαν κατά 38,9% (36,7%) σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005, υποβοηθούμενα από τη μείωση του φορολογικού συντελεστή, ενώ, αν ληφθούν υπόψη τα έκτακτα κέρδη από την πώληση συμμετοχών ορισμένων τραπεζών, η αύξηση αυτή ανέρχεται σε 63,6% (61,8%). Σημαντική συμβολή στα αποτελέσματα είχε η κατά 24,6% (24,3%) άνοδος των λειτουργικών εσόδων,⁵³ η οποία ήταν σημαντικά υψηλότερη από εκείνη των λειτουργικών εξόδων⁵⁴ (τράπεζες: 10,8%, τραπεζικοί όμιλοι: 15,4%). Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε βελτίωση του δείκτη αποτελεσματικότητας (δηλαδή του λόγου των λειτουργικών εξόδων προς τα λειτουργικά έσοδα), ο οποίος υποχώρησε σε 47,9% (50,4%) από 53,8% (55%) το αντίστοιχο διάστημα του 2005. Σημαντική συμβολή στην άνοδο των λειτουργικών εσόδων των τραπεζών (ομίλων) είχαν η αύξηση των καθαρών εσόδων από προμήθειες κατά 20,8% (27,1%) και των καθαρών εσόδων από τόκους κατά 12,2% (15,4%), ενώ το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο⁵⁵ εμφάνισε μικρή μείωση σε επίπεδο τραπεζών (πρώτο εξάμηνο

48 Πηγή: Bloomberg.

49 Η αποδοτικότητα ανά μετοχή (earnings yield) μετρείται από το λόγο των κερδών ανά μετοχή προς την τιμή της μετοχής.

50 Εξάλλου, οι επενδύσεις τόσο σε ελληνικούς όσο και σε ευρωπαϊκούς μετοχικούς τίτλους εμφανίζονται σχετικά πιο ελκυστικές από ό,τι εκείνες σε ομολογιακούς τίτλους, η απόδοση των οποίων, αν και βελτιώθηκε σημαντικά το 2006, παραμένει σε συγκριτικώς χαμηλότερα επίπεδα.

51 Οι επιχειρηματικές αυτές πρωτοβουλίες αφορούν την επιτυχημένη μετοχοποίηση του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου, την ιδιωτικοποίηση της Εμπορικής Τράπεζας, τη συμμετοχή ξένων επενδυτών στο μετοχικό κεφάλαιο ελληνικών εμπορικών τραπεζών και την επέκταση των δραστηριοτήτων των ελληνικών τραπεζών σε αγορές του εξωτερικού.

52 Αναλυτικότερα για την επέκταση των ελληνικών εμπορικών τραπεζών στις αγορές των Βαλκανίων βλ. Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου.

53 Τα έσοδα από τόκους αποτελούν πάνω από τα 3/5 των συνολικών εσόδων.

54 Τα έξοδα προσωπικού αποτελούν τα 3/5 του συνόλου των λειτουργικών εξόδων.

55 Το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο υπολογίζεται ως ο λόγος των καθαρών εσόδων από τόκους προς το μέσο ύψος του ενεργητικού.

2006: 2,7% πρώτο εξάμηνο 2005: 2,9%), παραμένοντας ωστόσο στα επίπεδα της αντίστοιχης περιόδου του 2005 (3%) σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων.

4. Η σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος

4.1 Εισαγωγή

Η διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος αποτελεί μια από τις βασικότερες επιδιώξεις των εποπτικών αρχών, λόγω της ιδιαίτερης σημασίας της για την εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας. Η ανάλυση που ακολουθεί επικεντρώνεται στην εξέταση της σταθερότητας του τραπεζικού τομέα, δεδομένου ότι οι τράπεζες κατέχουν κυρίαρχη θέση στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στο πλαίσιο αυτό αξιολογούνται οι κίνδυνοι τους οποίους αναλαμβάνουν οι τράπεζες και η ικανότητα διαχείρισης αυτών των κινδύνων, καθώς και η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, παράγοντες⁵⁶ που προσδιορίζουν τη δυνατότητά τους να απορροφούν χωρίς κλυδωνισμούς ενδεχόμενες δυσμενείς εξελίξεις στο οικονομικό περιβάλλον. Από την ανάλυση προκύπτει ότι η έκθεση των ελληνικών τραπεζών στον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο αγοράς, αν και αυξήθηκε ελαφρά, παραμένει σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, ενώ η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή τους επάρκεια διατηρούνται σε επίπεδο που παρέχει ικανοποιητικό περιθώριο για τη διασφάλιση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Ωστόσο, απαιτείται συνεχής παρακολούθηση και έλεγχος των κινδύνων που αναλαμβάνουν οι τράπεζες, καθώς και των πιθανών επιπτώσεων των κινδύνων αυτών στα οικονομικά τους μεγέθη και στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

4.2 Εξελίξεις στη διάρθρωση του τραπεζικού συστήματος

Το ελληνικό πιστωτικό σύστημα επί σειράν ετών παρουσιάζει θετική πορεία, ιδίως μετά την ολοκλήρωση της απελευθέρωσης της λειτουργίας του στα μέσα της δεκαετίας του '90 και την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ το 2001, εξελίξεις οι οποίες οδήγησαν στην υποχώρηση των επιτοκίων και στη μείωση του συναλλαγματικού κινδύνου. Θετική επίδραση στην τραπεζική δραστηριότητα, ιδίως στην πιστωτική επέκταση, άσκησαν επίσης η επίτευξη υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης και η αυξημένη ρευστότητα των τραπεζών λόγω της σημαντικής μείωσης των υποχρεωτικών καταθέσεων τους στην Τράπεζα της Ελλάδος (βλ. Διάγραμμα III.12). Οι παράγοντες αυτοί, σε συνδυασμό με την τεχνολογική πρόοδο στον τομέα της πληροφορικής, η οποία επέτρεψε την προσφορά νέων προϊόντων, τον περιορισμό του λειτουργικού κόστους, την ανάπτυξη νέων μεθόδων διαχείρισης κινδύνων και τη διεθνοποίηση των οικονομικών συναλλαγών, συνέβαλαν και συνεχίζουν να συμβάλλουν στην αύξηση του βαθμού χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης, τον εκσυγχρονισμό του πιστωτικού συστήματος και την ομαλότερη απορρόφηση ενδεχόμενων εξωγενών διαταραχών.

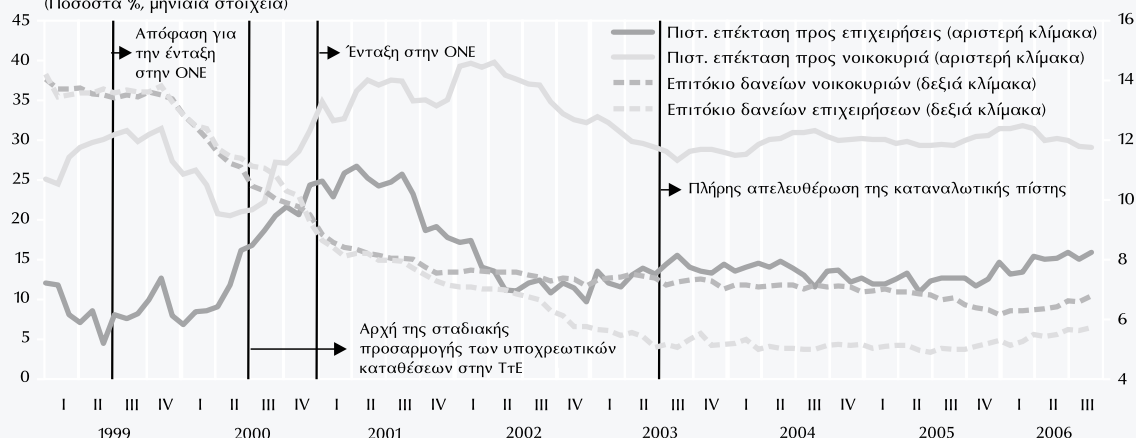
Εκτός των προαναφερθέντων παραγόντων, στη διαρθρωτική μεταβολή του ελληνικού τραπεζικού συστήματος κατά την τελευταία δεκαετία συνέβαλαν οι εξαγορές και συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν, οι μετοχοποιήσεις και

⁵⁶ Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με μελέτη της ΕΚΤ, οι σημαντικότεροι παράγοντες που εκτιμάται ότι θα επηρεάσουν τον τραπεζικό κλάδο στη ζώνη του ευρώ τα επόμενα 5-10 έτη είναι το ανταγωνιστικό περιβάλλον, οι μεταβολές του ρυθμιστικού πλαισίου και η αποτελεσματική διαχείριση των κινδύνων (βλ. ΕΚΤ, *Financial Stability Review*, Ιούνιος 2006).

Διάγραμμα III.12

Πιστωτική επέκταση και επιτόκια δανείων
(Ιανουάριος 1999 - Αύγουστος 2006)

(Ποσοστά %, μηνιαία στοιχεία)



Σημείωση: Λόγω αλλαγής στη μεθοδολογία υπολογισμού των επιτοκίων, δεν υπάρχει άμεση συγκρισιμότητα μεταξύ της περιόδου που προηγείται και εκείνης που έπεται του Σεπτεμβρίου του 2002.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

ιδιωτικοποιήσεις κρατικών τραπεζών⁵⁷ και η περαιτέρω επέκταση των εργασιών των ελληνικών τραπεζών στο εξωτερικό, κυρίως στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.⁵⁸ Ειδικότερα, δοθέντος του μικρού μεγέθους της εγχώριας αγοράς και της έντασης του ανταγωνισμού,⁵⁹ η επέκταση των τραπεζών στο εξωτερικό τους επιτρέπει να αξιοποιήσουν τις ευκαιρίες ανάπτυξης που παρέχουν οι εν λόγω αγορές, να διαφοροποιήσουν τις πηγές εσόδων και το χαρτοφυλάκιό τους, αλλά και να αυξήσουν το μέγεθός τους, το οποίο παραμένει σχετικά μικρό συγκρινόμενο με το μέσο μέγεθος των τραπεζών των χωρών της ΕΕ. Στο πλαίσιο αυτό, και για την ελαχιστοποίηση των κινδύνων από την εν λόγω επέκταση, είναι απαραίτητο τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα να διατηρήσουν υψηλό το επίπεδο της κεφαλαιακής τους επάρκειας, να αυξήσουν τις προβλέψεις για επισφαλή δάνεια, να εξυγιάνουν περαιτέρω το χαρτοφυλάκιό τους και ειδικότερα να μειώσουν το λόγο των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων,⁶⁰ καθώς και να αναβαθμίσουν τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου τους.⁶¹

57 Τα πλέον πρόσφατα παραδείγματα αφορούν την εξαγορά της Εμπορικής Τράπεζας από τη γαλλική τράπεζα Crédit Agricole, τη δεύτερη μετοχοποίηση της ΑΤΕ και την εισαγωγή των μετοχών του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ).

58 Σημειώνεται ότι, στο τέλος του 2005, τόσο ο αριθμός των υπηρεσιακών μονάδων των ελληνικών τραπεζών στις εν λόγω χώρες όσο και το απασχολούμενο σε αυτές προσωπικό είχαν τριπλασιαστεί σε σύγκριση με το τέλος του 2000 και αναμένεται να αυξηθούν περαιτέρω το 2006, κυρίως με την επέκταση στην αγορά της Τουρκίας. Λεπτομέρειες για την επέκταση των ελληνικών εμπορικών τραπεζών στις τραπεζικές αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης βλ. στο Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου.

59 Ο βαθμός συγκέντρωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος εμφάνισε μικρή μείωση στο τέλος του 2005 σε σχέση με το τέλος του 2001 μετρούμενος με βάση το ενεργητικό είτε των πέντε μεγαλύτερων τραπεζών (2001: 67%, 2005: 65,6%) είτε του συνόλου των τραπεζών που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά (δείκτης Herfindahl-Hirschman, 2001: 1.113, 2005: 1.096). Ο δείκτης Herfindahl-Hirschman λαμβάνει τιμές από 0 (τέλεια ανταγωνιστική αγορά) μέχρι 10.000 (μονοπωλιακή αγορά). Σημειώνεται επίσης ότι στην ένταση του ανταγωνισμού πιθανόν να συνετέλεσε και η μείωση του μεριδίου αγοράς των κρατικών τραπεζών και η αντίστοιχη διεύρυνση των μεριδίων άλλων τραπεζών (βλ. Η.Δ. Gibson, "Η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών: πρόσφατες εξελίξεις", Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, Νο. 24, Ιανουάριος 2005).

60 Ο βαθμός κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από προβλέψεις βελτιώθηκε την περίοδο 2001-2005, όπως και το ποσοστό των καθυστερήσεων στο σύνολο των δανείων, το οποίο όμως παραμένει σημαντικά υψηλότερο από το αντίστοιχο των χωρών της ζώνης του ευρώ.

61 Για τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων, βλ. και ΠΔ/ΤΕ 2577/9.3.2006.

4.3 Τραπεζικοί κίνδυνοι

Η συνεχής διαφοροποίηση των αναλαμβανόμενων από τις τράπεζες κινδύνων καθιστά την ανάλυσή τους αναπόσπαστο τμήμα της αξιολόγησης της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Συγκεκριμένα, στην παρούσα συγκυρία επισημαίνονται οι πιθανές αρνητικές επιπτώσεις στο επιτοκιακό περιθώριο των τραπεζών από την ένταση του ανταγωνισμού και την ενδεχόμενη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, τον περιορισμό της παγκόσμιας ρευστότητας σε περίπτωση περαιτέρω αύξησης των βασικών επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες, κυρίως της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των ΗΠΑ, και την αυξανόμενη έκθεση των ελληνικών τραπεζών σε επενδύσεις υψηλότερου κινδύνου.

4.3.1 Πιστωτικός κίνδυνος

Ο πιστωτικός κίνδυνος αποτελεί τη σημαντικότερη μορφή κινδύνου για τις ελληνικές τράπεζες, όπως άλλωστε και για όλες τις εμπορικές τράπεζες διεθνώς. Το μέγεθος του πιστωτικού κινδύνου συνδέεται αφενός με την πιστοδοτική πολιτική των τραπεζών και αφετέρου με τις εξελίξεις στο ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον, κυρίως τις εξελίξεις των επιτοκίων, οι οποίες επηρεάζουν την οικονομική κατάσταση των δανειοδοτούμενων νοικοκυριών και επιχειρήσεων.

Η υψηλή πιστωτική επέκταση που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.12), ιδίως στη λιανική τραπεζική, συνιστά δυνητικό παράγοντα κινδύνου για τις τράπεζες, παρά τη σημαντική εξυγίανση του χαρτοφυλακίου δανείων τους και την αύξηση των προβλέψεων που πραγματοποίησαν λόγω της υψηλής κερδοφορίας τους, αλλά και των μέτρων που έλαβε η Τράπεζα της Ελλάδος.⁶² Ο κίνδυνος αυτός επιβάλλει στις τράπεζες να προβαίνουν

σε ιδιαίτερα προσεκτική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των χρηματοδοτούμενων νοικοκυριών και επιχειρήσεων.

4.3.1.1 Πιστωτικός κίνδυνος από δάνεια προς νοικοκυριά

Τα δάνεια προς τα νοικοκυριά αποτελούν πλέον το 50% περίπου των συνολικών δανείων των τραπεζών προς τον ιδιωτικό τομέα, με αποτέλεσμα η εξέλιξη της οικονομικής κατάστασης των νοικοκυριών να επηρεάζει σε μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι στο παρελθόν το συνολικό πιστωτικό κίνδυνο που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες. Η δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών στην Ελλάδα, από 36,3% του ΑΕΠ το Δεκέμβριο του 2005, ανήλθε στο 38,3% τον Αύγουστο του 2006 (41,2% αν συνυπολογιστούν και οι τιτλοποιήσεις), ποσοστό το οποίο εξακολουθεί να παραμένει αισθητά χαμηλότερο από τον αντίστοιχο μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ (53,4%). Ωστόσο, είναι σημαντικό να τονιστεί ότι τα νοικοκυριά είναι εκτεθειμένα σε αυξημένο κίνδυνο στο βαθμό που έχουν υπερεκτιμήσει τη δυνατότητα ομαλής εξυπηρέτησης των δανείων που έχουν συνάψει, ιδίως σε περιόδους, όπως η παρούσα, που χαρακτηρίζονται από τάση ανόδου των επιτοκίων. Ειδικά όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια, λαμβανομένου υπόψη ότι μεγάλο ποσοστό εξ αυτών έχουν συναφθεί με κυμαινόμενο επιτόκιο, παρατηρείται ήδη στροφή προς δάνεια σταθερού επιτοκίου, τα οποία έφθασαν το 45% των εκταμιεύσεων στεγαστικών δανείων τον Αύγουστο του 2006, έναντι 7% στο τέλος του 2005. Αυτό αντανακλά την προσπάθεια

⁶² Στα μέτρα αυτά (ΠΔ/ΤΕ 2557/26.1.2005 και ΠΔ/ΤΕ 2565/11.10.2005) περιλαμβάνονται η αύξηση των συντελεστών των απαιτούμενων προβλέψεων για τα καθυστερούμενα καταναλωτικά και στεγαστικά δάνεια, καθώς και τα κίνητρα για την ενίσχυση των διαγραφών δανείων (βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Κεφ. ΧΙ).

των δανειοληπτών να εξασφαλιστούν έναντι ενδεχόμενων περαιτέρω αυξήσεων των επιτοκίων χορηγήσεων. Εξάλλου, από δειγματοληπτική έρευνα που πραγματοποίησε η Τράπεζα της Ελλάδος το 2005 προκύπτει ότι, για το 12% των νοικοκυριών που έχουν λάβει δάνειο, το κόστος εξυπηρέτησής του υπερβαίνει το 40% του εισοδήματός τους και επομένως η χρηματοοικονομική πίεση που ασκείται στα νοικοκυριά αυτά είναι κατά τεκμήριο έντονη.⁶³ Για το λόγο αυτό, οι τράπεζες, κατά τη χορήγηση των δανείων, θα πρέπει να εξετάζουν προσεκτικά τη σχέση μεταξύ του ποσού που απαιτείται για την εξυπηρέτηση του συνόλου των δανείων και του εισοδήματος του εκάστοτε δανειολήπτη, έτσι ώστε η σχέση αυτή να μην υπερβαίνει ένα εύλογο ποσοστό, 30% έως 40%, του εισοδήματος.

Όπως έχει επισημανθεί,⁶⁴ ο πιστωτικός κίνδυνος από τα στεγαστικά δάνεια προς τα νοικοκυριά εξαρτάται και από το βαθμό κάλυψης των στεγαστικών δανείων από ασφάλειες, καθώς και από την εξέλιξη των τιμών των ακινήτων, εφόσον ενδεχόμενη σημαντική πτώση της αξίας τους μειώνει αντίστοιχα και την αξία του υπέγγυου ακινήτου. Το 2005, υπό την πίεση του ανταγωνισμού, παρατηρήθηκε αύξηση του λόγου του δανεισμού των νοικοκυριών προς την αγοραία αξία των υπέγγυων ακινήτων: για το 32% των νέων στεγαστικών δανείων ο λόγος αυτός υπερέβη το 80%. Γι' αυτό η Τράπεζα της Ελλάδος αποφάσισε (ΠΔ/ΤΕ 2564/11.10.2005) ότι ο μειωμένος συντελεστής κεφαλαιακών απαιτήσεων (4%) για τον πιστωτικό κίνδυνο θα ισχύει μόνο για το τμήμα του δανείου που δεν υπερβαίνει το 75% της αγοραίας αξίας του υπέγγυου ακινήτου (ποσοστό το οποίο με βάση τη διεθνή εμπειρία θεωρείται συνεπές με τις μειωμένες κεφαλαιακές απαιτήσεις), ενώ για το υπόλοιπο θα ισχύει συντελεστής 8%.

4.3.1.2 Πιστωτικός κίνδυνος από δάνεια προς επιχειρήσεις

Ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις, ο οποίος υπολείπεται εκείνου προς τα νοικοκυριά, αν και εμφάνισε σχετική σταθερότητα κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών, παρουσιάζει ελαφρώς ανοδική τάση από τα μέσα του 2005 και μετά (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.12). Ειδικότερα, η επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα⁶⁵ έχει οδηγήσει σε ελαφρά άνοδο το δείκτη της δανειακής τους επιβάρυνσης⁶⁶ (στοιχεία τέλους του 2005). Αυτό δεν φαίνεται να συνιστά ακόμη σημαντικό παράγοντα αύξησης του πιστωτικού κινδύνου των τραπεζών, αν και ο λόγος των κερδών προ φόρων προς τις συνολικές υποχρεώσεις των επιχειρήσεων παρέμεινε και το 2005 κάτω του 10%. Επομένως, ενδεχόμενη επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης εκτιμάται ότι θα επηρεάσει τη δυνατότητα αποπληρωμής των επιχειρηματικών δανείων.⁶⁷

Μικτή εικόνα παρέχουν τα στοιχεία συναλλακτικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων που

⁶³ Επιπλέον, επισημαίνεται ότι στα νοικοκυριά αυτά αντιστοιχεί σχεδόν το 30% του συνολικού χρέους των νοικοκυριών.

⁶⁴ Βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Κεφάλαιο ΧΙ.5.1.2.

⁶⁵ Αφορά τις επιχειρήσεις που περιλαμβάνονται στη βάση δεδομένων της ICAP.

⁶⁶ Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης υπολογίζεται ως ο λόγος του συνολικού δανεισμού των επιχειρήσεων προς το ενεργητικό τους.

⁶⁷ Σημειώνεται ότι, από πρόσφατη μελέτη (βλ. Αθανάσoglou Π., Ι. Ασημακόπουλος και Κ. Συριόπουλος, "Εξωτερική χρηματοδότηση, ανάπτυξη και κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων του ΧΑ" Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, Νο. 26, Ιανουάριος 2006) που εξετάζει δείγμα εταιριών του μη χρηματοπιστωτικού τομέα με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ, προκύπτει ότι ένα μικρό μόνο ποσοστό των ελληνικών επιχειρήσεων, χαμηλότερο μάλιστα του αντίστοιχου ευρωπαϊκού, είναι σε θέση να χρηματοδοτήσει την ανάπτυξή του με τη χρήση εσωτερικών πόρων, ενώ η πλειονότητα χρειάζεται να προσφύγει σε εξωτερική, κυρίως βραχυπρόθεσμη, χρηματοδότηση. Συνεπώς, τυχόν επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των κερδών θα μειώσει τη δυνατότητα των επιχειρήσεων αυτών να αυτοχρηματοδοτήσουν την ανάπτυξή τους και ενδέχεται να αυξήσει τον πιστωτικό κίνδυνο των τραπεζών, στο βαθμό που οι επιχειρήσεις αυτές θα καταφύγουν σε τραπεζικό δανεισμό για τη χρηματοδότηση των αναγκών τους.

συγκεντρώνει η “Τειρεσίας Α.Ε.” και συνδέονται με τον πιστωτικό κίνδυνο των τραπεζών. Συγκεκριμένα, το διάστημα Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006 παρατηρήθηκε αύξηση των αιτήσεων πτώχευσης (35%) και της αξίας των διαταγών πληρωμής (28%), ενώ θετική εξέλιξη αποτέλεσε η μείωση της αξίας των ακάλυπτων επιταγών (-16%). Σημειώνεται ότι, πέραν της αύξησης των αιτήσεων πτώχευσης, τα δύο άλλα μεγέθη δεν φαίνεται να έχουν επιβαρύνει τον πιστωτικό κίνδυνο των τραπεζών, καθώς ο ρυθμός μεταβολής της αξίας των διαταγών πληρωμής κινήθηκε περίπου στο επίπεδο του 2005, που ήταν το χαμηλότερο των τελευταίων ετών, ενώ η αξία των ακάλυπτων επιταγών εμφάνισε πτώση, έναντι αύξησής της τα τελευταία έτη. Πιο ενθαρρυντικά είναι τα στοιχεία της κερδοφορίας των επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ, καθώς και το πρώτο εξάμηνο του 2006 διατηρήθηκε ο υψηλός ρυθμός ανόδου της σε επίπεδο μητρικής εταιρίας, αλλά και ομίλου.⁶⁸

4.3.2 Κίνδυνος αγοράς

Οι τράπεζες, εκτός από τον πιστωτικό κίνδυνο, που συνδέεται με την κύρια διαμεσολαβητική λειτουργία τους, αντιμετωπίζουν και κίνδυνο αγοράς, δηλαδή κίνδυνο να υποστούν ζημιές από μεταβολές των τιμών των περιουσιακών τους στοιχείων, ιδίως των χρηματοοικονομικών.⁶⁹ Ο κυριότερος κίνδυνος αγοράς για τις τράπεζες είναι αυτός που προκύπτει από τις μεταβολές των επιτοκίων. Η επίδραση του κινδύνου αυτού στα καθαρά έσοδα και στην καθαρή θέση των τραπεζών εξαρτάται από τη μετατόπιση της καμπύλης διάρθρωσης των επιτοκίων κατά διάρκεια (term structure of interest rates) και από τη μεταβολή της κλίσης της.

Στη διάρκεια του 2006 η εν λόγω καμπύλη κινήθηκε ανοδικά μέχρι και τον Ιούνιο, ενώ

έκτοτε παρατηρείται προς τα κάτω μετατόπισή της, με παράλληλη μείωση της κλίσης, με συνέπεια να παρατηρείται μικρή μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Σε περίπτωση συνέχισης της τάσης αυτής, τα περιθώρια κέρδους των τραπεζών ενδέχεται να μειωθούν, καθώς θα περιοριστεί η δυνατότητά τους να αυξήσουν το καθαρό επιτοκιακό τους περιθώριο⁷⁰ μέσω του μετασχηματισμού της διάρκειας των νέων δανείων τους (maturity transformation), επειδή τα νέα μακροπρόθεσμα δάνεια θα τιμολογούνται με χαμηλότερα επιτόκια. Ωστόσο, ο κίνδυνος αυτός περιορίζεται, επειδή η πιστωτική επέκταση διατηρείται σε σχετικώς υψηλά επίπεδα. Συνεπώς, η συνολική επίδραση του επιτοκιακού κινδύνου στα αποτελέσματα των τραπεζών δεν φαίνεται να αποτελεί προς το παρόν σημαντικό αρνητικό παράγοντα για τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος.

Εντούτοις, θα πρέπει να τονιστεί το ότι περαιτέρω αύξηση των βασικών επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ αλλά και στις ΗΠΑ μπορεί να περιορίσει την παγκόσμια ρευστότητα, η οποία έχει ήδη διαμορφωθεί σε πολύ υψηλά επίπεδα. Μια τέτοια εξέλιξη ενδέχεται, με κάποια χρονική υστέρηση, να περιορίσει τα καθαρά έσοδα από τόκους, ιδίως για εκείνες τις τράπεζες που χρηματοδοτούν την πιστωτική τους επέκταση με δανειακά κεφάλαια, τα οποία αντλούνται από τις αγορές χρήματος και είναι πιο ευαίσθητα στις μεταβολές των επιτοκίων.⁷¹ Στην περίπτωση των ελληνικών τραπεζών, το κόστος

⁶⁸ Βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου.

⁶⁹ Σημειώνεται ότι ο κίνδυνος αγοράς έχει και έμμεση επίδραση στο χαρτοφυλάκιο δανείων των τραπεζών, καθώς επηρεάζει την πιστοληπτική διαβάθμιση των δανειοδοτούμενων.

⁷⁰ Βλ. υποσημείωση 55.

⁷¹ Το μέγεθος της επίδρασης αυτής εξαρτάται βέβαια και από το χρόνο επανακαθορισμού των επιτοκίων των τοποθετήσεων των τραπεζών σε σχέση με το χρόνο επανακαθορισμού των επιτοκίων των δανειακών κεφαλαίων με τα οποία χρηματοδοτούνται.

άντλησης χρήματος επιβαρύνεται κατά περίπου 45 μονάδες βάσης (μέσος όρος) σε σύγκριση με το μέσο όρο των τραπεζών των χωρών της ζώνης του ευρώ, καθώς η πιστοληπτική διαβάθμιση των ελληνικών τραπεζών είναι γενικά χαμηλότερη.⁷² Επισημαίνεται ότι στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα παρατηρείται αύξηση του λόγου των δανείων προς τις καταθέσεις, ο οποίος προσεγγίζει πλέον το 100%, από 94,5% το 2005, γεγονός που αποτελεί ένδειξη αυξανόμενου κινδύνου αναχρηματοδότησης (funding risk), καθώς, όταν οι καταθέσεις δεν επαρκούν για να χρηματοδοτήσουν την πιστωτική επέκταση, οι τράπεζες αναγκάζονται να αντλούν κεφάλαια με υψηλότερο κόστος από την αγορά χρήματος, επιβαρύνοντας έτσι τη χρηματοοικονομική τους θέση. Σημειώνεται πάντως ότι στις τράπεζες της ζώνης του ευρώ ο αντίστοιχος λόγος υπερβαίνει το 120%, εξέλιξη που υποδηλώνει το σχετικά υψηλότερο κίνδυνο για τις τράπεζες αυτές.⁷³

Πέραν των προαναφερθέντων, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν και τον κίνδυνο που προκύπτει από μεταβολές των τιμών των ομολόγων και των μετοχών στις αγορές κεφαλαίων, καθώς οι μεταβολές αυτές επηρεάζουν την αξία του χαρτοφυλακίου τίτλων και κατ' επέκταση τα έσοδα και τα ίδια κεφάλαια των τραπεζών. Κατά το 2006, αρνητική ήταν η επίδραση των ομολόγων, τα οποία αποτελούν το 20% περίπου του συνολικού ενεργητικού του ελληνικού τραπεζικού κλάδου, λόγω της πτώσης των τιμών τους από τα ιστορικά υψηλά επίπεδα στα οποία είχαν διαμορφωθεί το 2005.⁷⁴ Εξάλλου, μια ενδεχόμενη αύξηση των επιτοκίων θα επηρεάσει περαιτέρω αρνητικά τις τιμές των ομολόγων, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Όσον αφορά την επίδραση από τις μεταβολές των τιμών των μετοχών του ΧΑ στη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος, αυτή εκτιμάται ότι είναι μικρή, καθώς όχι μόνο

η συμμετοχή των μετοχικών τίτλων στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών είναι περιορισμένη (3% περίπου του συνολικού τους ενεργητικού), αλλά επιπρόσθετα η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών, παρά την πρόσκαιρη αύξησή της το 2006, διατηρείται σε μάλλον χαμηλό επίπεδο σε σχέση με το μέσο όρο της τελευταίας πενταετίας, ενώ και η κερδοφορία των επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ παραμένει ισχυρή.⁷⁵ Βεβαίως, ενδεχόμενη πτώση των τιμών των μετοχών και των συναλλαγών στο ΧΑ θα έχει αρνητική επίδραση και στα έσοδα των τραπεζών από προμήθειες και από χρηματοοικονομικές πράξεις.

Επιπλέον, τόσο οι επενδύσεις των ελληνικών τραπεζών σε ξένα αμοιβαία κεφάλαια υψηλής μόχλευσης – hedge funds – (οι οποίες, αν και παραμένουν ακόμη σε χαμηλό επίπεδο, αυξάνονται σταδιακά) όσο και η ανάπτυξη δομημένων προϊόντων ενέχουν αυξημένο κίνδυνο αγοράς και απαιτούν ιδίως εξειδικευμένο προσωπικό και μεθόδους για την παρακολούθησή τους.⁷⁶ Παράλληλα, η επέκταση της παρουσίας των ελληνικών τραπεζών στο εξωτερικό, κυρίως σε γειτονικές χώρες μέσω θυγατρικών, αυξάνει την έκθεσή τους σε κίνδυνο χώρας (συνυπολογιζόμενου του συναλλαγματικού κινδύνου)⁷⁷ και επιβάλλει πλέον την ανάπτυξη κατάλληλων μηχανισμών παρακολούθησης του εν λόγω κινδύνου και το σχηματισμό ειδι-

⁷² Η πιστοληπτική διαβάθμιση των ελληνικών τραπεζών παρέμεινε αμετάβλητη από το 2003 και μετά, με εξαίρεση δύο τράπεζες (μία το 2005 και μία το 2006) για τις οποίες παρατηρήθηκε αναβάθμιση.

⁷³ Βλ. ΕΚΤ, *Financial Stability Review*, Ιούνιος 2006.

⁷⁴ Για τις εξελίξεις στις αγορές κεφαλαίων βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου.

⁷⁵ Βλ. την προηγούμενη υποσημείωση.

⁷⁶ Ενδεικτικά αναφέρεται ότι σε ορισμένες τράπεζες η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια υψηλής μόχλευσης και σε δομημένα προϊόντα ανέρχεται πλέον στο 4% του ενεργητικού τους και χρήζει ιδιαίτερης παρακολούθησης. Για την αυξανόμενη σημασία αυτών των προϊόντων καινοτομίας, βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Κεφάλαιο XI, Τμήματα 5.3.2 και 5.3.3.

⁷⁷ Όλες αυτές οι χώρες βρίσκονται εκτός της ζώνης του ευρώ.

κών και γενικών προβλέψεων, καθώς ο κίνδυνος αυτός δεν καλύπτεται από τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης.

4.3.3 Μέτρηση και διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου αγοράς

Η αύξηση τόσο του σταθμισμένου ως προς τον πιστωτικό κίνδυνο ενεργητικού στο τέλος του πρώτου εξαμήνου του 2006 σε σχέση με το τέλος του 2005 (9,9%) όσο και του σταθμισμένου ενεργητικού ως ποσοστού του ενεργητικού των τραπεζών (Ιούνιος 2006: 63,9%, Δεκέμβριος 2005: 62%) αποτελεί ένδειξη της αυξανόμενης έκθεσης των ελληνικών τραπεζών σε πιστωτικό κίνδυνο.

Ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων στο τέλος Ιουνίου του 2006, αν και αυξήθηκε οριακά (Ιούνιος 2006: 6,4%, Δεκέμβριος 2005: 6,3%), διαμορφώθηκε σε σημαντικά χαμηλότερο επίπεδο συγκριτικά με το μέσο όρο της περιόδου 2001-2005 (Βλ. Πίνακα III.10). Η αύξηση αυτή του δείκτη οφείλεται στη χειροτέρευση του αντίστοιχου δείκτη για τα στεγαστικά δάνεια (Ιούνιος 2006: 3,9%, Δεκέμβριος 2005: 3,6%) και τα καταναλωτικά δάνεια (Ιούνιος 2006: 8,1%, Δεκέμβριος 2005: 7,8%), ενώ βελτίωση εμφάνισε ο δείκτης των επιχειρηματικών δανείων (Ιούνιος 2006: 6,9%, Δεκέμβριος 2005: 7,1%). Ο δείκτης των συνολικών καθυστερήσεων είναι σχετικά υψηλός συγκρινόμενος με τον αντίστοιχο δείκτη των μεσαίου μεγέθους τραπεζών των χωρών της ζώνης του ευρώ, εάν μάλιστα ληφθεί υπόψη ότι η επιτάχυνση του ρυθμού της εγχώριας πιστωτικής επέκτασης ασκεί πτωτική επίδραση στο δείκτη αυτό.⁷⁸ Επίσης, το ποσοστό των καθαρών καθυστερήσεων⁷⁹ επί του συνόλου των δανείων αυξήθηκε οριακά τον Ιούνιο του 2006 (2,5%) σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2005 (2,4%), παραμένοντας ωστόσο σημαντικά

χαμηλότερο από το μέσο όρο (3,5%) της περιόδου 2001-2005. Παράλληλα, το ποσοστό κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από τις σχηματισμένες προβλέψεις μειώθηκε ελαφρά (Ιούνιος 2006: 60,9%, Δεκέμβριος 2005: 61,9%).

Όσον αφορά τον κίνδυνο αγοράς, επισημαίνεται ότι οι κεφαλαιακές απαιτήσεις για την κάλυψή του αποτελούν μικρό μόνο τμήμα των συνολικών κεφαλαιακών απαιτήσεων των ελληνικών τραπεζών (3,1%). Ωστόσο, ενδεχόμενη αύξηση της μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων, η οποία τα τελευταία χρόνια διατηρείται σε χαμηλά επίπεδα, και η αυξανόμενη χρήση καινοτομικών προϊόντων από τις ελληνικές τράπεζες εκτιμάται ότι αποτελούν παράγοντες που μπορεί να αυξήσουν την έκθεση των τραπεζών σε κίνδυνο αγοράς, για την αντιμετώπιση του οποίου απαιτείται συστηματική παρακολούθηση.

Οι ελληνικές τράπεζες έχουν εντείνει τις προσπάθειές τους για βελτίωση των συστημάτων μέτρησης και διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου, ενόψει και της έναρξης εφαρμογής από την 1η Ιανουαρίου 2007 του νέου εποπτικού πλαισίου ("Βασιλεία II").⁸⁰ Από την πλευρά της, η Τράπεζα της Ελλάδος διενεργεί προκαταρκτικούς ελέγχους σχετικά με την ετοιμότητα των

⁷⁸ Σημειώνεται ωστόσο ότι ο ορισμός των καθυστερούμενων δανείων που χρησιμοποιείται στην Ελλάδα είναι πιο συντηρητικός από ό,τι στις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Παρατηρείται όμως ότι ορισμένες τράπεζες διευκολύνουν τους δανειολήπτες που αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην αποπληρωμή των δανείων τους είτε επιμηκύνοντας το χρόνο αποπληρωμής των εν λόγω δανείων είτε απαιτώντας την αποπληρωμή μόνο των τόκων για συγκεκριμένη χρονική περίοδο, με αποτέλεσμα να υποεκτιμάται το πραγματικό ποσοστό των καθυστερήσεων.

⁷⁹ Προκύπτουν αν από τις καθυστερήσεις αφαιρεθούν οι σχετικές προβλέψεις.

⁸⁰ Λεπτομέρειες για τη διαδικασία προετοιμασίας για την εφαρμογή του νέου εποπτικού πλαισίου και τις πιθανές επιπτώσεις του βλ. στη *Νομισματική Πολιτική 2005-2006*, Φεβρουάριος 2006, Κεφ. III.4.1.3 (Μέτρηση και διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου), καθώς και στην *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005*, Κεφ. XI.6.2 (Επίπτωση του νέου πλαισίου – "Βασιλεία II").

Πίνακας III.10

Δάνεια σε καθυστέρηση ως προς το σύνολο των δανείων και κατά κατηγορία, καθώς και καθαρές καθυστερήσεις¹

(Ποσοστά %)

Έτος	Σύνολο δανείων	Καταναλωτικά δάνεια	Στεγαστικά δάνεια	Επιχειρηματικά δάνεια	Καθαρές καθυστερήσεις
2001	8,3	8,3	6,6	8,7	4,6
2002	7,4	8,5	6,9	7,4	3,9
2003	7,0	8,0	4,8	7,4	3,5
2004	7,0	7,2	4,6	7,8	3,4
2005	6,3	7,8	3,6	7,1	2,4
2006 (α' εξάμηνο)	6,4	8,1	3,9	6,9	2,5

¹ Οι καθαρές καθυστερήσεις προκύπτουν αν από τις καθυστερήσεις αφαιρεθούν οι σχετικές προβλέψεις.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

πιστωτικών ιδρυμάτων για την εφαρμογή του εν λόγω πλαισίου. Έμφαση έχει δοθεί σε εκείνα τα πιστωτικά ιδρύματα που αναμένεται να εφαρμόσουν τις εξελιγμένες μεθόδους υπολογισμού κεφαλαιακών απαιτήσεων, ταυτόχρονα όμως αξιολογείται και η ετοιμότητα των τραπεζών που θα εφαρμόσουν την τυποποιημένη μέθοδο. Επιπρόσθετα, για την εκτίμηση της επίδρασης ακραίων δυσμενών εξελίξεων στον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο αγοράς, η Τράπεζα της Ελλάδος, σε συνεργασία με ελληνικές εμπορικές τράπεζες, διενήργησε και θα συνεχίσει να διενεργεί προσομοιώσεις καταστάσεων κρίσης (stress testing), στοχεύοντας στη διασφάλιση επαρκούς περιθωρίου κεφαλαίων για την αντιμετώπιση των εξελίξεων αυτών. Τα αποτελέσματα των εναλλακτικών σεναρίων που έχουν διερευνηθεί δείχνουν ότι η επίπτωσή τους στο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας θα ήταν περιορισμένη και δεν θα επηρέαζε τη σταθερότητα του ελληνικού πιστωτικού συστήματος,⁸¹ καθώς η κεφαλαιακή βάση των ελληνικών τραπεζών καλύπτει τις μη αναμενόμενες ζημιές. Η διαπίστωση αυτή δεν αναιρεί βέβαια την υποχρέωση προσαρμογής των προβλέψεων ή των αποθεματικών των ελληνικών τραπεζών για την κάλυψη αναμενόμενων ζημιών.

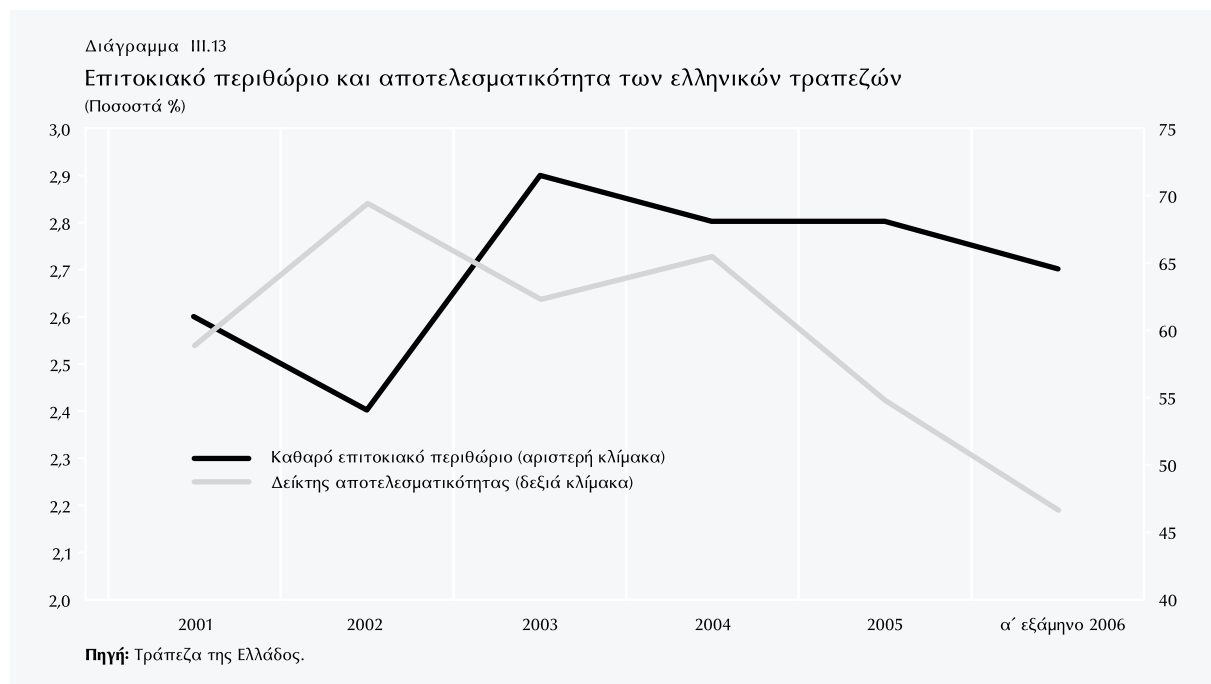
4.4 Αποδοτικότητα και κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών

Όπως προαναφέρθηκε, η δυνατότητα των τραπεζών να απορροφούν χωρίς κλυδωνισμούς τις επιπτώσεις δυσμενών εξελίξεων ώστε να διασφαλίζεται η σταθερότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος συνδέεται άρρηκτα με την αποδοτικότητα και την κεφαλαιακή τους επάρκεια.

4.4.1 Αποδοτικότητα

Το πρώτο εξάμηνο του 2006 τα προ φόρων κέρδη των ελληνικών τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ αυξήθηκαν κατά 37,4% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005, ενώ, αν ληφθούν υπόψη και τα μη επαναλαμβανόμενα κέρδη από την πώληση συμμετοχών τους, η αύξηση αυτή ανέρχεται σε 60,7%. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε σημαντική βελτίωση της αποδοτικό-

⁸¹ Για τα αποτελέσματα των προσομοιώσεων καταστάσεων κρίσης που έχουν διενεργηθεί βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Πλαίσιο XI.2, και Φ. Καλφάογλου "Ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα", Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, Νο. 27, Ιούλιος 2006.



τητας των ιδίων κεφαλαίων,⁸² η οποία διαμορφώθηκε (σε ετήσια βάση) σε 21,7% (πρώτο εξάμηνο 2005: 17,1%),⁸³ δηλαδή σε επίπεδο υψηλότερο εκείνου των τραπεζών των χωρών της ζώνης του ευρώ (20% περίπου στο τέλος του 2005) και, για τις ελληνικές τράπεζες, σε περίπου διπλάσιο του μέσου όρου της περιόδου 2001-2005 (9,7%).

Ωστόσο, η σημαντική αυτή αύξηση της αποδοτικότητας κατά την υπό εξέταση περίοδο δεν οφείλεται σε διεύρυνση του καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου,⁸⁴ το οποίο εμφάνισε μικρή μείωση (πρώτο εξάμηνο 2006: 2,7%, πρώτο εξάμηνο 2005: 2,9%) καθώς η άνοδος των καθαρών εσόδων από τόκους (12,2%)⁸⁵ ήταν χαμηλότερη της μέσης αύξησης του ενεργητικού (20,6%). Η εξέλιξη αυτή ήταν αποτέλεσμα του εντεινόμενου ανταγωνισμού μεταξύ των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων και της καθυστέρησης της μετακύλισης, από τις τράπεζες στους πελάτες τους, του κόστους από τις αυξήσεις των επιτοκίων της ΕΚΤ. Το περιθώριο αυτό όμως διαμορφώθηκε σε επίπεδο υψηλότερο του μέσου όρου της περιόδου 2001-2005 (βλ. Διάγραμμα III.13).

Στη βελτίωση της κερδοφορίας των ελληνικών τραπεζών συνέβαλε πρωτίστως η άνοδος των λειτουργικών εσόδων (24,6%), κυρίως λόγω της ταχείας πιστωτικής επέκτασης, και δευτερευόντως η συγκριτικά μικρότερη αύξηση των λειτουργικών εξόδων (10,8%), τα οποία ως ποσοστό του ενεργητικού εμφανίζουν συνεχή μείωση τα τελευταία έτη, παραμένοντας ωστόσο σε σημαντικά υψηλότερο επίπεδο σε σχέση με το αντίστοιχο των τραπεζών της ζώνης του ευρώ (βλ. Πίνακα III.11).⁸⁶ Οι ανωτέρω εξελίξεις οδήγησαν σε σημαντική βελτίωση του δείκτη απο-

⁸² Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται ως ο λόγος των κερδών μετά από φόρους προς το μέσο ύψος των ιδίων κεφαλαίων.

⁸³ Ανάλογη εξέλιξη είχε και η αποδοτικότητα του ενεργητικού (πρώτο εξάμηνο 2006: 1,5%, πρώτο εξάμηνο 2005: 1,1%).

⁸⁴ Βλ. υποσημείωση 55.

⁸⁵ Αναλυτικότερα για τις εξελίξεις στα επιτόκια των τραπεζικών δανείων βλ. Τμήμα 2.2 του παρόντος κεφαλαίου.

⁸⁶ Σημειώνεται ότι, πέραν των τόκων, σημαντική συμβολή στην αύξηση των εσόδων είχε και η αύξηση των εσόδων από προμήθειες κατά 20,8% (οι δύο αυτές κατηγορίες εσόδων αποτελούν το 84% του συνόλου των εσόδων), ενώ στην αύξηση των εξόδων συνετέλεσαν κατά 44,5% τα διοικητικά και λοιπά έξοδα, καθώς τα έξοδα προσωπικού (τα οποία αποτελούν τα 3/5 περίπου του συνόλου των εξόδων) εμφάνισαν μικρή μείωση (κατά 2,5%).

Πίνακας III.11

Λειτουργικά έξοδα των τραπεζών ως ποσοστό % του ενεργητικού τους

Έτος	Ελλάδα	Ζώνη του ευρώ
2002	2,6	1,6
2003	2,5	1,5
2004	2,4	1,4
2005	2,2	1,4
2006 (α' εξάμηνο)	2,2	...

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

τελεσματικότητας (Ιανουάριος-Ιούνιος 2006: 47,9%, Ιανουάριος-Ιούνιος 2005: 53,8%).⁸⁷ Σημειώνεται ότι το 2001 ο δείκτης αυτός προσέγγιζε το 60%, ενώ το μέσο επίπεδό του την περίοδο 2001-2005 διαμορφώθηκε σε 62,1% (βλ. Διάγραμμα III.13). Η αξιολογή συγκράτηση των λειτουργικών δαπανών τα τελευταία χρόνια οφείλεται στις επιτυχημένες προσπάθειες των τραπεζών να διαχειριστούν αποτελεσματικότερα τόσο το ανθρώπινο δυναμικό όσο και τα πληροφοριακά τους συστήματα. Εκτιμάται, ωστόσο, ότι τα περιθώρια σημαντικής περαιτέρω βελτίωσης των λειτουργικών δαπανών είναι σχετικώς περιορισμένα, φαινόμενο που παρατηρείται και στις τράπεζες των υπόλοιπων χωρών της ζώνης του ευρώ.⁸⁸

Επομένως, η αποτελεσματικότητα και η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών στο προσεχές μέλλον θα εξαρτηθούν από την πορεία των εσόδων τους σε μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι στο παρελθόν. Δεδομένου ότι η κερδοφορία των τραπεζών αποτελεί σημαντικό παράγοντα για τη σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος, καθώς, μέσω της ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους βάσης, δίνεται η δυνατότητα στα πιστωτικά ιδρύματα να περιορίζουν τις επιπτώσεις ενδεχόμενων δυσμενών εξελίξεων, οι τράπεζες οφείλουν να αξιοποιήσουν το ικανοποιητικό επίπεδο κερδοφορίας τους στην παρούσα ευνοϊκή οικονομική συγκυρία,

σχηματίζοντας αυξημένες προβλέψεις και ενισχύοντας τα αποθεματικά και την κεφαλαιακή τους βάση.

4.4.2 Κεφαλαιακή επάρκεια

Η κεφαλαιακή επάρκεια των ελληνικών εμπορικών τραπεζών διατηρήθηκε σε ικανοποιητικό επίπεδο, παρά την αρνητική επίδραση στο σύνολο των ιδίων κεφαλαίων τους από την υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης.⁸⁹ Στη διατήρηση του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας (ΔΚΕ) σε υψηλό επίπεδο συνέβαλαν οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου τις οποίες πραγματοποίησαν ορισμένα πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και η σταδιακή διεύρυνση της συμμετοχής των συμπληρωματικών αλλά και των υβριδικών κεφαλαίων στο σύνολο των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων των ελληνικών τραπεζών. Η διεύρυνση αυτή έγινε με την έγκριση της Τράπεζας της Ελλάδος προκειμένου να διασφαλιστούν ίσοι όροι ανταγωνισμού με τις ευρωπαϊκές τράπεζες.

Συγκεκριμένα, το πρώτο εξάμηνο του 2006 ο ΔΚΕ των ελληνικών τραπεζών διαμορφώθηκε

⁸⁷ Ο δείκτης αποτελεσματικότητας μετρείται ως ο λόγος των λειτουργικών εξόδων προς τα λειτουργικά έσοδα.

⁸⁸ Βλ. υποσημείωση 73.

⁸⁹ Για την επίδραση αυτή βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Πλαίσιο XI.3.

σε 12,3%, δηλαδή σε επίπεδο χαμηλότερο του μέσου όρου (13,1%) της περιόδου 2001-2005, αλλά αισθητά υψηλότερο του ελάχιστου απαιτούμενου ορίου (8%). Η μείωση αυτή οφείλεται στην αύξηση του σταθμισμένου ως προς τον πιστωτικό κίνδυνο ενεργητικού κατά 9,9% το πρώτο εξάμηνο του 2006, κυρίως λόγω της ταχείας πιστωτικής επέκτασης, της ανάληψης μεγαλύτερων κινδύνων από τις τράπεζες, αλλά και της συγκριτικά μεγαλύτερης ανόδου (κατά 10,3%) του σταθμισμένου ως προς τον κίνδυνο αγοράς ενεργητικού έναντι αυτής των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων (1,9%). Την ίδια περίοδο, ο δείκτης βασικών κεφαλαίων (Tier I) διαμορφώθηκε σε 8,2%, επίπεδο το οποίο κρίνεται ικανοποιητικό, αν και είναι χαμηλότερο του μέσου όρου (10,5%) της περιόδου 2001-2005.⁹⁰

Όσον αφορά τις επιπτώσεις στην κεφαλαιακή επάρκεια από την εφαρμογή των διατάξεων του νέου πλαισίου της Βασιλείας ("Βασιλεία II"), όπως αυτό έχει ενσωματωθεί στις κοινοτικές Οδηγίες 2006/48 και 2006/49, επισημαίνεται ότι, στο βαθμό που δεν θα μειωθούν περαιτέρω τα καθυστερούμενα δάνεια (τα οποία θα σταθμίζονται με υψηλότερους συντελεστές) και δεν θα βελτιωθεί η μέση ποιότητα του ενήμερου χαρτοφυλακίου, οι συνολικές κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις τράπεζες αναμένεται να αυξηθούν. Αυτό θα συμβεί και λόγω της υιοθέτησης για πρώτη φορά κεφαλαιακών απαιτήσεων για το λειτουργικό κίνδυνο,⁹¹ οι οποίες δεν θα αντισταθμιστούν πλήρως από τη μείωση των κεφαλαιακών απαιτήσεων για τον πιστωτικό κίνδυνο. Δοθέντος ότι σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης αναμένεται μείωση των συνολικών κεφαλαιακών απαιτήσεων, η εφαρμογή του νέου πλαισίου εκτιμάται ότι θα χειροτερεύσει τη σχετική ανταγωνιστική θέση ορισμένων ελληνικών τραπεζών. Σε θεσμικό επίπεδο, η διαδικασία ενσωμάτωσης των εν λόγω

Οδηγιών στο ελληνικό δίκαιο βρίσκεται σε εξέλιξη, ενώ παράλληλα η Τράπεζα της Ελλάδος αξιολογεί το βαθμό ετοιμότητας των τραπεζών για την εφαρμογή τους. Επίσης, η Τράπεζα της Ελλάδος συνεργάζεται με τις εποπτικές αρχές των χωρών όπου δραστηριοποιούνται ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα, ώστε να διασφαλίζεται η αποτελεσματική εποπτεία σε επίπεδο ομίλου. Τέλος, σε συνεργασία με την Ελληνική Ένωση Τραπεζών, προωθεί τη διαδικασία αναγνώρισης των εταιριών πιστοληπτικής διαβάθμισης (η λειτουργία των οποίων είναι απαραίτητη εντός του νέου πλαισίου), τηρώντας τις αρχές της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (CEBS) για τη διασφάλιση ίσων όρων ανταγωνισμού και ομοιόμορφης αντιμετώπισης των εταιριών αυτών.

5. Η επέκταση των ελληνικών τραπεζών στη Νοτιοανατολική Ευρώπη

Η δραστηριότητα των ελληνικών τραπεζών στις χώρες της Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης (Αλβανία, Βουλγαρία, ΠΓΔΜ, Ρουμανία, Σερβία-Μαυροβούνιο) παρουσιάζει αύξηση από το 1993 και εξής και είναι ιδιαίτερα σημαντική τόσο για την ελληνική οικονομία όσο και για τις οικονομίες των χωρών υποδοχής. Η πολιτική μεταρρυθμίσεων που ακολούθησαν οι κυβερνήσεις των χωρών αυτών κατά το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1990, σε συνδυασμό με την ενίσχυση της μακροοικονομικής και πολιτικής σταθερότητας, επέτρεψε στον τραπεζικό κλάδο να αναπτυχθεί σημαντικά, κυρίως μετά

⁹⁰ Σε επίπεδο ομίλων, ο ΔΚΕ διαμορφώθηκε στο 12,3% το πρώτο εξάμηνο του 2006, έναντι 13,2% το 2005, ενώ αντίστοιχα ο δείκτης βασικών κεφαλαίων Tier I στο 10,2% το πρώτο εξάμηνο του 2006, έναντι 10,8% το 2005.

⁹¹ Η αυξανόμενη εξάρτηση από προηγμένα συστήματα πληροφορικής και η ανάπτυξη σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων έχουν διευρύνει τη σημασία του λειτουργικού κινδύνου για τις ελληνικές τράπεζες.



το 2000.⁹² Τα περισσότερα πιστωτικά ιδρύματα στις χώρες της περιοχής ιδιωτικοποιήθηκαν και αναδιοργανώθηκαν με την ουσιώδη συμβολή αντίστοιχων πιστωτικών ιδρυμάτων από χώρες με τις οποίες έχουν αναπτυχθεί σημαντικές εμπορικές συναλλαγές, όπως είναι η Αυστρία, η Ιταλία και η Ελλάδα.

Οι ελληνικές τράπεζες επέλεξαν να επεκταθούν στις χώρες της ΝΑ Ευρώπης κυρίως με την ίδρυση θυγατρικών τραπεζών, εξαγοράζοντας υφιστάμενα πιστωτικά ιδρύματα και αξιοποιώντας και εκσυγχρονίζοντας το υπάρχον δίκτυό τους, καθώς και με την ίδρυση υποκαταστημάτων. Η επιλογή ίδρυσης θυγατρικής ή υποκαταστήματος τράπεζας είναι συνάρτηση πολλών παραγόντων. Σε αντίθεση με το υποκατάστημα, που θεωρείται αναπόσπαστο τμήμα της μητρικής τράπεζας, η θυγατρική τράπεζα δανείζει βασιζόμενη στα δικά της κεφάλαια και όχι στα κεφάλαια της μητρικής και υπόκειται στους κανόνες εποπτείας της χώρας υποδοχής. Διαθέτοντας κατά κανόνα ευρύτερο δίκτυο υποκαταστημάτων, έχει τη δυνατότητα δραστηριοποίησης

στον τομέα της λιανικής τραπεζικής. Η διείσδυση μέσω εξαγοράς υφιστάμενης τράπεζας έχει επίσης το συγκριτικό πλεονέκτημα ότι αξιοποιείται η υπάρχουσα πληροφόρηση σχετικά με τις συνθήκες που επικρατούν στην τοπική αγορά, ενώ η εξαγοραζόμενη τράπεζα επωφελείται από την τεχνογνωσία των ξένων επενδυτών όσον αφορά τη διάθεση καινοτομικών χρηματοοικονομικών προϊόντων. Επιπλέον, στην περίπτωση της εξαγοράς, η θυγατρική τράπεζα έχει τη δυνατότητα να διατηρήσει το τοπικό της όνομα (brand name), εφόσον αυτό διαθέτει την ανάλογη αξιοπιστία.

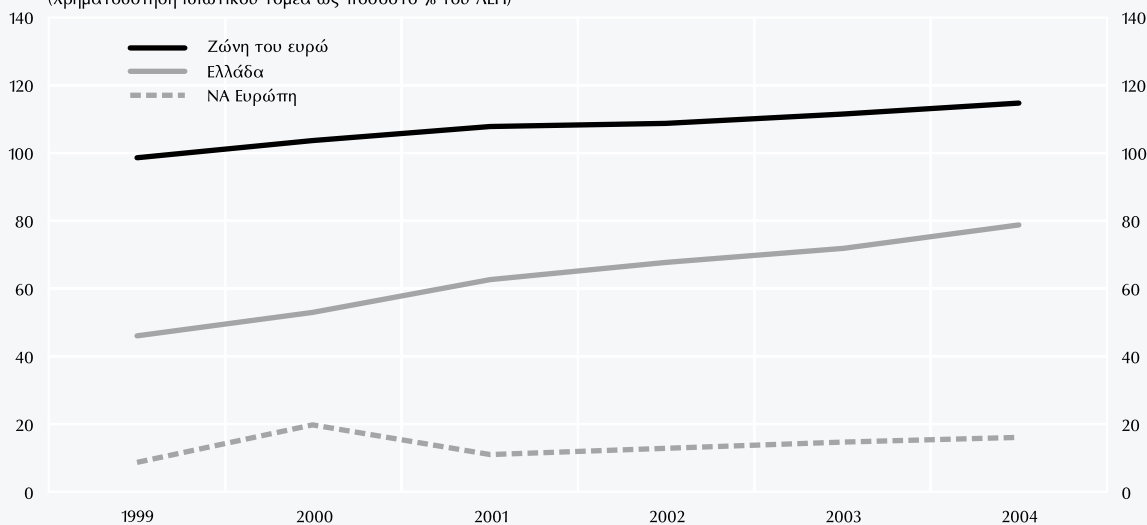
Στο τέλος του 2005 οι ελληνικές τράπεζες διέθεταν στις εν λόγω χώρες 18 θυγατρικές τράπεζες

⁹² Με βάση το δείκτη αναμόρφωσης του εγχώριου τραπεζικού συστήματος και απελευθέρωσης των επιτοκίων (banking reform and interest rate liberalisation), που καταρτίζει η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (European Bank for Reconstruction and Development – EBRD), οι χώρες της ΝΑ Ευρώπης αναβαθμίστηκαν το 2005 σε σχέση με τα προηγούμενα έτη. Η Αλβανία, η Βοσνία-Ερζεγοβίνη, η Σερβία-Μαυροβούνιο και η ΠΓΔΜ αξιολογήθηκαν με 3–, ενώ η Ρουμανία με 3 και η Βουλγαρία με 4–. Ο δείκτης λαμβάνει τιμές από 1 έως 4+, ανάλογα με την πρόοδο της χώρας ως προς την υιοθέτηση χαρακτηριστικών ελεύθερης οικονομίας.

Διάγραμμα III.15

Βαθμός τραπεζικής διαμεσολάβησης (1999-2004)

(Χρηματοδότηση ιδιωτικού τομέα ως ποσοστό % του ΑΕΠ)



Πηγές: IMF (IFS), EBRD, National Bank of Serbia, Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Economy).

και έξι δίκτυα υποκαταστημάτων, με περίπου 1.000 υπηρεσιακές μονάδες συνολικά, στις οποίες απασχολούνταν περίπου 15.000 εργαζόμενοι.⁹³ Ο αριθμός των υπαλλήλων και των υπηρεσιακών μονάδων τριπλασιάστηκε σε σύγκριση με το τέλος του 2000, αν και η επέκταση των ελληνικών τραπεζών στην περιοχή αυτή εμφανίζεται ιδιαίτερα έντονη μετά το 2002 (βλ. Διάγραμμα III.14). Στην εξέλιξη αυτή, πέραν της πολιτικής των μεταρρυθμίσεων σε συνδυασμό με την εδραίωση ενός περιβάλλοντος πολιτικής και μακροοικονομικής σταθερότητας, συνέβαλαν επίσης η διεύρυνση των εμπορικών συναλλαγών της Ελλάδος με τις εν λόγω χώρες, καθώς και η αυξημένη αξιοπιστία του ελληνικού πιστωτικού συστήματος μετά την ένταξη της χώρας μας στη ζώνη του ευρώ. Περαιτέρω, θετικά συμβάλλει και η αξιοποίηση του συγκριτικού πλεονεκτήματος των ελληνικών τραπεζών (έναντι των “εγχώριων”) σε θέματα τεχνολογίας και εξυπηρέτησης πελατών.

Ο βαθμός διείσδυσης των ελληνικών τραπεζών ποικίλλει από χώρα σε χώρα. Ιδιαίτερη έμφαση

έχει δοθεί στην τραπεζική αγορά της Βουλγαρίας (361 υπηρεσιακές μονάδες στο τέλος του 2005) και της Ρουμανίας (263 υπηρεσιακές μονάδες), δηλαδή χωρών οι οποίες είναι υπό ένταξη στην ΕΕ και ταυτόχρονα έχουν το υψηλότερο κατά κεφαλήν εισόδημα. Σημαντική διείσδυση σημειώθηκε το 2005 και στην τραπεζική αγορά της Σερβίας όπου ο αριθμός των υπηρεσιακών μονάδων έφθασε τις 286, έναντι μόλις 29 το 2004, ενώ κατά το τρέχον έτος το ενδιαφέρον των ελληνικών τραπεζών εστιάζεται στην αγορά της Τουρκίας με τις σημαντικές συμφωνίες εξαγοράς δύο τραπεζών, για τις οποίες απαιτήθηκαν κεφάλαια ύψους 2,5 δισεκ. ευρώ περίπου.

Σημαντικός παράγοντας που συνέβαλε στην επέκταση των ελληνικών τραπεζών είναι ο χαμηλός βαθμός τραπεζικής διαμεσολάβησης

⁹³ Σημειώνεται ότι το ύψος των άμεσων επενδύσεων του ελληνικού τραπεζικού κλάδου στις τραπεζικές αγορές των χωρών της περιοχής των Βαλκανίων προσέγγισε τα 400 εκατ. ευρώ το 2005, έναντι 50 εκατ. ευρώ περίπου στο τέλος του 2004.

(μετρούμενος ως ο λόγος του δανεισμού του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ) που παρατηρείται στις χώρες αυτές. Παρά τη σταθερή, αν και βραδεία, αύξησή του τα τελευταία χρόνια, ο βαθμός της τραπεζικής διαμεσολάβησης στις χώρες της ΝΑ Ευρώπης παρέμενε στο τέλος του 2004 σε επίπεδο πολύ χαμηλότερο από ό,τι στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα III.15).⁹⁴ Αυτό το χαμηλό επίπεδο υποδηλώνει ότι υπάρχει δυνατότητα περαιτέρω ανάπτυξης των τραπεζικών εργασιών και του τραπεζικού κλάδου γενικότερα στις χώρες αυτές. Καθώς αυξάνεται σταδιακά το επίπεδο τραπεζικής διαμεσολάβησης στην ελληνική τραπεζική αγορά, η δυνατότητα διατήρησης και στο μέλλον των σημερινών υψηλών ρυθμών ανόδου των εσόδων εκτιμάται ότι θα περιοριστεί σημαντικά εάν δεν υπάρξει μεταφορά κεφαλαίων από ανεπτυγμένες προς λιγότερο ανεπτυγμένες αγορές (εκτιμάται ότι συντελεί μεσοπρόθεσμα στη διατήρηση ικανοποιητικής κερδοφορίας). Περαιτέρω, λόγω του σχετικά περιορισμένου μεγέθους της ελληνικής τραπεζικής αγοράς, η επέκταση παρέχει στις ελληνικές τράπεζες τη δυνατότητα να αυξήσουν το μέγεθός τους και να διαφοροποιήσουν τις πηγές των εσόδων τους.

Επίσης, ο αυξανόμενος βαθμός οικονομικής ενοποίησης μεταξύ της Ελλάδος και των χωρών της ΝΑ Ευρώπης ευνοεί την επέκταση των ελληνικών τραπεζών. Η άμεση γεωγραφική γειτνίαση (που επέτρεψε στις ελληνικές τράπεζες να εξοικειωθούν καλύτερα με τις τοπικές συνθήκες), η εδραίωση περιβάλλοντος μακροοικονομικής σταθερότητας στις χώρες αυτές και η επίτευξη υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης προσέφεραν αξιόλογες ευκαιρίες στις ελληνικές επιχειρήσεις να πραγματοποιήσουν επενδύσεις στην περιοχή και στις ελληνικές τράπεζες να καλύψουν τις χρηματοδοτικές ανάγκες των επιχειρήσεων αυτών.

Γι' αυτό, η παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που σχετίζονται με το διεθνές εμπόριο αποτελεί σημαντικό προωθητικό παράγοντα της παρουσίας των ελληνικών τραπεζών στην περιοχή αυτή. Στο βαθμό λοιπόν που οι οικονομίες των χωρών αναπτύσσονται και συνδέονται όλο και περισσότερο με την ελληνική οικονομία, θα ενισχύεται και το συγκριτικό πλεονέκτημα των ελληνικών τραπεζών όσον αφορά την περαιτέρω δραστηριοποίησή τους στην ανωτέρω περιοχή.

Τέλος, η κατάργηση των ρυθμιστικών διατάξεων προστασίας του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, το "άνοιγμα" σε ξένους επενδυτές με τη θέσπιση ενός ρυθμιστικού πλαισίου που ευνοεί την είσοδο και λειτουργία ξένων τραπεζών, συμπεριλαμβανομένης της φορολογικής μεταχείρισης, καθώς και η βελτίωση του εποπτικού περιβάλλοντος αποτέλεσαν παράγοντες που ενίσχυσαν την παρουσία των ξένων τραπεζών.

Οι ελληνικές τράπεζες κατέχουν πλέον σημαντικό μερίδιο αγοράς στις χώρες αυτές – μεγαλύτερο στην ΠΓΔΜ (26% ως προς το ενεργητικό), τη Βουλγαρία (20%) και την Αλβανία (17%) και μικρότερο στη Ρουμανία (12%) και τη Σερβία-Μαυροβούνιο (11%) (στοιχεία τέλους 2005 – βλ. Διάγραμμα III.16).⁹⁵

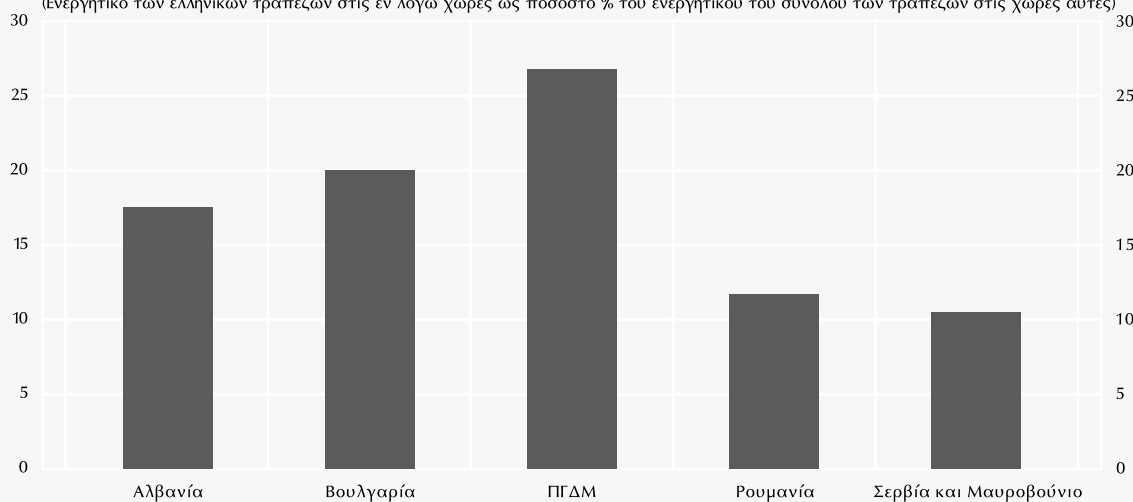
⁹⁴ Σημειώνεται ότι ο βαθμός τραπεζικής διαμεσολάβησης διαφοροποιείται σημαντικά μεταξύ των χωρών: ο υψηλότερος βαθμός παρατηρείται στη Βουλγαρία (23,2%), τη Σερβία-Μαυροβούνιο (22,4%) και την ΠΓΔΜ (17,7%), ενώ σε χαμηλότερα επίπεδα διαμορφώνεται στη Ρουμανία (10%) και την Αλβανία (6,2%).

⁹⁵ Όσον αφορά τις χορηγήσεις προς τον ιδιωτικό τομέα και τις καταθέσεις ιδιωτών, σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος και των κεντρικών τραπεζών των χωρών της ΝΑ Ευρώπης, τα μερίδια αγοράς διαφοροποιούνται ανά χώρα. Ειδικότερα, το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς ως προς τις χορηγήσεις παρατηρείται στην Αλβανία (35%) και ακολουθούν η ΠΓΔΜ (26%), η Βουλγαρία (24%), η Ρουμανία (13%) και η Σερβία-Μαυροβούνιο (12%), ενώ το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς στις καταθέσεις παρατηρείται στην ΠΓΔΜ (32%) και ακολουθούν η Βουλγαρία (19%), η Αλβανία (16%), καθώς και η Ρουμανία και η Σερβία-Μαυροβούνιο με 9% (στοιχεία τέλους 2005).

Διάγραμμα III.16

Μερίδιο αγοράς των ελληνικών τραπεζών στις χώρες της
Νοτιοανατολικής Ευρώπης (2005)

(Ενεργητικό των ελληνικών τραπεζών στις εν λόγω χώρες ως ποσοστό % του ενεργητικού του συνόλου των τραπεζών στις χώρες αυτές)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Η επέκταση των δραστηριοτήτων των ελληνικών τραπεζών συνέβαλε στη σημαντική βελτίωση των αποτελεσμάτων τους. Τα ακαθάριστα έσοδα από τις δραστηριότητες στις χώρες της ΝΑ Ευρώπης ως ποσοστό των συνολικών εσόδων προσέγγισαν το 10% στο τέλος του 2005, από 7,5% στο τέλος του 2004. Αντίστοιχα, τα προ φόρων κέρδη τους από τις δραστηριότητες αυτές αυξήθηκαν κατά περίπου 50% μεταξύ 2004 και 2005, αν και ως ποσοστό του συνόλου των κερδών τους διαμορφώθηκαν σε 5,1% στο

τέλος του 2005 από 5,8% στο τέλος του 2004, λόγω της αύξησης των εξόδων επέκτασής τους στην περιοχή αλλά και της συγκριτικά μεγαλύτερης αύξησης των κερδών από τις δραστηριότητές τους στην ελληνική αγορά. Το τρέχον έτος, η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών εξαιτίας της δραστηριοποίησής τους στην περιοχή αυτή βελτιώθηκε περαιτέρω και το πρώτο εξάμηνο του 2006 τα σχετικά κέρδη προ φόρων αντιπροσώπευαν ποσοστό που υπερέβη το 5,5% των συνολικών τους κερδών.

IV. Οι μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στην Ελλάδα

1. Εξελίξεις, προσδιοριστικοί παράγοντες και προοπτικές του πληθωρισμού

1.1 Σύνοψη εξελίξεων

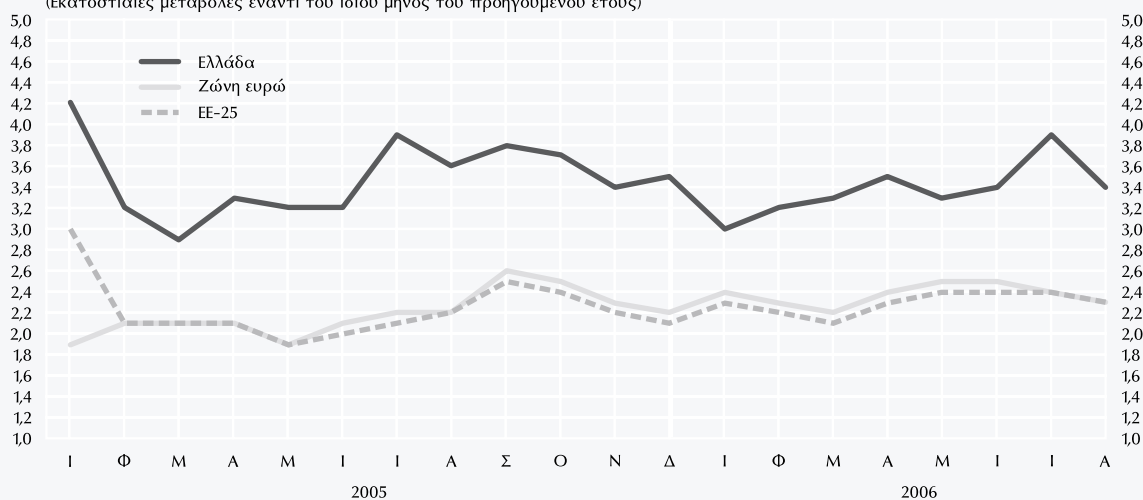
Τους πρώτους εννέα μήνες του 2006 ο πληθωρισμός στην Ελλάδα κινήθηκε κοντά στο μέσο ετήσιο ρυθμό του προηγούμενου έτους αλλά και ολόκληρης της περιόδου 2001-2005 (που ήταν 3,5%). Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ – βλ. Διάγραμμα IV.1) εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε στο 3,4% το τρίτο τρίμηνο, έναντι 3,5% το τελευταίο τρίμηνο του 2005. Ο πυρήνας του πληθωρισμού, όπως μετρείται με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε στο 2,8% το τρίτο τρίμηνο, έναντι 3,0% το τελευταίο τρίμηνο του 2005 (βλ. Διάγραμμα IV.2), παραμένοντας χαμηλότερος από το μέσο επίπεδο της περιόδου 2001-2005 (το οποίο και για τον πυρήνα ήταν 3,5%). Για ολόκληρο το 2006 εκτιμάται ότι ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) θα διαμορφωθεί στο 3,3%, σχεδόν όσο και το 2005 (3,5%). Ο πυρήνας του πληθωρισμού εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 2,8% (σε μέση ετήσια βάση), από 3,2% το 2005.

Η διαμόρφωση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού εφέτος σχεδόν στο ίδιο επίπεδο με το 2005 αντανακλά κυρίως το γεγονός ότι η σταδιακή εξάλειψη (από τον Απρίλιο και μετά) της επίδρασης που είχε στον ετήσιο ρυθμό ανόδου των τιμών καταναλωτή η περυσινή αύξηση των συντελεστών έμμεσης φορολογίας (του ΦΠΑ και των ειδικών φόρων κατανάλωσης ποτών και καπνού) αντισταθμίζει την επίδραση της εκτιμώμενης σημαντικά ταχύτερης – το 2006 σε σύγκριση με το 2005 – ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Ταυτόχρονα (όπως θα εξηγηθεί στη συνέχεια), λόγω της σημαντικής αύξησης

Διάγραμμα IV.1

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδος, ζώνης ευρώ και Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ιανουάριος 2005 – Αύγουστος 2006)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)

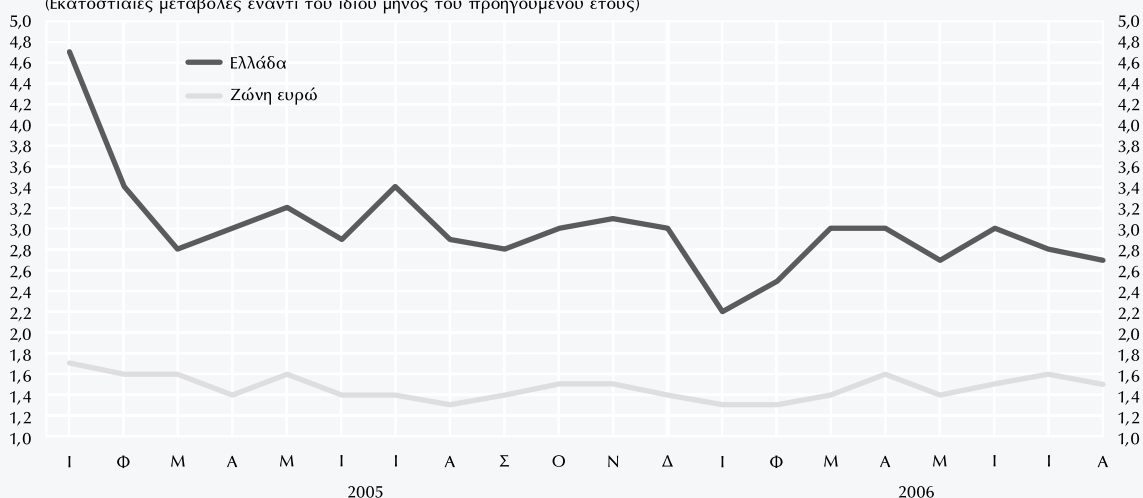


Πηγές: ΕΣΥΕ και Eurostat. Το Σεπτέμβριο ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ υποχώρησε στο 1,8% (προσωρινές εκτιμήσεις).

Διάγραμμα IV.2

Ο πυρήνας του πληθωρισμού στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής (Ιανουάριος 2005 – Αύγουστος 2006)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: ΕΣΥΕ και Eurostat.

των τιμών του αργού πετρελαίου (μέχρι τον Αύγουστο) και της μεγάλης επιτάχυνσης της ανόδου των τιμών των άλλων βασικών εμπορευμάτων στην παγκόσμια αγορά, η επίδραση του εισαγόμενου πληθωρισμού στις τιμές καταναλωτή έχει αυξηθεί σε σύγκριση με το 2005, αλλά παραμένει σχετικά μικρή. Αντίθετα, η επίδραση

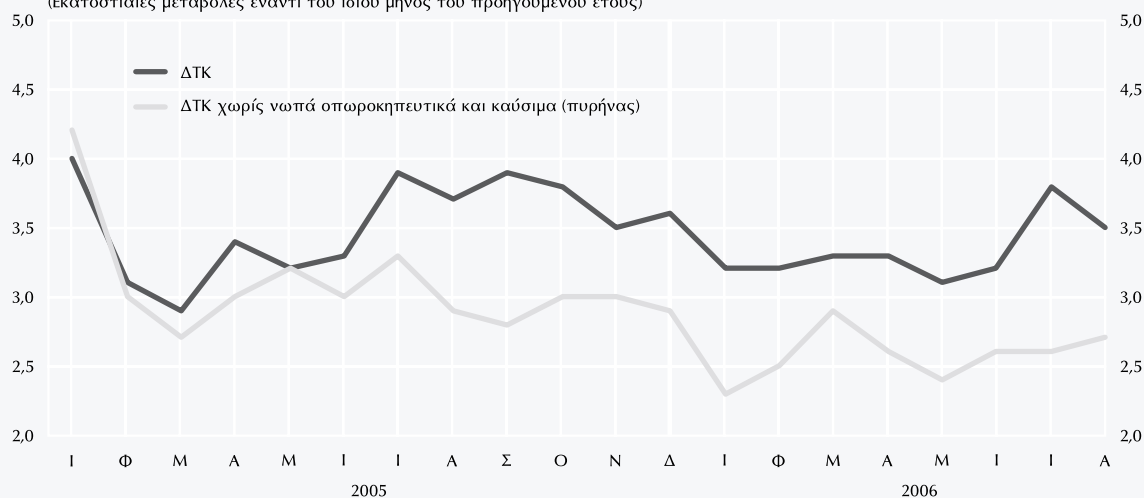
αυτή είναι πολύ σημαντικότερη στις τιμές παραγωγού. Εξάλλου, ουσιαστικά αμετάβλητες, σε σύγκριση με το 2005, είναι οι πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης.

Στη ζώνη του ευρώ ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ αυξήθηκε ελαφρά το τρέχον έτος (βλ.

Διάγραμμα IV.3

Δείκτης τιμών καταναλωτή και πυρήνας πληθωρισμού στην Ελλάδα
(Ιανουάριος 2005 - Αύγουστος 2006)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας IV.1

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: Ελλάδα και ΕΕ (2004-2006)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

Χώρα	Μέσος όρος έτους 2004	Μέσος όρος έτους 2005	Αύγουστος 2005	Αύγουστος 2006
Αυστρία	2,0	2,1	1,9	2,1
Βέλγιο	1,9	2,5	2,9	2,4
Γαλλία	2,3	1,9	2,0	2,1
Γερμανία	1,8	1,9	1,9	1,8
Δανία	0,9	1,7	2,4	1,9
Ελλάδα	3,0	3,5	3,6	3,4
Εσθονία	3,0	4,1	4,2	5,0
Ηνωμένο Βασίλειο	1,3	2,1	2,4	2,5
Ιρλανδία	2,3	2,2	2,1	3,2
Ισπανία	3,1	3,4	3,3	3,8
Ιταλία	2,3	2,2	2,1	2,3
Κύπρος	1,9	2,0	1,5	2,7
Λετονία	6,2	6,9	6,3	6,8
Λιθουανία	1,2	2,7	2,3	4,3
Λουξεμβούργο	3,2	3,8	4,3	3,1
Μάλτα	2,7	2,5	2,5	3,0
Ολλανδία	1,4	1,5	1,6	1,9
Ουγγαρία	6,8	3,5	3,5	4,7
Πολωνία	3,6	2,2	1,8	1,7
Πορτογαλία	2,5	2,1	2,5	2,0
Σλοβακία	7,5	2,8	2,1	5,0
Σλοβενία	3,6	2,5	1,8	3,1
Σουηδία	1,0	0,8	1,1	1,6
Τσεχία	2,6	1,6	1,4	2,6
Φινλανδία	0,1	0,8	1,0	1,3
Ευρωπαϊκή Ένωση-15	2,0	2,1	2,3	2,3
Ευρωπαϊκή Ένωση-25	2,1	2,2	2,2	2,3
Ζώνη ευρώ	2,1	2,2	2,2	2,3

Πηγή: Eurostat.

Πίνακα IV.1), ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού μειώθηκε ελαφρά – αλλά λιγότερο από ό,τι στην Ελλάδα. Έτσι, τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους η απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο μειώθηκε σε μία εκατοστιαία μονάδα, από 1,3 εκατ. μονάδα τόσο το 2005 όσο και – κατά μέσον όρο – την περίοδο 2001-2005. Η απόκλιση του πυρήνα του πληθωρισμού μειώθηκε σε 1,3 εκατ. μονάδα, από 1,7 εκατ. μονάδα το 2005¹ και 1,3 εκατοστιαία μονάδα κατά μέσον όρο την περίοδο 2001-2005. Την ίδια πενταετία η διαφορά μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ως προς την μέση ετήσια άνοδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ήταν ακόμη μεγαλύτερη (δύο εκατοστιαίες μονάδες) και το 2006 αυξήθηκε στις 2,9 εκατοστιαίες μονάδες (βλ. και Πίνακα IV.3 στη σελ. 108). Βεβαίως, το επίπεδο των τιμών στην Ελλάδα είναι χαμηλότερο από το μέσο επίπεδο των τιμών στη ζώνη του ευρώ και σταδιακά συγκλίνει προς αυτό. Στο βαθμό που αυτή η διαδικασία σύγκλισης των τιμών αφορά και *μη διεθνώς εμπορεύσιμα* αγαθά και υπηρεσίες, η διαφορά πληθωρισμού δεν υποδηλώνει κατ' ανάγκην ίσης έκτασης επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας.² Πάντως, η μείωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές προκύπτει από τους υπολογισμούς που λαμβάνουν υπόψη την εξέλιξη τόσο των τιμών καταναλωτή όσο και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση στην Ελλάδα και σε 27 χώρες που είναι οι κυριότεροι εμπορικοί εταίροι της χώρας, σε συνδυασμό με την εξέλιξη της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ (σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος με τις ίδιες χώρες). Όπως εκτιμάται (βλ. Διάγραμμα IV.23 και Πίνακα IV.13 στη σελ. 137), η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΠΣΣΙ) με βάση τις τιμές καταναλωτή (δηλαδή οι σχετικές τιμές καταναλωτή εκφρασμένες σε κοινό νόμισμα) αυξήθηκε σωρευτικά την τελευταία εξαετία (μεταξύ του 2000 και του

2006) κατά 14% περίπου, ενώ η ΠΣΣΙ με βάση το κόστος εργασίας (δηλαδή το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση εκφρασμένο σε κοινό νόμισμα) αυξήθηκε σωρευτικά κατά 34%. Στην ίδια εξαετία, η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (σταθμισμένη με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος) αυξήθηκε σωρευτικά σχεδόν κατά 9% (ανατίμηση του ευρώ).³

1.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού το 2006

Ήδη αναφέρθηκε ότι στη διαμόρφωση του πληθωρισμού εφέτος κατ' αρχάς έχει συμβάλει η σταδιακή εξάλειψη (από τον Απρίλιο του 2006

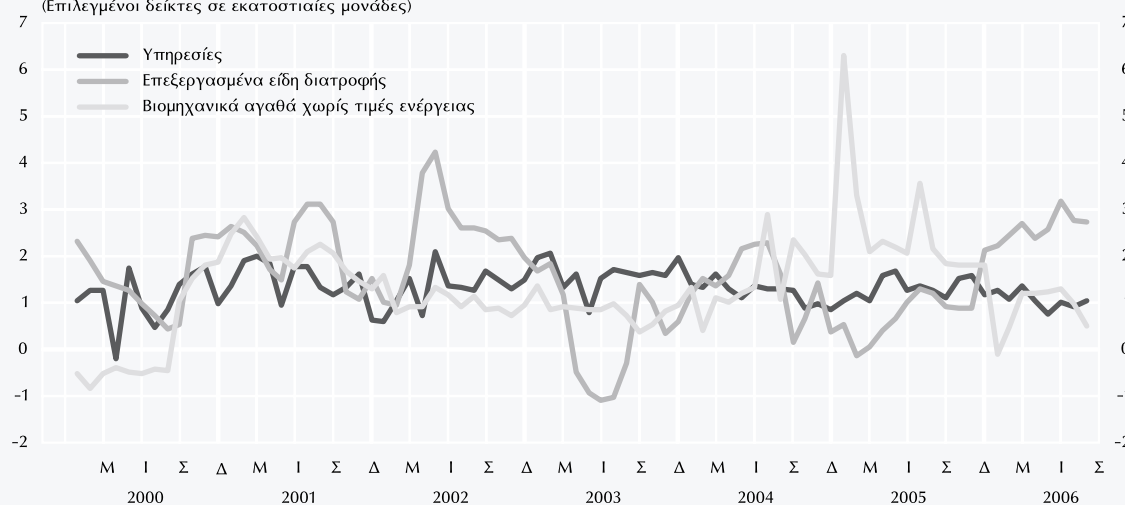
¹ Όσον αφορά τις τιμές των επιμέρους ομάδων αγαθών και υπηρεσιών που απαρτίζουν το “καλάθι” του πυρήνα του πληθωρισμού, τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006 (σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005) μειώθηκε η θετική απόκλιση του πληθωρισμού για τα βιομηχανικά αγαθά εκτός ειδών διατροφής και ενέργειας και τις υπηρεσίες και αυξήθηκε η θετική απόκλιση για τα επεξεργασμένα είδη διατροφής. Όσον αφορά τις δύο ομάδες αγαθών που δεν συμμετέχουν στο “καλάθι” του πυρήνα, μειώθηκε η θετική απόκλιση του ρυθμού ανόδου των τιμών της ενέργειας. Επίσης, αν και μειώθηκε, παρέμεινε αρνητική η απόκλιση του ρυθμού μεταβολής των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής. Βλ. Πίνακα IV.2 και Διάγραμμα IV.4.

² Υπενθυμίζεται ότι, σύμφωνα με την ανάλυση της “επίδρασης Balassa-Samuelson”, ο υψηλότερος πληθωρισμός στις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες δεν υποδηλώνει κατ' ανάγκην επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας, στο βαθμό που αφορά προϊόντα που δεν είναι διεθνώς εμπορεύσιμα. Αυτό συμβαίνει όταν οι ονομαστικοί μισθοί στην οικονομία αυξάνονται ακολουθώντας τον υψηλότερο ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας στον τομέα των διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων, με αποτέλεσμα το γενικό επίπεδο τιμών να ανέρχεται λόγω αύξησης των τιμών στον τομέα των μη διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων, όπου η παραγωγικότητα παραμένει σταθερή. Ωστόσο, στην Ελλάδα ο τομέας των διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων δεν έχει καθοριστικό ρόλο στον προσδιορισμό των μισθολογικών αυξήσεων, ενώ είναι πιο σημαντικός ο ρόλος των μισθολογικών διαπραγματεύσεων στον ευρύτερο δημόσιο τομέα. Επίσης, ένα μεγαλύτερο φάσμα προϊόντων είναι διεθνώς εμπορεύσιμα στην Ελλάδα από ό,τι σε πολλές άλλες χώρες, λόγω της σημασίας του τουρισμού. Τέλος, ορισμένες υπηρεσίες οι οποίες παραδοσιακά θεωρούνταν μη διεθνώς εμπορεύσιμες παρέχονται πλέον από κλάδους που έχουν απελευθερωθεί και που επηρεάζονται από το διεθνή ανταγωνισμό ή – σε κάθε περίπτωση – οι τιμές τους υπεισέρχονται στο κόστος παραγωγής άλλων, διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων. Για παλαιότερες εκτιμήσεις διεθνών οργανισμών (που, ως επί το πλείστον, δεν είχαν λάβει υπόψη τους παράγοντες αυτούς) βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2003*, Οκτώβριος 2003, σελ. 51-56.

³ Για το 2006, η μέση ετήσια ανατίμηση υπολογίζεται σε 0,1% (με βάση την τεχνική υπόθεση ότι η σταθμισμένη ισοτιμία θα παραμείνει, έως το τέλος του έτους, στο επίπεδο του Σεπτεμβρίου).

Διάγραμμα IV.4

Διαφορές ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού Ελλάδος και ζώνης του ευρώ
(Ιανουάριος 2000 - Αύγουστος 2006)
(Επιλεγμένοι δείκτες σε εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Πίνακας IV.2

Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (2001-2006)

(Εκατοστιαίες μονάδες)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (Ιαν.-Αύγ.)
Διαφορά μέσω ετήσιων ρυθμών μεταβολής ΕνΔΤΚ	1,4	1,6	1,3	0,9	1,3	1,0
Πυρήνας του πληθωρισμού	1,55	1,18	0,94	1,16	1,40	1,01
εκ του οποίου:						
Υπηρεσίες	0,56	0,50	0,60	0,48	0,51	0,40
Επεξεργασμένα είδη διατροφής	0,36	0,36	0,04	0,20	0,10	0,36
Βιομηχανικά αγαθά χωρίς τιμές ενέργειας	0,63	0,32	0,30	0,48	0,79	0,25
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	0,10	0,39	0,36	-0,36	-0,30	-0,13
Ενέργεια	-0,25	0,03	0,00	0,10	0,20	0,16

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

και μετά) της επίδρασης που είχε η περυσινή αναπροσαρμογή της έμμεσης φορολογίας στον ετήσιο ρυθμό ανόδου των τιμών καταναλωτή. Όπως έχει υπολογιστεί,⁴ η αύξηση των έμμεσων φόρων, μετά την πλήρη εφαρμογή της, είχε συμβάλει κατά 0,75 της εκατ. μονάδας στον ετήσιο ρυθμό ανόδου του ΔΤΚ (με βάση δεδομένα του Δεκεμβρίου του 2005), ενώ η επίπτωσή της στο

μέσο ετήσιο πληθωρισμό του 2005 ήταν της τάξεως του 0,6 της εκατ. μονάδας.

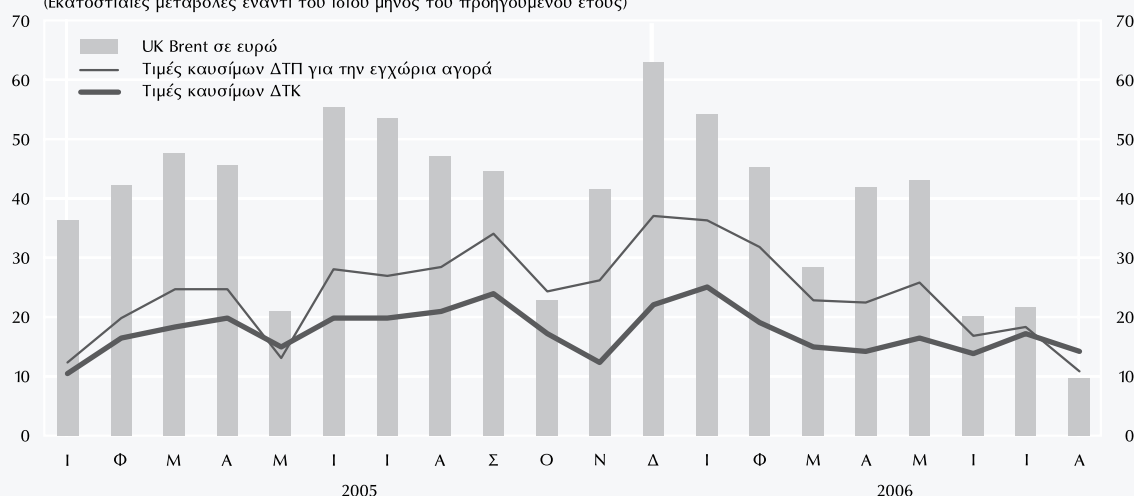
Όσον αφορά τον εισαγόμενο πληθωρισμό, η διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου αυξήθηκε

⁴ Βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Απρίλιος 2006, σελ 175.

Διάγραμμα IV.5

Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2005 – Αύγουστος 2006)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



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

σημαντικά εφέτος μέχρι τον Αύγουστο, αλλά με χαμηλότερο ετήσιο ρυθμό από ό,τι το 2005 (βλ. Διαγράμματα IV.5 και IV.6) και μετά άρχισε να υποχωρεί.⁵ Αντίθετα, είναι ραγδαία η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των τιμών των άλλων πρώτων υλών και βασικών εμπορευμάτων (αντανακλώντας και τη μεγάλη αύξηση της παγκόσμιας ζήτησης – βλ. και Κεφάλαιο II.1).⁶ Από την άλλη πλευρά, σε σχετική συγκράτηση του εισαγόμενου πληθωρισμού συμβάλλουν (α) η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου και άλλων νομισμάτων στη διάρκεια του τρέχοντος έτους,⁷ (β) ο χαμηλός ρυθμός ανόδου των τιμών των εισαγόμενων τελικών προϊόντων από τις χώρες της ζώνης του ευρώ και (γ) η εισαγωγή τελικών προϊόντων (π.χ. ειδών ένδυσης-υπόδησης, διαρκών καταναλωτικών αγαθών και ειδών νοικοκυριού) χαμηλού κόστους από τις αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας. Όπως προκύπτει από τους διαθέσιμους δείκτες για τις τιμές των προϊόντων που εισάγονται στην Ελλάδα (βλ. Διάγραμμα IV.8), οι μέσοι ετήσιοι ρυθμοί ανόδου παρουσιάζουν επιτάχυνση (με εξαίρεση τα

5 Η τιμή του πετρελαίου τύπου Brent σε δολάρια αυξήθηκε σημαντικά στη διάρκεια των πρώτων οκτώ μηνών του τρέχοντος έτους (κατά 29,4%), αλλά ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου της παρέμεινε χαμηλότερος από τους πολύ υψηλούς περυσινούς ρυθμούς: 28,7% για την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2006, έναντι 46,2% για ολόκληρο το 2005. Σε ευρώ, η τιμή του αργού πετρελαίου αυξήθηκε κατά 19,8% μεταξύ Δεκεμβρίου του 2005 και Αυγούστου του 2006, αλλά με μέσο ετήσιο ρυθμό 31,4% στο οκτάμηνο (έναντι 46,2% για ολόκληρο το 2005 – βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Στατιστικό Παράρτημα, Πίνακες 5.1.2 και 8.2). Σύμφωνα με τις πιο τελευταίες προβολές-υποθέσεις των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (Σεπτέμβριος 2006), η μέση ετήσια αύξηση των τιμών του πετρελαίου τύπου Brent σε δολάρια θα είναι 30,5% για ολόκληρο το 2006. Αν όμως ληφθεί υπόψη και η πτώση της τιμής του αργού πετρελαίου το Σεπτέμβριο, τότε η μέση ετήσια αύξηση της τιμής του Brent σε δολάρια θα είναι της τάξεως του 20%.

6 Ενδεικτικά αναφέρεται ότι τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006 οι τιμές των μη ενεργειακών πρώτων υλών σε δολάρια αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 22,8% (έναντι 9,4% για ολόκληρο το 2005). Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβολές-υποθέσεις των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (Σεπτέμβριος 2006), οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων εκτός του πετρελαίου σε δολάρια θα αυξηθούν εφέτος κατά 26,2%, έναντι μόνο 6,1% το 2005.

7 Το ευρώ ανατιμήθηκε κατά 7,4% έναντι του δολαρίου μεταξύ Δεκεμβρίου του 2005 και Σεπτεμβρίου του 2006, ενώ την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2006 υποτιμήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,5%. Εάν γίνει η τεχνική υπόθεση ότι η ισοτιμία τους υπόλοιπους μήνες του έτους θα διατηρηθεί στο επίπεδο του 1,27 περίπου, υπολογίζεται ότι για ολόκληρο το 2006 το ευρώ θα εμφανίσει μέση ετήσια ανατίμηση 0,6% έναντι του δολαρίου (2005: 0%). Εξάλλου, η ονομαστική ισοτιμία του ευρώ έναντι των άλλων νομισμάτων, σταθμισμένη με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδας (βλ. Διάγραμμα IV.7), αυξήθηκε κατά 1,3% μεταξύ Δεκεμβρίου του 2005 και Σεπτεμβρίου του 2006, αλλά την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006 υποχώρησε με μέσο ετήσιο ρυθμό 0,2%. Εάν γίνει η υπόθεση ότι η σταθμισμένη ισοτιμία θα παραμείνει τους υπόλοιπους μήνες του έτους στο επίπεδο του Σεπτεμβρίου, υπολογίζεται ότι θα παρουσιάσει μέση ετήσια αύξηση 0,1% εφέτος, έναντι μέσης ετήσιας μείωσης 0,7% το 2005.

καύσιμα), αλλά παραμένουν χαμηλοί (με εξαίρεση τα ενδιάμεσα αγαθά, ο ρυθμός ανόδου των οποίων είναι σχετικά υψηλός).⁸ Βεβαίως, η άνοδος της τιμής του πετρελαίου μέχρι τον Αύγουστο, η οποία είχε άμεση αυξητική επίδραση στο επίπεδο των τιμών το ίδιο διάστημα λόγω της αύξησης των τιμών των καυσίμων που περιλαμβάνονται στο “καλάθι” του καταναλωτή, εξακολουθεί να επηρεάζει έμμεσα, με χρονική υστέρηση, το κόστος παραγωγής.⁹ Η έμμεση αυτή επίδραση εν μέρει εξηγεί την καταγραφόμενη εφέτος σημαντική επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των τιμών των καταναλωτικών αγαθών σε επίπεδο τιμών παραγωγού στην εγχώρια αγορά (τιμών χονδρικής πώλησης): ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης έφθασε το 7,7% στο οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου, από 1,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2005.¹⁰

Αυξητική επίδραση στον πληθωρισμό έχει εφέτος το γεγονός ότι οι τιμές των νωπών οπωροκηπευτικών εμφανίζουν μικρή αύξηση, έναντι μεγάλης μείωσης το 2005 (βλ. Διάγραμμα IV.9).¹¹ (Υπενθυμίζεται ότι η μεγάλη υποχώρηση των τιμών των νωπών οπωροκηπευτικών τη διετία 2004-2005 ακολούθησε τη μεγάλη αύξησή τους κατά τη διετία που είχε προηγηθεί.)

Οι παράγοντες που προαναφέρθηκαν είναι έκτακτοι ή εξωγενείς. Γενικότερα όμως, υπενθυμίζεται ότι η προς τα άνω απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο οφείλεται κατά ένα μέρος στη σύγκλιση του επιπέδου των τιμών και των εισοδημάτων στην Ελλάδα προς το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, όπως προαναφέρθηκε. Πέραν αυτού του παράγοντα όμως, η εμμονή του πυρήνα του πληθωρισμού σε σχετικώς υψηλά επίπεδα (της τάξεως του 2,5-3,0%) και η θετική απόκλισή του από τον πλη-

θωρισμό στη ζώνη του ευρώ οφείλονται τόσο σε μακροοικονομικούς παράγοντες, οι οποίοι

8 Ο Δείκτης Τιμών Εισαγωγών στη Βιομηχανία (ΕΣΥΕ) εμφανίζει μέση ετήσια αύξηση 6,7% το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006 (έναντι 8,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2005). Χωρίς τις τιμές της ενέργειας, η αύξηση περιορίζεται στο 2,4%, αλλά είναι σημαντικά υψηλότερη από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2005 (1,2%). Ανάλογη είναι και η εξέλιξη των τιμών των εισαγόμενων καταναλωτικών αγαθών (2,2% έναντι 1,2%), ενώ ο ρυθμός ανόδου των τιμών των εισαγόμενων ενδιάμεσων αγαθών όχι μόνο παρουσιάζει επιτάχυνση αλλά διαμορφώνεται και σε σχετικά υψηλό επίπεδο (4,2% έναντι 3,2%). Σύμφωνα με τον ίδιο δείκτη, οι τιμές των εισαγόμενων ενεργειακών πρώτων υλών (αργού πετρελαίου και φυσικού αερίου) αυξήθηκαν με υψηλό μέσο ετήσιο ρυθμό 25,2% τους πρώτους επτά μήνες του 2006, ο οποίος όμως ήταν πολύ χαμηλότερος από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2005 (60,4%), ενώ οι τιμές των εισαγόμενων τελικών προϊόντων καυσίμων (βενζίνης καθώς και πετρελαίου θέρμανσης, ντίζελ και μαζούτ) αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 20,1% (έναντι 21,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2005). Εξάλλου, στην εγχώρια αγορά και σε επίπεδο χονδρικής πώλησης, οι τιμές των καυσίμων (τελικών προϊόντων) που περιλαμβάνονται στο Δείκτη Τιμών Παραγωγού στη Βιομηχανία για την εγχώρια αγορά αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 22,5% τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006 (έναντι 22,4% την αντίστοιχη περίοδο του 2005). Τέλος, οι λιανικές τιμές των καυσίμων που περιλαμβάνονται στον ΔΤΚ αυξήθηκαν τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους με μέσο ετήσιο ρυθμό 16,7% (έναντι 17,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2005). Υπενθυμίζεται ότι στο άρθρο 10 του Ν. 3483/2006 (που ψηφίστηκε τον Ιούλιο) προβλέπεται η αναπροσαρμογή σταδιακά στην τετραετία έως το 2009 των Ειδικών Φόρων Κατανάλωσης (ΕΦΚ) στα καύσιμα. Όπως επιστημονικά και Οικονομικών (23.6.2006), οι συντελεστές ΕΦΚ καυσίμων στην Ελλάδα ήταν μέχρι τον Ιούνιο κατά μέσον όρο 20% χαμηλότεροι από τους κατώτατους συντελεστές φορολογίας καυσίμων που θα ισχύουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση από το 2010. Η αναπροσαρμογή έγινε στο πλαίσιο της υποχρέωσης της χώρας έναντι της Ευρωπαϊκής Ένωσης να φθάσει στο κατώτατο επιτρεπτό όριο φορολογίας που θα επιβάλλεται στα καύσιμα στην Ευρωπαϊκή Ένωση από το 2010. Η αναπροσαρμογή γίνεται σταδιακά έως το 2009, προκειμένου να περιοριστούν στο ελάχιστο δυνατόν οι επιπτώσεις στον πληθωρισμό. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι εφέτος ο ΕΦΚ στην αμόλυβδη βενζίνη (άνω των 96,5 οκτανίων) αναπροσαρμόστηκε από 1.7.2006 κατά 5,7% (δηλαδή κατά δύο λεπτά ανά λίτρο συμπεριλαμβανομένου του ΦΠΑ).

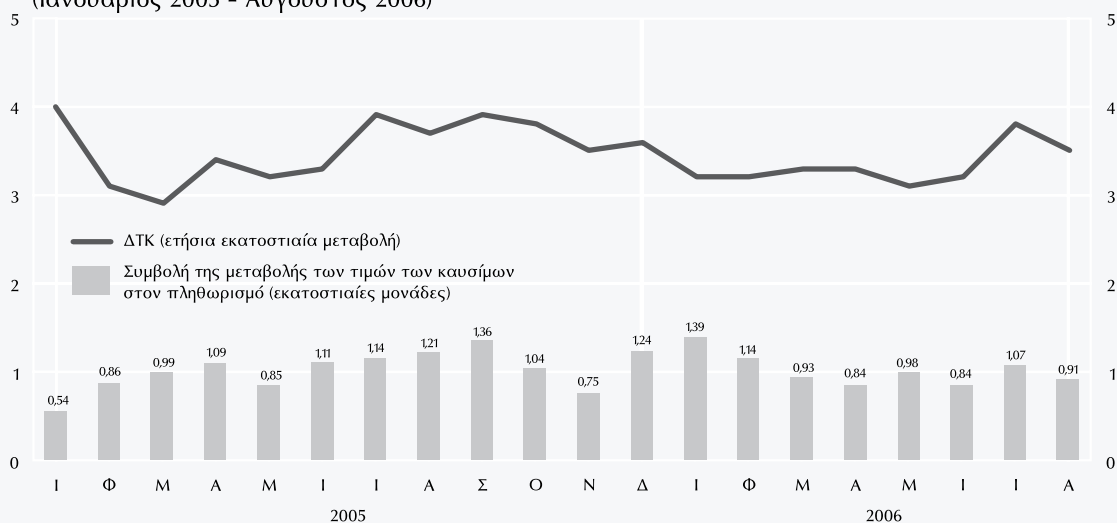
9 Οι επιπτώσεις της ανόδου της τιμής του πετρελαίου στο γενικό επίπεδο των τιμών και στην οικονομική δραστηριότητα εξαρτώνται βεβαίως και από το αν η άνοδος είναι προσωρινή ή έχει μονιμότερο χαρακτήρα.

10 Η επιτάχυνση αυτή περιορίζεται αποκλειστικά στα αναλώσιμα καταναλωτικά αγαθά (από 1,2% σε 7,9%), τα οποία αποτελούν το 95% του συνόλου των καταναλωτικών αγαθών και το 25% του συνόλου των αγαθών που περιλαμβάνονται στον ΔΤΠ για την εγχώρια αγορά. Το 1/3 περίπου των αναλωσιμων αγαθών είναι επεξεργασμένα είδη διατροφής, ποτά και καπνός, τα οποία διακρίνονται από υψηλό βαθμό συγκέντρωσης, τουλάχιστον σε επίπεδο προμηθευτών. Αντίθετα, στα διαρκή καταναλωτικά αγαθά παρατηρείται μικρή επιβράδυνση (από 4,2% σε 3,6%).

11 Οι τιμές των νωπών οπωροκηπευτικών αυξήθηκαν τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους με μέσο ετήσιο ρυθμό μόλις 0,4%, έναντι μείωσης με ρυθμό 10,7% την αντίστοιχη περίοδο του 2005.

Διάγραμμα IV.6

Συμβολή της μεταβολής των τιμών των καυσίμων στον πληθωρισμό
(Ιανουάριος 2005 – Αύγουστος 2006)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Διάγραμμα IV.7

Αναθεωρημένος δείκτης ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος (Ιανουάριος 2004 – Σεπτέμβριος 2006)
(ά.τρ. 1999=100, μηνιαία στοιχεία)



Σημείωση: Ο αναθεωρημένος δείκτης της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας περιλαμβάνει τους 27 κυριότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος (μεταξύ αυτών και τις άλλες 11 χώρες της ζώνης του ευρώ) και οι συντελεστές στάθμισης υπολογίζονται με βάση τις εισαγωγές και εξαγωγές των προϊόντων της μεταποίησης (κατηγορίες 5-8 της Τυποποιημένης Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου—SITC 5-8) κατά την τριετία 1999-2001 λαμβάνοντας υπόψη και τον ανταγωνισμό στις τρίτες αγορές.

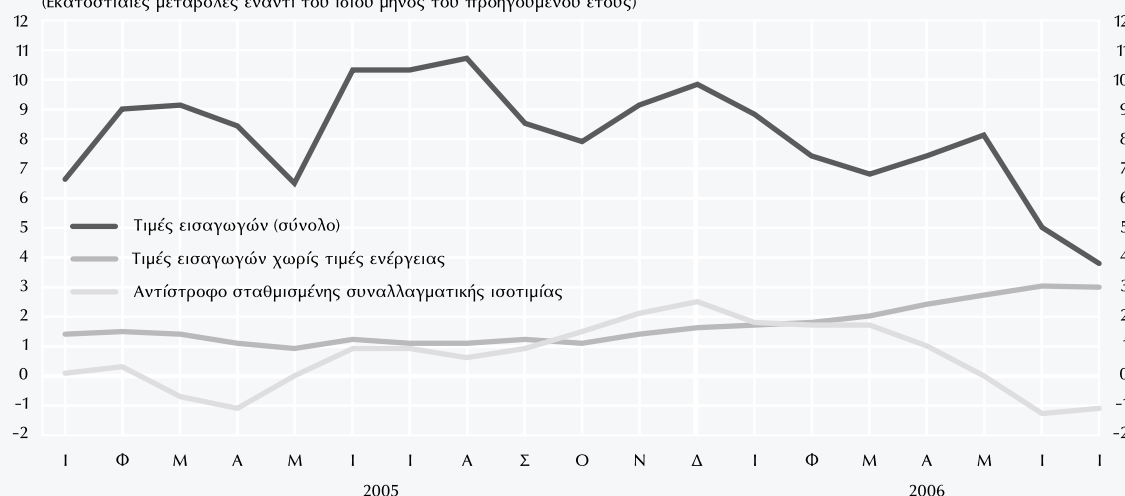
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

συνδέονται με την πλευρά της ζήτησης και με την πλευρά του κόστους παραγωγής (καθώς και με τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ τους), όσο και στις μη ικανοποιητικές συνθήκες ανταγωνισμού σε ορισμένες αγορές που δεν λειτουργούν αποτελεσματικά. Ανάλογα με την περίπτωση, τη διαμόρφωση των τιμών είναι δυνατόν να

επηρεάσουν δυσμενώς οι εξελίξεις του κόστους παραγωγής, η υπερβάλλουσα ζήτηση, η ανελαστικότητα της ζήτησης (για ορισμένα είδη) ως προς τις τιμές, η εκμετάλλευση από επιχειρήσεις της δεσπόζουσας θέσης τους στην αγορά, καθώς και οι εναρμονισμένες πρακτικές ή συμπράξεις μεταξύ επιχειρήσεων.

Διάγραμμα IV.8

Δείκτης τιμών εισαγωγών στη βιομηχανία και αντίστροφο συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος (Ιανουάριος 2005 – Ιούλιος 2006)
(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: ΕΣΥΕ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Κατά το τρέχον έτος, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί σημαντικά, τόσο στο σύνολο της οικονομίας (σε 3,8%, από 2,2% το 2005) όσο και στον επιχειρηματικό τομέα¹² (σε 4,5% από 2,3%),¹³ κυρίως αντανakλώντας ανάλογη επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των μέσων ονομαστικών προ φορολογίας αποδοχών (σε 6,1% από 4,6% το 2005). Ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας (ΑΕΠ ανά μισθωτό απασχολούμενο) εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί μόνο ελαφρά (και θα διαμορφωθεί λίγο πάνω από το 2%).¹⁴ Βεβαίως, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον επιχειρηματικό τομέα θα είναι, σε ετήσια βάση, μάλλον χαμηλότερος στην πράξη από ό,τι προβλέπεται, στο βαθμό που θα επηρεαστεί από τις ρυθμίσεις των άρθρων 1 και 2 του Ν. 3385/2005 για τη μείωση του κόστους των υπερωριών και τη διευκόλυνση της “διευθέτησης” του χρόνου εργασίας (οι ρυθμίσεις αυτές τέθηκαν σε εφαρμογή από 1.10.2005).¹⁵

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

13 Υπενθυμίζεται ότι 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, συμπεριλαμβανομένων των αυτοαπασχολούμενων). Οι λόγοι για τους οποίους η Τράπεζα της Ελλάδος λαμβάνει υπόψη –κατά τη μέτρηση της μεταβολής του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος– τη μεταβολή της παραγωγικότητας με βάση τη μεταβολή του λόγου του ΑΕΠ προς την απασχόληση των μισθωτών έχουν παρουσιαστεί σε προηγούμενες; Εκθέσεις (βλ. Νομισματική Πολιτική 2002-2003, Μάρτιος 2003, Πλαίσιο 2, σελ. 53-54, και Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2002, Απρίλιος 2003, Πλαίσιο IV.2, σελ. 172-173). Επιπλέον, σημειώνεται ότι από το 1977 η Τράπεζα της Ελλάδος δημοσιεύει δικές της εκτιμήσεις για την αύξηση της μέσης αμοιβής της εργασίας στο σύνολο της οικονομίας, οι οποίες δεν συμπίπτουν πάντοτε με τις αντίστοιχες εκτιμήσεις της Υπηρεσίας Εθνικών Λογαριασμών της ΕΣΥΕ.

14 Η βραχυχρόνια ανάλυση των παραγόντων που επηρεάζουν το ρυθμό ανόδου της παραγωγικότητας δεν είναι εύκολη. Μακροχρόνια όμως ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας επηρεάζεται από το λόγο κεφαλαίου-εργασίας και από τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής, η οποία με τη σειρά της επηρεάζεται από την τεχνολογική πρόοδο, τη βελτίωση της οργάνωσης και την αναβάθμιση του ανθρώπινου κεφαλαίου. Βλ. και Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004, Απρίλιος 2005, σελ. 85-94.

15 Επειδή δεν υπάρχουν επαρκή στοιχεία για την κατανομή των υπερωριών, δεν είναι εύκολο να υπολογιστεί η επιδραση αυτή.

Αναλυτικότερα (βλ. και Πίνακα IV.3), η ακαθάριστη μισθολογική δαπάνη ανά υπάλληλο στο Δημόσιο εκτιμάται —λαμβάνοντας υπόψη τις προβλέψεις του Προϋπολογισμού του 2006 και τις εξελίξεις των πρώτων οκτώ μηνών του έτους— ότι θα αυξηθεί εφέτος περίπου κατά 6%¹⁶ (έναντι 3,1% το 2005). Στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα, σύμφωνα με την Εθνική Γενική Συλλογική Σύμβαση (3.4.2006), οι κατώτατες αποδοχές των ανειδίκευτων εργατοϋπαλλήλων αυξήθηκαν κατά 2,9% από 1.1.2006 και κατά 2,9% από 1.9.2006, ενώ θα αυξηθούν κατά 5,1% από 1.5.2007. Οι ρυθμίσεις αυτές συνεπάγονται ότι η μέση ετήσια αύξηση των κατώτατων αποδοχών (δηλαδή του ετήσιου εισοδήματος των ανειδίκευτων εργατοϋπαλλήλων) διαμορφώνεται στο 6,2% το 2006 (έναντι 4,9% το 2005) και στο 5,4% το 2007.¹⁷ Ανάλογη εκτιμάται ότι είναι και η αύξηση των συμβατικών αποδοχών σε κλαδικό επίπεδο, ενώ οι μέσες ακαθάριστες αποδοχές στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα (συμπεριλαμβανομένης της “ωρίμανσης”) εκτιμάται ότι εμφανίζουν μέση ετήσια αύξηση 6,5%-7%. Στις επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας¹⁸ εκτιμάται —με βάση τις συλλογικές συμβάσεις διετούς διάρκειας που έχουν υπογραφεί— ότι η μέση ετήσια αύξηση των συμβατικών αποδοχών εφέτος είναι της τάξεως του 5,5% (και των ακαθάριστων αποδοχών της τάξεως του 7%).¹⁹ Τέλος, οι συλλογικές διαπραγματεύσεις δεν έχουν ακόμη ολοκληρωθεί στις τράπεζες.

Επισημαίνεται ότι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο εκτιμάται ότι οι μέσες αποδοχές (για την ακρίβεια: η κατά κεφαλήν μισθολογική δαπάνη συμπεριλαμβανομένων των εργοδοτικών εισφορών) θα αυξηθούν εφέτος κατά 2,1% (έναντι 1,8% το 2005) και ότι το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα αυξηθεί κατά 0,9% (έναντι 1,1% το 2005).²⁰ Καθώς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αποτελεί βασική συνιστώσα του ονομαστικού κόστους παραγωγής, η επί σει-

ράν ετών ταχύτερη άνοδός του στην Ελλάδα σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ (στην πενταετία 2001-2005 ο μέσος ετήσιος ρυθμός ήταν 3,7% και 1,7% αντίστοιχα – βλ. Πίνακα IV.3) είναι μία από τις αιτίες της προς τα άνω απόκλισης του πληθωρισμού και της απώλειας ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές.

Όσον αφορά τα περιθώρια κέρδους κατά το τρέχον έτος, τα διαθέσιμα στοιχεία (αποτελέ-

16 Σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό του 2006, η συνολική αύξηση των μισθολογικών δαπανών εκτός συντάξεων αναμενόταν να φθάσει το 6,3% και η δαπάνη για αποδοχές και συντάξεις να αυξηθεί κατά 6,1%. Η αύξηση του αριθμού των δημοσίων υπαλλήλων εκτιμάται ότι θα είναι συγκρατημένη (της τάξεως του 0,2%). Όπως πάντοτε, στο εκτιμώμενο ποσοστό αύξησης της μέσης μισθολογικής δαπάνης (6,1%) περιλαμβάνονται όλες οι επιβαρύνσεις του μισθολογικού κόστους επιπλέον της αύξησης των τακτικών αποδοχών των δημοσίων υπαλλήλων. Σύμφωνα με τις κυβερνητικές ανακοινώσεις (1.2.2006) και τη σχετική νομοθετική ρύθμιση (Άρθρο 11 του Ν. 3453/2006), ο βασικός μισθός των λειτουργών και υπαλλήλων του Δημοσίου, των ΟΤΑ και των λοιπών ΝΠΔΔ, καθώς και των στελεχών των Ενόπλων Δυνάμεων και των Σωμάτων Ασφαλείας αυξήθηκε κατά 3% από 1.1.2006. Οι συνολικές τακτικές αποδοχές όμως (οι οποίες περιλαμβάνουν και επιδόματα που δεν αναπροσαρμόζονται) αυξήθηκαν κατά 2,1-2,4%. Πέραν των ποσοστών αυτών, στις αποδοχές πρέπει να συνυπολογιστεί και η ωρίμανση (αλλαγή μισθολογικού κλιμακίου, μισθολογικές προαγωγές κ.λπ.), καθώς και η χορήγηση (από το Σεπτέμβριο του 2006) της δεύτερης δόσης του νέου επιδόματος ειδικών συνθηκών στο ένστολο προσωπικό των Ενόπλων Δυνάμεων και των Σωμάτων Ασφαλείας (η πρώτη δόση του οποίου άρχισε να καταβάλλεται το Σεπτέμβριο του 2005).

17 Συμπεριλαμβάνεται η μεταφερόμενη επιβάρυνση από το προηγούμενο (κάθε φορά) έτος.

18 Δηλαδή τόσο στις δημόσιες επιχειρήσεις που υπάγονται στο Κεφάλαιο Α' του νόμου για τις ΔΕΚΟ (Ν. 3429/2005) όσο και σε επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας που δεν υπάγονται σ' αυτό (όπως ο ΟΤΕ, η ΔΕΗ και τα ΕΛΤΑ).

19 Η εγκύκλιος (15.2.2006) με θέμα “Οδηγίες Εφαρμογής του Ν. 3429/2005” προέβλεπε ότι στις επιχειρήσεις που υπάγονται στο Κεφάλαιο Α' του νόμου οι αυξήσεις στους βασικούς μισθούς του προσωπικού θα δίδονται εφάπαξ στην αρχή του έτους και ότι το 2006 δεν θα υπερβούν το 3%. Στις 5.4.2006 η Διευρυτική Επιτροπή ΔΕΚΟ καθόρισε ως κατεύθυνση για τις εν λόγω επιχειρήσεις την υπογραφή συλλογικών συμβάσεων που θα προβλέπουν αύξηση των βασικών μισθών κατά 3% το 2006 και 4% το 2007, ώστε η συνολική αύξηση των αποδοχών και δαπανών προσωπικού να μην υπερβεί το 5% και 6% αντίστοιχα. Στις 31.5.2006 η ανωτέρω Επιτροπή διαπίστωσε ότι οι συλλογικές συμβάσεις που υπογράφηκαν όντως κινούνταν στο πλαίσιο της κατεύθυνσης αυτής. Διευκρινίζεται ότι τα ποσοστά αύξησης που αναφέρονται στο κείμενο έχουν υπολογιστεί λαμβάνοντας υπόψη και τις συλλογικές συμβάσεις που υπογράφηκαν σε επιχειρήσεις οι οποίες δεν υπάγονται στο Κεφάλαιο Α' του Ν. 3429/2005.

20 Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Spring 2006 Economic Forecasts*, 8.5.2006 (για το 2006), και ΕΚΤ, *Monthly Bulletin*, Σεπτέμβριος 2006, Πίνακας 5.1.4 Στατιστικού Παραρτήματος (για τα στοιχεία του 2005).

Διάγραμμα IV.9

Πυρήνας πληθωρισμού, τιμές οπωροκηπευτικών και καυσίμων
(Ιανουάριος 2005 - Αύγουστος 2006)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

σματα του πρώτου εξαμήνου των εταιριών που είναι εισηγμένες στο ΧΑ και δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα) υποδηλώνουν σημαντική αύξησή τους το πρώτο εξάμηνο, εφόσον τα κέρδη (μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας) αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό της τάξεως του 30-40%,²¹ ενώ ο κύκλος εργασιών αυξήθηκε κατά 15-20%. Επειδή όμως τα στοιχεία αυτά δεν είναι κατ' ανάγκην αντιπροσωπευτικά του συνόλου των επιχειρήσεων, ούτε προδικάζουν τη διαμόρφωση των κερδών σε ολόκληρο το έτος,

δεν επαρκούν για την εξαγωγή αξιόπιστων γενικών συμπερασμάτων.

Γενικότερα πάντως, δεν φαίνεται να έχει μεταβληθεί, σε σύγκριση με το 2005, η ένταση των πληθωριστικών πιέσεων που ασκούνται από την πλευρά της ζήτησης. Τα διαθέσιμα στοιχεία για την ιδιωτική κατανάλωση υποδη-

²¹ Βλ. και Κεφάλαιο III.3.2. Αν συμπεριληφθούν και οι επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα, η αύξηση των κερδών είναι ακόμη μεγαλύτερη.

Πίνακας IV.3

Αποδοχές, παραγωγικότητα και κόστος εργασίας (2001-2006)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (εκτίμηση)
Ελλάδα						
Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (ονομαστικές):						
– στο σύνολο της οικονομίας	4,7	6,6	5,6	7,2	4,6	6,1
– στο Δημόσιο ¹	5,5	7,3	5,9	9,7	3,1	6,1
– στις επιχειρήσεις κοινής ωφελείας	7,0	10,6	10,9	9,9	7,6	7,0
– στις τράπεζες	6,4	2,9 ⁴	3,1 ⁴	8,0	1,5 ⁴	...
– στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα	5,3	6,5	5,8	5,8	5,6	6,8
Κατώτατες αποδοχές	3,5	5,4	5,1	4,8	4,9	6,2
Καθαρό² εισόδημα μισθωτού με μέσες αποδοχές						
(ονομαστικό)	3,4	6,3 ⁵	6,3 ⁷	5,3	3,8	5,7
(πραγματικό)	0,0	2,6 ⁵	2,7 ⁷	2,3	0,3	2,3
Συνολική δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές	8,3	9,1⁶	8,3⁷	8,9	5,9	7,8
Δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό	4,8	5,9⁶	5,5⁷	7,6	4,1	6,1
ΑΕΠ⁸	4,6	3,8	4,8	4,7	3,7	3,8
Παραγωγή ανά ώρα εργασίας στη μεταποίηση	-0,6	0,6	1,2	1,2	-0,4	3,4
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος:						
– στο σύνολο της οικονομίας	3,5	5,1 ⁶	3,5 ⁷	4,1	2,2	3,8
– στον επιχειρηματικό τομέα ³	4,4	4,5 ⁶	3,9 ⁷	2,7	2,3	4,5
– στη μεταποίηση	6,1	5,3 ⁶	4,7 ⁷	4,5	6,0	3,3
Ζώνη του ευρώ						
Δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό	2,7	2,5	2,4	2,2	1,8	2,1
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (στο σύνολο της οικονομίας)	2,3	2,3	2,0	0,9	1,1	0,9

1 Μέση μισθολογική δαπάνη.

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

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

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

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

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

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

8 ΕΣΥΕ για τα έτη 2001-2005 (Μάρτιος 2006). Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος και του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών για το 2006.

Πηγές: ΕΣΥΕ (ΑΕΠ 2001-2005), εκτιμήσεις-προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος (για το ΑΕΠ το 2006 και για τα υπόλοιπα ετήσια μεγέθη το 2001-2006).

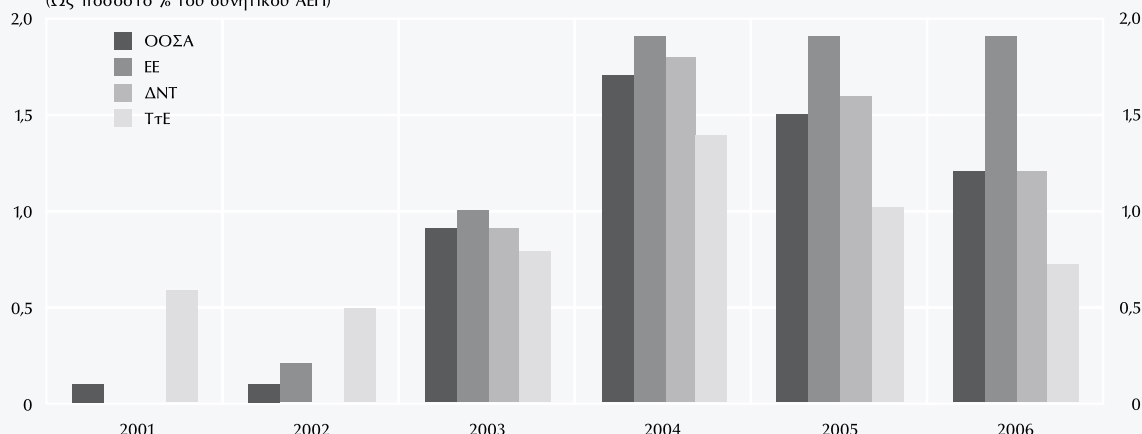
Για τη ζώνη του ευρώ: ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Spring 2006 Economic Forecasts*.

λώνουν ότι ο ρυθμός ανόδου της παραμένει υψηλός (βλ. το Τμήμα 2 του παρόντος κεφαλαίου). Επίσης, το “παραγωγικό κενό”²² της ελληνικής οικονομίας, το οποίο είναι θετικό τα τελευταία χρόνια (δηλαδή το επίπεδο της τρέχουσας παραγωγής υπερβαίνει το επίπεδο της “δυναμικής”), εφέτος παραμένει αμετάβλητο ή μειώνεται μόνο ελαφρά σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις (βλ. Διάγραμμα

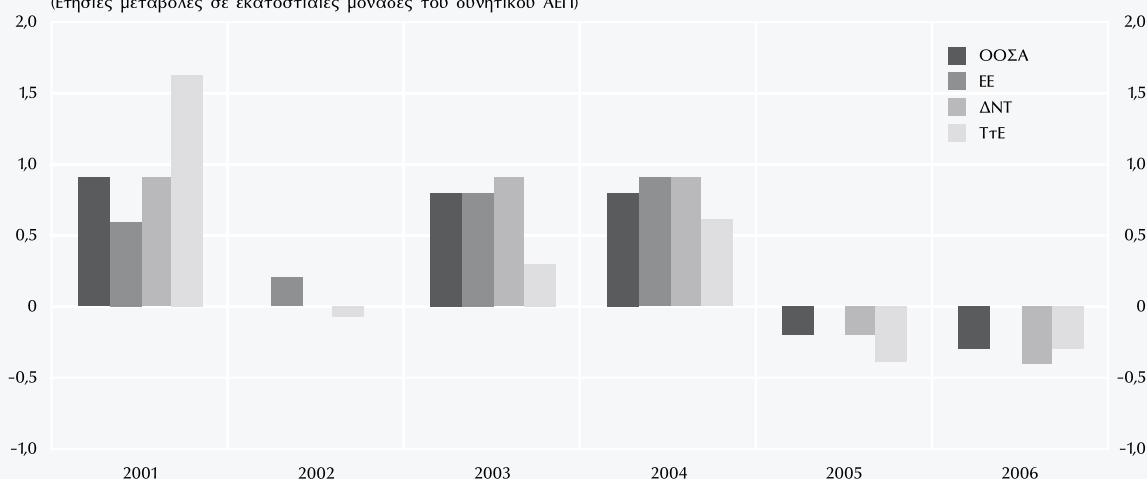
22 Το “παραγωγικό κενό” ορίζεται ως η διαφορά του επιπέδου της τρέχουσας παραγωγής (ΑΕΠ) από την παραγωγική δυνατότητα της χώρας (επίπεδο του δυναμικού ΑΕΠ) ως ποσοστό του επιπέδου του δυναμικού ΑΕΠ. Πρόκειται για ένα μέγεθος που δεν είναι άμεσα μετρήσιμο, αλλά εκτιμάται με διάφορες εναλλακτικές μεθόδους. Οι εκτιμήσεις του δυναμικού προϊόντος και του “παραγωγικού κενού” ενέχουν μεγάλη αβεβαιότητα. (Για τις εκτιμήσεις του δυναμικού προϊόντος, βλ. και ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Ιούλιος 2005, Πλαίσιο 5.) Οι παράγοντες αυτοί πρέπει να λαμβάνονται υπόψη όταν αξιολογούνται τα συμπεράσματα των σχετικών αναλύσεων. Ενδεχομένως περισσότερο αξιόπιστος δείκτης είναι η μεταβολή του “παραγωγικού κενού”, μετρούμενη σε εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ.

Διάγραμμα IV.10

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



Β. Το παραγωγικό κενό της ελληνικής οικονομίας: μεταβολές
(Ετήσιες μεταβολές σε εκατοστιαίες μονάδες του δυνητικού ΑΕΠ)



Πηγές: ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, No 79, Ιούνιος 2006.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Spring 2006 Economic Forecasts*.

ΔΝΤ, *Greece - Staff Report for the 2005 Article IV Consultation*, Ιανουάριος 2006.

Τράπεζα της Ελλάδος: Εκτιμήσεις υπηρεσιών Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών.

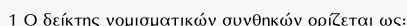
IV.10).²³ Επομένως, η υπερβάλλουσα ζήτηση εξακολουθεί να συμβάλλει στη διατήρηση του πληθωρισμού σε υψηλό επίπεδο. Ωστόσο, η ασκούμενη δημοσιονομική πολιτική, με την οποία επιδιώκεται να μειωθεί το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης κάτω του 3% του ΑΕΠ εφέτος (από 4,5% το 2005) συμβάλλει σε συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων στο βαθμό που η μείωση του ελλείμματος επηρεάζει τη ζήτηση. Ανάλογη είναι και η επίδραση των νομισματικών συνθηκών, οι οποίες γίνονται λιγότερο χαλαρές, καθώς η μεν πραγματική

23 Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (*Spring 2006 Economic Forecasts*, Μάιος 2006), το “παραγωγικό κενό” διατηρείται στο 1,9 το 2004, το 2005 και εφέτος. Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (*Economic Outlook*, Ιούνιος 2006), εφέτος μειώνεται στο 1,2, από 1,5 το 2005. Τέλος, σύμφωνα με παλαιότερες εκτιμήσεις του ΔΝΤ (*Greece: 2005 Article IV Consultation – Staff Report*, Ιανουάριος 2006), εφέτος μειώνεται στο 1,2, από 1,6 το 2005. Πρέπει πάντως να σημειωθεί ότι οι εκτιμήσεις για σταθερότητα ή ελαφρά μόνο μείωση του θετικού “παραγωγικού κενού” της ελληνικής οικονομίας εφέτος δεν συμβαδίζουν κατ’ αρχήν με δύο άλλες σχετικές ενδείξεις: (α) στη βιομηχανία (από την οποία όμως προέρχεται μόνο το 11% του ΑΕΠ) ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού αυξάνεται αισθητά εφέτος (στο 76,1 κατά μέσον όρο τους πρώτους εννέα μήνες του 2006, από 72,1 την αντίστοιχη περίοδο του 2005 – βλ. Διάγραμμα IV.11) και (β) το ποσοστό ανεργίας μειώνεται και το ποσοστό απασχόλησης αυξάνεται, υποδηλώνοντας αύξηση του βαθμού αξιοποίησης του εργατικού δυναμικού (βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου και Διάγραμμα IV.22).

Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία (μεταποίηση)
(Ιανουάριος 2000 - Σεπτέμβριος 2006)
(Ποσοστά %)



Δείκτης νομισματικών συνθηκών (ΔΝΣ)¹ στην Ελλάδα (Ιανουάριος 1999 - Ιούνιος 2006)



Ο δείκτης υποστηρίχθηκε από τον ακόλουθο οριζήσαντα τύπο:

$$\Delta S_{\text{ΕΚΤΕ}} = 0,25(E(t)/E^* - 1) + 0,75 (R(t) - R^*), \text{ όπου Ε(τ): πραγματικός σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία βάσει του ΔΤΚ, Ε*: μέση } \\ \text{πραγματικός σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία για την περίοδο 1995-2000, R(τ): πραγματικό επιτόκιο (Athibor τριών μηνών} \\ \text{μείον πληθωρισμός) βάσει του ΔΤΚ μέχρι το Δεκέμβριο του 2000, στη συνέχεια Euribor τριών μηνών μείον πληθωρισμός βάσει του} \\ \text{ΔΤΚ, R*: μέσο πραγματικό επιτόκιο για την περίοδο 1995-2000 (βλ. υποσημείωση 2 του διαγράμματος).}$$

2 Δεν περιλαμβάνεται η περίοδος της σοβαρής αναταραχής στην αγορά από τον Οκτώβριο του 1997 μέχρι το Φεβρουάριο του 1998.

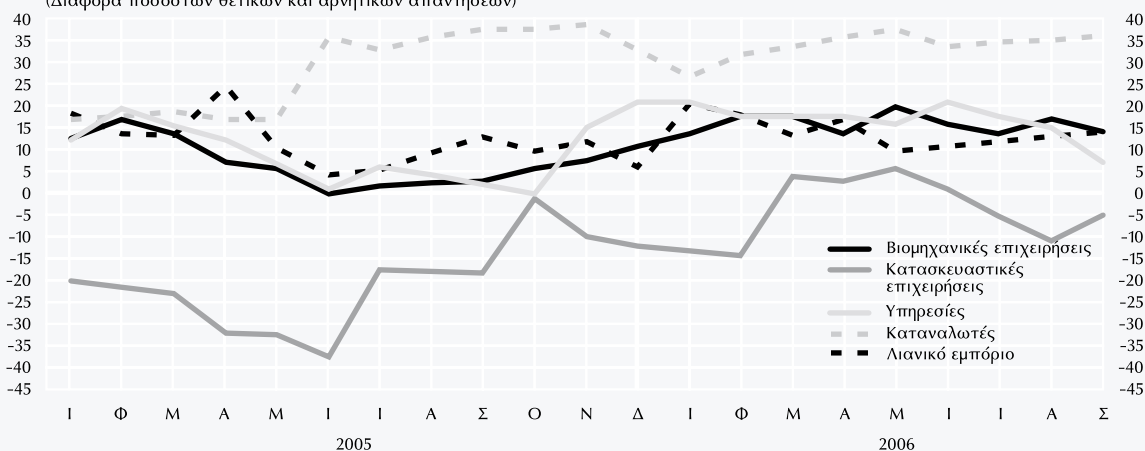
Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΔΝΤ.

στοιχη περυσινή περίοδο²⁴ (βλ. το Δείκτη Νομισματικών Συνθηκών στο Διάγραμμα IV.12).

24 Το ονομαστικό επιτόκιο Euribor (τριών μηνών) της αγοράς χρήματος εμφανίζει αύξηση από το τελευταίο τρίμηνο του 2005, ενώ ο ρυθμός ανόδου του ελληνικού ΔΤΚ (που χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί το πραγματικό επιτόκιο) παραμένει ουσιαστικά σταθερός.

Διάγραμμα IV.13

Πληθωριστικές προσδοκίες¹ καταναλωτών και επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2005 - Σεπτέμβριος 2006)
(Διαφορά ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων)



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

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

Τέλος, ορισμένες διαρθρωτικές αλλαγές στον τομέα του λιανικού εμπορίου (η είσοδος νέων αλυσίδων πολυκαταστημάτων και η αυξανόμενη παρουσία των αποκαλούμενων “εκπτώτικων” καταστημάτων στο χώρο των σουπερμάρκετ) ενισχύουν τον ανταγωνισμό, οδηγώντας σε μείωση των τιμών ορισμένων ειδών και τελικά σε συγκράτηση της ανόδου του γενικού επιπέδου των τιμών καταναλωτή.

1.3 Προοπτικές του πληθωρισμού για ολόκληρο το έτος

Οι εξελίξεις, οι εκτιμήσεις και οι υποθέσεις που προαναφέρθηκαν –αφενός για τις διεθνείς τιμές του πετρελαίου και των άλλων πρώτων υλών, τη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ και τις τιμές των νωπών οπωροκηπευτικών και αφετέρου για το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, τα περιθώρια κέρδους και τη ζήτηση (σε συνάρτηση με τις παραγωγικές δυνατότητες της οικονομίας) – επιτρέπουν να γίνουν εκτιμήσεις για την εξέλιξη του πληθωρισμού σε ολόκληρο το έτος.²⁵

Λαμβάνεται επίσης υπόψη η αποτελεσματικότερη εποπτεία της αγοράς από το Υπουργείο Ανάπτυξης.

Όπως ήδη αναφέρθηκε, εκτιμάται ότι η μέση ετήσια αύξηση του ΕνΔΤΚ θα διαμορφωθεί στο 3,3% (σχεδόν όσο και το 2005), ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού θα υποχωρήσει ελαφρά στο 2,8% (από 3,2% το 2005). Βεβαίως οι προβλέψεις

²⁵ Επίσης, λαμβάνονται υπόψη και οι προβλέψεις των ιδίων των επιχειρήσεων για τις τιμές των προϊόντων ή των υπηρεσιών τους, καθώς και οι πληθωριστικές προσδοκίες των καταναλωτών. Οι έρευνες συγκυρίας του IOBE που διεξήχθησαν τους πρώτους εννέα μήνες του τρέχοντος έτους δείχνουν ότι το τρίτο τρίμηνο υποχώρησε (σε σύγκριση με το δεύτερο τρίμηνο του έτους) το ποσοστό των επιχειρήσεων στις υπηρεσίες, στη μεταποίηση και στον τομέα κατασκευής κατοικιών οι οποίες προβλέπουν ότι κατά τους επόμενους 3-4 μήνες θα αυξηθούν οι τιμές των προϊόντων ή των υπηρεσιών που αυτές παρέχουν (για την ακρίβεια: η θετική διαφορά του ποσοστού των επιχειρήσεων που προβλέπουν άνοδο των τιμών τους από το ποσοστό εκείνων που προβλέπουν μείωση) (βλ. Διάγραμμα IV.13). Στο λιανικό εμπόριο το ποσοστό παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητο. 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) υποδηλώνει ότι οι προσδοκίες δεν μεταβλήθηκαν ουσιαστικά το τρίτο τρίμηνο σε σύγκριση με το δεύτερο.

Πίνακας IV.4

Ζήτηση και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (2004-2006)

(Σε σταθερές αγοραίες τιμές έτους 1995, ετήσιες εκατοσπαιές μεταβολές)

	2004	2005	2006 (α' εξάμηνο)
Ιδιωτική κατανάλωση	4,7	3,7	3,8
Δημόσια κατανάλωση	2,8	3,1	2,4
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	5,7	-1,4	10,2
Κατοικίες	-0,6	-1,4	...
Λοιπές κατασκευές	6,0	-6,1	...
Εξοπλισμός	8,0	0,5	...
Λοιπές	7,0	14,5	...
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	0,4	0,3	...
Τελική εγχώρια ζήτηση	4,7	2,3	...
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	11,5	3,0	2,2
Εξαγωγές αγαθών	-2,5	8,2	...
Εξαγωγές υπηρεσιών	21,8	-0,1	...
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	9,3	-1,2	6,4
Εισαγωγές αγαθών	9,0	-0,1	...
Εισαγωγές υπηρεσιών	11,0	-7,6	...
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	4,7	3,7	4,1

Σημείωση: Τα αναλυτικά στοιχεία της αναθεώρησης του ΑΕΠ από το 2000 και μετά δεν ήταν διαθέσιμα πριν ολοκληρωθεί η εκτύπωση της παρούσας έκθεσης και γι' αυτό δεν έχουν ληφθεί υπόψη.

Πηγές: ΕΣΥΕ/Διεύθυνση Εθνικών Λογαριασμών (Μάρτιος 2006) για τα έτη 2004 και 2005. Για το 2006, προσωρινά στοιχεία α' εξαμήνου. Για τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2006, βλ. το κυρίως κείμενο.

αυτές εμπεριέχουν αβεβαιότητα, στο βαθμό που εξαρτώνται από τις εξελίξεις, κατά τους υπόλοιπους μήνες του 2006, στις τιμές του πετρελαίου (οι οποίες υποχώρησαν το Σεπτέμβριο), στις τιμές των πρώτων υλών και των βασικών εμπορευμάτων στην παγκόσμια αγορά, στην ισοτιμία του δολαρίου έναντι του ευρώ, καθώς και στις τιμές των νωπών οπωροκηπευτικών.

2. Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας

Η ελληνική οικονομία, υπό την επίδραση μιας σειράς ευνοϊκών παραγόντων (όπως η ένταξη στο σταθερό οικονομικό περιβάλλον της ΟΝΕ και το γεγονός ότι τα πραγματικά επιτόκια μειώθηκαν λόγω της ένταξης και παρέμειναν χαμηλά στη συνέχεια) αλλά και έκτακτων γεγονότων (όπως η διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων και η σημαντική αύξηση των ναυτιλιακών εσόδων το 2004),

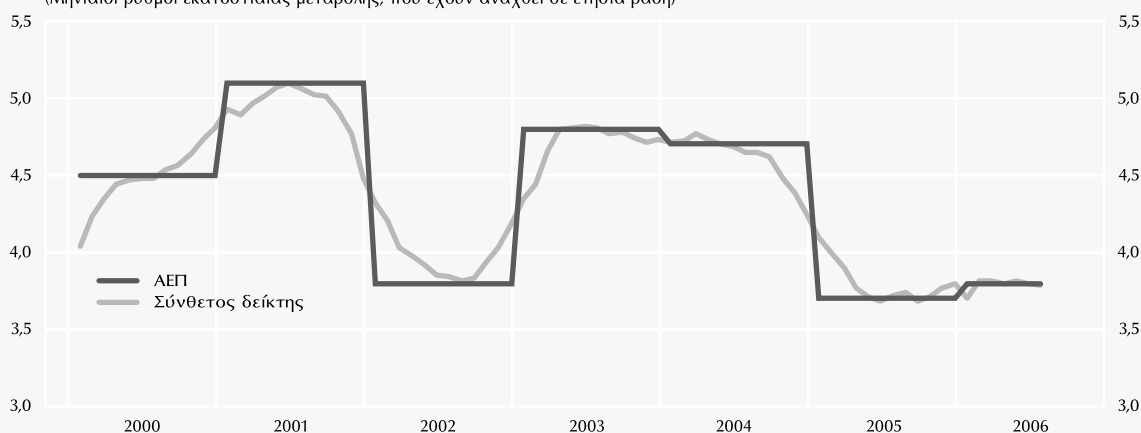
σημείωσε κατά την τελευταία πενταετία συνεχή και σταθερή άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας, με ρυθμούς που σαφώς υπερβαίνουν εκείνους που είχαν επιτευχθεί το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του '90 (ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης στην πενταετία 2001-2005 ήταν 4,4%, έναντι 3,5% στην πενταετία 1996-2000).

Το 2005 ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υποχώρησε στο 3,7% (σύμφωνα με την ΕΣΥΕ), μετά τους εξαιρετικά υψηλούς ρυθμούς των δύο προηγούμενων ετών (4,8% το 2003 και 4,7% το 2004), οι οποίοι συνδέονταν άμεσα με την προετοιμασία και τη διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων. Από τις αρχές του 2006 η οικονομία έδειξε εκ νέου σημεία σταδιακής αναθέρμανσης, ωθούμενη κυρίως από την ανάκαμψη των επενδύσεων, τη διατήρηση των ρυθμών αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης στα υψηλά επίπεδα των τελευταίων ετών, αλλά και τη σημαντική επιτάχυνση της ανόδου των εξαγω-

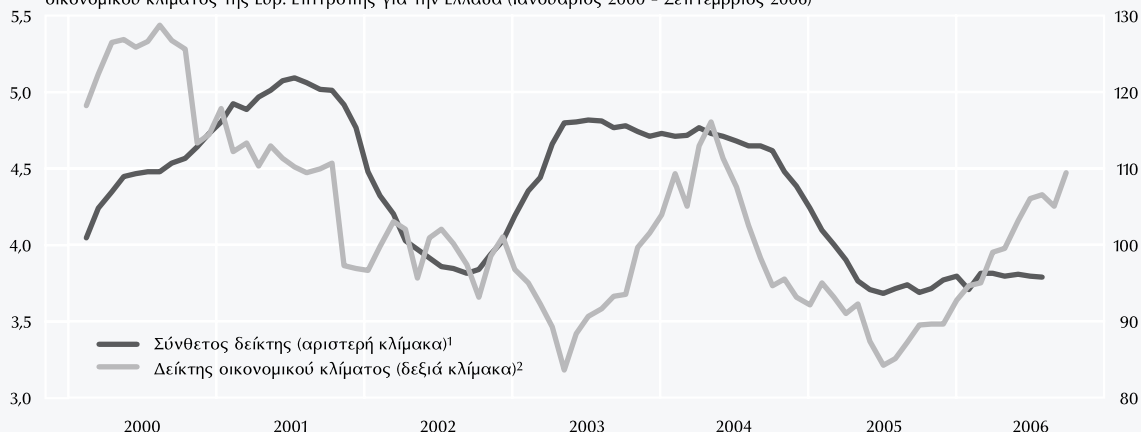
Διάγραμμα IV.14

Δείκτες οικονομικής δραστηριότητας

Α. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος (Ιανουάριος 2000- Ιούλιος 2006) (Μηνιαίοι ρυθμοί εκατοστιαίας μεταβολής, που έχουν αναχθεί σε ετήσια βάση)



Β. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος και ο δείκτης οικονομικού κλίματος της Ευρ. Επιτροπής για την Ελλάδα (Ιανουάριος 2000 - Σεπτέμβριος 2006)



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

2 Μηνιαία στοιχεία.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (για το σύνθετο δείκτη, καθώς και για το ΑΕΠ του 2006), ΕΣΥΕ (για το ΑΕΠ 2000-2005) και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (για το δείκτη οικονομικού κλίματος).

γών αγαθών. Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, το πρώτο εξάμηνο του 2006 η οικονομία αναπτύχθηκε με ετήσιο ρυθμό 4,1%, έναντι 3,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2005 (βλ. Πίνακα IV.4).

Τη σταδιακή ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας επιβεβαιώνουν με σχετική ομοιομορφία οι διαθέσιμοι άμεσοι δείκτες δραστηριότητας, αλλά και τα αποτελέσματα ερευνών που καταγράφουν αξιολογήσεις και προβλέψεις των επιχειρήσεων διαφόρων τομέων της οικο-

νομίας καθώς και των καταναλωτών. Επίσης, ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, ο οποίος αποτελεί τη συνισταμένη μιας ομάδας δεικτών που καλύπτουν με ικανοποιητική πληρότητα τους επιμέρους τομείς της ελληνικής οικονομίας, καταγράφει σταδιακή αύξηση από τα τέλη του 2005. Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του σύνθετου δείκτη τους πρώτους επτά μήνες του 2006 κυμάνθηκε γύρω στο 3,8% (βλ. Διάγραμμα IV.14). Επιπλέον, ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος για την

Ελλάδα²⁶ (που καταρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και στηρίζεται σε αποτελέσματα ερευνών συγκυρίας) τον τελευταίο ενάμιση χρόνο ακολουθεί πορεία παράλληλη με το σύνθετο δείκτη και από τον Ιούλιο του 2005 καταγράφει ουσιαστικά συνεχή αύξηση.²⁷

Η ομαλή ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ και η διαμόρφωσή του το 2005 (δηλαδή το πρώτο έτος μετά τους Ολυμπιακούς Αγώνες) σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι είχε αρχικά προβλεφθεί, καθώς και η παράλληλη ενίσχυση της απασχόλησης, είναι στοιχεία κατ' αρχήν θετικά όσον αφορά τις αναπτυξιακές προοπτικές της οικονομίας. Ωστόσο, οι επιδόσεις της οικονομίας πρέπει σε κάποιο βαθμό να αποδοθούν στο ότι η δημοσιονομική προσαρμογή εν μέρει στηρίζεται σε αύξηση έκτακτων μη φορολογικών εσόδων η οποία δεν επηρεάζει άμεσα την οικονομική δραστηριότητα,²⁸ καθώς και στο ότι η μεγάλη επέκταση της καταναλωτικής και στεγαστικής πίστης έχει συμβάλει στη σημαντική ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης και της οικοδομικής δραστηριότητας. Πρέπει πάντως να συνεκτιμηθεί ότι οι ικανοποιητικοί ρυθμοί ανόδου του ΑΕΠ επιτεύχθηκαν μέσα σ' ένα περιβάλλον ασταθών γεωπολιτικών συνθηκών αλλά και αυξανόμενων τιμών της ενέργειας, που διαβρώνουν τα εισοδήματα των νοικοκυριών και είναι δυνατό να επηρεάσουν δυσμενώς την επιχειρηματική εμπιστοσύνη.

Η ελληνική οικονομία βρίσκεται ακόμη σε διαδικασία πραγματικής σύγκλισης, και μάλιστα σε περιβάλλον εντεινόμενου ανταγωνισμού σε διεθνές επίπεδο. Ο λόγος των επενδύσεων προς το ΑΕΠ υπερβαίνει τον αντίστοιχο μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, αλλά η εθνική αποταμίευση είναι ανεπαρκής. Η ανισορροπία μεταξύ αποταμιεύσεων και επενδύσεων αντανακλάται στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, που έχει διαμορφωθεί σε υψηλά επί-

πεδα τα τελευταία έτη (βλ. Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου). Επίσης, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, σε μονάδες ισοδύναμης αγοραστικής δύναμης, εξακολουθεί να υστερεί έναντι του μέσου όρου της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 15 (σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Eurostat). Βεβαίως, αναμένεται ότι η υστέρηση θα μειωθεί σημαντικά με βάση τους αναθεωρημένους εθνικούς λογαριασμούς για τα έτη από το 2000 και μετά (τα αναλυτικά στοιχεία των οποίων δεν ήταν διαθέσιμα πριν ολοκληρωθεί η εκτύπωση της παρούσας έκθεσης).

Η Τράπεζα της Ελλάδος είχε εκτιμήσει —σε προηγούμενες Εκθέσεις της, το Φεβρουάριο και τον Απρίλιο του τρέχοντος έτους— ότι ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ θα είναι εφέτος της τάξεως του 3,5%. Οι πιο πρόσφατες εξελίξεις υποδηλώνουν ότι τελικά η αύξηση του ΑΕΠ θα είναι ελαφρά μεγαλύτερη και θα διαμορφωθεί γύρω στο 3,8%. Στο δεύτερο εξάμηνο του 2006 εκτιμάται ότι ίσως θα υπάρξει μικρή επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας, ανταναικλώντας ενδεχόμενη περιορισμένη υποχώρηση (στο ίδιο διάστημα) του ρυθμού αύξησης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και κατ' επέκταση του διεθνούς εμπορίου, καθώς η νομισματική πολιτική κινείται προς πιο περιοριστική κατεύθυνση και οι τιμές της ενέργειας και των πρώτων υλών διατηρούνται σε ιστορικά υψηλά επίπεδα (αν και οι τιμές του πετρελαίου υποχώρησαν το Σεπτέμβριο). Παράλληλα, ανασχετική επίδραση στο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ αναμένεται να έχει και η προβλεπόμενη επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών.

²⁶ Όπως προκύπτει από στατιστική διερεύνηση, ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος για την Ελλάδα έχει ικανοποιητική συσχέτιση με το ΑΕΠ.

²⁷ Επίσης, ο προπορευόμενος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας του ΟΟΣΑ βρίσκεται σε συνέπεια με τους άλλους δείκτες και προοιωνίζεται ανάκαμψη της βιομηχανικής δραστηριότητας σύμφωνα με τις τιμές που κατέγραψε τους πρώτους επτά μήνες του 2006.

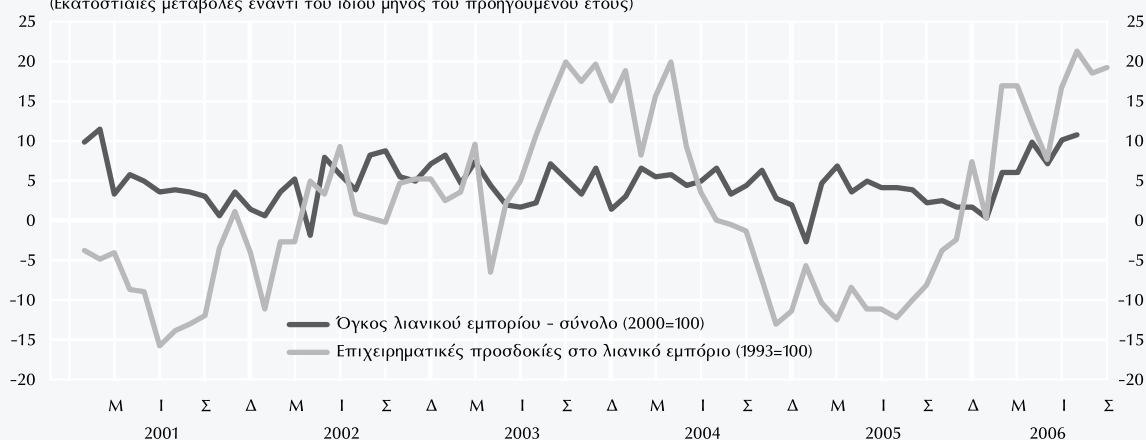
²⁸ Βλ. Τμήμα 4 του παρόντος κεφαλαίου.

Διάγραμμα IV.15

Καταναλωτική ζήτηση (Ιανουάριος 2001 - Σεπτέμβριος 2006)

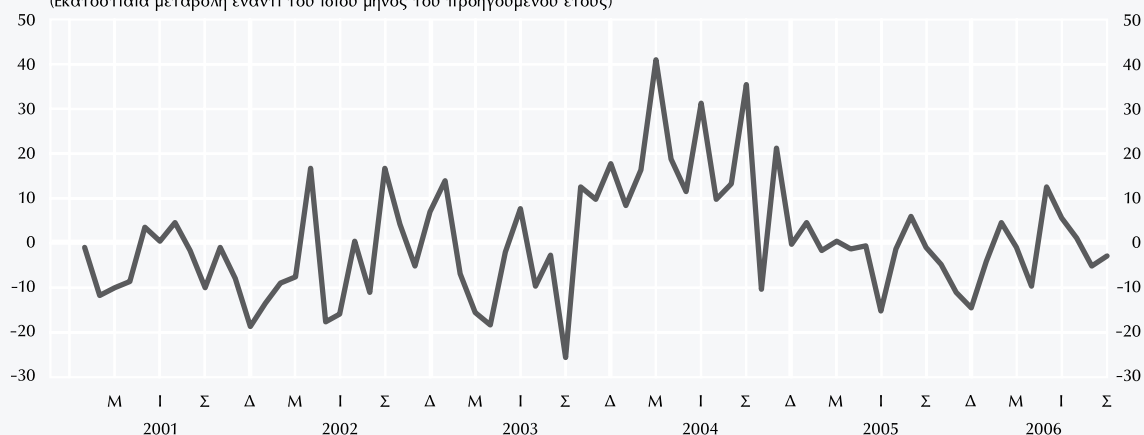
A. Όγκος λιανικού εμπορίου και επιχειρηματικές προσδοκίες

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



B. Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. αυτοκινήτων

(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: ΕΣΥΕ (για το λιανικό εμπόριο και τα αυτοκίνητα) και IOBE (για τις προσδοκίες). Ο αναθεωρημένος δείκτης όγκου στο λιανικό εμπόριο (κύκλος εργασιών στο λιανικό εμπόριο σε σταθερές τιμές) βασίζεται σε νέο δείγμα της ΕΣΥΕ του 2000. 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.

Όπως προκύπτει από την ανάλυση των εθνικών λογαριασμών, η εγχώρια ζήτηση ήταν το κύριο στοιχείο που συνέβαλε στο μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ την περίοδο 2001-2005, ο οποίος διαμορφώθηκε στο 4,4%. Η συμβολή της εγχώριας ζήτησης ήταν 4,6 εκατοστιαίες μονάδες. Αντίθετα, ο εξωτερικός τομέας συνέβαλε αρνητικά (κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας – βλ. Πίνακα V.1 στη σελ. 154).

Η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών συνέβαλε κατά 2,8 εκατ. μονάδες στο μέσο ετή-

σιο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ την περίοδο 2001-2005. Η ιδιωτική κατανάλωση εξακολουθεί να αυξάνεται με υψηλό ρυθμό το 2006 και παραμένει το στοιχείο της ζήτησης με τη μεγαλύτερη συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ.

Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες εθνικολογιστικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, το πρώτο εξάμηνο του 2006 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης παρέμεινε στο 3,8% (όσο ακριβώς και την αντίστοιχη περίοδο του 2005). Εξάλλου, οι βραχυχρόνιοι δείκτες, καθώς και τα

Πίνακας IV.5

Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2004-2006)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2004	2005	2006 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου ¹	4,5	3,0	7,2 (Ιαν.-Ιούλ.)
Είδη διατροφής-ποτά-καπνός ²	7,1	5,6	10,1 (» »)
Ένδυση-υπόδηση	1,4	1,3	-2,7 (» »)
Έπιπλα-ηλεκτρ. είδη-οικιακός εξοπλισμός	3,9	0,6	13,0 (» »)
Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	4,7	-1,1	2,6 (» »)
Έσοδα από ΦΠΑ (σταθερές τιμές)	8,3	-0,8	10,6 (Ιαν.-Ιούλ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	2,8	-7,7	14,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	15,7	-3,0	0,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-4,9	4,1	5,8 (Ιαν.-Ιούλ.)
Φορολογικά έσοδα από πάγια τέλη κινητής τηλεφωνίας	13,0	10,8	12,5 (Ιαν.-Αύγ.)
Υπόλοιπο συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης της κατανάλωσης ³	37,9 (Δεκ.)	28,7 (Δεκ.)	24,3 (Αύγ.)

1 Αναθεωρημένος δείκτης όγκου στο λιανικό εμπόριο (με βάση το νέο δείγμα της ΕΣΥΕ του 2000).

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

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

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

αποτελέσματα ερευνών που παρέχουν ενδείξεις για την τρέχουσα και τη μελλοντική συμπεριφορά των καταναλωτών αλλά και των επιχειρήσεων λιανικού εμπορίου, διαμορφώνουν ακόμη πιο θετική εικόνα για το ρυθμό ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης (βλ. Διάγραμμα IV.15 και Πίνακες IV.5 και IV.6). Ο όγκος λιανικών πωλήσεων (κύκλος εργασιών στο λιανικό εμπόριο σε σταθερές τιμές – περιλαμβάνει μόνο τις πωλήσεις καταναλωτικών αγαθών, από τις οποίες εξαιρούνται οι πωλήσεις αυτοκινήτων και υγρών καυσίμων)²⁹ σημείωσε εντυπωσιακή άνοδο με μέσο ετήσιο ρυθμό 7,2% τους πρώτους επτά μήνες του 2006, έναντι αύξησης κατά 3,5% το αντίστοιχο διάστημα του 2005 και κατά 3% για ολόκληρο το 2005.³⁰ Εξάλλου, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του γενικού δείκτη απασχολούμενων ατόμων στο λιανικό εμπόριο, ο οποίος είχε επιβραδυνθεί στο 0,5% το α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους, επιταχύνθηκε στο 2,5% το β' τρίμηνο (έναντι μέσης ετήσιας αύξησης 2,2% το 2005).

Η επέκταση της καταναλωτικής πίστης συμβάλλει σημαντικά στην άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης³¹ και δεν έχει ακόμη επηρεαστεί αισθητά από τη μικρή αύξηση των επιτοκίων των καταναλωτικών δανείων στη διάρκεια των πρώτων οκτώ μηνών του έτους (βλ. Κεφάλαιο III.2.2). Συγκεκριμένα, το υπόλοιπο των κατα-

²⁹ Όπως προκύπτει από στατιστική διερεύνηση, ο όγκος των λιανικών πωλήσεων έχει ικανοποιητική συσχέτιση με την ιδιωτική κατανάλωση αγαθών (σε εθνολογιστική βάση).

³⁰ Μικρότερη σημασία έχουν ορισμένοι άλλοι δείκτες. Ο αριθμός των αυτοκινήτων Ι.Χ. που τέθηκαν για πρώτη φορά σε κυκλοφορία δεν μεταβλήθηκε (σε ετήσια βάση) την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006, έναντι μείωσης κατά 1,4% την αντίστοιχη περίοδο του 2005 και κατά 3% σε ολόκληρο το 2005. Ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών (που καταρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή) υποδηλώνει κάποια ενίσχυση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών από τον Ιούνιο και μετά. Επίσης, σύμφωνα με την έρευνα του ΙΟΒΕ, ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο παρουσίασε αύξηση κατά 14,3% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2006, έναντι μείωσης κατά 10,1% το αντίστοιχο διάστημα του 2005.

³¹ Σύμφωνα με ορισμένους απλουστευμένους και κατά προσέγγιση υπολογισμούς, το 56% της αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2005 στηρίχθηκε στην πιστωτική επέκταση. Το αντίστοιχο ποσοστό για το β' τρίμηνο του τρέχοντος έτους είναι 53%.

Πίνακας IV.6

Δείκτης κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο (2006)

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

Κατηγορίες	Ιανουάριος-Ιούλιος
1. Μεγάλα κατ/τα τροφίμων	15,1
2. Πολυκαταστήματα	20,1
3. Τρόφιμα-ποτά-καπνός	2,1
4. Φαρμακευτικά-καλλυντικά	4,3
5. Ένδυση-υπόδηση	-0,8
6. Έπιπλα-ηλεκτρ. είδη-οικ. εξοπλισμός	13,0
7. Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	4,5
8. Πωλήσεις εκτός καταστημάτων	1,8
Γενικός δείκτης κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο	9,3

Πηγή: ΕΣΥΕ. Αναθεωρημένος δείκτης κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο (με βάση το νέο δείγμα της ΕΣΥΕ του 2000).

ναλωτικών δανείων εξακολουθεί να αυξάνεται με υψηλό ετήσιο ρυθμό (24,3% τον Αύγουστο, έναντι 28,7% το Δεκέμβριο του 2005³²). Παράλληλα, το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας εκτιμάται ότι θα αυξηθεί το 2006 με ρυθμό υψηλότερο από ό,τι το 2005, αλλά κατώτερο του ρυθμού ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης, με αποτέλεσμα το ποσοστό αποταμίευσης να σημειώσει και νέα πτώση. Η αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος αντανάκλα, μεταξύ άλλων, την ταχύτερη από ό,τι το 2005 άνοδο των μέσων προ φορολογίας αποδοχών των μισθωτών και τη συνεχιζόμενη αύξηση της απασχόλησης (βλ. Τμήματα 1 και 3 του παρόντος κεφαλαίου). Επίσης, ο πολύ χαμηλός ρυθμός ανόδου των εισπράξεων από την άμεση φορολογία τόσο των φυσικών όσο και των νομικών προσώπων ασκεί ενισχυτική επίδραση στο διαθέσιμο ονομαστικό εισόδημα του ιδιωτικού τομέα συνολικά.³³

Η διατήρηση του υψηλού ρυθμού ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2006, παρά τη σχε-

τικά συγκρατημένη αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος του ιδιωτικού τομέα, κατά κύριο λόγο συνδέεται με το γεγονός ότι παραμένουν θετικές οι προσδοκίες των καταναλωτών για τα μελλοντικά τους εισοδήματα. Συγκεκριμένα, η ένταξη της χώρας στο σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον της ζώνης του ευρώ και η —λόγω αυτής— μεγάλη μείωση των επιτοκίων (η οποία συνεχίστηκε και κατά την περίοδο που ακολούθησε, με αποτέλεσμα να διαμορφωθούν τα πραγματικά επιτόκια σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα), σε συνδυασμό με την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, ενίσχυσαν τις προσδοκίες των νοικοκυριών για τη μελλοντική ροή των εισοδημάτων τους και τελικά ενθάρρυναν την προσφυγή σε δανεισμό. Έτσι, κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών, η καταναλωτική συμπεριφορά στην Ελλάδα άρχισε να μεταβάλλεται σταδιακά: εξαρτάται σε μικρότερο βαθμό από το ευμετάβλητο τρέχον διαθέσιμο εισόδημα και σε μεγαλύτερο βαθμό από τον πλούτο των νοικοκυριών (βλ. Πίνακα IV.7 για τη συνεχιζόμενη αύξηση των τιμών των κατοικιών) και από το δανεισμό. Η ευχέρεια πρόσβασης στην καταναλωτική πίστη για ολοένα μεγαλύτερο αριθμό νοικοκυριών επέτρεψε τη διεύρυνση του χρονικού ορίζοντα των καταναλωτικών αποφάσεων, με συνέπεια η κατανάλωση να επηρεάζεται λιγότερο από τις βραχυχρόνιου και κυκλικού χαρακτήρα διακυμάνσεις του τρέχοντος διαθέσιμου εισοδήματος

³² Βλ. Κεφάλαιο III.2.1.

³³ Βλ. Τμήμα 4 του παρόντος κεφαλαίου. Αν και στο εξάμηνο Ιανουαρίου-Ιουνίου οι εισπράξεις από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων αυξήθηκαν κατά 10,6% (δηλαδή περισσότερο από ό,τι το προ φορολογίας εισόδημα σε τρέχουσες τιμές, υποδηλώνοντας, μεταξύ άλλων, αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης των μισθωτών), τα έσοδα από τις άλλες κατηγορίες άμεσων φόρων (φορολογία εισοδήματος νομικών προσώπων και κληρονομιών-δωρεών-γονικών παροχών, περαίωση εκκρεμών φορολογικών υποθέσεων) μειώθηκαν, με αποτέλεσμα τα συνολικά έσοδα από άμεσους φόρους να αυξηθούν μόνο κατά 1%, υποδηλώνοντας ότι για τον ιδιωτικό τομέα συνολικά η φορολογική επιβάρυνση μειώθηκε και το διαθέσιμο εισόδημα αυξήθηκε περισσότερο από ό,τι το προ φορολογίας εισόδημα.

Πίνακας IV.7

Δείκτης τιμών κατοικιών

Περίοδος	Αστικές περιοχές-σύνολο			Αθήνα			Λοιπές αστικές περιοχές		
	Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή		Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή		Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή	
		Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντίστοιχης περιόδου προηγούμενου έτους		Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντίστοιχης περιόδου προηγούμενου έτους		Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντίστοιχης περιόδου προηγούμενου έτους
	1997=100			1997=100			1993 IV=100		
1994	76,1	...	...	73,4	9,5	9,5	106,0	...	...
1995	82,6	8,5	8,5	80,1	9,2	9,2	114,3	7,8	7,8
1996	91,2	10,5	10,5	88,9	11,0	11,0	125,7	10,0	10,0
1997	100,0	9,7	9,7	100,0	12,5	12,5	134,7	7,1	7,1
1998	114,4	14,4	14,4	115,5	15,5	15,5	152,6	13,3	13,3
1999	124,5	8,9	8,9	129,6	12,2	12,2	161,5	5,8	5,8
2000	137,7	10,6	10,6	149,1	15,1	15,1	171,3	6,1	6,1
2001	157,5	14,4	14,4	175,4	17,6	17,6	190,2	11,0	11,0
2002	179,3	13,9	13,9	203,8	16,2	16,2	211,7	11,3	11,3
2003	189,0	5,4	5,4	211,9	4,0	4,0	226,8	7,1	7,1
2004	193,4	2,3	2,3	212,4	0,3	0,3	237,4	4,7	4,7
2005	...	...	...	...	...	...	269,3	13,4	13,4
2000 I	132,1	2,5	9,7	141,6	4,1	14,3	166,1	0,8	5,2
II	135,7	2,8	9,8	146,5	3,5	14,4	169,6	2,1	5,3
III	138,8	2,2	10,8	150,4	2,7	15,3	172,6	1,8	6,4
IV	144,2	3,9	11,9	158,0	5,0	16,2	177,1	2,6	7,5
2001 I	150,5	4,4	14,0	165,7	4,9	17,0	184,0	3,9	10,8
II	156,1	3,7	15,0	174,2	5,1	18,9	188,0	2,2	10,8
III	159,5	2,2	15,0	178,7	2,6	18,8	191,3	1,8	10,9
IV	164,0	2,8	13,7	183,0	2,4	15,8	197,5	3,2	11,5
2002 I	171,5	4,6	14,0	193,6	5,8	16,8	204,0	3,3	10,8
II	180,3	5,1	15,5	208,0	7,4	19,4	208,9	2,4	11,2
III	180,7	0,2	13,3	205,4	-1,3	14,9	213,3	2,1	11,5
IV	184,9	2,3	12,7	208,2	1,4	13,8	220,5	3,4	11,6
2003 I	188,6	2,0	10,0	214,6	3,1	10,8	222,5	0,9	9,1
II	187,5	-0,6	4,0	210,6	-1,8	1,3	224,4	0,8	7,4
III	189,0	0,8	4,6	210,6	0,0	2,6	228,1	1,7	7,0
IV	190,9	1,0	3,3	211,5	0,4	1,6	232,1	1,7	5,3
2004 I	190,6	-0,2	1,0	209,7	-0,9	-2,3	233,6	0,6	5,0
II	191,6	0,5	2,2	209,4	-0,2	-0,6	236,5	1,2	5,4
III	193,3	0,9	2,3	211,1	0,8	0,2	238,8	1,0	4,7
IV	198,0	2,4	3,7	219,4	3,9	3,7	240,9	0,9	3,8
2005 I	205,2	3,6	7,7	223,7	2,0	6,6	254,1	5,5	8,8
II	211,6	3,1	10,5	228,9	2,3	9,3	264,1	3,9	11,7
III	...	...	...	...	...	...	274,5	4,0	15,0
IV	...	...	...	...	...	...	284,5	3,6	18,1
2006 I	...	...	...	...	...	...	292,3	2,7	15,0
II	...	...	...	...	...	...	298,0	1,9	12,8
2004 Δεκ.	...	...	...	221,2	1,0	4,0	...	...	...
2005 Ιαν.	...	...	...	223,6	1,1	5,1	...	...	...
Φεβρ.	...	...	...	223,5	-0,1	7,9	...	...	...
Μάρτ.	...	...	...	224,0	0,2	6,9	...	...	...
Απρ.	...	...	...	226,4	1,1	8,8	...	...	...
Μάιος ..	...	...	...	229,1	1,2	8,3	...	...	...
Ιούν.	...	...	...	231,3	1,0	10,9	...	...	...

Σημείωση: Ο δείκτης των λοιπών αστικών περιοχών για τα πρόσφατα έτη έχει αναθεωρηθεί επειδή οι συντελεστές στάθμισης για τις επιμέρους περιοχές προσαρμόστηκαν λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα της απογραφής πληθυσμού του 2001.

Πηγές: Για τις λοιπές αστικές περιοχές: Τράπεζα της Ελλάδος (τριμηνιαία στοιχεία). Για την Αθήνα: επεξεργασία στοιχείων των εταιριών "Δανός και Συνεργάτες" (1993-97) και "Property ΕΠΕ" (μηνιαία στοιχεία 1997-05). Για το σύνολο των αστικών περιοχών: σταθμισμένος δείκτης με βάση το απόθεμα των κατοικιών στην Αθήνα και τις λοιπές αστικές περιοχές.

ή από εξωγενείς διαταραχές και να εμφανίζει τα τελευταία έτη σχετικά σταθερό ρυθμό ανόδου, ο οποίος με τη σειρά του συμβάλλει στη σχετική σταθερότητα του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ (δεδομένης της μεγάλης συμμετοχής της ιδιωτικής κατανάλωσης στο συνολικό ΑΕΠ).

Στην άνοδο της κατανάλωσης συνέβαλε βεβαίως και η σταδιακή βελτίωση του κατά κεφαλή εισοδήματος, η οποία στήριξε την καταναλωτική ζήτηση για αγαθά και υπηρεσίες που χαρακτηρίζουν πιο ανεπτυγμένες κοινωνίες, όπως η αναψυχή, η εκπαίδευση, οι τηλεπικοινωνίες και η υγεία.³⁴ Η κατανάλωση υπηρεσιών καλύφθηκε από εγχώριους παραγωγικούς τομείς, γεγονός που συνέβαλε στην ενίσχυση τόσο της συμμετοχής τους στη συνολική προστιθέμενη αξία όσο και της απασχόλησης σε αυτούς. Επιπλέον, πρέπει να τονιστεί ότι στη διαμόρφωση και διατήρηση του υψηλού ρυθμού ιδιωτικής κατανάλωσης τα τελευταία χρόνια συνέβαλε σημαντικά και η σταθερή αύξηση του πληθυσμού, κυρίως λόγω της μεγάλης εισροής οικονομικών μεταναστών, δηλαδή ατόμων με σχετικά χαμηλό εισόδημα τα οποία κατ' αρχήν έχουν υψηλή ροπή προς κατανάλωση.³⁵ Η επίδραση των οικονομικών μεταναστών στην κατανάλωση εκτιμάται ότι υπερκέρασε την επίδραση από τη χειροτέρευση της ηλικιακής διάρθρωσης του "γηγενούς" πληθυσμού.

Το πρώτο εξάμηνο του 2006 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της δημόσιας κατανάλωσης σε σταθερές τιμές ήταν 2,4%, έναντι 3,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2005.³⁶ Ωστόσο, τα δημοσιονομικά στοιχεία για τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006³⁷ δεν προοικονιάζουν αισθητό περιορισμό του ρυθμού αύξησης της δημόσιας κατανάλωσης το 2006 (ήταν 3,1% το 2005).

Ο υψηλός ρυθμός ανόδου της ελληνικής οικονομίας, αλλά και τα έργα που συνδέονταν με την

προετοιμασία για τους Ολυμπιακούς Αγώνες συνέτειναν ώστε ο ρυθμός αύξησης των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου να διατηρηθεί σε υψηλά επίπεδα την περίοδο 2001-2004 (κατά μέσον όρο 7,9% σε σταθερές τιμές), ενισχύοντας το μεσοπρόθεσμο δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης. Έτσι, η συμμετοχή των επενδύσεων στο ΑΕΠ υπερέβη το 25% το 2004, ποσοστό ιδιαίτερα υψηλό συγκρινόμενο τόσο με την ελληνική ιστορική εμπειρία, όσο και με τους αντίστοιχους ευρωπαϊκούς μέσους όρους. Το 2005 οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου υποχώρησαν κατά 1,4%, κυρίως λόγω της δραστηκής περικοπής των δημόσιων επενδύσεων στο πλαίσιο του προγράμματος δημοσιονομικής εξυγίανσης που ακολουθεί η κυβέρνηση, αλλά και της ολοκλήρωσης των έργων για τους Ολυμπιακούς Αγώνες. Σε ολόκληρη την περίοδο 2001-2005, οι επενδύσεις συνέβαλαν κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα στο μέσο ετήσιο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ (κατά 1,2 εκατοστιαία μονάδα οι επιχειρηματικές επενδύσεις, κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας οι επενδύσεις σε κατοικίες και κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας οι δημόσιες επενδύσεις – βλ. Πίνακα V.1 στη σελ. 154).

Για το 2006 οι προοπτικές είναι ευνοϊκές και, σύμφωνα με όλες τις υπάρχουσες ενδείξεις και

³⁴ Η εκατοστιαία συμμετοχή των κατηγοριών αυτών στο καταναλωτικό πρότυπο του μέσου νοικοκυριού έμεινε ουσιαστικά σταθερή μεταξύ 1999 και 2004, όπως προκύπτει από τις Έρευνες Οικογενειακών Προϋπολογισμών της ΕΣΥΕ (βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Απρίλιος 2006, σελ. 127-129).

³⁵ Βεβαίως, οι μετανάστες των οποίων οι οικογένειες παραμένουν στη χώρα προέλευσης ενδέχεται να έχουν υψηλό ποσοστό αποταμίευσης και να αποστέλλουν εμβάσματα στη χώρα τους. Εναλλακτικά ή συμπληρωματικά όμως, ενδέχεται να προβαίνουν σε σημαντικές αγορές, κυρίως διαρκών καταναλωτικών αγαθών, τα οποία επίσης αποστέλλουν στη χώρα τους: στην περίπτωση αυτή καταγράφεται αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης.

³⁶ Κατά την περίοδο 2001-2005 η δημόσια κατανάλωση συνέβαλε κατά 0,3 της εκατ. μονάδας στο μέσο ετήσιο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ.

³⁷ Βλ. και Τμήμα 4 του παρόντος κεφαλαίου.

Πίνακας IV.8

Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2004-2006)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)¹

	2004	2005	2006 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-0,5	-5,1	3,4 (Ιαν.-Ιουλ.)
Επενδυτική δαπάνη (σε τρέχουσες τιμές) των ιδιωτικών βιομηχανικών επιχειρήσεων ²	-20,9 ³	-11,7 ⁴	8,5 ⁴
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	(78,6)	(71,7)	76,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
Υπόλοιπο δανείων διάρκειας μεγαλύτερης του έτους προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα ⁵	18,9 (Δεκ.)	18,0 (Δεκ.)	14,7 (Αύγ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	11,7	-21,0	10,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Όγκος νέων οικοδομών βάσει αδειών	-3,4	35,2	6,0 (Ιαν.-Ιουλ.)
Παραγωγή τσιμέντου	-2,3	2,4	6,3 (Ιαν.-Ιουλ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	-28,9	-22,9	46,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Υπόλοιπο συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης του οικισμού ⁶	27,3 (Δεκ.)	33,5 (Δεκ.)	31,5 (Αύγ.)

1 Με εξαίρεση το βαθμό χρησιμοποίησης.

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

3 Εκτίμηση έρευνας Μαρτίου-Απριλίου 2005.

4 Εκτίμηση ή πρόβλεψη έρευνας Μαρτίου-Απριλίου 2006.

5 Διορθωμένο κατά το ποσό των δανείων που διαγράφηκαν.

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

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

τη διαθέσιμη πληροφόρηση (βλ. Πίνακα IV.8), αναμένεται αισθητή ανάκαμψη των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, αφενός λόγω της επιτάχυνσης του ρυθμού ανόδου των επιχειρηματικών επενδύσεων και αφετέρου λόγω της ανάκαμψης των επενδύσεων σε κατοικίες και των δημόσιων επενδύσεων. Ειδικότερα, σύμφωνα με τις τελευταίες διαθέσιμες εθνολογιστικές εκτιμήσεις, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των συνολικών ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου επιταχύνθηκε στο 10,2% το πρώτο εξάμηνο του 2006, ενώ ήταν αρνητικός (-2,4%) την αντίστοιχη περίοδο του 2005.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις, που είχαν αυξηθεί μόνο κατά 1,5% το 2005, εκτιμάται

ότι θα αυξηθούν περίπου κατά 5% εφέτος. Πρέπει σχετικά να ληφθεί υπόψη ότι η χρηματοοικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων είναι γενικά καλή και το επίπεδο κερδοφορίας ορισμένων δυναμικών επιχειρήσεων κρίνεται ικανοποιητικό.³⁸ Επίσης, οι χρηματοδοτικές συνθήκες είναι ευνοϊκές, καθώς τα βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια παραμένουν σε εξαιρετικώς χαμηλά επίπεδα: αν και η νομισματική πολιτική αναμένεται να γίνει περισσότερο περιοριστική στη διάρκεια του τρέχοντος έτους, εκτιμάται ότι η άμεση επίπτωση στις επενδυτικές πρωτο-

38 Βλ. Κεφάλαιο III.3.2.

βουλίες θα είναι οριακή. Εξάλλου, σύμφωνα με τις έρευνες συγκυρίας του IOBE, οι δείκτες επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία, τις κατασκευές, το λιανικό εμπόριο και τις υπηρεσίες το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2006 διαμορφώνονται σε πολύ υψηλότερα επίπεδα από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2005.³⁹ Ακόμη, σύμφωνα με την πλέον πρόσφατη έρευνα επενδύσεων του IOBE (πρώτο εξάμηνο του 2006), οι απαντήσεις των επιχειρήσεων της βιομηχανίας είναι σχετικά αισιόδοξες (αλλά πρέπει να αντιμετωπίζονται με επιφύλαξη, καθώς συνήθως αναθεωρούνται αισθητά από εξάμηνο σε εξάμηνο⁴⁰). Έτσι, για το σύνολο της βιομηχανίας οι επιχειρήσεις προβλέπουν, για το τρέχον έτος, αύξηση της τρέχουσας δαπάνης για επενδύσεις κατά 14,8%, έναντι εκτιμώμενης μείωσης κατά 9,6% το 2005. Οι ιδιωτικές βιομηχανικές επιχειρήσεις προβλέπουν άνοδο της τρέχουσας επενδυτικής δαπάνης κατά 8,5%, έναντι εκτιμώμενης μείωσης κατά 11,7% το 2005.⁴¹

Θετικά εκτιμάται ότι είναι δυνατό να επηρεάσουν την επενδυτική δραστηριότητα και οι διαφαινόμενες ευνοϊκές προοπτικές για την εξέλιξη της ζήτησης, εγχώριας και διεθνούς, για τα προϊόντα ορισμένων παραγωγικών κλάδων, παρά την υποχώρηση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές. Σύμφωνα με νέους δείκτες που καταρτίζει η ΕΣΥΕ, οι νέες παραγγελίες στη βιομηχανία αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 14,3% τους πρώτους επτά μήνες του 2006, έναντι κάμψης κατά 4,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2005 και κατά 1,3% ολόκληρο το προηγούμενο έτος. Ειδικότερα, τη μεγαλύτερη άνοδο (κατά 19,6%) σημείωσαν οι νέες παραγγελίες βιομηχανικών προϊόντων από την εξωτερική αγορά (επτάμηνο 2005: +6,6%, μέση αύξηση 2005: 8,3%), όπως εξάλλου επιβεβαιώνει και η εξέλιξη των εξα-

γωγών αγαθών (βλ. Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου), ενώ ανάκαμψη παρουσίασαν την ίδια περίοδο και οι νέες παραγγελίες βιομηχανικών προϊόντων από την εγχώρια αγορά, που αυξήθηκαν κατά 11,8% (επτάμηνο 2005: -10,2%, μέση μεταβολή 2005: -6,0%). Εξάλλου, γενικά επιδρούν θετικά στην επενδυτική δραστηριότητα οι ρυθμίσεις του αναπτυξιακού νόμου (3299/2004) και του νόμου-πλαισίου για τις συμπράξεις δημόσιου-ιδιωτικού τομέα (3389/2005),⁴² καθώς και η προσπάθεια απλούστευσης των γραφειοκρατικών διαδικασιών.

Από την άλλη πλευρά, στη συνολική αξιολόγηση της επιχειρηματικής επενδυτικής δραστηριότητας το 2006 θα πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη και το φαινόμενο, περιορισμένης έκτασης προς το παρόν, της μετεγκατάστασης ορισμένων επιχειρήσεων σε γειτονικές χώρες όπου είναι χαμηλότερο το εργατικό κόστος και ευνοϊκότερη η φορολογική μεταχείριση. Επιπλέον, πρέπει να συνεκτιμηθεί και το εξαιρετικά χαμηλό επίπεδο

³⁹ Όμως, όπως προκύπτει από στατιστική διερεύνηση, οι δείκτες αυτοί έχουν μικρή συσχέτιση με τις επενδύσεις (σε εθνολογιστική βάση).

⁴⁰ Οι προβλέψεις αυτής της έρευνας, καθώς ανιχνεύουν προθέσεις και όχι υλοποιήσεις επενδύσεων, δεν επαληθεύονται πάντοτε και σε κάθε περίπτωση πρέπει να αξιολογούνται προσεκτικά.

⁴¹ Ένα χρόνο ωρίτερα, η έρευνα του πρώτου εξαμήνου του 2005 προέβλεπε μικρότερη μείωση της τρέχουσας επενδυτικής δαπάνης το 2005 (κατά 8,5% στο σύνολο της βιομηχανίας και κατά 8,4% στις ιδιωτικές βιομηχανικές επιχειρήσεις).

⁴² Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα στοιχεία του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, έως τις 22 Σεπτεμβρίου 2006 είχαν υπαχθεί στις διατάξεις του Ν. 3299/2004 1.590 επενδυτικά σχέδια, συνολικού προϋπολογισμού 2.498 εκατ. ευρώ: το ποσό αυτό ισοδυναμεί περίπου με το 9% των επιχειρηματικών επενδύσεων του έτους 2005 σε τρέχουσες τιμές. (Σημειώνεται ότι ο αριθμός των σχετικών αιτήσεων έχει φθάσει τις 2.812, με συνολική αξία προτεινόμενων επενδύσεων 6.274 εκατ. ευρώ.) Όσον αφορά τις συμπράξεις δημόσιου-ιδιωτικού τομέα, η αρμόδια Διυπουργική Επιτροπή έχει εγκρίνει (έως τις αρχές Σεπτεμβρίου) προτάσεις για έργα συνολικού προϋπολογισμού 772 εκατ. ευρώ: το ποσό αυτό ισοδυναμεί περίπου με το 12% των επενδύσεων της γενικής κυβέρνησης το 2005 σε τρέχουσες τιμές. Το σύνολο των εγκρίσεων αυτών (3.095 εκατ. ευρώ) αντιστοιχεί στο 7,2% των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου του 2005 σε τρέχουσες τιμές.

των ξένων άμεσων επενδύσεων στην Ελλάδα (παρά την αξιόλογη αύξησή τους πρώτους επτά μήνες του 2006), το οποίο αποτελεί χρόνιο πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας (βλ. Πλαίσιο IV.1). Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι, όσον αφορά τις επενδύσεις των δημόσιων επιχειρήσεων (που επίσης περιλαμβάνονται στις επιχειρηματικές επενδύσεις), η υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων (από τις επιχειρήσεις για τις οποίες υπάρχει διαθέσιμη πληροφόρηση) δεν ήταν ιδιαίτερα ικανοποιητική τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006 (αν και το ύψος των επενδυτικών σχεδίων υπερβαίνει ελαφρά τις πραγματοποιήσεις του 2005).

Οι δημόσιες επενδύσεις αναμένεται να ανακάμψουν το 2006 με ρυθμό που θα υπερβαίνει το 5%, μετά τη δραστική περικοπή τους κατά 13,6% σε σταθερές τιμές το 2005. Σύμφωνα με τα στοιχεία του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους, οι δαπάνες του Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων αυξήθηκαν κατά 11,5% τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006, έναντι ετήσιας προϋπολογισθείσας αύξησης κατά 11,7%.⁴³ Η άνοδος αυτή όμως οφείλεται εν μέρει στις χαμηλές δαπάνες της αντίστοιχης περιόδου του 2005.

Οι επενδύσεις σε κατοικίες, οι οποίες είχαν μειωθεί ελαφρά το 2004 και το 2005, εκτιμάται ότι θα αυξηθούν εφέτος με ρυθμό της τάξεως του 5%. Σημαντική ένδειξη αποτελεί το γεγονός ότι ο όγκος της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας με βάση τις άδειες σημείωσε εντυπωσιακή άνοδο στο τέλος του 2005. Ο μέσος ρυθμός ανόδου για το 2005 διαμορφώθηκε στο 35,2%, έναντι μείωσης κατά 3,4% το 2004. Αυτή η άνοδος του όγκου βάσει των αδειών μπορεί να αποδοθεί στην προαναγγελθείσα αναπροσαρμογή των αντικειμενικών αξιών των ακινήτων, καθώς και στην επιβολή του ΦΠΑ στις νέοδομες οικοδομές από 1.1.2006. Τους πρώτους

επτά μήνες του 2006 ο ρυθμός ανόδου του όγκου των νέων οικοδομών με βάση τις άδειες, που αποτελεί προπορευόμενο δείκτη της οικοδομικής δραστηριότητας, διατηρήθηκε σε υψηλό επίπεδο (6,0%, έναντι αύξησης μόνο κατά 2,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2005 – βλ. Διάγραμμα IV.16). Βεβαίως, η τελική διαμόρφωση των επενδύσεων σε κατοικίες θα εξαρτηθεί από τη χρονική υστέρηση μεταξύ της έκδοσης της άδειας και της υλοποίησης του έργου, καθώς και από άλλους παράγοντες. Συγκεκριμένα, το γεγονός ότι ο ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων διατηρήθηκε σε πολύ υψηλό επίπεδο (πάνω από 30%) σε όλη τη διάρκεια του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2006 (31,5% τον Αύγουστο, έναντι 33,5% το Δεκέμβριο του 2005)⁴⁴ κατ' αρχήν ευνοεί την επενδυτική δραστηριότητα (αν και κατά ένα σημαντικό μέρος τα στεγαστικά δάνεια χρηματοδοτούν την αγορά ήδη κατασκευασμένων – παλαιών ή νέων – κατοικιών). Από την άλλη πλευρά, δυσμενή επίδραση εκτιμάται ότι είναι δυνατό να ασκήσει η μεγάλη άνοδος των τιμών των υλικών κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών.⁴⁵

Με εξαίρεση το 2001 και το 2005, η συμβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου στην άνοδο του ΑΕΠ ήταν αρνητική σε όλη την περίοδο 2001-2005 (βλ. Πίνακα V.1 στη σελ. 154). Η θετική συμβολή του πραγματικού ισοζυγίου τα έτη 2001 και 2005 οφειλόταν μάλιστα

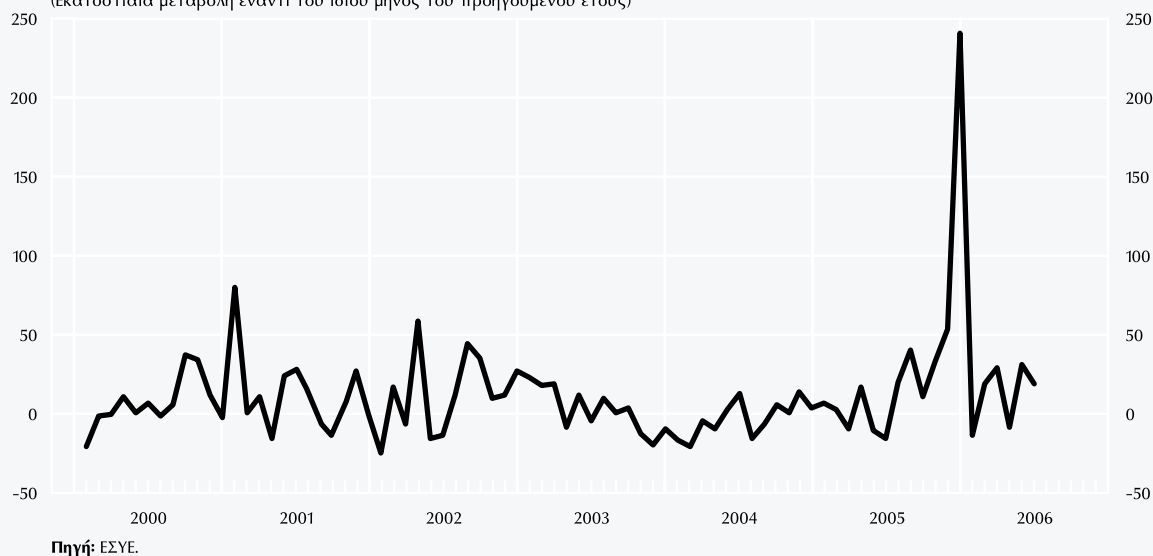
⁴³ Σύμφωνα με τα αντίστοιχα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, οι εκταμιεύσεις του ΠΔΕ αυξήθηκαν με ρυθμό 10,3% σε τρέχουσες τιμές τους πρώτους εννέα μήνες του 2006, ενώ την αντίστοιχη περίοδο του 2005 είχαν μειωθεί κατά 31,6%.

⁴⁴ Βλ. Κεφάλαιο III.2.1.

⁴⁵ Ο σχετικός γενικός δείκτης που καταρτίζει η ΕΣΥΕ αυξήθηκε κατά 5,8% μεταξύ Αυγούστου του 2005 και Αυγούστου του 2006, αλλά για ορισμένα υλικά η αύξηση των τιμών ήταν μεγαλύτερη (ηλεκτρολογικά υλικά: 14,2%, υλικά ύδρευσης-θέρμανσης: 11,8%, μεταλλικά υλικά βασικής επεξεργασίας: 6,7%, τεχνητά πετρώδη υλικά: 9,8%, προϊόντα μαρμάρου: 8,4%). Εν μέρει οι αυξήσεις αυτές ενσωματώνουν και έμμεσες επιδράσεις της ανόδου της τιμής του πετρελαίου.

Διάγραμμα IV.16

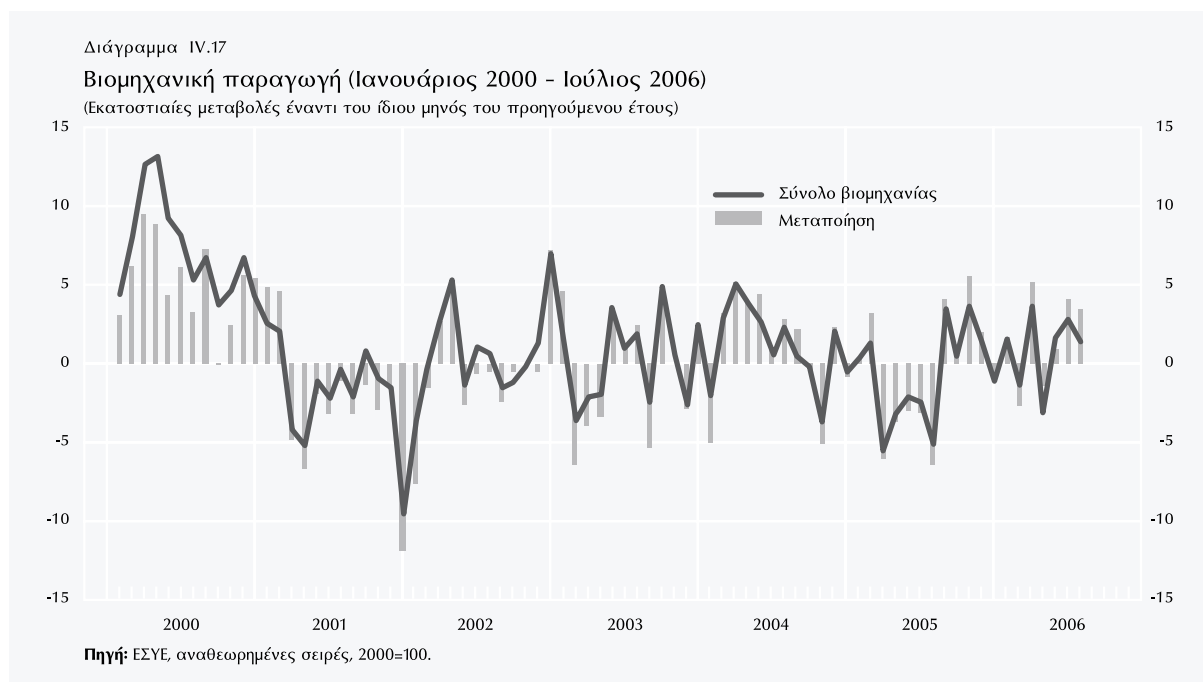
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών με βάση τις άδειες (Ιανουάριος 2000 - Ιούνιος 2006)
(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



στην απόλυτη μείωση των εισαγωγών τα έτη αυτά και όχι σε σημαντική άνοδο των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Σημειώνεται επίσης ότι η μεγάλη αύξηση των εξαγωγών υπηρεσιών το 2004 κατά 21,8%, που συνέβαλε σημαντικά στην άνοδο του ΑΕΠ, οφειλόταν κυρίως στην επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των μεταφορικών εισπράξεων λόγω της μεγάλης αύξησης του διεθνούς εμπορίου και των ναύλων.

Ο ρυθμός ανόδου των εξαγωγών αγαθών σε εθνολογιστική βάση επιταχύνθηκε σημαντικά το 2005 και ξεπέρασε την αντίστοιχη αύξηση της διεθνούς ζήτησης. Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα στοιχεία της ΕΣΥΕ αλλά και της Τράπεζας της Ελλάδος (επταμήνου), οι εξαγωγές αγαθών εξακολουθούν να έχουν καλή πορεία και το 2006 (βλ. Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου). Εξάλλου, οι εξαγωγές υπηρεσιών παρέμειναν στάσιμες το 2005 (σε εθνολογιστική βάση) μετά από την κατακόρυφη άνοδο που σημείωσαν το 2004 (21,8%). Για το 2006 οι υπάρχουσες ενδείξεις από τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος δεν υπο-

δηλώνουν αξιόλογη αύξηση των εξαγωγών υπηρεσιών, καθώς η άνοδος των εισπράξεων από τον τουρισμό φαίνεται να αντισταθμίζεται από τη μικρή μείωση ή στασιμότητα των εισπράξεων από μεταφορικές και “λοιπές” υπηρεσίες (βλ. Τμήμα 5 του παρόντος κεφαλαίου). Σύμφωνα με τις εθνολογιστικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, το πρώτο εξάμηνο του 2006 οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών σημείωσαν περιορισμένη άνοδο 2,2%. Συνολικά, η αύξηση του όγκου των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών σε εθνολογιστική βάση δεν αναμένεται να υπερβεί το 5% για ολόκληρο το 2006. Οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, μετά τη μείωσή τους το 2005 κατά 1,2%, προβλέπεται ότι θα ανακάμψουν και θα καταγράψουν ρυθμό αύξησης υψηλότερο από το ρυθμό ανόδου της εγχώριας ζήτησης. Σύμφωνα με τις εθνολογιστικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, το πρώτο εξάμηνο του 2006 το σύνολο των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών σε σταθερές τιμές αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 6,4% (έναντι μείωσης κατά 1,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2005).



Από την πλευρά της προσφοράς, ο τριτογενής τομέας (υπηρεσίες) στηρίζει την άνοδο της ελληνικής οικονομίας τα τελευταία χρόνια και σταδιακά αυξάνει το μερίδιό του στη συνολική προστιθέμενη αξία. Την περίοδο 2001-2005 ο τομέας των υπηρεσιών σημείωσε περαιτέρω διεύρυνση (από 70,6% της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας το 2001, έφθασε το 2005 το 74%), με αντίστοιχη μείωση των μεριδίων του τομέα της γεωργίας (από 7,1% που ήταν το 2001 στο 5,2% το 2005), αλλά και του δευτερογενούς τομέα (από 22,3% το 2001 στο 20,8% το 2005). Η αύξηση του προϊόντος των υπηρεσιών συνέβαλε καθοριστικά (κατά 3,4 εκατοστιαίες μονάδες) στην κατά 4% μέση ετήσια άνοδο της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας σε σταθερές τιμές την περίοδο 2001-2005. Κλάδοι όπως αυτοί των τηλεπικοινωνιών, των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, της διαχείρισης ακίνητης περιουσίας και του εμπορίου παρουσίασαν σημαντική και αυξανόμενη δραστηριότητα στην περίοδο 2001-2005: η αύξηση συνεχίζεται και κατά τους πρώτους μήνες του 2006.⁴⁶

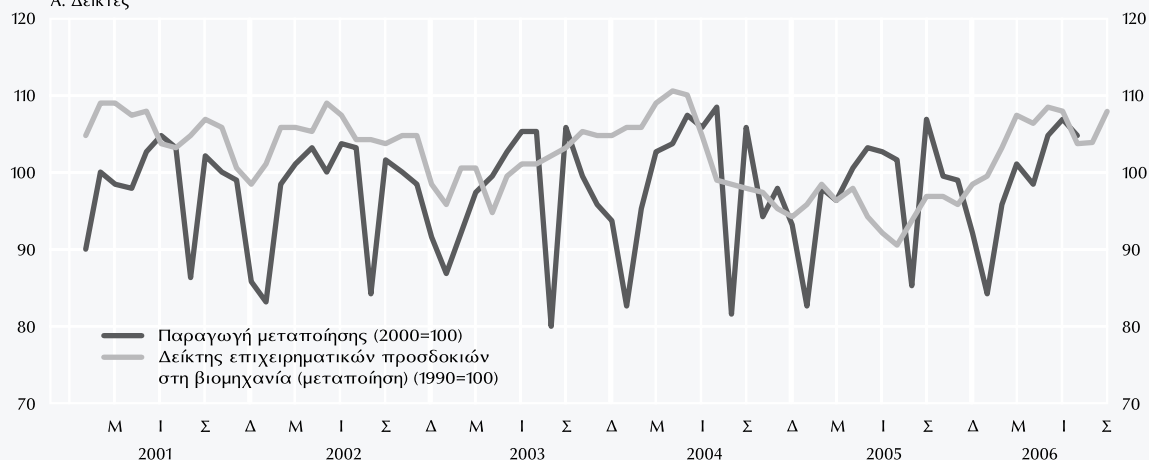
Η βιομηχανική και η μεταποιητική παραγωγή παρέμειναν υποτονικές σε όλη την περίοδο 2001-2005. Με βάση όμως τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία της ΕΣΥΕ, η συνολική βιομηχανική και μεταποιητική παραγωγή εμφάνισε σημεία ανάκαμψης το 2006. Στο επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006 (βλ. Διάγραμμα IV.17) ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου της βιομηχανικής παραγωγής ήταν 0,9% (μετά από μείωση κατά 0,9% για ολόκληρο το 2005) και της μεταποιητικής ήταν 1,6% (μετά από μείωση κατά 0,8% το 2005). Ειδικότερα, άνοδο σημείωσε η παραγωγή των ενεργειακών, ενδιάμεσων και κεφαλαιακών αγαθών, ενώ μειώθηκε η παραγωγή των καταναλωτικών αγαθών (διαρκών και μη). Αξίζει να σημειωθεί

⁴⁶ Στον τραπεζικό κλάδο, με βάση τα αποτελέσματα των λογιστικών καταστάσεων του πρώτου εξαμήνου του 2006 τα κέρδη αυξήθηκαν σημαντικά έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2005, μετά τη μεγάλη αύξηση και του 2005 (βλ. Κεφάλαιο III.3.2). Στις τηλεπικοινωνίες αύξηση κατά 5,5% σημείωσε ο κύκλος εργασιών του ομίλου του ΟΤΕ κατά το πρώτο εξάμηνο του 2006 και κατά 2,6% ο κύκλος εργασιών της μητρικής εταιρίας το ίδιο διάστημα. Επίσης τα έσοδα του Δημοσίου από τέλη κινητής τηλεφωνίας αυξήθηκαν κατά 12,7% την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006. Οι εξελίξεις στο λιανικό εμπόριο ήδη αναφέρθηκαν πιο πάνω.

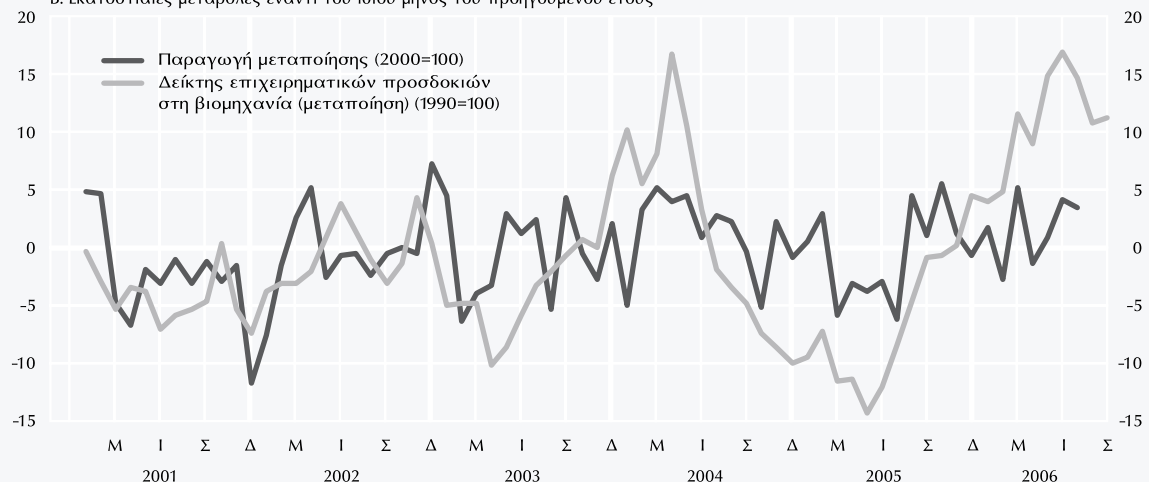
Διάγραμμα IV.18

Παραγωγή και επιχειρηματικές προσδοκίες στη μεταποίηση (Ιανουάριος 2001 - Σεπτέμβριος 2006)

Α. Δείκτες



Β. Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους

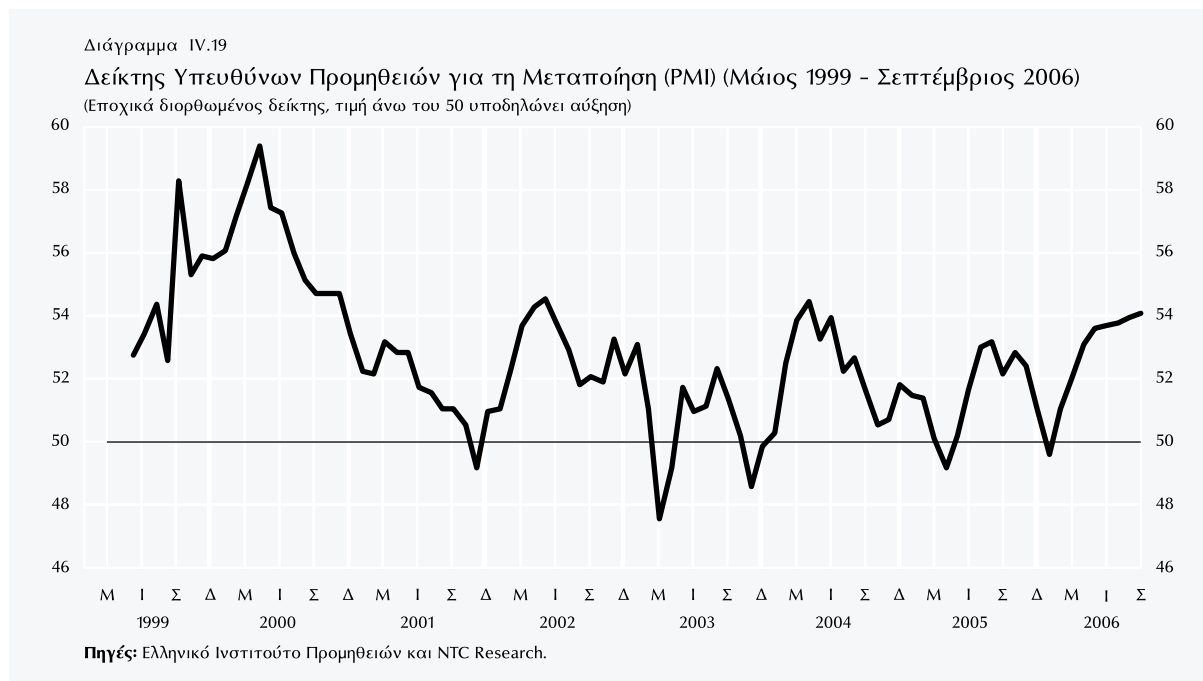


Πηγές: ΕΣΥΕ (για την παραγωγή) και IOBE (για τις προσδοκίες). Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών υπολογίζεται με βάση τις εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για τη συνολική ζήτηση και το ύψος των αποθεμάτων, καθώς και τις προβλέψεις για την παραγωγή στους επόμενους 3-4 μήνες.

ότι, σύμφωνα με ένα νέο δείκτη της ΕΣΥΕ, σημαντική άνοδο (17,5%) σημείωσε κατά τους πρώτους επτά μήνες του 2006 ο κύκλος εργασιών της ελληνικής βιομηχανίας σε τρέχουσες τιμές: μάλιστα η αύξηση του κύκλου εργασιών στην εξωτερική αγορά ήταν πολύ μεγαλύτερη από ό,τι στην εγχώρια αγορά (29,7% έναντι 14,0%). Τέλος, χρήσιμες ενδείξεις για τη δραστηριότητα της βιομηχανίας παρέχουν οι σχετικές έρευνες του IOBE και του Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών.⁴⁷ Σύμφωνα με την έρευνα συγκυρίας του IOBE (βλ. Διάγραμμα IV.18), ο δείκτης επιχειρη-

ματικών προσδοκιών στη βιομηχανία εμφανίζει μέση ετήσια αύξηση 10,8% κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006, υποδηλώνοντας ευνοϊκότερη εξέλιξη της μεταποιητικής παραγωγής, η οποία έχει αρχίσει από το δεύτερο εξάμηνο του 2005 και αντανακλά τη σημαντική βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος στο διάστημα αυτό. Η βελτίωση του κλίματος αποτυ-

⁴⁷ Όπως προκύπτει από στατιστική διερεύνηση, οι δείκτες των ερευνών αυτών έχουν ικανοποιητική συσχέτιση με το δείκτη βιομηχανικής παραγωγής.



πώνεται και στην αύξηση των “μηνών εξασφαλισμένης παραγωγής” (σε 4,9 το Σεπτέμβριο του 2006, από 4,5 κατά μέσον όρο το 2005), καθώς επίσης και στη σταθερή αύξηση του βαθμού χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού για το σύνολο της βιομηχανίας από τον Ιανουάριο του τρέχοντος έτους. Ανάλογη εικόνα για την πορεία της μεταποίησης προκύπτει και από το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI – βλ. Διάγραμμα IV.19), ο οποίος από το Φεβρουάριο του 2006 έως και το Σεπτέμβριο του 2006 κινήθηκε σταθερά σε επίπεδα που σαφώς υπερβαίνουν το όριο (τιμή του δείκτη=50) που υποδηλώνει επέκταση της μεταποιητικής δραστηριότητας. Το Σεπτέμβριο ο δείκτης PMI κατέγραψε την υψηλότερη τιμή (54,2) της διετίας, γεγονός που αποδίδεται κυρίως στην εντονότερη αύξηση της παραγωγής και των νέων παραγγελιών. Όπως ήδη αναφέρθηκε, ο προπορευόμενος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας του ΟΟΣΑ βρίσκεται σε συνέπεια με τους άλλους δείκτες και προοιωνίζεται ανάκαμψη της βιομηχανικής δραστηριότητας, σύμφωνα με τις τιμές που κατέγραψε στο διάστημα Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006.

3. Απασχόληση και ανεργία: εξελίξεις και προοπτικές

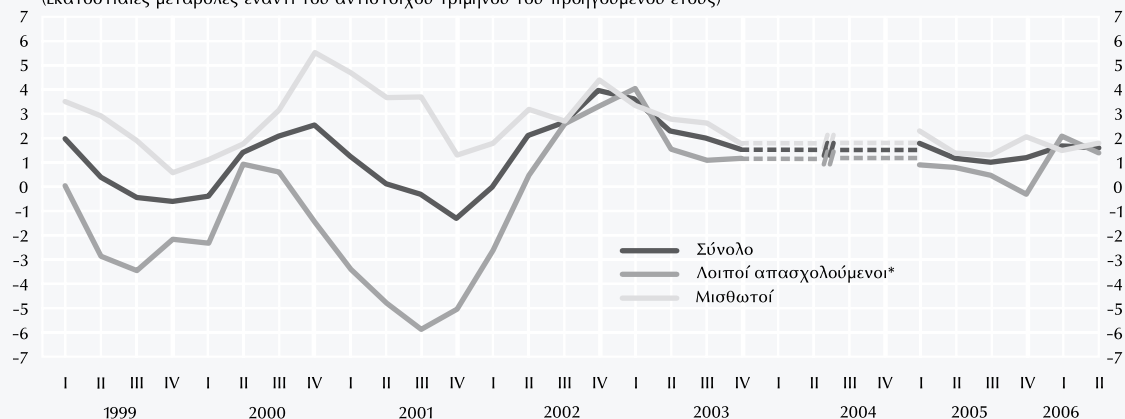
Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας κατά το τρέχον έτος εκτιμάται ότι συνοδεύθηκε από αύξηση της απασχόλησης και μείωση του αριθμού των ανέργων έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2005.⁴⁸ Τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) για το πρώτο εξάμηνο του 2006 δείχνουν ότι ο συνολικός αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 1,7% (βλ. Διάγραμμα IV.20). Οι μέσες εβδομαδιαίες ώρες απασχόλησης στη μη αγροτική οικονομία μειώθηκαν οριακά κατά 0,4% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2005, κυρίως λόγω της μείωσης των ωρών εργασίας στις κατασκευές και παρά την αύξηση των μέσων εβδομαδιαίων ωρών στα ξενοδοχεία και εστιατόρια,

⁴⁸ Η εκτίμηση αυτή στηρίζεται σε στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) και στην έρευνα της ΕΣΥΕ σε επιχειρήσεις λιανικού εμπορίου για το πρώτο εξάμηνο του 2006, καθώς και στα στοιχεία του ΟΑΕΔ (Ιαν.-Αύγ. 2006) και σε μικρής κλίμακας έρευνες συγκυρίας, τις οποίες διεξάγουν το ΙΟΒΕ και το Ινστιτούτο Υπευθύνων Προμηθειών σε επιχειρήσεις (Ιαν.-Σεπτ. 2006).

Διάγραμμα IV.20

Απασχόληση (1999 - 2006)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



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

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

στις μεταφορές και επικοινωνίες και στη διαχείριση ακίνητης περιουσίας. Ταυτόχρονα, καταγράφεται και σημαντική άνοδος των μερικά απασχολούμενων ως ποσοστού του συνόλου των απασχολούμενων (από 4,8% το πρώτο εξάμηνο του 2005 σε 5,8% το πρώτο εξάμηνο του 2006), καθώς σημαντικό μερίδιο (18%) των νέων θέσεων εργασίας που δημιουργήθηκαν ήταν θέσεις μερικής απασχόλησης.⁴⁹

Η αύξηση της απασχόλησης προήλθε μόνο από τον κλάδο των υπηρεσιών. Με βάση στοιχεία της ΕΕΔ, το πρώτο εξάμηνο του 2006 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2005 ήταν σημαντική η άνοδος της απασχόλησης (7%) στον κλάδο των μεταφορών και επικοινωνιών.⁵⁰ Στο ίδιο διάστημα ενισχύθηκε η απασχόληση και στο χρηματοπιστωτικό τομέα, όπως φαίνεται τόσο από στοιχεία της ΕΕΔ (για το χρηματοπιστωτικό τομέα συνολικά) όσο και από τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις των τραπεζών. Όσον αφορά το λιανικό εμπόριο, τα στοιχεία της ειδικής έρευνας της ΕΣΥΕ δείχνουν ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της απασχόλησης, αν και το πρώτο

τρίμηνο ήταν χαμηλός (0,5%), το πρώτο εξάμηνο του 2006 διαμορφώθηκε κατά μέσον όρο στο 1,5%.⁵¹ Επίσης αύξηση με ετήσιο ρυθμό 6,3% εμφανίζει το πρώτο εξάμηνο και ο συνολικός αριθμός των απασχολούμενων στους κλάδους: δημόσια διοίκηση-άμυνα-υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση, εκπαίδευση, υγεία-κοινωνική μέριμνα.

Οι διαθέσιμες ενδείξεις για τις μεταβολές της απασχόλησης στη μεταποίηση είναι αντιφατικές και κατά συνέπεια είναι δύσκολο να συναχθεί ασφαλές συμπέρασμα. Τα στοιχεία της ΕΕΔ δείχνουν μείωση του αριθμού των απασχολούμενων (-2,8%) στον κλάδο⁵² το πρώτο τρίμηνο του 2006 έναντι του αντίστοιχου διαστή-

⁴⁹ Παρά την αύξηση αυτή το ποσοστό των μερικά απασχολούμενων μισθωτών στο σύνολο των μισθωτών εξακολουθεί να είναι πολύ χαμηλότερο στην Ελλάδα από ό,τι στην ΕΕ-15.

⁵⁰ Ο κλάδος αυτός καλύπτει περίπου το 6,5% της συνολικής απασχόλησης.

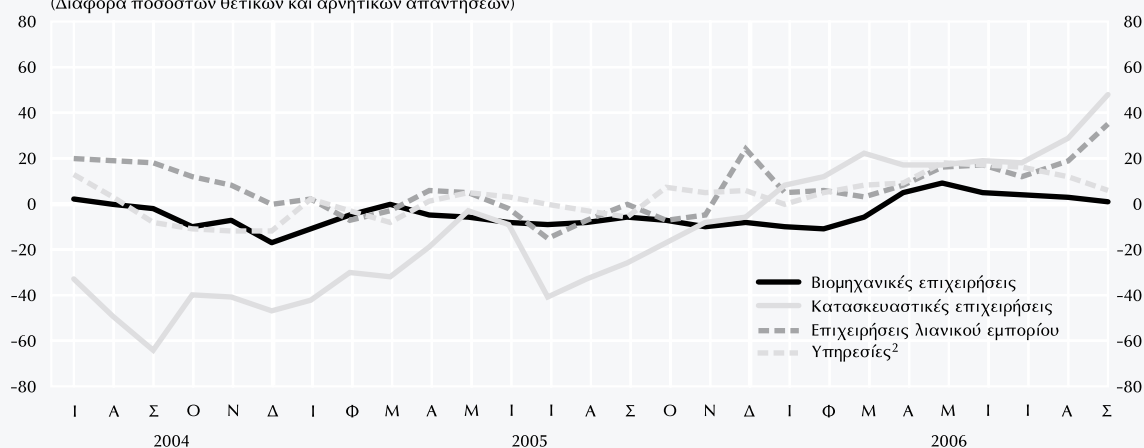
⁵¹ Τα στοιχεία αυτά, τα οποία συλλέγονται δειγματοληπτικά με βάση μητρώο επιχειρήσεων του 2000, ενδέχεται να υποεκτιμούν τη μεταβολή της απασχόλησης, εφόσον δεν περιλαμβάνουν τις νέες επιχειρήσεις.

⁵² Ο ετήσιος ρυθμός μείωσης της μισθωτής απασχόλησης στη μεταποίηση ήταν 5,5% το πρώτο τρίμηνο του 2006 και 1% το δεύτερο τρίμηνο του 2006.

Διάγραμμα IV.21

Προσδοκίες επιχειρήσεων¹ και καταναλωτών για την απασχόληση
(Ιούλιος 2004 - Σεπτέμβριος 2006)

(Διαφορά ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων)



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

2 Δεν περιλαμβάνονται οι τράπεζες και οι επιχειρήσεις λιανικού εμπορίου.

Πηγή: IOBE, Έρευνα Οικονομικής Συγκυρίας.

Πίνακας IV.9

Προσδοκίες των επιχειρήσεων για την απασχόληση

(Διαφορές σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων)

	Σεπτέμβριος 2006	Μέση τιμή (Ιαν. 1998-Σεπτ. 2006)	Μέγιστη τιμή (Ιαν. 1998-Σεπτ. 2006)	Ελάχιστη τιμή (Ιαν. 1998-Σεπτ. 2006)
Βιομηχανία	1	-2	14 (Μάιος 2002)	-17 (Δεκ. 2004)
Κατασκευές	48	20	60 (Μάρτ. 2000)	-64 (Σεπτ. 2004)
Υπηρεσίες	6	3	38 (α' τρ. 2000)	-37 (β' τρ. 2001)
Λιανικό εμπόριο	35	12	56 (Νοέμ. 1998)	-15 (Ιουλ. 2005)

Πηγή: Έρευνες Συγκυρίας IOBE.

ματος του 2005 και οριακή αύξηση (0,5%) στο δεύτερο τρίμηνο του 2006 έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του 2005. (Οι μέσες εβδομαδιαίες ώρες εργασίας αυξήθηκαν κατά 1,6% το πρώτο τρίμηνο και μειώθηκαν κατά 0,6% το δεύτερο.) Ωστόσο, τα στοιχεία του υποδείκτη απασχόλησης του Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) δείχνουν αύξηση της μισθωτής απασχόλησης σχεδόν σε όλη τη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006.

Στις κατασκευές η απασχόληση στο πρώτο εξάμηνο του 2006 ήταν, σύμφωνα με τα στοι-

χεία της ΕΕΔ, χαμηλότερη από ό,τι το πρώτο εξάμηνο του 2005.

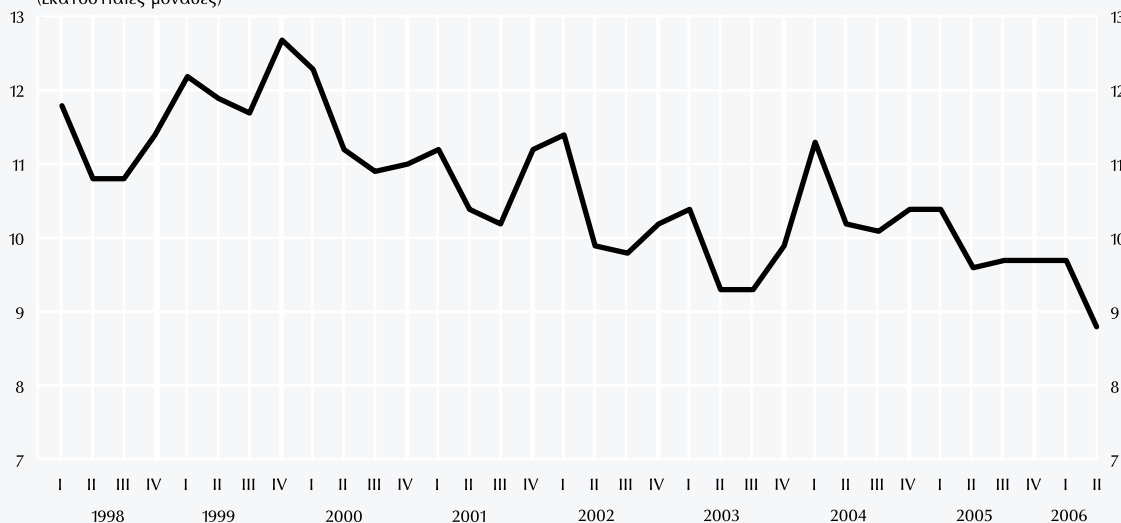
Τέλος, στον πρωτογενή τομέα ο αριθμός των απασχολούμενων μειώθηκε με ετήσιο ρυθμό 1,6% το πρώτο εξάμηνο του 2006.

Όσον αφορά τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές στην αγορά εργασίας, το Σεπτέμβριο οι προσδοκίες των επιχειρήσεων σε όλους τους κλάδους ήταν θετικές και σημαντικά βελτιωμένες σε σύγκριση με το Σεπτέμβριο του 2005 (βλ. Διάγραμμα IV.21 και Πίνακα IV.9).

Διάγραμμα IV.22

Ποσοστό συνολικής ανεργίας (1998 - 2006)

(Εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΣΥΕ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού. Νέα αναθεωρημένα στοιχεία 1998-2004, τα οποία δημοσιεύθηκαν τον Ιανουάριο του 2005.

Όπως προκύπτει από τα στοιχεία της ΕΕΔ για το πρώτο εξάμηνο του 2006 και από τα στοιχεία του ΟΑΕΔ για τον αριθμό των εγγεγραμμένων ανέργων κατά το διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006, ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε σημαντικά σε σύγκριση με το 2005. Σύμφωνα με τον ορισμό και τα στοιχεία της ΕΕΔ, ο αριθμός των ανέργων το πρώτο εξάμηνο ήταν περίπου 450 χιλιάδες, δηλαδή μικρότερος κατά περίπου 34 χιλιάδες έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2005. Το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε σε 8,8% το δεύτερο τρίμηνο του 2006 από 9,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2005 (το μέσο ποσοστό ανεργίας στο πρώτο εξάμηνο του 2006 υποχώρησε στο 9,2%, από 10,0% το αντίστοιχο εξάμηνο του 2005 – βλ. Διάγραμμα IV.22). Στη μεταβολή του αριθμού των ανέργων συμβάλλουν γενικά οι μεταβολές του αριθμού τόσο των απασχολούμενων όσο και των οικονομικά μη ενεργών ατόμων. Συγκεκριμένα, ορισμένα άτομα τα οποία προηγουμένως δεν ήταν οικονομικώς ενεργά αποφασίζουν να εισέλθουν στην αγορά εργασίας ως απασχολούμενοι ή προκει-

μένου να αναζητήσουν απασχόληση (στην περίπτωση αυτή καταγράφονται ως άνεργοι). Επίσης, άλλα άτομα αποσύρονται από την αγορά εργασίας είτε λόγω συνταξιοδότησης είτε λόγω απογοήτευσης (στην περίπτωση που δεν επέτυχαν να βρουν εργασία). Όπως φαίνεται από τα στοιχεία της ΕΕΔ, η μείωση του αριθμού των ανέργων το πρώτο εξάμηνο του 2006 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2005 συνοδεύθηκε από αξιολογητή αύξηση της απασχόλησης και οριακή αύξηση του αριθμού των οικονομικά μη ενεργών ατόμων (κατά 0,1% ή περίπου 6.000 άτομα).

Παρά τη μείωση του συνολικού ποσοστού ανεργίας, το ποσοστό των μακροχρόνια ανέργων εξακολουθεί να είναι ιδιαίτερα υψηλό (55,5% το πρώτο εξάμηνο του 2006, ενώ το 2005 ήταν κατά μέσον όρο 54,2% έναντι 41,6% στην ΕΕ-15). Σημειώνεται σχετικά ότι το Μάιο ψηφίστηκαν ειδικές ρυθμίσεις για τη στήριξη των απολυομένων από επιχειρήσεις του κλάδου της κλωστοϋφαντουργίας (Ν. 3460/2006, άρθρο 13), ενώ πρόσφατα ανακοινώθηκε η σταδιακή αύξηση (το 2007 και το

2008) του επιδόματος ανεργίας.⁵³ Σύμφωνα με μελέτες διεθνών οργανισμών, εισοδηματικά μέτρα για τη στήριξη των ανέργων πρέπει να εφαρμόζονται ταυτόχρονα με ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης.⁵⁴ Ειδικότερα, η αποτελεσματικότητα των μέτρων για την επανένταξη των ανέργων στην αγορά εργασίας εξαρτάται από τις προϋποθέσεις που τίθενται για τη συνέχιση της επιδότησης (ενεργός αναζήτηση εργασίας και συμμετοχή σε προγράμματα διά βίου εκπαίδευσης).

Οι πρόσφατες εξελίξεις στην αγορά εργασίας αποτελούν συνέχεια των μεσοπρόθεσμων τάσεων οι οποίες την τελευταία πενταετία οδήγησαν σε άνοδο της απασχόλησης και σε ελαφρά κάμψη του ποσοστού ανεργίας. Τα τελευταία χρόνια τόσο η συνολική μεταβολή της μισθωτής απασχόλησης όσο και οι κλαδικές εξελίξεις εμφανίζουν μεγαλύτερη συσχέτιση με τη μεταβολή της οικονομικής δραστηριότητας από ό,τι συνέβαινε στο διάστημα μεταξύ του 1995 και των αρχών του 2000, ενδεχομένως επειδή πλέον οι επιχειρήσεις θεωρούν ότι η αύξηση της ζήτησης έχει μονιμότερο χαρακτήρα. Επίσης, ιδιαίτερα μετά το 2003, η αύξηση της δραστηριότητας σε κλάδους των υπηρεσιών οι οποίοι είναι εντάσεως εργασίας συνέβαλε περισσότερο στην άνοδο του ΑΕΠ από ό,τι στο παρελθόν. Τέλος, η στενότερη αντιστοιχία μεταξύ της μεταβολής του ΑΕΠ και της απασχόλησης πιθανόν να εξηγείται και από το ότι, όπως προκύπτει από έρευνες του IOBE,⁵⁵ στα τέλη της δεκαετίας του 1990 η ανάγκη για αναδιάρθρωση και εξορθολογισμό της λειτουργίας των επιχειρήσεων ήταν ο κύριος λόγος για τον οποίο πολλές από αυτές προέβαιναν σε μείωση του προσωπικού τους.

Η άνοδος της απασχόλησης τα τελευταία χρόνια είχε ως συνέπεια την αύξηση του ποσοστού απασχόλησης⁵⁶ από 56,3% το πρώτο εξάμηνο του 2001 σε 60,7% το πρώτο εξάμηνο του 2006, ενώ το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε από

10,8% σε 9,2% στην ίδια χρονική περίοδο. Οι εξελίξεις αυτές είναι αναμφίβολα θετικές, αλλά τα σημερινά μεγέθη των ποσοστών απασχόλησης και ανεργίας απέχουν ακόμη σημαντικά από τα αντίστοιχα στην ΕΕ-15. Το 2005 το μέσο ποσοστό απασχόλησης ήταν 65,2% στην ΕΕ-15 έναντι 60,1% στην Ελλάδα, ενώ το ποσοστό ανεργίας ήταν 8,2% έναντι 9,9% στην Ελλάδα. Οι συγκρίσεις μάλιστα του ποσοστού ανεργίας κατά φύλο και ηλικιακή ομάδα αποτυπώνουν μια ακόμη δυσμενέστερη εικόνα για τις γυναίκες και τα νέα άτομα στην Ελλάδα. Η εμμονή των χαμηλών ποσοστών απασχόλησης και των υψηλών ποσοστών ανεργίας αποτελεί σαφή ένδειξη ότι το πρόβλημα είναι διαρθρωτικό και επομένως θα πρέπει να αντιμετωπιστεί με διαρθρωτικά μέτρα πολιτικής.

4. Δημοσιονομικές εξελίξεις

4.1 Οι δημοσιονομικές εξελίξεις του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου 2006 με βάση τα δημοσιονομικά στοιχεία

Η χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά την είσοδο της Ελλάδας στην ΟΝΕ είχε ως αποτέλεσμα την ενεργοποίηση της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος για την Ελλάδα το Μάιο του 2004 και τη λήψη σχετικής απόφασης από το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομικών (ECOFIN) στις 5 Ιουλίου του ίδιου έτους. Λόγω των μετέ-

⁵³ Βλ. Δελτίο τύπου του Υπουργείου Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, 13.9.2006. Επίσης, ανακοινώθηκε ότι θα ιδρυθεί Ταμείο Κοινωνικής Αλληλεγγύης για τη στήριξη όσων δυσκολεύονται να επανενταχθούν στην αγορά εργασίας (κυρίως ανέργων οι οποίοι προέρχονται από φθίνοντες κλάδους οικονομικής δραστηριότητας).

⁵⁴ OECD (2006), *Employment Outlook*, Παρίσι.

⁵⁵ Βλ. Πολίτης, Τ. (2000), "Έρευνα για την απασχόληση και την αγορά εργασίας 1999", *Οικονομικά Θέματα* αρ. 8α, και Τσακανίκας, Α. και Στάγγελ, Ε. (2005), "Έρευνα για την απασχόληση και την αγορά εργασίας 2004", *Οικονομικά Θέματα* αρ.15.

⁵⁶ Το ποσοστό απασχόλησης είναι ο λόγος του αριθμού των απασχολούμενων μεταξύ 15 και 64 ετών προς τον πληθυσμό αντίστοιχης ηλικίας.

πείτα αναθεωρήσεων του ελλείμματος,⁵⁷ στις 17 Φεβρουαρίου 2005 το Συμβούλιο Υπουργών έλαβε νέα απόφαση, σύμφωνα με την οποία η διαδικασία έφθασε στο στάδιο του άρθρου 104 παρ. 9 της Συνθήκης του Μάαστριχτ και ζητήθηκε από την Ελλάδα η λήψη πρόσθετων μέτρων. Ταυτόχρονα, παρατάθηκε έως το τέλος του 2006 η προθεσμία για τη μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης, σε εθνολογιστική βάση, κάτω του 3% του ΑΕΠ.

Έτσι, από το 2005 άλλαξε η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής και καταβάλλονται συνεχείς προσπάθειες για τον περιορισμό του ελλείμματος, με αποτέλεσμα το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης να περιοριστεί στο 4,5% του ΑΕΠ το 2005, έναντι 6,9% το 2004. (Επισημαίνεται ότι στο Προσχέδιο του Προϋπολογισμού του 2007 που κατατέθηκε στη Βουλή στις 2.10.2006 περιλαμβάνονται αναθεωρημένα στοιχεία για το έλλειμμα, το οποίο τελικά έφθασε στο 7,4% του ΑΕΠ το 2004 και στο 5,1% του ΑΕΠ το 2005. Τα σχετικά αναλυτικά στοιχεία δεν ήταν διαθέσιμα πριν ολοκληρωθεί η εκτύπωση της παρούσας έκθεσης.) Ο στόχος για το 2006 είναι το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης να μειωθεί στο 2,6% του ΑΕΠ και να τερματιστεί η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος.

Στο πλαίσιο αυτό, στο οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2006 το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ), σε δημοσιονομική βάση, μειώθηκε σε 3,0% του ΑΕΠ, έναντι 4,5% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2005. Υπενθυμίζεται ότι ο στόχος για το έλλειμμα του ΚΠ του τρέχοντος έτους είναι 4,4% του ΑΕΠ.⁵⁸ Σημαντική βελτίωση παρατηρείται επίσης στο πρωτογενές πλεόνασμα του ΚΠ, το οποίο αυξήθηκε από 0,3% του ΑΕΠ το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2005 σε 1,2% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του τρέχοντος έτους (βλ. Πίνακα IV.10). Η μείωση του ελλείμματος του ΚΠ εντοπίζεται κυρίως

στον τακτικό προϋπολογισμό (ΤΠ) — και οφείλεται στη σημαντική αύξηση των εσόδων και στη συγκράτηση των δαπανών για τόκους— και, σε μικρότερο βαθμό, στον προϋπολογισμό δημόσιων επενδύσεων (ΠΔΕ).

Σημαντική συμβολή στον περιορισμό του ελλείμματος του ΤΠ, το οποίο μειώθηκε στο οκτάμηνο σε 2,1% του ΑΕΠ, από 3,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2005, είχαν τα έσοδα,⁵⁹ που αυξήθηκαν με ρυθμό 8,8%,⁶⁰ έναντι πρόβλεψης του προϋπολογισμού για ετήσια αύξηση 8,9% (βλ. Πίνακα IV.10). Από τα διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία του πρώτου εξαμήνου του έτους προκύπτει ότι ο υψηλός ρυθμός ανόδου των εσόδων οφείλεται στους έμμεσους φόρους, οι οποίοι αυξήθηκαν κατά 12,2%, καθώς και στα μη φορολογικά έσοδα, τα οποία αυξήθηκαν κατά 52,8%.⁶¹ Αντίθετα, την ίδια περίοδο οι άμεσοι φόροι αυξήθηκαν κατά 1,0% μόνο, κυρίως λόγω της ανόδου των εισπράξεων από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων κατά 10,6%, ενώ τα έσοδα από σχεδόν όλες τις άλλες κατηγορίες άμεσων φόρων μειώθηκαν. Η κάμψη των εισπράξεων από άμεσους φόρους συνδέεται εν μέρει με την μείωση των συντελεστών της φορολογίας εισοδήματος νομικών προσώπων και της φορολογίας κληρονομιών, δωρεών και γονικών παροχών, καθώς και

57 Η Ελλάδα είχε προθεσμία έως τις 5 Νοεμβρίου 2004 να γνωστοποιήσει στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή συγκεκριμένα μέτρα για τη μείωση του υπερβολικού ελλείμματος κάτω από την τιμή αναφοράς (3,0% του ΑΕΠ) έως το τέλος του 2005. Λόγω της αναστολής του ελλείμματος, τα σχετικά μέτρα, αν και προς τη σωστή κατεύθυνση, κρίθηκαν από την Επιτροπή ανεπαρκή.

58 Ο στόχος αυτός για τον ΚΠ είναι συμβατός με το στόχο για έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση ίσο με 2,6% του ΑΕΠ.

59 Συμπεριλαμβάνονται έκτακτα μη φορολογικά έσοδα ύψους 482 εκατ. ευρώ, τα οποία προέρχονται από τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου (299,3 εκατ. ευρώ) και της Αγροτικής Τράπεζας (33 εκατ. ευρώ) και από την εκκαθάριση των εσόδων της Εθνικής Επιτροπής Τηλεπικοινωνιών και Ταχυδρομείων (ΕΕΤΤ), ύψους 149,7 εκατ. ευρώ.

60 Εάν δεν ληφθούν υπόψη τα έκτακτα έσοδα, ο ρυθμός αύξησης του οκταμήνου περιορίζεται σε 7,1%.

61 Στα μη φορολογικά έσοδα περιλαμβάνονται τα έκτακτα έσοδα που προαναφέρθηκαν.

Πίνακας IV.10

Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού

(Έκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος - Αύγουστος			Εκατοστιαίες μεταβολές			Ετήσια στοιχεία			Εκατοστιαίες μεταβολές		
	2004	2005	2006	2005/04	2006*/05	2006	2003	2004	2005	2006	2004/03	2005/04
I Έσοδα¹	29.189	29.970	33.490	2,7	11,7		41.704	44.949	47.525	52.240	7,8	5,7
1. Τακτικός προϋπολογισμός (εξων έκτακτα έσοδα)	27.538	28.685	31.200	4,2	8,8	482 ³	39.881	42.055	44.760	48.750	5,5	6,4
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	1.651	1.285	2.290	-22,2	78,2		1.823	2.894	2.765	3.490	58,7	-4,5
— Ίδια έσοδα	...	...	...	—	—		77	83	...	90	7,8	
— Έσοδα από ΕΕ	...	...	...	—	—		1.746	2.811	...	3.400	61,0	
II. Δαπάνες¹	38.046	38.089	39.284	0,1	3,1		51.551	57.810	58.800	60.790	12,1	1,7
1. Τακτικός προϋπολογισμός	32.558	34.589	35.381	6,2	2,3		43.116	48.288 ⁴	51.282 ⁵	52.390	12,0	6,2
— Τόκοι ²	7.483	8.711	8.122	16,4	-6,8		9.416	9.464	9.774	9.600	0,5	3,3
— Προσφυγικές δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού (εξων επιστροφές φόρων)	25.075	25.878	27.259	3,2	5,3		33.700	38.824 ⁴	41.508 ⁵	42.790	15,2	6,9
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	1.671	1.629	1.479	-2,5	-9,2		2.799	2.799	2.554	2.200		
5.488	3.500	3.903	36,2	11,5		8.435	9.522	7.518	8.400	12,9	-21,0	11,7
III. Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ)	-8.857	-8.119	-5.794				-9.847	-12.861	-11.275	-8.550		
III/ΑΕΠ (%)	-5,3	-4,5	-3,0				-6,3	-7,6	-6,2	-4,4		
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-5.020	-5.904	-4.181				-3.235	-6.233	-6.522	-3.640		
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	-3.837	-2.215	-1.613				-6.612	-6.628	-4.753	-4.910		
IV. Προσφυγικές πλεονασμα ΚΠ	-1.374	592	2.328				-431	-3.397	-1.501	1.050		
IV/ΑΕΠ(%)	-0,8	0,3	1,2				-0,3	-2,0	-0,8	0,5		
Χρεολύσια ²	14.301	18.530	16.202	29,6	-12,6		21.615	20.356	20.738	18.136	-5,8	1,9
Εξοπλιστικά προγράμματα Υπουργείου Εθνικής Άμυνας ²	459	566	647	23,3	14,3		987	1.792	1.400	1.500	81,6	-21,9
ΑΕΠ (τρέχουσες τιμές)	168.417	181.088	194.458				155.543	168.417	181.088	194.458	8,3	7,5
1 Για λόγους συγκρισιμότητας οι επιστροφές φόρων περιλαμβάνονται στις δαπάνες και δεν έχουν εκπέσει από τα έσοδα, πρακτική που ακολουθείται από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών τα τελευταία έτη. 2 Το έτος 2002 περιλαμβάνονται και οι τόκοι και τα χρεολύσια που εξυπηρετούνται από το Υπουργείο Εθνικής Άμυνας. Από το 2003 και μετά, οι τόκοι και τα χρεολύσια που εξυπηρετούνται από το Υπουργείο Εθνικής Άμυνας εμφορίζονται στην εκτός προϋπολογισμού αλλά υπό κρατική κατηγορία "Εξοπλιστικά προγράμματα Υπουργείου Εθνικής Άμυνας". 3 Περιλαμβάνονται ποσά 149,17 εκατ. ευρώ από εκκαθάριση εσόδων της ΕΕΤ, 299,3 εκατ. ευρώ (που δεν είχαν προβλεφθεί στον προϋπολογισμό του 2006) από τη μείωση κεφαλαίου του Τσχ. Ταμειοτηρίου και 33 εκατ. ευρώ από τη μείωση μετοχικού κεφαλαίου της ΑΤΕ. 4 Περιλαμβάνεται επιχορήγηση στο ΤΑΠ-ΟΤΕ ύψους 220 εκατ. ευρώ. 5 Περιλαμβάνεται επιχορήγηση στο ΤΑΠ-ΟΤΕ ύψους 330 εκατ. ευρώ, καθώς και εξόφληση οφειλής του Ελληνικού Δημοσίου προς την ΑΤΕ ύψους 345 εκατ. ευρώ. Οι δαπάνες αυτές δεν περιλαμβάνονται στις εκτιμήσεις του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών για το 2005, οι οποίες δημοσιεύθηκαν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2006. * Προσωρινά στοιχεία. Πηγή: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών.												

με την εξασθένηση της απόδοσης των ρυθμίσεων για την περαιώση εκκρεμών φορολογικών υποθέσεων και την είσπραξη των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο (Ν. 3259/2004).

Η αύξηση των εσόδων από τους έμμεσους φόρους (στο εξάμηνο) εντοπίζεται κυρίως στις εξής κατηγορίες:

(α) Στον ΦΠΑ (άνοδος 14,7%), λόγω: (1) της αύξησης των φορολογικών συντελεστών κατά μία εκατοστιαία μονάδα τον Απρίλιο του 2005, (2) της εντατικοποίησης των φορολογικών ελέγχων και (3) της υψηλής διεθνούς τιμής των καυσίμων (τα έσοδα από τον ΦΠΑ στα καύσιμα αυξήθηκαν στο εξάμηνο κατά 27,6%). Επισημαίνεται ότι την ίδια περίοδο τα έσοδα από τον ειδικό φόρο κατανάλωσης καυσίμων, ο οποίος επιβάλλεται ανά μονάδα προϊόντος (όγκου) και δεν επηρεάζεται από τις μεταβολές της τιμής, αυξήθηκαν μόνο κατά 4,6%. Έτσι, τα συνολικά έσοδα από τους δύο φόρους που επιβάλλονται στα καύσιμα (τον ΦΠΑ και τον ειδικό φόρο κατανάλωσης) αυξήθηκαν στο εξάμηνο κατά 12,6%.

(β) Στις εισπράξεις από το φόρο επί των χρηματιστηριακών συναλλαγών (αύξηση 64,4%), λόγω της ανόδου των τιμών και των συναλλαγών στο Χρηματιστήριο το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους.

(γ) Στα έσοδα από τα τέλη κυκλοφορίας (αύξηση 43,3%), λόγω της είσπραξης ορισμένων εσόδων τον Ιανουάριο του 2006, αντί το Δεκέμβριο του 2005 (το πεντάμηνο Φεβρουαρίου-Ιουνίου οι εισπράξεις από τα τέλη κυκλοφορίας αυξήθηκαν κατά 0,6% σε σχέση με τα αντίστοιχα έσοδα του 2005) και

(δ) Στις εισπράξεις από τη φορολογία μεταβίβασης ακινήτων (αύξηση 27,6%), λόγω της ανάκαμψης της αγοράς ακινήτων το δεύτερο τρίμηνο του έτους.

Στις άλλες κατηγορίες έμμεσων φόρων σημειώθηκαν είτε χαμηλοί ρυθμοί αύξησης είτε μείωση εσόδων.

Στο υπόλοιπο του 2006, ο ρυθμός αύξησης των εσόδων αναμένεται να επιβραδυνθεί λόγω της συμπλήρωσης έτους από τα φορολογικά μέτρα της 1ης Απριλίου 2005,⁶² καθώς και εξαιτίας της σημαντικής βελτίωσης των εσόδων μετά το Σεπτέμβριο του 2005 (“επίδραση της βάσης σύγκρισης”). Αντίθετα, θετική επίδραση στα έσοδα στο υπόλοιπο του έτους θα έχει η άνοδος από 1ης Ιουλίου του ειδικού φόρου κατανάλωσης καυσίμων⁶³ κατά 5,7%, καθώς και τα μέτρα της 27ης Ιουλίου 2006 (αύξηση του “ελάχιστου ειδικού φόρου κατανάλωσης” τσιγάρων και των τελών κινητής τηλεφωνίας).

Οι δαπάνες του ΤΠ (στις οποίες περιλαμβάνονται και οι επιστροφές φόρων) αυξήθηκαν στο οκτάμηνο κατά 2,3% έναντι των αντίστοιχων πληρωμών του 2005⁶⁴ και διαμορφώθηκαν σε 35.381 εκατ. ευρώ, έναντι 34.589 εκατ. ευρώ το 2005. Η συγκρατημένη αύξηση των δαπανών, η οποία είναι σχεδόν ίση με την πρόβλεψη του προϋπολογισμού, οφείλεται αποκλειστικά στη μείωση των πληρωμών για τόκους κατά 6,8%.

⁶² Οι φορολογικοί συντελεστές αυξήθηκαν ως γνωστόν την 1η Απριλίου, αλλά τα πρώτα αυξημένα έσοδα αποδόθηκαν από τις επιχειρήσεις στις ΔΟΥ από το Μάιο έως και τον Ιούλιο του 2005 (για όσες επιχειρήσεις αποδίδουν ΦΠΑ κάθε τρίμηνο).

⁶³ Η αναπροσαρμογή αυτή έγινε λόγω ανειλημμένης υποχρέωσης της Ελλάδας προς την Ευρωπαϊκή Ένωση για αύξηση των συντελεστών του ειδικού φόρου κατανάλωσης στα καύσιμα κατά 20% έως το 2009.

⁶⁴ Σημειώνεται ότι στις δαπάνες του 2005, σε δημοσιονομική βάση, περιλαμβάνεται επιχορήγηση στο ΤΑΠ-ΟΤΕ ύψους 330 εκατ. ευρώ, καθώς και εξόφληση οφειλής του Ελληνικού Δημοσίου προς την ΑΤΕ ύψους 345 εκατ. ευρώ. Οι δαπάνες αυτές δεν περιλαμβάνονται στις εκτιμήσεις του Υπουργείου Οικονομικών για το 2005, όπως αυτές δημοσιεύθηκαν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2006. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνονται επιχορηγήσεις ύψους 1,8 δισεκ. ευρώ περίπου οι οποίες δόθηκαν από τον ΤΠ στα νοσοκομεία, επειδή αφορούσαν εξόφληση παλαιών υποχρεώσεων τους προς τους προμηθευτές τους. Δεν περιλαμβάνονται επίσης πληρωμές ύψους 1,0 δισεκ. ευρώ περίπου που διατέθηκαν για την κεφαλαιακή ενίσχυση της Αγροτικής Τράπεζας.

Αντίθετα, την ίδια περίοδο, παρά τη μείωση των επιστροφών φόρων κατά 9,2%, οι πρωτογενείς δαπάνες αυξήθηκαν κατά 5,3%, έναντι πρόβλεψης στον προϋπολογισμό για αύξηση 3,1% (βλ. Πίνακα IV.10).

Σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία,⁶⁵ η άνοδος των πρωτογενών δαπανών οφείλεται κυρίως:

(α) στην αύξηση των δαπανών προσωπικού (εκτός δαπανών υγειονομικής περίθαλψης) κατά 5,7%, ιδίως λόγω των αυξημένων πληρωμών για συντάξεις του Δημοσίου (9,2%), ενώ οι πάσης φύσεως δαπάνες για αποδοχές αυξήθηκαν κατά 4,7%,

(β) στην άνοδο των δαπανών για αποδόσεις εσόδων τρίτων κατά 7,3% και

(γ) στην αύξηση των δαπανών για επιχορηγήσεις κατά 9,5%.

Αντίθετα, σχεδόν όλες οι άλλες κατηγορίες πρωτογενών δαπανών εμφάνισαν μείωση λόγω της προσπάθειας συγκράτησής τους.

Όσον αφορά τις δαπάνες για τόκους, αυτές μειώθηκαν στο οκτάμηνο κατά 6,8%, έναντι πρόβλεψης του προϋπολογισμού για περιορισμό, σε ετήσια βάση, κατά 1,8%. Επειδή οι πληρωμές αυτές δεν κατανέμονται ομοιόμορφα στη διάρκεια του έτους, εκτιμάται ότι η μείωση είναι προσωρινή και ότι οι δαπάνες για τόκους θα διαμορφωθούν στο τέλος του έτους κοντά στην πρόβλεψη του προϋπολογισμού. Σημειώνεται ότι οι δαπάνες για τόκους συνεχίζουν και εφέτος την ελαφρά πτωτική τους τάση, επειδή το μέσο επιτόκιο νέου δανεισμού του Δημοσίου (3,8%) παραμένει προς το παρόν χαμηλότερο από το μέσο επιτόκιο για το σύνολο του χρέους, το οποίο στο τέλος του 2005 ήταν 4,7% περίπου.

Το έλλειμμα του ΠΔΕ στο οκτάμηνο περιορίστηκε σε 1.613 εκατ. ευρώ ή 0,9% του ΑΕΠ, έναντι 2.215 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2005 και 3.837 εκατ. ευρώ το 2004 (βλ. Πίνακα IV.10). Στο υπόλοιπο του έτους αναμένεται διεύρυνση του ελλείμματος, δεδομένου ότι, σύμφωνα με τον προϋπολογισμό του 2006, το (ετήσιο) έλλειμμα του ΠΔΕ αναμένεται να διαμορφωθεί σε 4.910 εκατ. ευρώ ή 2,5% του ΑΕΠ.

Ο περιορισμός του ελλείμματος του ΠΔΕ στο οκτάμηνο οφείλεται κυρίως στις εισπράξεις από τα διάφορα ταμεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 78,2% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2005. Αντίθετα, οι δαπάνες του ΠΔΕ σημείωσαν αύξηση 11,5%, όσο περίπου και η πρόβλεψη του Προϋπολογισμού (αύξηση 11,7%).

4.2 Οι δημοσιονομικές εξελίξεις του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006 με βάση τα ταμειακά στοιχεία

Στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006 το ταμειακό έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης, το οποίο επηρεάζεται και από συναλλαγές που δεν περιλαμβάνονται στο έλλειμμα σε δημοσιονομική βάση, μειώθηκε σε 4,0% του ΑΕΠ, έναντι αντίστοιχου ελλείμματος 5,9% το 2005 (βλ. Πίνακα IV.11). Η βελτίωση αυτή οφείλεται κυρίως σε έκτακτους παράγοντες, ορισμένοι από τους οποίους επηρέασαν αυξητικά τις εισπράξεις του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2006, ενώ άλλοι είχαν επηρεάσει ανοδικά τις πληρωμές της αντίστοιχης περιόδου του 2005. Εάν γίνουν οι απαραίτητες

⁶⁵ Τα στοιχεία αυτά δημοσιεύονται μηνιαίως από το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (Δελτίο Εκτέλεσης Προϋπολογισμού), αλλά οι επιμέρους κατηγορίες δεν είναι απολύτως συγκρίσιμες με τις αντίστοιχες κατηγορίες του Προϋπολογισμού.

Πίνακας IV.11

Καθαρές δανειακές ανάγκες κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση^{1,2,3}

(Εκατ. ευρώ)

	Έτη		Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		
	2004	2005	2004	2005	2006*
Κεντρική κυβέρνηση	15.605	14.424	10.770	10.694	7.844
– Κρατικός προϋπολογισμός	15.377	14.793	11.922	12.107	9.255
(Τακτικός προϋπολογισμός) ⁴	8.841	10.033 ⁶	7.764	9.761	7.186 ⁷
(Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων)	6.536	4.760	4.158	2.346	2.069
– ΟΠΕΚΕΠΕ ⁵	228	–369	–1.152	–1.413	–1.411
Ποσοστά % του ΑΕΠ	9,3	8,0	6,4	5,9	4,0

1 Στον πίνακα αυτό δημοσιεύονται πλέον οι δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση. Οι δανειακές ανάγκες των δημόσιων οργανισμών υπολογίζονται εφεξής από την ΕΣΥΕ με βάση αναλυτικά στοιχεία που συλλέγονται απευθείας από τους οργανισμούς αυτούς, στο πλαίσιο ειδικής τριμηνιαίας έρευνας σχετικά με τη διαμόρφωση του οικονομικού τους αποτελέσματος (έσοδα-έξοδα) και τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση (δανεισμός, τοποθετήσεις σε τίτλους, καταθέσεις κ.λπ.)

2 Όπως προκύπτει από την κίνηση των σχετικών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος και τα πιστωτικά ιδρύματα.

3 Δεν περιλαμβάνεται εξόφληση οφειλών του Ελληνικού Δημοσίου προς το ΙΚΑ με έκδοση ομολόγων (Ν. 2972/2001, άρθρο 51). Το συνολικό ποσό των οφειλών ανερχόταν σε 3.927,9 εκατ. ευρώ και καταβλήθηκε σε τρεις δόσεις (2002: 1.467,4 εκατ. ευρώ, 2003: 1.549,5 εκατ. ευρώ και 2004: 911 εκατ. ευρώ).

4 Περιλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους.

5 Οργανισμός Πληρωμών και Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων. Αντικατέστησε τη ΔΙΔΑΓΕΠ από 3.9.01.

6 Περιλαμβάνονται επιχορήγηση στα νοσηλευτικά ιδρύματα ύψους 2.586 εκατ. ευρώ περίπου, δαπάνη για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της ΑΤΕ ύψους 1.055,2 εκατ. ευρώ, καθώς και εισπράξεις 1.090 εκατ. ευρώ από τη διάθεση του 16,4% των μετοχών του ΟΠΑΠ και 826 εκατ. ευρώ από τη διάθεση του 10% των μετοχών του ΟΤΕ.

7 Περιλαμβάνονται ποσά 149,7 εκατ. ευρώ από εκκαθάριση εσόδων της ΕΕΤΤ, 299,3 εκατ. ευρώ από τη μείωση του κεφαλαίου του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου, 33 εκατ. ευρώ από τη μείωση του κεφαλαίου της ΑΤΕ, 323 εκατ. ευρώ από την πώληση μετοχών της ΑΤΕ, 597,4 εκατ. ευρώ από την πώληση μετοχών του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου και 364,4 εκατ. ευρώ από την πώληση μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας.

* Προσωρινά στοιχεία και εκτιμήσεις.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας IV.12

Χρηματοοικονομικές και άλλες έκτακτες συναλλαγές του τακτικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση

(Εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Σεπτέμβριος	
	2005	2006
I. Εισπράξεις		
1. Από εκκαθάριση εσόδων ΕΕΤΤ	–	149,7
2. Από μείωση μετοχικού κεφαλαίου Ταχ. Ταμιευτηρίου	–	299,3
3. Από μείωση μετοχικού κεφαλαίου ΑΤΕ	–	33,0
4. Από αποκρτικοποιήσεις	1.916,0	1.321,2
II. Πληρωμές		
1. Χρεών νοσοκομείων	2.200,0	–
2. Κάλυψη υποχρεώσεων του Δημοσίου προς την ΑΤΕ	402,1	–
3. Κάλυψη υποχρεώσεων του Δημοσίου προς τον ΟΓΑ	–	422,9
4. Κεφαλαιακή ενίσχυση ΑΤΕ	1.028,5	–
III. Σύνολο (I-II)	–1.714,6	1.380,3
Ποσοστά % του ΑΕΠ	–0,9	0,7

Πηγές: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους και Τράπεζα της Ελλάδος.

προσαρμογές για να αποκατασταθεί η συγκρισιμότητα των δύο εννεαμήνων, τότε το έλλειμμα διαμορφώνεται σε 4,7% το 2006, έναντι 5,0% το 2005, και η μείωση του ελλείμματος περιορίζεται σε 0,3% του ΑΕΠ. Όλοι οι έκτακτοι παράγοντες που επηρέασαν το ταμειακό αποτέλεσμα των δύο εννεαμήνων παρουσιάζονται αναλυτικά στον Πίνακα IV.12.

Σημειώνεται ότι, με εξαίρεση τα έσοδα των 149,7 εκατ. ευρώ από την ΕΕΤΤ, το σύνολο των συναλλαγών που εμφανίζονται στον Πίνακα IV.12 αφορά είτε χρηματοοικονομικές συναλλαγές είτε συναλλαγές μεταξύ τομέων της γενικής κυβέρνησης. Οι συναλλαγές αυτές ως γνωστόν δεν επηρεάζουν το έλλειμμα του 2005 ή του 2006, όπως αυτό καταγράφεται σύμφωνα με τους ορισμούς και τις παραδοχές του Ευρωπαϊκού Συστήματος Εθνικών Λογαριασμών (ESA 1995), επηρεάζουν όμως το δημόσιο χρέος.

Τα ταμειακά έσοδα του ΤΠ του εννεαμήνου, συμπεριλαμβανομένων των έκτακτων εσόδων⁶⁶ ύψους 482,0 εκατ. ευρώ, αυξήθηκαν κατά 8,2%. Η άνοδος αυτή είναι ανάλογη με την αύξηση των εσόδων σε δημοσιονομική βάση (8,8%) και οφείλεται στους προαναφερθέντες λόγους που επηρέασαν ευνοϊκά και τα δημοσιονομικά έσοδα.

Όσον αφορά τις δαπάνες εννεαμήνου του ΤΠ σε ταμειακή βάση, αυτές μειώθηκαν κατά 1,5% έναντι των αντίστοιχων πληρωμών του 2005. Το 2005 όμως, οι δαπάνες σε ταμειακή βάση επιβαρύνθηκαν με έκτακτες πληρωμές⁶⁷ ύψους 2.602,1 εκατ. ευρώ, ενώ το 2006 με έκτακτες πληρωμές ύψους 422,9 εκατ. ευρώ μόνο (βλ. Πίνακα IV.12). Εάν δεν ληφθούν υπόψη αυτές οι έκτακτες πληρωμές, οι δαπάνες του εννεαμήνου είναι αυξημένες κατά 4,3% έναντι των αντίστοιχων πληρωμών του 2005.

5. Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών

5.1 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

5.1.1 Σύνοψη γενικών τάσεων

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών με βάση τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος διαμορφώθηκε κατά μέσον όρο στο 7,3% του ΑΕΠ την πενταετία 2001-2005.⁶⁸ Η διαμόρφωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε υψηλά επίπεδα οφείλεται:

- (α) Στην υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας ως προς τις τιμές, κυρίως επειδή το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξάνεται ταχύτερα από ό,τι στις ανταγωνίστριες χώρες, και μάλιστα σε μια περίοδο ραγδαίας αύξησης των εξαγωγών στις διεθνείς αγορές από ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες που χαρακτηρίζονται από χαμηλό κόστος παραγωγής. Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΠΣΣΙ) με βάση τις τιμές καταναλωτή (δηλαδή οι σχετικές τιμές καταναλωτή εκφρασμένες σε κοινό νόμισμα) αυξήθηκε σωρευτικά την τελευταία εξαετία (μεταξύ του 2000 και του 2006) κατά 14% περίπου, ενώ η ΠΣΣΙ με βάση το κόστος εργασίας (δηλαδή το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση εκφρασμένο σε κοινό νόμισμα)

⁶⁶ Βλ. υποσημείωση 59. Βεβαίως στα έκτακτα έσοδα του ΤΠ δεν περιλαμβάνονται οι εισπράξεις από αποκρατικοποιήσεις.

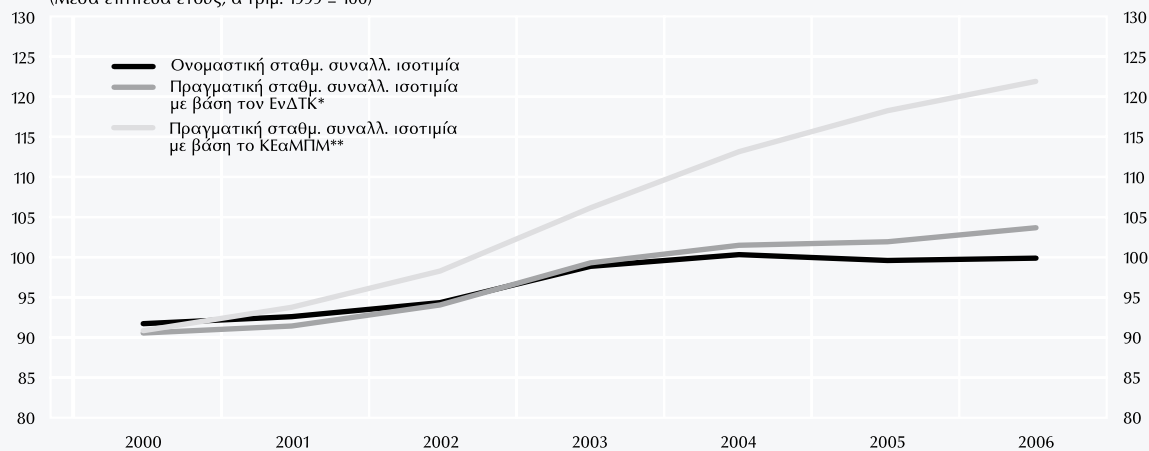
⁶⁷ Δεν συμπεριλαμβάνεται η κεφαλαιακή ενίσχυση της ΑΤΕ, η οποία δεν καταγράφεται στο λογαριασμό του ΤΠ αλλά σε άλλο λογαριασμό του Δημοσίου στην Τράπεζα της Ελλάδος.

⁶⁸ Το συνολικό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και του ισοζυγίου κεφαλαιακών μεταβιβάσεων – το οποίο αντιστοιχεί στον καθαρό δανεισμό της Ελλάδος από τις λοιπές χώρες – διαμορφώθηκε κατά μέσον όρο στο 6,1% του ΑΕΠ την ίδια πενταετία.

Διάγραμμα IV.23

Ελλάδα: αναθεωρημένοι δείκτες σταθμισμένων συναλλαγματικών ισοτιμιών (2000 - 2006)

(Μέσα επίπεδα έτους, α' τρίμ. 1999 = 100)



* Πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή (σύμφωνα με τον Εναρμονισμένο ΔΤΚ).

** Πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση (ΚΕαΜΠΜ).

Πηγή: Υπολογισμοί Τράπεζας της Ελλάδος. Για το 2006: προσωρινά στοιχεία και εκτιμήσεις.

Πίνακας IV.13

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

(Μέσα επίπεδα έτους)

	Ονομαστική ΣΣΙ		Πραγματική ΣΣΙ με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή		Πραγματική ΣΣΙ με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση	
	Δείκτης: α' τρ. 1999=100	Εκατοστιαία μεταβολή	Δείκτης: α' τρ. 1999=100	Εκατοστιαία μεταβολή	Δείκτης: α' τρ. 1999=100	Εκατοστιαία μεταβολή
2001	92,6	1,0	91,4	1,0	93,7	3,2
2002	94,3	1,9	94,0	2,9	98,2	4,7
2003	98,8	4,7	99,3	5,6	106,1	8,0
2004	100,3	1,5	101,4	2,1	113,1	6,6
2005	99,6	-0,7	101,8	0,4	118,2	4,5
2006 ²	99,7	0,1	103,4	1,6	121,9	3,2
Σωρευτική εκατοστιαία μεταβολή εξαετίας 2001-2006		8,8		14,3		34,3

1 Οι αναθεωρημένοι δείκτες βασίζονται στη διάθρωση του εμπορίου της Ελλάδος σε προϊόντα της μεταποίησης (κατηγορίες ΣΙΤΚ 5-8) με τους 27 κυριότερους εμπορικούς εταίρους της τα έτη 1999-2001.

2 Προσωρινά στοιχεία και εκτιμήσεις.

Πηγές: Συναλλαγματικές ισοτιμίες: ΕΚΤ, ισοτιμίες αναφοράς του ευρώ.

ΔΤΚ: Εναρμονισμένος ΔΤΚ όπου υπάρχει, ΕΚΤ.

Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση: Για την Ελλάδα: εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος και για τις άλλες χώρες: ΕΚΤ.

αυξήθηκε σωρευτικά κατά 34% (βλ. Πίνακα IV.13 και Διάγραμμα IV.23).

(β) Στο χαμηλό επίπεδο της διαθρωτικής ανταγωνιστικότητας, κυρίως λόγω των διαθρωτι-

κών αδυναμιών της οικονομίας, οι οποίες αντανακλώνται και στη σύνθεση του εξωτερικού εμπορίου αγαθών. Είναι βεβαίως γεγονός ότι κατά την περίοδο μετά το 2000 οι ελληνικές εξαγωγές προς τις αγορές των αναδυόμενων οικονομιών αναπτύσσονται με σχετικά ταχύ ρυθμό. Επίσης, το μερίδιο των εξαγωγών προϊόντων μέσης και υψηλής τεχνολογίας στο σύνολο των εξαγωγών έχει αυξηθεί αισθητά, αλλά παραμένει σχετικά χαμηλό,⁶⁹ καθώς η οικονομία δεν έχει ακόμη αναπτύξει επαρκώς την παραγωγή προϊόντων εξειδικευμένης εργασίας και υψηλής τεχνολογίας.

(γ) Στην υστέρηση της αποταμίευσης έναντι της επενδυτικής δαπάνης,⁷⁰ η οποία οφείλεται τόσο στη μείωση της αποταμίευσης όσο και στη σημαντική άνοδο των επενδύσεων. Η κάμψη της αποταμίευσης συνδέεται με τη σημαντική μείωση των επιτοκίων λόγω της συμμετοχής της χώρας στη ζώνη του ευρώ, την επακόλουθη σημαντική αύξηση του δανεισμού των νοικοκυριών και τις αλλαγές στην καταναλωτική τους συμπεριφορά, καθώς και με τη διαμόρφωση σημαντικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων.⁷¹ Επίσης, όπως έχει τονιστεί και στο παρελθόν, η ύπαρξη υψηλών ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι εν μέρει αναμενόμενη για μια οικονομία που βρίσκεται σε διαδικασία πραγματικής σύγκλισης, στο βαθμό που τα ελλείμματα αυτά αντιστοιχούν σε δαπάνες για παραγωγικές επενδύσεις.⁷²

Η σημαντική διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τα τελευταία χρόνια, πέραν των άμεσων κινδύνων που συνεπάγεται για την προοπτική της αναπτυξιακής πορείας της χώρας, δημιουργεί και έμμεσους κινδύνους λόγω της σημαντικής αύξησης του ακαθάριστου εξωτερικού χρέους του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα της ελληνικής

οικονομίας, το οποίο στο τέλος του 2005 έφθασε στο 122,3% του ΑΕΠ. Αν και λόγω της συμμετοχής της χώρας στην ζώνη του ευρώ δεν υπάρχει πρόβλημα χρηματοδότησης του εξωτερικού χρέους, η εξυπηρέτησή του απορροφά εισόδημα, με αρνητικές συνέπειες για την ανάπτυξη και την απασχόληση.

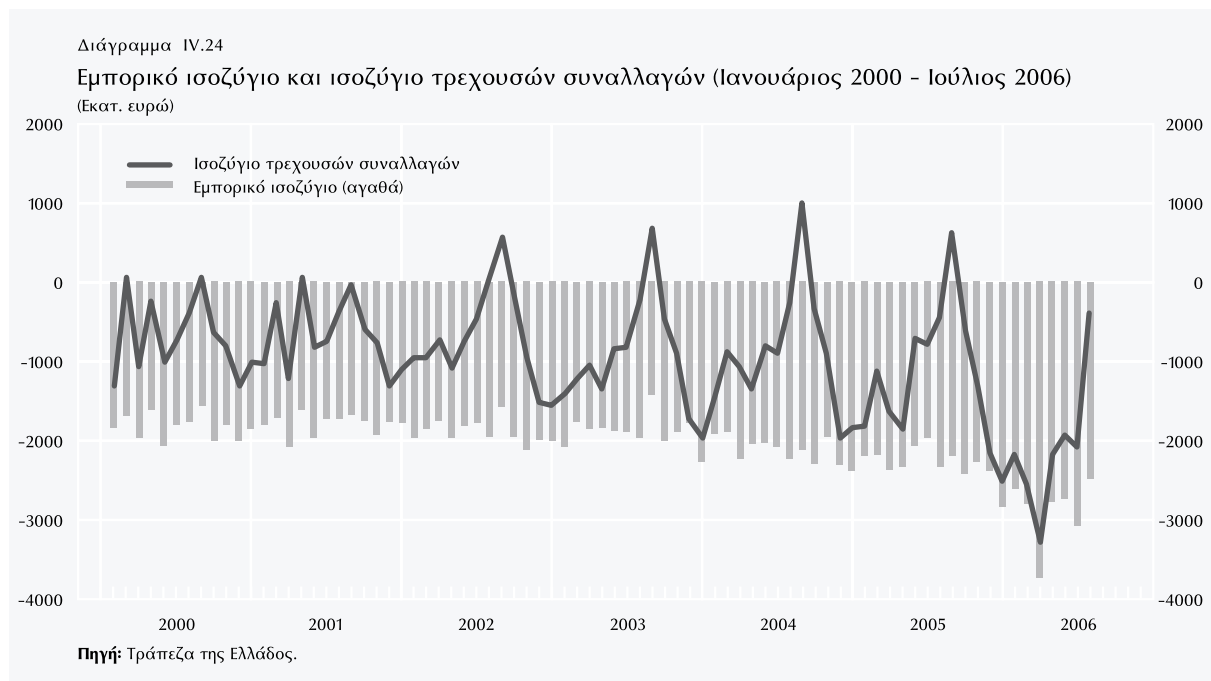
Τα τελευταία χρόνια η διαμόρφωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχει επηρεαστεί και από ορισμένους άλλους σημαντικούς παράγοντες. Το εμπορικό ισοζύγιο έχει επιβαρυνθεί από τη μεγάλη άνοδο των τιμών του πετρελαίου, αλλά και από την αύξηση των πληρωμών για αγορές πλοίων. Το ισοζύγιο εισοδημάτων έχει επιβαρυνθεί από τη συνεχιζόμενη μεγάλη αύξηση των πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη, η οποία οφείλεται στην αύξηση του δημόσιου χρέους, αλλά και της διακράτησης μετοχών ελληνικών επιχειρήσεων από ξένους θεσμικούς επενδυτές. Τέλος, όσον αφορά το ισοζύγιο υπηρεσιών, η κατακόρυφη άνοδος των ναύλων, που οφειλόταν στη μεγάλη αύξηση του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου, αποδείχθηκε ευεργετική, ιδίως το 2004, αλλά μετά την ολοποίηση της αγοράς οι εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών δεν παρουσίασαν περαιτέρω άνοδο και ουσιαστικά σταθεροποιήθηκαν στα υψηλά επίπεδα του 2004. Επίσης, το ισοζύγιο υπηρεσιών δεν έχει επωφεληθεί πλήρως από τη διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων στη χώρα και από την υποδομή που δημιουργήθηκε.

⁶⁹ Βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Απρίλιος 2006, Πλαίσιο IX.2, σελ. 329-330. Επίσης, Πανελλήνιος Σύνδεσμος Εξαγωγέων, Κέντρο Εξαγωγικών Ερευνών και Μελετών, *Νέες εξελίξεις στην εξαγωγική δραστηριότητα*, Ιούλιος 2006.

⁷⁰ Η αποταμίευση διαμορφώθηκε στο 14,7% του ΑΕΠ και οι επενδύσεις στο 24,2% κατά μέσον όρο στην πενταετία.

⁷¹ Βλ. και European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, *Public Finances in EMU 2006*, 13.6.2006.

⁷² Βλ. και M. Bussière, M. Fratzscher and G.J. Müller, "Current account dynamics in OECD and EU acceding countries – an intertemporal approach", ECB Working Paper No. 311, Φεβρουάριος 2004.



Ωστόσο, τα διαθέσιμα στοιχεία για την εξέλιξη των αφίξεων τουριστών και των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες κατά το τρέχον έτος είναι ενθαρρυντικά.⁷³

Οι παράγοντες αυτοί έχουν συμβάλει –όπως εξηγείται αναλυτικότερα στη συνέχεια– στη σημαντική αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (βλ. Διάγραμμα IV.24), το οποίο εκτιμάται ότι θα προσεγγίσει το 11% του ΑΕΠ εφέτος, από 7,9% του ΑΕΠ το 2005. Εάν επιπλέον ληφθεί υπόψη ότι τα πλεονάσματα των ισοζυγίων των τρεχουσών και των κεφαλαιακών μεταβιβάσεων αναμένεται να μειωθούν μεσοπρόθεσμα, εφόσον –στο πλαίσιο της διευρυμένης Ευρωπαϊκής Ένωσης των 25 και σύντομα των 27– θα μειωθούν οι εισροές από τα Διαρθρωτικά Ταμεία ή βάσει της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής, γίνεται φανερό ότι είναι αναγκαίο να προσαρμοστεί η παραγωγική δομή της ελληνικής οικονομίας στις απαιτήσεις του διεθνούς περιβάλλοντος ώστε να προσφέρονται περισσότερο ανταγωνιστικά αγαθά και υπηρεσίες.

5.1.2 Εξελίξεις το 2006

Το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε κατά 6.296 εκατ. ευρώ σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2005 και διαμορφώθηκε σε 14.664 εκατ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου (κατά 4.796 εκατ. ευρώ) και, σε μικρότερο βαθμό,

⁷³ Επιπρόσθετα, σημειώνεται ότι ορισμένα μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχουν επηρεαστεί τα τελευταία χρόνια και από την εναρμόνιση της καταγραφής των εξωτερικών συναλλαγών με τη σχετική διεθνή μεθοδολογία (συγκεκριμένα, τις κατευθύνσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου: IMF, *Balance of Payments Manual*, 5η έκδοση). Η εναρμόνιση αυτή, η οποία είχε ήδη αρχίσει από το 1999, ολοκληρώθηκε το 2005 και το 2006 με το διαχωρισμό των μεταβιβάσεων σε τρέχουσες και κεφαλαιακές, την καταγραφή των δεδουλευμένων αντί των καταβληθέντων τόκων των ομολόγων και την ακριβέστερη αποτύπωση των σχετικών στοιχείων, καθώς και την ενσωμάτωση των στοιχείων που αφορούν τα επανεπενδυθέντα κέρδη από άμεσες επενδύσεις (είχε προηγηθεί, το 2002, η αναθεώρηση των στοιχείων για τις ταξιδιωτικές υπηρεσίες βάσει της έρευνας συνόρων). Λόγω των αναθεωρήσεων αυτών, τα στοιχεία για το συνολικό ύψος του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι πλήρως συγκρίσιμα από τον Ιανουάριο του 2003 και μετά.

στην αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου των εισοδημάτων (κατά 967 εκατ. ευρώ) και στη μείωση των πλεονασμάτων των ισοζυγίων των υπηρεσιών (κατά 342 εκατ. ευρώ) και των τρεχουσών μεταβιβάσεων (κατά 211 εκατ. ευρώ).

5.1.2.1 Εμπορικό ισοζύγιο

Η διεύρυνση του εμπορικού ελλείμματος (συμπεριλαμβανομένων των καυσίμων και των πλοίων) το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005 οφείλεται σχεδόν εξίσου στις αυξήσεις του ελλείμματος εκτός καυσίμων και πλοίων (κατά 1.633 εκατ. ευρώ), των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων (κατά 1.632 εκατ. ευρώ) και των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων (κατά 1.510 εκατ. ευρώ). Οι εισπράξεις από εξαγωγές αγαθών εκτός καυσίμων και πλοίων εμφάνισαν αξιολογη άνοδο (κατά 778 εκατ. ευρώ ή 13,4%), αλλά η αύξηση των αντίστοιχων πληρωμών για εισαγωγές (κατά 2.084 εκατ. ευρώ ή 11,6%) ήταν μεγαλύτερη ως απόλυτο μέγεθος.⁷⁴ Σύμφωνα με τα αναλυτικά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος για το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006, παρατηρήθηκε αύξηση των εισαγωγών και εξαγωγών των περισσότερων κατηγοριών προϊόντων (βλ. Πίνακα IV.14).⁷⁵ Όσον αφορά τη γεωγραφική σύνθεση των εισαγωγών και εξαγωγών, τα τελευταία διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία της ΕΣΥΕ (που αφορούν το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου) δείχνουν ότι περιορίστηκε το μερίδιο των εισαγωγών από τις χώρες της ΕΕ-15, όπως και αυτό των εξαγωγών προς τις εν λόγω χώρες. Αντίθετα, αυξήθηκε αισθητά το μερίδιο των εξαγωγών προς τις 10 νέες χώρες της ΕΕ-25 (και ελαφρά το μερίδιο των εισαγωγών από τις ίδιες χώρες). Επίσης, αξιοσημείωτη αύξηση παρουσίασε το μερίδιο των εισα-

γωγών από τις χώρες της Βόρειας Αφρικής και της Μέσης Ανατολής και από την Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών, κυρίως λόγω της ανόδου της τιμής του αργού πετρελαίου (βλ. Πίνακα IV.15).

5.1.2.2 Ισοζύγιο υπηρεσιών

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών περιορίστηκε κατά 342 εκατ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στη μείωση των καθαρών εισπράξεων από μεταφορικές υπηρεσίες κατά 557 εκατ. ευρώ και δευτερευόντως στην αύξηση των καθαρών πληρωμών για "λοιπές" υπηρεσίες (κατά 304 εκατ. ευρώ). Αντίθετα, οι καθαρές εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες παρουσίασαν άνοδο κατά 519 εκατ. ευρώ, επειδή οι εισπράξεις (δηλαδή οι ταξιδιωτικές δαπάνες στην Ελλάδα από μη κατοίκους) αυξήθηκαν κατά 432 εκατ. ευρώ ή 8,2%, ενώ οι πληρωμές (δηλαδή οι ταξιδιωτικές δαπάνες στο εξωτερικό από κατοίκους Ελλάδος) μειώθηκαν κατά 87 εκατ. ευρώ ή 6,2%. Όσον αφορά τις υπηρεσίες μεταφορών, η αύξηση των ακαθάριστων πληρωμών ήταν η κύρια αιτία του περιορισμού των καθαρών εισπράξεων, δεδομένου ότι οι ακαθάριστες

⁷⁴ Επιπλέον, σύμφωνα με τα διαθέσιμα προσωρινά στοιχεία της ΕΣΥΕ για το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου του 2006, η συνολική αξία των εξαγωγών αγαθών αυξήθηκε κατά 20,4% και των εξαγωγών χωρίς πετρελαιοειδή κατά 14,1%, ενώ η συνολική αξία των εισαγωγών αυξήθηκε κατά 16,6%, των εισαγωγών χωρίς πλοία κατά 13,9% και των εισαγωγών χωρίς πλοία και πετρελαιοειδή κατά 8,4%. Υπενθυμίζεται ότι οι διαφορές μεταξύ των στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος για τις εμπορευματικές συναλλαγές και εκείνων της ΕΣΥΕ οφείλονται κυρίως στο γεγονός ότι ενώ τα πρώτα αφορούν εισπράξεις και πληρωμές κυρίως μέσω του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, τα δεύτερα βασίζονται σε τελωνειακά στοιχεία για τις συναλλαγές με χώρες εκτός της ΕΕ και σε φορολογικά στοιχεία (Intrastat) για τις συναλλαγές εντός της ΕΕ, παραμένοντας προσωρινά για μεγάλο χρονικό διάστημα.

⁷⁵ Θα πρέπει να σημειωθεί ότι εξαίρεση στην ανοδική τάση των εισπράξεων από εξαγωγές αποτέλεσε η κατηγορία "λοιποί κλάδοι μεταποίησης", κυρίως λόγω του περιορισμού των εξαγωγών προϊόντων κλωστοϋφαντουργίας, όπως και στην ανοδική τάση των πληρωμών για εισαγωγές η κατηγορία "διαρκή καταναλωτικά αγαθά".

Πίνακας IV.14

Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά κατηγορία προϊόντος (εκτός καυσίμων και πλοίων)
(Ιανουάριος – Ιούλιος)

A. Εισπράξεις από εξαγωγές

	Εκατοστιαία συμμετοχή κάθε κατηγορίας προϊόντος στο σύνολο των εισπράξεων από εξαγωγές			Εκατοστιαία μεταβολή των εισπράξεων από εξαγωγές	
	2004	2005	2006*	2005/2004	2006*/2005
Αγροτικά προϊόντα	18,7	20,1	19,2	8,3	8,3
Χημικά, πλαστικά	13,2	13,6	13,4	4,2	11,7
Μεταλλουργία ¹	9,6	13,8	17,0	45,1	40,0
Μηχανές, συσκευές	6,0	6,4	5,9	7,6	5,4
Μεταφορικά μέσα εκτός πλοίων	1,1	1,7	2,1	60,3	39,1
Λοιποί κλάδοι μεταποίησης ¹	20,4	19,3	15,9	-4,4	-6,4
Μη ταξινομημένα αγαθά ²	31,0	25,2	26,6	-18,0	19,7
Σύνολο (χωρίς καύσιμα και πλοία)	100,0	100,0	100,0	1,0	13,4

B. Δαπάνη για εισαγωγές

	Εκατοστιαία συμμετοχή κάθε κατηγορίας προϊόντος στο σύνολο της δαπάνης για εισαγωγές			Εκατοστιαία μεταβολή της δαπάνης για εισαγωγές	
	2004	2005	2006*	2005/2004	2006*/2005
Αγροτικά προϊόντα	14,2	13,6	13,4	-5,9	10,0
Χημικά, πλαστικά	14,9	16,4	15,1	8,7	2,8
Μεταλλουργία ¹	9,5	10,5	10,9	8,5	15,9
Μηχανές, συσκευές	21,0	18,1	17,5	-15,1	7,3
Διαρκή καταναλωτικά αγαθά	3,5	3,1	2,5	-11,3	-10,9
Κεφαλαιακά αγαθά	13,4	11,3	10,9	-16,7	7,1
Η/Υ	2,0	1,5	2,0	-28,8	48,5
Τηλεπικοινωνιακός εξοπλισμός	2,1	2,2	2,1	1,9	7,0
Μεταφορικά μέσα εκτός πλοίων	14,7	14,7	16,7	-1,8	27,0
Επιβατικά αυτοκίνητα	7,5	7,3	7,7	-3,9	18,7
Λοιποί κλάδοι μεταποίησης ¹	21,3	22,4	21,6	3,3	7,6
Λοιπά αγαθά	0,3	0,2	0,1	-48,1	-26,3
Μη ταξινομημένα αγαθά ²	4,0	4,1	4,7	1,5	28,2
Σύνολο (χωρίς καύσιμα και πλοία)	100,0	100,0	100,0	-1,6	11,6

1 Περιλαμβάνονται και οι χρησιμοποιούμενες πρώτες ύλες.

2 Προϊόντα για τα οποία δεν αναφέρεται κωδικός.

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

εισπράξεις, κυρίως από ναυτιλιακές υπηρεσίες, μειώθηκαν μόνον οριακά.⁷⁶

5.1.2.3 Ισοζύγιο εισοδημάτων

Το έλλειμμα του ισοζυγίου εισοδημάτων αυξήθηκε κατά 967 εκατ. ευρώ το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006, λόγω των αυξημένων

76 Σημειώνεται ότι οι περισσότερες συναλλαγές για υπηρεσίες μεταφορών αποτιμώνται σε δολάρια ΗΠΑ. Εάν λοιπόν υπολογιστούν τα ποσοστά μεταβολής των εισπράξεων και των πληρωμών σε δολάρια, η μείωση των ακαθάριστων εισπράξεων ανέρχεται στο 3,6% (0,7% σε ευρώ), ενώ η αύξηση των ακαθάριστων πληρωμών σε 6,7% (9,7% σε ευρώ). Συνεπώς, η ενίσχυση του δολαρίου ΗΠΑ κατά το πρώτο επτάμηνο του 2006 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005 συνεπάγεται ότι σε όρους ευρώ περιορίζεται η εκατοστιαία μείωση των εισπράξεων (που προήλθε από τη μείωση των ναύλων σε σύγκριση με τα υψηλά επίπεδα του 2005), ενώ διογκώνεται η εκατοστιαία αύξηση των πληρωμών για υπηρεσίες μεταφορών.

Πίνακας IV.15

Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά γεωγραφική περιοχή*

(Ιανουάριος – Ιούλιος)

A. Εξαγωγές

	Εκατοστιαία συμμετοχή στο σύνολο της αξίας των εξαγωγών			Εκατοστιαία μεταβολή της αξίας των εξαγωγών	
	2004	2005	2006	2005/2004	2006/2005
Ευρωπαϊκή Ένωση (25)	52,1	54,7	53,2	16,7	16,8
Ευρωπαϊκή Ένωση (15)	48,8	47,5	44,7	8,1	13,3
Ζώνη του ευρώ	39,0	38,2	37,5	8,8	18,0
ΟΟΣΑ ¹	12,7	13,6	12,9	18,3	14,6
ΗΠΑ	4,9	5,5	4,4	24,1	-2,5
Βαλκανικές χώρες ²	16,7	14,9	15,5	-0,7	25,4
Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών	2,7	2,4	2,4	-2,6	21,8
Χώρες Β. Αφρικής & Μέσης Ανατολής ³	6,5	7,2	9,5	22,1	59,0
Κίνα & Νοτιοανατολική Ασία ⁴	1,7	2,4	2,0	56,3	0,2
Άλλες χώρες	7,6	4,9	4,5	-27,9	10,4
Σύνολο	100,0	100,0	100,0	11,1	20,2

B. Εισαγωγές

	Εκατοστιαία συμμετοχή στο σύνολο της αξίας των εισαγωγών			Εκατοστιαία μεταβολή της αξίας των εισαγωγών	
	2004	2005	2006	2005/2004	2006/2005
Ευρωπαϊκή Ένωση (25)	56,7	56,3	53,9	0,4	11,7
Ευρωπαϊκή Ένωση (15)	55,9	54,0	51,4	-2,3	11,0
Ζώνη του ευρώ	49,4	48,2	45,7	-1,2	10,6
ΟΟΣΑ ¹	16,9	14,0	13,7	-16,1	13,8
ΗΠΑ	5,1	4,6	1,8	-8,5	-55,3
Βαλκανικές χώρες ²	2,8	3,3	3,4	18,3	18,3
Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών	5,4	8,3	9,0	54,5	26,7
Χώρες Β. Αφρικής & Μέσης Ανατολής ³	8,0	8,9	11,3	12,6	48,0
Κίνα & Νοτιοανατολική Ασία ⁴	5,2	5,5	5,1	5,7	8,4
Άλλες χώρες	4,9	3,7	3,7	-23,3	15,8
Σύνολο	100,0	100,0	100,0	1,2	16,6

1 Οι χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ οι οποίες δεν περιλαμβάνονται σε μια από τις άλλες κατηγορίες.

2 Αλβανία, Βουλγαρία, Ρουμανία και χώρες πρώην Γιουγκοσλαβίας (Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Κροατία, ΠΓΔΜ και Σερβία-Μαυροβούνιο).

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

4 Οι κυριότεροι εμπορικοί εταίροι της Ελλάδος στη Νοτιοανατολική Ασία.

* Όλα τα στοιχεία είναι προσωρινά.

Πηγή: ΕΣΥΕ.

καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη. Η διεύρυνση του ελλείμματος οφείλεται κυρίως στην άνοδο των καθαρών πληρωμών για τόκους, λόγω της συνεχιζόμενης αύξησης της διακράτησης ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου από μη κατοίκους.

5.1.2.4 Ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών μεταβιβάσεων περιορίστηκε ελαφρά το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006 σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2005, λόγω της μείωσης

των καθαρών τρεχουσών μεταβιβάσεων προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης (κυρίως από την ΕΕ)⁷⁷ και παρά την άνοδο των καθαρών τρεχουσών μεταβιβάσεων προς τους λοιπούς τομείς εκτός της γενικής κυβέρνησης. Συγκεκριμένα, ενώ οι αποδόσεις προς την ΕΕ μειώθηκαν κατά το υπό εξέταση διάστημα,⁷⁸ μειώθηκαν και οι απολήψεις από το Τμήμα Εγγυήσεων του Ευρωπαϊκού Γεωργικού Ταμείου Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΕΓΓΠΕ) στο πλαίσιο της λειτουργίας της ΚΑΠ, οι οποίες, όπως είναι γνωστό, δεν έχουν σταθερή κατανομή κατά τη διάρκεια του έτους. Αυτό συμβαίνει διότι (α) οι απολήψεις αυτές εξαρτώνται από την περίοδο παραγωγής και εμπορίας των διαφόρων προϊόντων και (β) δεν υπάρχουν συγκεκριμένες προθεσμίες κατάθεσης των σχετικών αιτήσεων για την είσπραξη των αντίστοιχων ενισχύσεων για ορισμένες κατηγορίες προϊόντων.

5.2 Ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων

Η αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου κεφαλαιακών μεταβιβάσεων κατά το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006 αντανάκλα την αύξηση των μεταβιβάσεων κεφαλαίου προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης από την ΕΕ⁷⁹ σε 2.050 εκατ. ευρώ (από 1.085 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2005) και προέρχεται κυρίως από την επιτάχυνση του ρυθμού απορρόφησης των πόρων των Διαρθρωτικών Ταμείων βάσει του Γ' ΚΠΣ. Συγκεκριμένα, από την έναρξη υλοποίησης του Γ' ΚΠΣ το 2001 έως το τέλος Ιουλίου του 2006 εκταμιεύθηκαν από τα Διαρθρωτικά Ταμεία 11,3 δισεκ. ευρώ, έναντι συνολικής κοινοτικής συνδρομής 22,7 δισεκ. ευρώ. Το ποσό αυτό προσεγγίζει το 50% της συνολικής κοινοτικής συνδρομής του Γ' ΚΠΣ, σε ταμειακή βάση.⁸⁰ Αν και η μέση ετήσια απορρόφηση ήταν σημαντικά υψηλότερη τη διετία 2004-2005 από ό,τι την τριετία 2001-2003, το γεγονός ότι το ποσοστό απορρόφησης συνολικά

για την τελευταία εξαετία δεν είναι υψηλότερο αντανάκλα σειρά αδυναμιών που καταγράφηκαν στη διάρκεια της περιόδου αυτής (π.χ. όσον αφορά το θεσμικό πλαίσιο ανάθεσης των έργων και τα συστήματα διαχείρισης και ελέγχου) και ήδη αντιμετωπίζονται.⁸¹ Για την περαιτέρω επιτάχυνση του ρυθμού απορρόφησης, λαμβάνονται μέτρα για την άμεση υλοποίηση των επιχειρησιακών προγραμμάτων, ενώ υποβάλλονται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή προτάσεις στις οποίες προβλέπεται ανακατανομή των πόρων του Γ' ΚΠΣ.

Με βάση τα ανωτέρω, εκτιμάται ότι οι απολήψεις από την ΕΕ βάσει του Γ' ΚΠΣ θα αυξηθούν το 2006. Όσον αφορά τις απολήψεις από το ΕΓΓΠΕ στο πλαίσιο της λειτουργίας της αναθεωρημένης ΚΑΠ (η οποία στην Ελλάδα εφαρμόζεται από εφέτος), εκτιμάται ότι αυτές θα παραμείνουν και το 2006 περίπου στα ίδια επίπεδα με τα προη-

77 Οι τρέχουσες μεταβιβάσεις από την ΕΕ περιλαμβάνουν κυρίως τις απολήψεις από το Τμήμα Εγγυήσεων του Ευρωπαϊκού Γεωργικού Ταμείου Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΕΓΓΠΕ) στο πλαίσιο της λειτουργίας της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (ΚΑΠ) και τις απολήψεις από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο, ενώ οι αντίστοιχες μεταβιβάσεις προς την ΕΕ περιλαμβάνουν κυρίως τις αποδόσεις προς τον Κοινωνικό Προϋπολογισμό.

78 Οι τακτικές αποδόσεις προς τον Κοινωνικό Προϋπολογισμό (ΚΠ) (καταβολή ιδίων πόρων) περίπου ισοκατανέμονται μέσα στο έτος. Στο σκέλος όμως των αποδόσεων της Ελλάδας προς την ΕΕ, όπως καταγράφονται στο ισοζύγιο πληρωμών, πέραν των τακτικών αποδόσεων προς τον ΚΠ εγγράφονται και ορισμένα άλλα ποσά (έκτακτες εισφορές και επιστροφές κονδυλίων, καθώς και προσωρινές μεταφορές ποσών για την τροφοδότηση των λογαριασμών της ΕΕ που τηρούνται στις διάφορες κεντρικές τράπεζες), τα οποία ορισμένους μήνες ή έτη παρουσιάζουν συγκυριακή αύξηση (όπως π.χ. το 2005).

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

80 Στο ποσοστό αυτό περιλαμβάνεται και η προκαταβολή του Γ' ΚΠΣ η οποία εισπράχθηκε το 2001. Ανά Διαρθρωτικό Ταμείο, σε ταμειακή βάση μέχρι τέλους Ιουλίου του 2006, τα ποσοστά εκταμίευσης έχουν ως εξής: Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΕΤΠΑ) 49%, Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο (ΕΚΤ) 52%, Τμήμα Προσανατολισμού του ΕΓΓΠΕ 51%, Ταμείο Αλιείας (ΧΜΠΑ) 50%. Η δημόσια δαπάνη (κοινοτική και εθνική συμμετοχή) των ενταγμένων έργων για τα οποία έχουν αναληφθεί νομικές δεσμεύσεις προσέγγιζε στο τέλος Αυγούστου του 2006 το 71% της προβλεπόμενης συνολικής δημόσιας δαπάνης του Γ' ΚΠΣ.

81 Βλ. Ομιλία του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών (9η Επιτροπή Παρακολούθησης του Γ' ΚΠΣ, 20.6.2006).

γούμενα έτη (αντιστοιχούν σε ποσό της τάξεως των 2,7 δισεκ. ευρώ).⁸² Αν ληφθούν υπόψη και οι αποδόσεις της Ελλάδος προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό, προκύπτει ότι οι συνολικές καθαρές μεταβιβάσεις πόρων από την ΕΕ θα προσεγγίσουν το 2006 τα 4,2 δισεκ. ευρώ, έναντι 3,8 δισεκ. ευρώ το 2005 (σε ταμειακή βάση, όπως εμφανίζονται στο ισοζύγιο πληρωμών που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος). Το ποσό αυτό αντιστοιχεί στο 2,2% του ΑΕΠ περίπου.

Όσον αφορά τη περίοδο πέραν του 2006, η Ελλάδα αναμένεται να λάβει από τα Διαρθρωτικά Ταμεία και το Ταμείο Συνοχής 20,1 δισεκ. ευρώ για την εφαρμογή του Εθνικού Στρατηγικού Πλαισίου Αναφοράς – ΕΣΠΑ (Δ' ΚΠΣ 2007-2013). Παράλληλα, διαφαίνεται ότι η Κοινή Αγροτική Πολιτική θα διατηρηθεί ως έχει μέχρι το 2013. Εάν ληφθούν υπόψη και οι μελλοντικές αποδόσεις της Ελλάδος προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό, εκτιμάται ότι η καθαρή μεταβίβαση πόρων στην Ελλάδα από τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό θα διαμορφωθεί σε 3,5 δισεκ. ευρώ ετησίως, ποσό που αντιστοιχεί σε 1,8% του ΑΕΠ περίπου. Ο σχεδιασμός του ΕΣΠΑ 2007-2013 αναμένεται να ολοκληρωθεί μέχρι τέλους του έτους, τόσο σε εθνικό, όσο και σε κοινοτικό επίπεδο, ώστε να αρχίσει η υλοποίηση του από 1.1.2007.

5.3 Συνολικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων (με βάση την παλαιά μέθοδο παρουσίασης)

Το συνολικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων (παλαιά μέθοδος παρουσίασης) εμφάνισε έλλειμμα 12.661 εκατ. ευρώ το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006, έναντι 7.343 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2005. Το συνολικό αυτό έλλειμμα αντανακλά και το μέγεθος της χρηματοδότησης που απαιτείται από πλευράς ισοζυγίου χρηματοοικονομικών συναλλαγών.

5.4 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών

Οι καθαρές χρηματοοικονομικές εισροές προς την ελληνική οικονομία κατά το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006 ήταν αυξημένες σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2005. Ειδικότερα, οι χρηματοοικονομικές επενδύσεις, δηλαδή το άθροισμα των άμεσων επενδύσεων, των επενδύσεων χαρτοφυλακίου και των “λοιπών” επενδύσεων,⁸³ παρουσίασαν καθαρή εισροή ύψους 12.987 εκατ. ευρώ, έναντι 7.273 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2005. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στη συμβολή των “λοιπών” επενδύσεων και δευτερευόντως στις άλλες δύο κατηγορίες. Ειδικότερα, οι άμεσες επενδύσεις (βλ. Πλαίσιο IV.1) εμφάνισαν καθαρή εισροή ύψους 970 εκατ. ευρώ (έναντι καθαρής εισροής μόνο 15 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους). Συγκεκριμένα, η καθαρή εισροή κεφαλαίων μη κατοίκων για άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα έφθασε τα 1.464 εκατ. ευρώ, ενώ η καθαρή εκροή κεφαλαίων κατοίκων για άμεσες επενδύσεις στο εξωτερικό ανήλθε σε 495 εκατ. ευρώ.⁸⁴ Την ίδια περίοδο σημειώθηκε καθαρή

⁸² Για την αναθεώρηση της ΚΑΠ, βλ. την Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005 (σελ. 342-343) και την Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004 (σελ. 296-297).

⁸³ Οι χρηματοοικονομικές επενδύσεις επίσης προκύπτουν εάν από το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών αφαιρεθούν οι μεταβολές των συναλλαγματικών διαθεσίμων.

⁸⁴ Στο επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2006, οι σημαντικότερες άμεσες επενδύσεις από μη κατοίκους αφορούν την εισροή 298 εκατ. ευρώ για την εξαγορά της εταιρίας Q-Telecommunications A.E. από την αμερικανική εταιρία Aprax and Texas Pacific (τον Ιανουάριο), 114 εκατ. ευρώ για τη συμμετοχή της μητρικής εταιρείας SARA LEE στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της θυγατρικής της SARA LEE HELLAS (το Μάρτιο) και 392 εκατ. ευρώ για την αγορά από τη Dubai Financial του 31,5% του μετοχικού κεφαλαίου του τραπεζικού ομίλου Marfin Financial Group (το Μάιο). Από την άλλη πλευρά, η εξαγορά επιπλέον ποσοστού του μετοχικού κεφαλαίου (20%) της τουρκικής εταιρίας Inteltek από την Intralot, ύψους 69 εκατ. ευρώ, και η συμμετοχή της Εθνικής Τράπεζας στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ρουμανικής τράπεζας Banca Romanesca S.A., ύψους 63 εκατ. ευρώ (τον Ιανουάριο), καθώς και η ολοκλήρωση της εξαγοράς της τράπεζας EFG Eurobank S.A. Polska στην Πολωνία από τη Eurobank-Ergasias A.E., ύψους 77 εκατ. ευρώ (το Μάρτιο), αποτελούν τις πιο σημαντικές επενδύσεις κατοίκων στο εξωτερικό.

ΠΛΑΙΣΙΟ IV.1

Ξένες άμεσες επενδύσεις

Συγκριτικά στοιχεία για την Ελλάδα και τις άλλες χώρες της ΕΕ-25 – οι λόγοι υστέρησης της Ελλάδος

Η δυνατότητα προσέλκυσης ξένων άμεσων επενδύσεων¹ αποτελεί σημαντικό παράγοντα ανάπτυξης, ιδίως στην περίπτωση μικρών ανοικτών οικονομιών όπως η ελληνική. Οι ξένες άμεσες επενδύσεις μακροχρόνια δημιουργούν προοπτικές ταχύρρυθμης και διατηρήσιμης ανάπτυξης, κυρίως μέσω της ποιοτικής αναβάθμισης της παραγωγικής βάσης της οικονομίας. Οι προοπτικές αυτές ενισχύονται, μεταξύ άλλων, από το γεγονός ότι οι άμεσες επενδύσεις από το εξωτερικό διευρύνουν τις ευκαιρίες προσέλκυσης και απασχόλησης εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού και τονώνουν την ανταγωνιστικότητα τόσο στην εγχώρια αγορά, καθώς νέες και καινοτόμες εταιρίες συμβάλλουν στη διαμόρφωση χαμηλότερων εγχώριων τιμών, όσο και διεθνώς, επειδή οι εν λόγω επενδύσεις αυξάνουν τον όγκο και την αξία των εξαγωγών της χώρας. Παράλληλα, οι επενδύσεις αυτές μπορούν να έχουν καθοριστική συμβολή στην περαιτέρω τεχνολογική πρόοδο της χώρας. Υπάρχουν όμως και άμεσα οφέλη, καθώς οι ξένες άμεσες επενδύσεις συμβάλλουν στη χρηματοδότηση

των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, περιορίζοντας έτσι την επιβάρυνση που προκύπτει από τον εξωτερικό δανεισμό.

Για την Ελλάδα ο βαθμός προσέλκυσης άμεσων επενδύσεων από το εξωτερικό εμφανίζεται ιδιαίτερα χαμηλός, κυρίως σε σχέση με τις άλλες χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Τα στοιχεία – που παρουσιάζονται στα Διαγράμματα Α και Β και δείχνουν τις εισροές και το απόθεμα των επενδύσεων αυτών ως ποσοστά του ΑΕΠ – καθιστούν την Ελλάδα ουραγό μεταξύ των χωρών-μελών της ΕΕ και των υπό ένταξη χωρών.² Ακόμη και αυτές οι μικρές εισροές είναι κατά κύριο λόγο αποτέλεσμα →

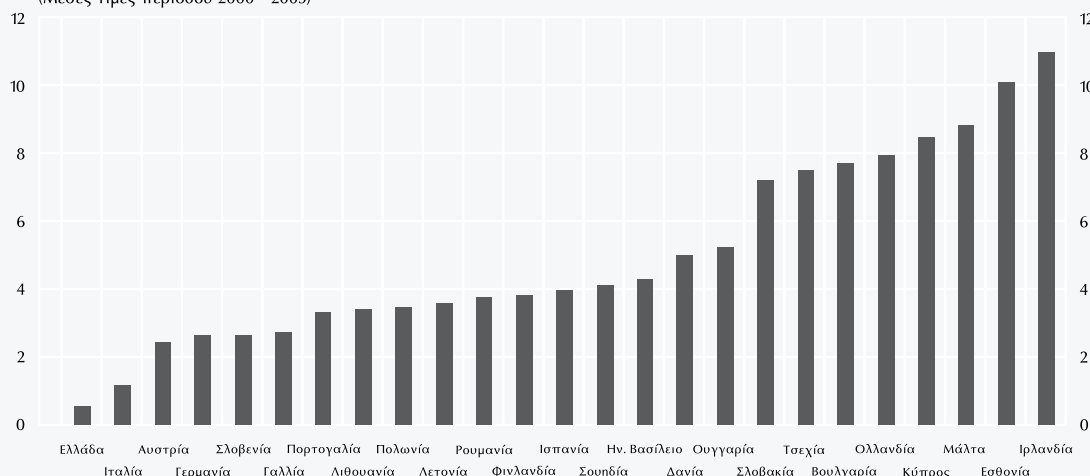
1 Η εισροή κεφαλαίων για άμεσες επενδύσεις ορίζεται ως η μακροπρόθεσμη επένδυση μέσω της οποίας επιτυγχάνεται η απόκτηση του ελέγχου μιας επιχείρησης σε μια χώρα από μια εταιρία του εξωτερικού. Η απόκτηση του ελέγχου της επιχείρησης θεωρείται ότι εξασφαλίζεται με την αγορά τουλάχιστον του 10% του μετοχικού κεφαλαίου της από την εταιρία του εξωτερικού.

2 Με βάση τα προσωρινά στοιχεία για το 2005, το απόθεμα των ξένων άμεσων επενδύσεων ως ποσοστό του ΑΕΠ της Ελλάδος ανέρχεται στο 14%, γεγονός που δεν τροποποιεί τη θέση της Ελλάδος στην κατάταξη.

Διάγραμμα Α

Εισροές για ξένες άμεσες επενδύσεις ως ποσοστό % του ΑΕΠ στις χώρες της ΕΕ-25

(Μέσες τιμές περιόδου 2000 - 2005)



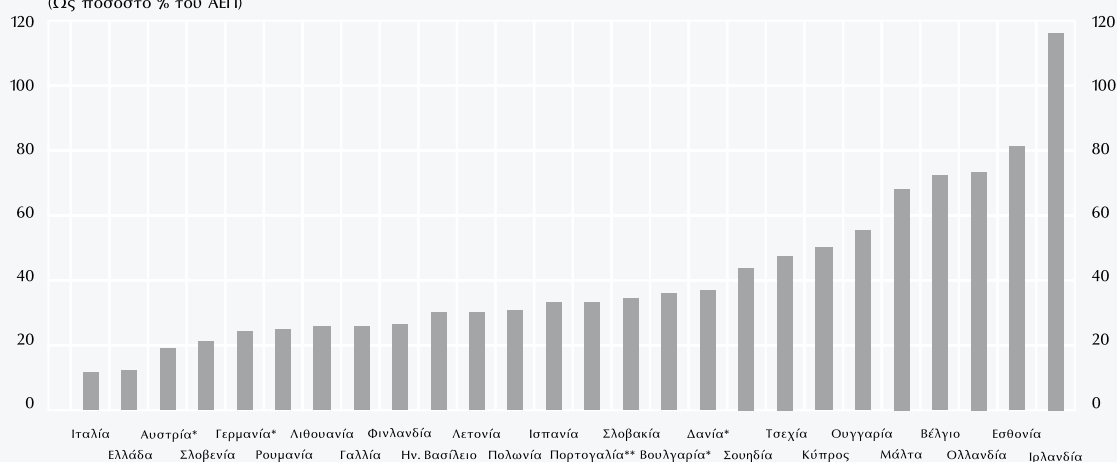
Σημείωση: Στοιχεία μέχρι το 2004 για τη Βουλγαρία και τη Ρουμανία.

Πηγές: Παγκόσμια Τράπεζα (World Development Indicators) και Eurostat.

Διάγραμμα Β

Απόθεμα εισροών για ξένες άμεσες επενδύσεις το 2004 στις χώρες της ΕΕ-25

(Ως ποσοστό % του ΑΕΠ)



* Στοιχεία για το 2003.

** Στοιχεία για το 2002.

Πηγές: Eurostat, Τράπεζα της Ελλάδος, κεντρική τράπεζα του Βελγίου και κεντρική τράπεζα της Σουηδίας.

→ μεμονωμένων συμφωνιών που αφορούν εξαγορές υπαρχουσών επιχειρήσεων, ενώ οι εισροές για δημιουργία νέων παραγωγικών μονάδων είναι πολύ πιο περιορισμένες. Αν και η ευρωπαϊκή οικονομική ενοποίηση συμβάλλει θετικά, μέσω της μακροοικονομικής σταθερότητας, στην προσέλκυση άμεσων επενδύσεων από το εξωτερικό, η Ελλάδα – σε αντίθεση με ό,τι συνέβη σε άλλες χώρες-μέλη – δεν κατόρθωσε να εκμεταλλευθεί επαρκώς τον παράγοντα αυτό. Η περιορισμένη προσέλκυση ξένων επενδύσεων αποτυπώνεται και στο “Δείκτη επίδοσης ως προς την εισροή ξένων άμεσων επενδύσεων” που καταρτίζεται από την UNCTAD.³ Την τριετία 2002-2004 η Ελλάδα καταλαμβάνει την 129η θέση σε σύνολο 140 χωρών παγκοσμίως.

Οι ξένες άμεσες επενδύσεις μπορούν, μεταξύ άλλων, να διακριθούν σε επενδύσεις “οριζόντιας ολοκλήρωσης”, οι οποίες στοχεύουν στην πώληση προϊόντων στην εγχώρια αγορά – με ενδεχόμενο αποτέλεσμα τη μερική υποκατάσταση του διεθνούς εμπορίου μέσω της μείωσης των εισαγωγών – και σε επενδύσεις “κάθετης ολοκλήρωσης”, οι οποίες στοχεύουν στην εκτέλεση ενός τμήματος της παραγωγής στη χώρα υποδοχής και στην επανεξαγωγή του. Με τον τρόπο αυτό οι επενδύσεις “κάθετης ολοκλήρωσης” λειτουργούν συμπληρωματικά στο διεθνές εμπόριο μέσω της αύξησης των εξαγωγών. Οι άμεσες επενδύσεις από

το εξωτερικό μπορούν συνολικά να λειτουργήσουν ως εφαλτήριο για εξαγωγές από τη χώρα υποδοχής προς τρίτες αγορές.⁴ Συνεπώς οι επενδύσεις αυτές είναι στενά συνδεδεμένες με την προοπτική διεύρυνσης των εμπορικών συναλλαγών της οικονομίας και είναι χαρακτηριστικό ότι τα διαρθρωτικά προβλήματα που ευθύνονται για το χαμηλό βαθμό προσέλκυσής τους εν μέρει συμπίπτουν με εκείνα που ευθύνονται για το χαμηλό επίπεδο των εμπορικών συναλλαγών (βλ. Πίνακα Α).⁵

Για κάθε χώρα, οι πιο σημαντικοί παράγοντες προσέλκυσης ξένων άμεσων επενδύσεων είναι η γεωγραφική της θέση, το άμεσο κόστος παραγωγής και το μέγεθος της οικονομίας της. Το γεγονός ότι η Ελλάδα είναι σχετικά απομονωμένη γεωγραφικά από τις αγορές των χωρών που αποτελούν τον κεντρικό πυρήνα της ΕΕ και ότι είναι μια μικρή οικονομία αποτελεί σημαντικό ανασταλτικό παράγοντα στην προσέλκυση επενδύσεων “οριζόντιας ολοκλήρωσης”, καθώς το πλεονέκτημα της εγγύτητας της αγοράς υπεραντισταθμίζεται από το γεγονός ότι →

³ United Nations Conference on Trade and Development.

⁴ Brainard (1997), Carr et al. (2001), Bloningen et al. (2003), Ekholm et al. (υπό έκδοση), Yi (2003), Baltagi et al. (υπό έκδοση), Baldwin et al. (2003).

⁵ Βλ. ECB (2005) και (2006).

Πίνακας Α: Δείκτες βαθμού εξωστρέφειας της οικονομίας στις χώρες της ΕΕ-25

Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών ως ποσοστό % του ΑΕΠ (2004)		Εισαγωγές και εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών ως ποσοστό % του ΑΕΠ (2004)	
Ιρλανδία	80,23	Εσθονία	164,52
Εσθονία	78,42	Μάλτα	159,16
Σλοβακία	76,80	Σλοβακία	156,29
Μάλτα	75,88	Ιρλανδία	144,91
Τσεχία	71,75	Τσεχία	143,84
Ολλανδία	65,45	Ουγγαρία	132,26
Ουγγαρία	64,28	Βουλγαρία	127,13
Σλοβενία	59,94	Ολλανδία	125,49
Βουλγαρία	58,43	Σλοβενία	120,48
Λιθουανία	54,34	Λιθουανία	115,60
Αυστρία	50,99	Λετονία	103,70
Σουηδία	46,28	Αυστρία	97,14
Λετονία	43,94	Σουηδία	84,53
Δανία	43,47	Ρουμανία	83,53
Πολωνία	39,00	Δανία	81,83
Γερμανία	37,99	Πολωνία	79,96
Φινλανδία	37,14	Γερμανία	71,05
Ρουμανία	37,07	Πορτογαλία	69,09
Πορτογαλία	30,72	Φινλανδία	68,66
Ιταλία	26,64	Ισπανία	55,02
Γαλλία	25,97	Ην. Βασίλειο	52,74
Ισπανία	25,70	Ιταλία	52,47
Ην. Βασίλειο	24,70	Γαλλία	51,70
Ελλάδα	20,91	Ελλάδα	50,38
Κύπρος	...	Κύπρος	...

Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα (World Development Indicators).

→ μικρές παραγωγικές μονάδες δεν έχουν τη δυνατότητα να εκμεταλλευθούν οικονομίες κλίμακος. Επίσης, όπως φαίνεται από τον Πίνακα Β, η Ελλάδα δεν μπορεί να προσελκύσει άμεσες επενδύσεις από το εξωτερικό που στοχεύουν στη χρήση φθηνού εργατικού δυναμικού ή στη χαμηλή φορολογική επιβάρυνση.⁶ Άλλοι σημαντικοί διαρθρωτικοί χαρακτήρα παράγοντες προσέλκυσης ξένων άμεσων επενδύσεων είναι το άμεσο και το έμμεσο κόστος εμπορίου και επενδύσεων γενικότερα,⁷ καθώς και το επίπεδο δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού. Γενικότερα, οι διαρθρωτικοί παράγοντες που συμβάλλουν στην περιορισμένη προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων και συνδέονται με τις διαρθρωτικές αδυναμίες που εξακολουθούν να υφίστανται αποτελούν και τους παράγοντες που συντελούν άμεσα ή έμμεσα

στη χαμηλή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας.⁸ Σε αυτούς περιλαμβάνονται η ύπαρξη ρυθμίσεων που παρεμποδίζουν τον ανταγωνισμό, →

⁶ Από τον Πίνακα Β προκύπτει ότι η Ελλάδα εμφανίζει υψηλό ωριαίο κόστος εργασίας σε σύγκριση με τις νέες και τις υπό ένταξη χώρες της ΕΕ, αλλά χαμηλότερο σε σύγκριση με τις παλαιές χώρες-μέλη της ΕΕ. Το πρόβλημα είναι ότι, σε αντίθεση με τους Ευρωπαίους εταίρους της, η Ελλάδα παραμένει σε μεγάλο βαθμό προσκολλημένη στην παραγωγή παραδοσιακών προϊόντων, χαμηλής προστιθέμενης αξίας, πολλά από τα οποία παράγονται σε αναπτυσσόμενες χώρες με χαμηλότερο κόστος. (Θα ήταν προτιμότερες οι συγκρίσεις του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, αλλά δεν είναι επαρκή τα στοιχεία.)

⁷ Το άμεσο και το έμμεσο κόστος εμπορίου και επενδύσεων περιλαμβάνει στοιχεία όπως το κόστος μεταφοράς, κυρίως για το εμπόριο, και το κόστος των διοικητικών παρεμβάσεων.

⁸ Βλ. επίσης τις εκθέσεις του ΟΟΣΑ (OECD, 2005) και του ΔΝΤ (IMF, 2006) για την Ελλάδα.

Πίνακας Β: Κόστος ίδρυσης και λειτουργίας επιχειρήσεων – άμεσο και έμμεσο κόστος στις χώρες της ΕΕ-25

Μέγιστος οριακός φορολογικός συντελεστής επιχειρήσεων (%), 2004		Ωριαίο κόστος εργασίας - βιομηχανία και υπηρεσίες (εκτός από δημόσια διοίκηση), 2004 (σε ευρώ)		Ευκολία επιχειρηματικής δραστηριότητας (γενική παγκόσμια κατάταξη, 2006)		Αριθμός διαδικασιών για την ίδρυση μιας επιχείρησης (2006)		Δείκτης δυσκαμψίας αγοράς εργασίας (0-100), 2006	
Κύπρος	10	Δανία	30,7	Ην. Βασίλειο	6	Δανία	3	Ην. Βασίλειο	14
Ιρλανδία	12,5	Σουηδία	30,43	Δανία	7	Σουηδία	3	Δανία	17
Λετονία	15	Βέλγιο	29,96	Ιρλανδία	10	Φινλανδία	3	Βέλγιο	20
Λιθουανία	15	Γαλλία	28,2	Σουηδία	13	Βέλγιο	4	Τσεχία	28
Ουγγαρία	16	Ολλανδία	27,44	Φινλανδία	14	Ιρλανδία	4	Ιρλανδία	33
Πολωνία	19	Φινλανδία	26,83	Λιθουανία	16	Ρουμανία	5	Πολωνία	33
Βουλγαρία	19,5	Γερμανία*	26,22	Εσθονία	17	Λετονία	5	Ουγγαρία	34
Γερμανία	25	Αυστρία	25,3	Βέλγιο	20	Εσθονία	6	Αυστρία	37
Πορτογαλία	25	Ην. Βασίλειο	24,71	Γερμανία	21	Ην. Βασίλειο	6	Σλοβακία	39
Ρουμανία	25	Ιταλία	21,39	Ολλανδία	22	Ουγγαρία	6	Ολλανδία	42
Σλοβακία	25	Ισπανία	14,75	Λετονία	24	Ολλανδία	6	Σουηδία	43
Σλοβενία	25	Ελλάδα*	13,37	Αυστρία	30	Γαλλία	7	Γερμανία	44
Σουηδία	28	Κύπρος	11,1	Γαλλία	35	Λιθουανία	7	Βουλγαρία	47
Τσεχία	28	Σλοβενία*	10,54	Σλοβακία	36	Πορτογαλία	8	Λιθουανία	48
Φινλανδία	29	Πορτογαλία	9,56	Ισπανία	39	Αυστρία	9	Φινλανδία	48
Δανία	30	Μάλτα*	7,77	Πορτογαλία	40	Γερμανία	9	Πορτογαλία	51
Ην. Βασίλειο	30	Τσεχία	5,85	Ρουμανία	49	Ιταλία	9	Ρουμανία	51
Βέλγιο	33	Ουγγαρία	5,54	Τσεχία	52	Σλοβακία	9	Ιταλία	54
Ιταλία	33	Πολωνία	4,74	Βουλγαρία	54	Σλοβενία	9	Γαλλία	56
Γαλλία	33,3	Σλοβακία	4,41	Σλοβενία	61	Βουλγαρία	9	Σλοβενία	57
Αυστρία	34	Εσθονία	4,24	Ουγγαρία	61	Ισπανία	10	Εσθονία	58
Ολλανδία	34,5	Λιθουανία	3,22	Πολωνία	75	Πολωνία	10	Ελλάδα	58
Ελλάδα	35	Λετονία*	2,37	Ιταλία	82	Τσεχία	10	Λετονία	59
Εσθονία	35	Ρουμανία	1,76	Ελλάδα	109	Ελλάδα	15	Ισπανία	63
Ισπανία	35	Βουλγαρία	1,45	Κύπρος	...	Κύπρος	...	Κύπρος	...
Μάλτα	35	Ιρλανδία	...	Μάλτα	...	Μάλτα	...	Μάλτα	...

* Στοιχεία μέχρι το 2003.

Πηγές: Παγκόσμια Τράπεζα (World Development Indicators) και World Bank and the International Finance Corporation, *Doing Business in 2007*.

→ καθώς και την ευελιξία των αγορών εργασίας και προϊόντων, το υψηλό κόστος της επιχειρηματικότητας, το οποίο σε μεγάλο βαθμό οφείλεται στα γραφειοκρατικά εμπόδια για την ανάληψη νέων επιχειρηματικών πρωτοβουλιών και στη σχετικά υψηλή φορολογική επιβάρυνση, η ανεπάρκεια υποδομών, κυρίως σε νέες τεχνολογίες, καθώς και οι αδυναμίες του εκπαιδευτικού συστήματος, ιδίως όσον αφορά το βαθμό σύνδεσής του με την παραγωγική διαδικασία, οι οποίες συνεπάγονται σημαντική αναντιστοιχία μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων ειδικο-

τήτων στην αγορά εργασίας. Ειδικότερα, οι παράγοντες αυτοί αφορούν:

- Το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τις αγορές εργασίας και προϊόντων: Παρά την πρόοδο που έχει επιτευχθεί, εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικές διαρθρωτικές αδυναμίες που χαρακτηρίζουν τη λειτουργία των επιμέρους αγορών προϊόντων καθώς και της αγοράς εργασίας. Η διατήρηση ενός ρυθμιστικού πλαισίου το οποίο αφενός ευνοεί τη δημιουργία και διατήρηση μη →

→ ανταγωνιστικών αγορών και αφετέρου δεν διαθέτει κατάλληλους μηχανισμούς ελέγχου της λειτουργίας των αγορών αυτών αποτελεί σημαντική τροχοπέδη στην προσέλκυση ξένων επενδυτών. Η διεθνής εμπειρία φανερώνει ότι η ύπαρξη σοβαρών περιορισμών στη λειτουργία των αγορών αυξάνει αισθητά το κόστος των επιχειρήσεων και επομένως μπορεί να αποτελεί σημαντικό παράγοντα αποθάρρυνσης δυνητικών επενδυτών. Αυτά τα θεσμικά προβλήματα, σε συνδυασμό με την έλλειψη εξειδικευμένου προσωπικού, λειτουργούν επίσης αποτρεπτικά όσον αφορά την ανάπτυξη νέων κλάδων, ιδίως υψηλής τεχνολογίας. Επίσης, λόγω των στοιχείων δυσκαμψίας στο θεσμικό πλαίσιο για την αγορά εργασίας, του μεγάλου μεγέθους του δημόσιου τομέα και του θεσμικού πλαισίου για τις δημόσιες επιχειρήσεις (τουλάχιστον έως ότου ολοκληρωθεί η εφαρμογή του νέου νόμου 3429/2005 για τις επιχειρήσεις αυτές), η ευελιξία της αγοράς εργασίας παρουσιάζεται αρκετά περιορισμένη, με αποτέλεσμα η ανάπτυξη ενός κλάδου συχνά να μη συνοδεύεται από ανάλογη αύξηση της απασχόλησης (βλ. Πίνακα Β).

- *Το υψηλό κόστος της επιχειρηματικότητας:* Σημαντικό μέρος του υψηλού κόστους της επιχειρηματικότητας στην Ελλάδα δεν προέρχεται από τη φορολογία των επιχειρήσεων και το κόστος εργασίας (στήλες 1 και 2 αντίστοιχα στον Πίνακα Β),⁹ αλλά από το γεγονός ότι, παρά την πρόοδο που έχει σημειωθεί πρόσφατα, τα γραφειοκρατικά εμπόδια παραμένουν σημαντικά και αυξάνουν το κόστος της εγκατάστασης νέων επιχειρήσεων (για την οποία εξάλλου δεν υπάρχει ακόμη εθνικός χωροταξικός σχεδιασμός). Η ασάφεια των αρμοδιοτήτων των εμπλεκόμενων δημόσιων υπηρεσιών και η πληθώρα των σχετικών νόμων και διατάξεων συνεπάγονται μεγάλη αύξηση του απαιτούμενου χρόνου για την ίδρυση και την αποτελεσματική λειτουργία μιας επιχείρησης σε περιβάλλον διεθνούς ανταγωνισμού. Τα γραφειοκρατικά εμπόδια και η ελλιπής οργάνωση, εκτός του άμεσου και έμμεσου κόστους που συνεπάγονται για τις επιχειρήσεις, συμβάλλουν και στη δημιουργία και διατήρηση αγορών που χαρακτηρίζονται από έλλειψη ανταγωνισμού. Όπως φαίνεται και στον Πίνακα Β (στήλες 3

και 4), η Ελλάδα κατατάσσεται αρκετά χαμηλά μεταξύ των χωρών της ΕΕ-25 ως προς την ευκολία επιχειρηματικής δραστηριότητας και αρκετά υψηλά ως προς τον αριθμό των απαιτούμενων διαδικασιών για την ίδρυση μιας επιχείρησης. Παράλληλα, η γραφειοκρατία ενισχύει τη δυσπιστία των ενδιαφερομένων όσον αφορά την επάρκεια του θεσμικού πλαισίου που διέπει την ανάληψη επιχειρηματικής δράσης στην Ελλάδα.

- *Τη σύνδεση του εκπαιδευτικού συστήματος με την αγορά εργασίας:* Το εκπαιδευτικό σύστημα δεν έχει προσαρμοστεί επαρκώς στις απαιτήσεις της σύγχρονης οικονομίας, γεγονός που οδηγεί στην περιορισμένη προσφορά εξειδικευμένου ανθρώπινου δυναμικού κατάλληλα καταρτισμένου για να καλύπτει τις ανάγκες τόσο των επιχειρήσεων όσο και της κοινωνίας γενικότερα. Συνέπεια του προβλήματος αυτού είναι το υψηλό ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 15-24 ετών (της τάξεως του 26% το 2005), το οποίο είναι το υψηλότερο ποσοστό στην ΕΕ-15 και το τρίτο κατά σειρά στην ΕΕ-25. Η αναντιστοιχία μεταξύ της εκπαιδευτικής διαδικασίας και των σύγχρονων αναγκών της αγοράς εργασίας για εξειδικευμένο ανθρώπινο δυναμικό, εκτός του ότι συντελεί στη διατήρηση υψηλού επιπέδου ανεργίας, με το μεγάλο κοινωνικό κόστος που αυτό συνεπάγεται, αποτελεί παράλληλα ουσιώδες εμπόδιο στην προσέλκυση ξένων επενδύσεων λόγω της σημαντικής, σε σχέση με άλλες χώρες, ανεπάρκειας του εργατικού δυναμικού σε “εφαρμοσμένες” γνώσεις, για τις οποίες η ζήτηση είναι υψηλή στην αγορά εργασίας.¹⁰ Τα προβλήματα αυτά υποδηλώνουν την ανάγκη για ποιοτική αναβάθμιση των δεξιοτήτων και των γνώσεων του εργατικού δυναμικού.
- *Την ανεπάρκεια των υποδομών σε νέες τεχνολογίες:* Παρά την αξιοσημείωτη πρόοδο που έχει σημειωθεί, οι υποδομές σε νέες τεχνολογικές εφαρμογές →

⁹ Σύμφωνα με τα στοιχεία του Πίνακα Β (στήλη 2), ο οριακός φορολογικός συντελεστής για τις επιχειρήσεις στην Ελλάδα το 2004 ήταν 35%. Ακολούθησε, όμως, σταδιακή μείωσή του στο 32% το 2005 και στο 29% το 2006, ενώ ο συντελεστής προβλέπεται να διαμορφωθεί στο 27% το 2007.

¹⁰ Αυτό οφείλεται στην περιορισμένη συνεργασία του εκπαιδευτικού συστήματος με την αγορά εργασίας.

Πίνακας Γ: Τεχνολογία – δείκτες χρήσης και δαπανών στις χώρες της ΕΕ-25

Χρήστες ευρυζωνικών δικτύων (2004) ¹		Χρήστες διαδικτύου (2004) ¹		Ερευνητές απασχολούμενοι σε έρευνα και ανάπτυξη (2004) ²		Δαπάνη για έρευνα και ανάπτυξη ως ποσοστό % επί του ΑΕΠ (2003)	
Ολλανδία	189,45	Σουηδία	756	Φινλανδία*	7.992	Σουηδία	3,98
Δανία	168,56	Μάλτα	750	Σουηδία	5.416	Φινλανδία	3,49
Βέλγιο	155,43	Δανία	696	Δανία	5.016	Δανία**	2,53
Σουηδία	152,58	Φινλανδία	629	Βέλγιο	3.478	Γερμανία	2,50
Φινλανδία	149,18	Ην. Βασίλειο	628	Γερμανία	3.261	Βέλγιο	2,33
Γαλλία	108,15	Ολλανδία	614	Γαλλία*	3.213	Αυστρία	2,22
Εσθονία	102,76	Ιταλία	501	Αυστρία**	2.968	Γαλλία	2,19
Ην. Βασίλειο	102,51	Γερμανία	500	Ιρλανδία	2.674	Ην. Βασίλειο	1,89
Αυστρία	101,27	Εσθονία	497	Σλοβενία	2.543	Ολλανδία**	1,80
Γερμανία	83,68	Αυστρία	477	Εσθονία	2.523	Σλοβενία**	1,53
Πορτογαλία	81,74	Σλοβενία	476	Ολλανδία	2.482	Τσεχία	1,27
Ιταλία	81,66	Τσεχία	470	Ισπανία*	2.195	Ιταλία**	1,16
Ισπανία	80,88	Σλοβακία	423	Λιθουανία	2.136	Ιρλανδία**	1,11
Σλοβενία	59,10	Γαλλία	414	Σλοβακία	1.984	Ισπανία	1,11
Μάλτα**	44,50	Βέλγιο	403	Πορτογαλία*	1.949	Ουγγαρία	0,95
Λιθουανία	37,56	Κύπρος	361	Τσεχία	1.594	Πορτογαλία**	0,93
Ουγγαρία	36,19	Λετονία	350	Πολωνία	1.581	Εσθονία	0,83
Ιρλανδία	33,95	Ισπανία	336	Ουγγαρία	1.472	Λιθουανία	0,69
Πολωνία	32,67	Βουλγαρία	283	Λετονία	1.434	Ελλάδα***	0,65
Λετονία	16,86	Λιθουανία	282	Ελλάδα	1.413	Σλοβακία	0,59
Τσεχία	16,46	Πορτογαλία	281	Βουλγαρία	1.263	Πολωνία	0,56
Κύπρος*	12,29	Ουγγαρία	267	Ιταλία*	1.213	Βουλγαρία	0,50
Σλοβακία	11,63	Ιρλανδία	265	Ρουμανία	976	Ρουμανία	0,40
Βουλγαρία*	5,56	Πολωνία	236	Μάλτα	694	Λετονία	0,38
Ελλάδα	4,65	Ρουμανία	208	Κύπρος*	563	Κύπρος***	0,27
Ρουμανία**	0,72	Ελλάδα	177	Ην. Βασίλειο	. . .	Μάλτα	0,27

1 Ανά 1.000 κατοίκους.

2 Ανά εκατομμύριο κατοίκων.

* Στοιχεία μέχρι το 2003.

** Στοιχεία μέχρι το 2002.

*** Στοιχεία μέχρι το 2001.

Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα (World Development Indicators).

→ (ευρυζωνικά δίκτυα-ADSL, τηλεπικοινωνίες κ.α.) εξακολουθούν να χαρακτηρίζονται από σημαντική υστέρηση σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες της ΕΕ-25. Παράλληλα, η ουσιαστική υστέρηση τόσο ως προς το επίπεδο γνώσεων και δεξιοτήτων του ανθρώπινου δυναμικού όσο και ως προς τους πόρους που διατίθενται για έρευνα και τεχνολογία αποτρέπει τη διάχυση των νέων εφαρμογών και περιορίζει τη δυνατότητα επένδυσης σε κλάδους υψηλής τεχνολογίας. Τα στοιχεία που καταγράφονται στον Πίνακα Γ είναι ενδεικτικά της τεχνολογικής

υστέρησης της χώρας μας σε σχέση με τις άλλες χώρες της ΕΕ-25.

Όπως φαίνεται από τα παραπάνω, και λόγω του μικρού μεγέθους της εγχώριας αγοράς, η δυνατότητα προσέλκυσης ξένων άμεσων επενδύσεων οριζόντιας ολοκλήρωσης είναι περιορισμένη. Επομένως, ο βασικός στόχος πρέπει να είναι η προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων που αποσκοπούν σε εξαγωγικές δραστηριότητες. Λόγω του συγκριτικά υψηλότερου κόστους παραγωγής, οι επενδύσεις αυτές πρέπει να αφορούν κλάδους σημαντικής →

→ προστιθέμενης αξίας, που είναι συνήθως προσανατολισμένοι στην υψηλή ή τουλάχιστον στη μεσαία τεχνολογία. Η γεωγραφική θέση της Ελλάδος, αν και μειονεκτική ως προς τα υπόλοιπα μέλη της ΕΕ, είναι συγκριτικά πλεονεκτική ως πύλη εισόδου για τις Βαλκανικές χώρες, τη Μέση Ανατολή και τη Βόρεια Αφρική. Επιπρόσθετα, θα μπορούσε να λειτουργήσει ως πύλη εισόδου στην Ευρώπη για εταιρίες μεγάλων αναπτυσσόμενων οικονομιών. Για την επίτευξη αυτού του στόχου απαιτούνται μέτρα για την ουσιαστική απλούστευση των γραφειοκρατικών διαδικασιών, την ενίσχυση της έρευνας και της ανάπτυξης νέων μορφών τεχνολογίας, καθώς και τη βελτίωση του εκπαιδευτικού συστήματος, μεταξύ άλλων προς την κατεύθυνση της αποτελεσματικότερης σύνδεσής του με την αγορά εργασίας. Η λήψη μέτρων προς την κατεύθυνση αυτή αναμένεται να συμβάλει στην ποιοτική αναβάθμιση και ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας και –για το λόγο αυτό– και στην ευρύτερη κοινωνική αποδοχή των ξένων άμεσων επενδύσεων. Τα στοιχεία που παρουσιάζονται στους Πίνακες Β και Γ αποκαλύπτουν ότι, αν και η ελληνική οικονομία παρουσιάζει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και μακροοικονομική σταθερότητα, εξακολουθούν να υπάρχουν διαρθρωτικές αδυναμίες, με αποτέλεσμα η προσέλκυση ξένων επενδυτών να καθλώνεται σε ιδιαιτέρως χαμηλά επίπεδα. Οι αδυναμίες αυτές αντανακλώνται στα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και στο μεγάλο κόστος εξυπηρέτησης του εξωτερικού δανεισμού και τελικά επηρεάζουν αρνητικά την ανάπτυξη.

Χρήσιμες μελέτες για τις ξένες άμεσες επενδύσεις

Baldwin, R., Forslid, R., Martin, P., Ottaviano, G., Robert-Nicoud, F. (2003), *Economic Geography and Public Policy*, Princeton University Press.

Baltagi, B.H., Egger, P., Pfaffermayr, M., "Estimating Models of Complex FDI: Are There Third-Country Effects?", *Journal of Econometrics*, υπό έκδοση.

Bloningen, B.A., Davies, R.B., Head, K. (2003), "Estimating the Knowledge-Capital Model of the Multinational Enterprise: Comment", *The American Economic Review*, 93, No. 3, 980-94.

Brainard, L.S. (1997), "An Empirical Assessment of the Proximity-Concentration Trade-off Between Multinational Sales and Trade", *The American Economic Review*, 87, No. 4, 520-44.

Carr, D.L., Markusen, J.R., Maskus, K.E. (2001), "Estimating the Knowledge-Capital Model of the Multinational Enterprise", *The American Economic Review*, 91, No. 3, 693-708.

Ekholm, K., Forslid, R., Markussen J.R., "Export-Platform Foreign Direct Investment", *Journal of the European Economic Association*, υπό έκδοση.

ECB (2005), "Competitiveness and the export performance of the euro area", Occasional Paper Series No. 30.

ECB (2006), "Competitiveness and the export performance of the euro area", *Monthly Bulletin*, Ιούλιος.

IMF (2006), *Greece: Selected Issues*, Country Report No. 06/5.

OECD (2005), *Economic Survey of Greece*.

Yi, K.-M. (2003), "Can vertical specialization explain the growth of world trade?" *Journal of Political Economy*, Vol. 111(1), 52-102.

εισοδή ύψους 2.542 εκατ. ευρώ στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, δεδομένου ότι η εισροή κεφαλαίων μη κατοίκων για τοποθετήσεις στην Ελλάδα (κυρίως σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και μετοχές ελληνικών επιχειρήσεων, ύψους 6.734 και

4.211 εκατ. ευρώ, αντίστοιχα) υπεραντιστάθμισε την εξόφληση βραχυπρόθεσμων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς και την εκροή κεφαλαίων κατοίκων για τοποθετήσεις τόσο σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια όσο και σε μετοχές επιχειρήσεων του εξωτερικού. (Σημει-

ώνεται ότι οι αγορές ελληνικών ομολόγων από ξένους επενδυτές παρουσίασαν μεγάλη κάμψη κατά τους πρώτους μήνες του έτους, με εξαίρεση το Μάιο, εξέλιξη η οποία αποδίδεται εν μέρει στην ανάκαμψη της διεθνούς χρηματιστηριακής αγοράς το πρώτο τετράμηνο του έτους.) Στην κατηγορία των “λοιπών” επενδύσεων, η καθαρή εισροή 9.476 εκατ. ευρώ αντανakλά το γεγονός ότι η εισροή κεφαλαίων (ύψους 13.547 εκατ. ευρώ), κυρίως για τοποθετήσεις μη κατοίκων σε καταθέσεις και *repos* στην Ελλάδα, υπερέβη κατά πολύ την εκροή κεφαλαίων (ύψους 4.071 εκατ. ευρώ), κυρίως για αντίστοιχες τοποθετήσεις στο εξωτερικό από κατοίκους.

Τέλος, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας αυξήθηκαν στη διάρκεια των πρώτων επτά μηνών του τρέχοντος έτους κατά 239 εκατ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 2,2 δισεκ. ευρώ στο τέλος Ιουλίου του 2006.⁸⁵

⁸⁵ Υπενθυμίζεται ότι από την ένταξη της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ τον Ιανουάριο του 2001 τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χρυσό, τη “συναλλαγματική θέση” στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα “ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα” και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συνάλλαγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ, και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

V. Η τρέχουσα κατάσταση και οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας

1. Η τρέχουσα κατάσταση της οικονομίας

Όπως αναφέρθηκε στα προηγούμενα κεφάλαια, η μεγάλη αύξηση της εγχώριας ζήτησης και η βελτίωση της ζήτησης από το εξωτερικό εκτιμάται ότι έχουν διατηρήσει το ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας σε υψηλό επίπεδο το 2006. Παράλληλα όμως, η αύξηση της εγχώριας ζήτησης, η οποία δεν καλύπτεται από την εγχώρια παραγωγή, έχει οδηγήσει σε άνοδο των εισαγωγών αγαθών και, μαζί με την αύξηση της αξίας των εισαγωγών πετρελαίου (λόγω της ανόδου της τιμής του στις διεθνείς αγορές μέχρι τον Αύγουστο), συντελεί στη διαμόρφωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε ανησυχητικά υψηλό επίπεδο καθώς και στη διατήρηση του πληθωρισμού σχεδόν στο επίπεδο του 2005 (που ήταν σχετικά υψηλό).

Εξάλλου, όπως προκύπτει από την ανάλυση των εθνικών λογαριασμών, κατά την περίοδο μετά την υιοθέτηση του ευρώ από την Ελλάδα το 2001, στην άνοδο του ΑΕΠ συνέβαλε κυρίως (σχεδόν κατά τα 2/3) η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και, σε μικρότερο βαθμό, η αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων (βλ. Πίνακα V.1). Δεδομένου πάντως ότι οι επενδύσεις αυξήθηκαν με ταχύτερο ρυθμό από ό,τι το ΑΕΠ, ο λόγος των επενδύσεων προς το ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι την προ του 2001 περίοδο. Το γεγονός ότι στην οικονομική μεγέθυνση έχει συμβάλει κυρίως η αύξηση της κατανάλωσης — και μάλιστα αν ληφθούν υπόψη οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας — έχει δυσμενείς συνέπειες για τον πληθωρισμό, την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και το εξωτερικό χρέος, και επομένως για τις μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης.

Π ί ν α κ α ς V.1

Η συμβολή των στοιχείων της ζήτησης στην άνοδο του ΑΕΠ (2001-2005)

(Συμβολή σε εκατοστιαίες μονάδες, ετήσιες μεταβολές σε ποσοστά %)

	2001		2002		2003		2004		2005		Μέση συμβολή 2001-2005	Μέση ¹ μεταβολή 2001-2005
	Συμβολή	Μεταβολή	Συμβολή	Μεταβολή	Συμβολή	Μεταβολή	Συμβολή	Μεταβολή	Συμβολή	Μεταβολή		
ΑΕΠ	5,1	5,1	3,8	3,8	4,8	4,8	4,7	4,7	3,7	3,7	4,4	4,4
Εγχώρια ζήτηση	3,9	3,1	5,0	5,0	6,2	6,2	5,2	5,2	2,6	2,3	4,6	4,1
Μεταβολή αποθεμάτων-στατιστ. διαφορές	-0,5	...	0,4	...	-0,1	...	0,0	...	0,0	...	0,0	...
Εξωτερικός τομέας (καθαρές εξαγωγές)	1,7	...	-1,6	...	-1,3	...	-0,5	...	1,1	...	-0,2	...
Εξαγωγές	-0,2	-1,0	-1,9	-7,7	0,2	1,0	2,5	11,5	0,7	3,0	0,2	1,3
Εισαγωγές	1,9	-5,2	0,3	-0,8	-1,5	4,8	-3,0	9,3	0,4	-1,2	-0,4	1,4
Εγχώρια ζήτηση	3,9	3,1	5,0	5,0	6,2	5,5	5,2	4,7	2,6	2,3	4,6	4,1
Κατανάλωση	2,3	2,7	3,6	4,3	2,7	3,2	3,7	4,4	3,0	3,6	3,1	3,6
Ιδιωτική	2,5	3,5	2,5	3,6	3,0	4,5	3,3	4,7	2,5	3,7	2,8	4,0
Δημόσια	-0,2	-1,0	1,1	7,5	-0,3	-2,1	0,4	2,8	0,5	3,1	0,3	2,1
Επενδύσεις	1,6	6,5	1,4	5,7	3,4	13,7	1,5	5,7	-0,4	-1,4	1,5	6,0
Δημόσιες	0,1	2,4	0,0	-1,1	0,6	16,4	0,3	7,7	-0,6	-13,6	0,1	2,3
Σε κατοικίες	0,2	4,8	0,4	8,8	0,4	7,3	0,0	-0,6	-0,1	-1,4	0,2	3,8
Επιχειρηματικές	1,2	8,2	1,0	6,5	2,4	15,1	1,2	7,0	0,3	1,5	1,2	7,7

¹ Αριθμητικός μέσος όρος.

Σημείωση: Τα αναλυτικά στοιχεία της αναθεώρησης του ΑΕΠ από το 2000 και μετά δεν ήταν διαθέσιμα πριν ολοκληρωθεί η εκτίμηση της παρούσας έκθεσης και γι' αυτό δεν έχουν ληφθεί υπόψη.

Πηγή: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών και ΕΣΥΕ.

Όσον αφορά την κατάσταση των δημόσιων οικονομικών, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, αφού μειώθηκε σημαντικά το 2005, προβλέπεται ότι θα μειωθεί περαιτέρω στο 2,6% του ΑΕΠ εφέτος, σύμφωνα με το Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΕΠΣΑ) 2005–2008. Ωστόσο, το δημόσιο χρέος, αν και προβλέπεται ότι θα παρουσιάσει μικρή περαιτέρω μείωση ως ποσοστό του ΑΕΠ, θα παραμείνει ιδιαίτερα υψηλό.

Όπως έχει τονιστεί επανειλημμένα σε προηγούμενες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, για τη διασφάλιση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης σε μόνιμη βάση απαιτείται δημοσιονομική εξυγίανση, επίτευξη της σταθερότητας των τιμών και μετασχηματισμός της ελληνικής οικονομίας – κυρίως μέσω διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων – σε μια οικονομία της οποίας η ανάπτυξη θα στηρίζεται κυρίως στις εξαγωγές και τις επιχειρηματικές επενδύσεις.

1.1. Οικονομική δραστηριότητα και ζήτηση

Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ (σε σταθερές τιμές) αναμένεται ότι θα διαμορφωθεί γύρω στο 3,8% το 2006, έναντι 3,7% το 2005.¹ Ο υψηλός αυτός ρυθμός εκτιμάται ότι στηρίζεται κυρίως από την ισχυρή άνοδο της εγχώριας ζήτησης, αλλά και από την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών αγαθών. Αντίθετα, οι εξαγωγές υπηρεσιών (σε σταθερές τιμές) εκτιμάται ότι παρουσιάζουν μόνο μικρή αύξηση, καθώς η άνοδος των εισπράξεων από τον τουρισμό φαίνεται να αντισταθμίζεται από τη μικρή μείωση ή στασιμότητα των εισπράξεων από μεταφορικές (κυρίως ναυτιλιακές) και “λοιπές” υπηρεσίες. Επίσης, οι εισαγωγές αγαθών εκτιμάται ότι καλύπτουν σημαντικό μέρος της αυξημένης εγχώριας ζήτησης (κυρίως επειδή αυτή σε μεγάλο βαθμό αφορά προϊόντα που δεν παράγονται εγχωρίως, π.χ. διάφορα

διαρκή καταναλωτικά αλλά και κεφαλαιακά αγαθά) και έτσι το έλλειμμα του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών (σε εθνικολογιστική βάση)² διευρύνεται σημαντικά. Η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι παρουσιάζει έντονη άνοδο, η οποία οφείλεται στην ενίσχυση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, τη συνεχιζόμενη ταχεία επέκταση της καταναλωτικής πίστης και τη σωρευτική άνοδο της αξίας των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών τα τελευταία έτη, καθώς και στην αύξηση της απασχόλησης. Οι συνολικές επενδύσεις εκτιμάται ότι αυξάνονται αισθητά το 2006, μετά τη μικρή μείωσή τους το 2005, αφενός λόγω της επιτάχυνσης του ρυθμού ανόδου των επιχειρηματικών επενδύσεων και αφετέρου λόγω της ανάκαμψης των επενδύσεων σε κατοικίες, οι οποίες είχαν μειωθεί ελαφρά το 2004 και το 2005, και των δημόσιων επενδύσεων, οι οποίες είχαν περικοπεί σημαντικά το 2005.

Σε γενικές γραμμές οι εξελίξεις των στοιχείων της ζήτησης το 2006 ακολουθούν τις τάσεις της προηγούμενης πενταετίας (βλ. Πίνακα V.1). Ο υψηλός μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης την περίοδο 2001-2005 (4,4%) στηρίχθηκε κυρίως στην εγχώρια ζήτηση (μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης 4,1%), ενώ ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών ήταν σημαντικά χαμηλό-

¹ Η αναθεωρημένη εκτίμηση για την άνοδο του ΑΕΠ το 2006 (3,8%) συμπίπτει με την αρχική πρόβλεψη που είχε περιληφθεί στον Προϋπολογισμό του 2006 και στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2005-2008 (Δεκέμβριος 2005), ενώ είναι ελαφρά υψηλότερη από προηγούμενες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος (*Νομισματική Πολιτική 2005-2006*, Φεβρουάριος 2006, και *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005*, Απρίλιος 2006) καθώς και διαφόρων διεθνών οργανισμών και αναλυτών. Η διαφορά οφείλεται στη μεγαλύτερη του αναμενομένου άνοδο της εγχώριας ζήτησης, η οποία όμως συνέβαλε και σε υψηλότερο του αναμενομένου έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

² Δηλαδή η αρνητική διαφορά μεταξύ εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών σε σταθερές τιμές.

τερος (1,3%).³ Ειδικότερα, ενώ οι εξαγωγές αγαθών έμειναν ουσιαστικά στάσιμες μεταξύ 2000 και 2005 (μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης: 0,1%), κυρίως λόγω της χαμηλής διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, οι εξαγωγές υπηρεσιών αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,9%, κυρίως χάρη στο δυναμικό τομέα της εμπορικής ναυτιλίας.

1.2 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εκτιμάται ότι θα διευρυνθεί κατά περίπου τρεις εκατοστιαίες μονάδες και θα προσεγγίσει το 11% του ΑΕΠ το 2006 (ενώ το 2005 είχε αυξηθεί κατά μιάμιση εκατοστιαία μονάδα του ΑΕΠ). Η επίδραση της ανόδου της τιμής του πετρελαίου μέχρι τον Αύγουστο, η σημαντική αύξηση του όγκου των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (περιλαμβανομένων των πλοίων) και οι αυξημένες πληρωμές τόκων για το χρέος που διακρατείται από κατοίκους εξωτερικού είναι οι κυριότερες εξελίξεις που υπεραντισταθμίζουν την ευνοϊκή επίδραση της ταχύτερης ανόδου των εξαγωγών αγαθών. Η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και η διατήρησή του σε υψηλά επίπεδα την πενταετία 2001-2005 (7,3% του ΑΕΠ κατά μέσον όρο) οδήγησε σε σημαντική αύξηση της αρνητικής “διεθνούς επενδυτικής θέσης”⁴ της Ελλάδος, από 59 δισεκ. ευρώ (47,5% του ΑΕΠ) στο τέλος του 2000 σε 148 δισεκ. ευρώ (82% του ΑΕΠ) στο τέλος του 2005. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά κυρίως την άνοδο του δημόσιου χρέους που διακρατείται από μη κατοίκους της χώρας και δευτερευόντως την αύξηση των καταθέσεων στην Ελλάδα από μη κατοίκους (κυρίως από πιστωτικά ιδρύματα άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο του συστήματος TARGET), την αύξηση της διακράτησης μετοχών ελληνικών επιχειρήσεων από μη κατοίκους και, τέλος, την άνοδο του υπολοίπου των ξένων άμεσων επενδύσεων στην Ελλάδα. Λόγω της αύξη-

σης του καθαρού υπολοίπου των υποχρεώσεων των κατοίκων έναντι των μη κατοίκων, οι καθαρές πληρωμές τόκων επί του εξωτερικού χρέους (δημόσιου και ιδιωτικού) έφθασαν στο ισοδύναμο του 2,4% του ΑΕΠ το 2005 και αναμένεται ότι θα προσεγγίσουν το 3% του ΑΕΠ το 2006.

1.3 Πληθωρισμός, διεθνής ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων

Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ αναμένεται να διαμορφωθεί στο 3,3% το 2006, δηλαδή σχεδόν όσο και το 2005, καθώς η σταδιακή εξάλειψη της επίδρασης της αύξησης των έμμεσων φόρων τον Απρίλιο του 2005 αντισταθμίζεται κυρίως από την επίδραση της ανόδου της τιμής του πετρελαίου στην παγκόσμια αγορά μέχρι τον Αύγουστο, καθώς και από τη σημαντικά ταχύτερη (σε σύγκριση με το 2005) άνοδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.⁵ Ο πυρήνας του πληθωρισμού (όπως μετρείται με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη

3 Οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,4% την ίδια περίοδο. Υπενθυμίζεται ότι: (α) Το ΑΕΠ υπολογίζεται ως το άθροισμα της εγχώριας ζήτησης (δηλαδή της ιδιωτικής και της δημόσιας κατανάλωσης και των επενδύσεων) και των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, από το οποίο στη συνέχεια αφαιρούνται οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών. Επομένως η αύξηση των εισαγωγών συμβάλλει αρνητικά στη μεταβολή του ΑΕΠ. (β) Ως απόλυτο μέγεθος, οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών σε σταθερές τιμές είναι σημαντικά υψηλότερες από τις εξαγωγές (κατά 35-50% την τελευταία εξαετία).

4 Η “διεθνής επενδυτική θέση” της χώρας είναι η διαφορά μεταξύ του υπολοίπου των χρηματοοικονομικών απαιτήσεων και του υπολοίπου των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των κατοίκων της Ελλάδος έναντι των μη κατοίκων. Για παράδειγμα, οι άμεσες επενδύσεις στο εξωτερικό από κατοίκους Ελλάδος, οι ομολογιακοί τίτλοι έκδοσης εξωτερικού που διακρατούνται από κατοίκους, καθώς και οι καταθέσεις ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων στο εξωτερικό συνιστούν απαιτήσεις των κατοίκων έναντι των μη κατοίκων. Οι άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα από μη κατοίκους της χώρας, τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου που διακρατούνται από μη κατοίκους και οι καταθέσεις στην Ελλάδα από μη κατοίκους συνιστούν υποχρεώσεις των κατοίκων έναντι των μη κατοίκων (βλ. και Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2000, Απρίλιος 2001, Πλαίσιο VIII.1, σελ. 219-221).

5 Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ αναμένεται να διαμορφωθεί επίσης στο 3,3% το 2006 έναντι 3,5% το 2005.

επεξεργασμένων ειδών διατροφής) αναμένεται να υποχωρήσει (στο 2,8%, από 3,2% το 2005), εξ ολοκλήρου λόγω της εξάλειψης της επίδρασης των έμμεσων φόρων που επιβλήθηκαν πέρυσι (όπως προαναφέρθηκε).⁶

Την περίοδο 2001-2005 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στην Ελλάδα υπερέβαινε τον αντίστοιχο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ κατά 1,3 εκατοστιαία μονάδα, παραμένοντας σχετικά υψηλός. Την ίδια περίοδο η διαφορά μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ως προς την μέση ετήσια άνοδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ήταν ακόμη μεγαλύτερη (δύο εκατοστιαίες μονάδες – βλ. Πίνακα IV.3 στη σελ. 108). Βεβαίως, το επίπεδο των τιμών στην Ελλάδα είναι χαμηλότερο από το μέσο επίπεδο των τιμών στη ζώνη του ευρώ και σταδιακά συγκλίνει προς αυτό. Στο βαθμό που αυτή η διαδικασία σύγκλισης των τιμών αφορά και *μη διεθνώς εμπορεύσιμα* αγαθά και υπηρεσίες, η διαφορά πληθωρισμού δεν υποδηλώνει κατ' ανάγκην ίσης έκτασης επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας.⁷ Πάντως, η μείωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές προκύπτει και από το γεγονός ότι η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (έναντι των 27 κυριότερων εμπορικών εταίρων της χώρας) με βάση τις τιμές καταναλωτή (δηλαδή οι σχετικές τιμές καταναλωτή εκφρασμένες σε κοινό νόμισμα) αυξήθηκε συνολικά μεταξύ του 2000 και του 2006 κατά 14% περίπου, ενώ με βάση το κόστος εργασίας (δηλαδή το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση εκφρασμένο σε κοινό νόμισμα) αυξήθηκε συνολικά κατά 34%. Στην ίδια εξαιτία, η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (σταθμισμένη με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος) αυξήθηκε συνολικά σχεδόν κατά 9% (ανατίμηση του ευρώ).⁸

Επομένως, το γεγονός ότι δεν έχει επιτευχθεί σταθερότητα των τιμών και ο πληθωρισμός

στην Ελλάδα παραμένει υψηλότερος από ό,τι στη ζώνη του ευρώ επηρεάζει δυσμενώς τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της χώρας και τελικά τις προοπτικές της οικονομικής ανάπτυξης και της απασχόλησης. Επιπλέον, είναι αυτονόητο ότι συνεπάγεται “ακρίβεια” για τους πολίτες, δηλαδή διαβρώνει την αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων, ιδιαίτερα των οικονομικά ασθενεστέρων και εκείνων που τα ονομαστικά εισοδήματά τους είναι κατ' ουσίαν σταθερά.

1.4 Δημοσιονομικές εξελίξεις

Τα δημοσιονομικά στοιχεία για την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2006 υποδηλώνουν ορισμένες πιέσεις για υπέρβαση των ετήσιων προβλέψεων του προϋπολογισμού για τις πρωτογενείς τακτικές δαπάνες. Οι πιέσεις αυτές θα πρέπει να ελεγχθούν προκειμένου να επιτευχθεί ο ετήσιος στόχος για το έλλειμμα χωρίς περικοπή των δαπανών για δημόσιες επενδύσεις. Συγκεκριμένα, στο ΕΠΣΑ προβλέπεται ότι εφέτος (α) θα επιτευχθεί περαιτέρω μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης, κατά 1,9 εκατοστιαία μονάδα έναντι του 2005, στο 2,6% του ΑΕΠ (σε σύγκριση με μέσο έλλειμμα ίσο με 5,4% του ΑΕΠ την περίοδο 2001-2005 – βλ. Πίνακα V.2) και (β) το χρέος της γενικής κυβέρνησης θα μειωθεί στο 104,3% του ΑΕΠ (από 107,5% το 2005 και 109,5% κατά μέσον όρο την περίοδο 2001-2005 – βλ. Πίνακες V.2 και V.3). (Επισημαίνεται ότι στο Προσχέδιο του Προϋπολογισμού του 2007 που κατατέθηκε στη Βουλή στις 2.10.2006 περιλαμβάνονται αναθεωρημένα στοιχεία, σύμφωνα με τα οποία το έλλειμμα τελικά έφθασε στο 7,4% του ΑΕΠ το 2004 και

⁶ Ο πυρήνας του πληθωρισμού (όπως μετρείται με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του ΔΤΚ χωρίς τις τιμές των καυσίμων και των νωπών σπαροκηπευτικών) θα υποχωρήσει στο 2,6% (από 3,1% το 2005).

⁷ Βλ. και Κεφάλαιο IV.1.1, υποσημείωση 2, στη σελ. 100.

⁸ Βλ. Πίνακα IV.13 και Διάγραμμα IV.23 στη σελ. 137.

Πίνακας V.2

Έλλειμμα και χρέος γενικής κυβέρνησης (2001-2005)

(Ως ποσοστό % του ΑΕΠ)

	2001	2002	2003	2004	2005	Σταθμικός μέσος όρος πενταετίας
Έλλειμμα/πλεόνασμα γενικής κυβέρνησης ¹	-4,9	-4,9	-5,8	-6,9	-4,5	-5,4
Πρωτογενές έλλειμμα/πλεόνασμα	2,2	1,1	-0,3	-1,5	0,5	0,3
Κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα/πλεόνασμα	-4,3	-5,0	-5,7	-7,3	-4,9	-5,5
Κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές έλλειμμα/πλεόνασμα	2,8	1,1	-0,3	-1,9	0,1	0,2
Δημόσιο χρέος	114,1	110,7	107,8	108,5	107,5	109,5

¹ Ο ορισμός του ελλείμματος είναι σύμφωνα με τον κανονισμό της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος.

Σημείωση: Στο προσχέδιο του Προϋπολογισμού του 2007 που κατατέθηκε στη Βουλή στις 2.10.2006 περιλαμβάνονται αναθεωρημένα στοιχεία για το έλλειμμα το 2004 και το 2005. Τα σχετικά αναλυτικά στοιχεία δεν ήταν διαθέσιμα πριν ολοκληρωθεί η εκτύπωση της παρούσας έκθεσης.

Πηγές: Εθνική Στατιστική Υπηρεσία της Ελλάδος (γνωστοποίηση στοιχείων προς τη Eurostat στις 31 Μαρτίου 2006) και εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

στο 5,1% του ΑΕΠ το 2005. Επίσης, το χρέος της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα μειωθεί στο 104,8% του ΑΕΠ εφέτος. Τα σχετικά αναλυτικά στοιχεία δεν ήταν διαθέσιμα πριν ολοκληρωθεί η εκτύπωση της παρούσας έκθεσης).

Παρά την προβλεπόμενη στο ΕΠΣΑ σημαντική μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος το 2006 για δεύτερο κατά σειρά έτος, οι δημοσιονομικές ανισορροπίες παραμένουν εξαιρετικά μεγάλες, αν ληφθεί υπόψη ότι η δημοσιονομική προσαρμογή έχει εν μέρει στηριχθεί σε προσωρινά μέτρα, ότι το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ προβλέπεται να μειωθεί μόνον ελαφρά και να διαμορφωθεί στο 104,8% του ΑΕΠ στο τέλος του 2006 (σύμφωνα με το Προσχέδιο του Προϋπολογισμού του 2007), καθώς και ότι οι συνέπειες της γήρανσης του πληθυσμού, αν δεν αντιμετωπιστούν εγκαίρως με μέτρα πολιτικής, θα οδηγήσουν μακροχρόνια σε πολύ μεγάλη αύξηση των δημόσιων δαπανών και επιδείνωση της δημοσιονομικής θέσης. Σημειώνεται ότι η διαρθρωτική δημοσιονομική προσαρμογή που έχει επιτευχθεί δεν είναι μεν αμελητέα, αλλά παραμένει ανεπαρκής. Το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ήταν κατά μέσον όρο ίσο με 5,5% του ΑΕΠ την περίοδο 2001-2005 (4,9% το 2005 – βλ. Πίνακα V.2) και –εάν επαληθευθούν οι προβλέψεις του ΕΠΣΑ για το “ονομαστικό” έλλειμμα–

θα υποχωρήσει στο 3,0% του ΑΕΠ εφέτος. Επίσης, το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης ήταν κατά μέσον όρο ίσο με μόλις 0,2% του ΑΕΠ την περίοδο 2001-2005 (0,1% το 2005) και –εάν επαληθευθούν οι προβλέψεις του ΕΠΣΑ για το “ονομαστικό” πρωτογενές πλεόνασμα– θα αυξηθεί στο 1,7% του ΑΕΠ εφέτος.

2. Προκλήσεις για την οικονομική πολιτική

2.1 Νομισματική πολιτική και επίτευξη της σταθερότητας των τιμών

Με την υιοθέτηση του ευρώ από την Ελλάδα το 2001, η Τράπεζα της Ελλάδος δεν ασκεί πλέον τη νομισματική πολιτική σε εθνικό επίπεδο, καθώς η ενιαία νομισματική πολιτική ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ). Η αξιοπιστία της ενιαίας νομισματικής πολιτικής έχει συμβάλει σε μεγάλη μείωση του πληθωρισμού, των πληθωριστικών προσδοκιών και των επιτοκίων, βελτιώνοντας έτσι ριζικά το μακροοικονομικό περιβάλλον. Πράγματι, ο πληθωρισμός ήταν ιδιαίτερα υψηλός την 25ετία 1972-1996 (μέση ετήσια αύξηση του ΔΤΚ: 16,3%), αλλά τα τελευταία έτη πριν από την ένταξη στη ζώνη του ευρώ υποχώρησε σημαντικά (μέση ετήσια

αύξηση του ΕνΔΤΚ την περίοδο 1997-2000: 3,7%) και κατά την περίοδο από την ένταξη έως σήμερα (2001-2006) διαμορφώθηκε κατά μέσον όρο στο 3,5%. Όμως, η σταθερότητα των τιμών (δηλαδή πληθωρισμός κάτω αλλά πλησίον του 2%) δεν έχει επιτευχθεί και ο πληθωρισμός στην Ελλάδα παραμένει σημαντικά υψηλότερος από ό,τι στη ζώνη του ευρώ.

Όσον αφορά τη νομισματική πολιτική, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει ήδη αυξήσει τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ πέντε φορές από το Δεκέμβριο του 2005 και συνεχίζει να παρακολουθεί προσεκτικά τις οικονομικές και τις νομισματικές εξελίξεις προκειμένου να αποτραπούν οι κίνδυνοι αύξησης του πληθωρισμού και να εξασφαλιστεί σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Καθώς τα βασικά επιτόκια (σε ονομαστικούς και πραγματικούς όρους) παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα και παράλληλα η αύξηση της ποσότητας χρήματος και των πιστώσεων συνεχίζεται με υψηλούς ρυθμούς και η ρευστότητα παραμένει μεγάλη στη ζώνη του ευρώ, η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ εξακολουθεί να είναι διευκολυντική. Στο βαθμό όμως που θα συνεχίζουν να επιβεβαιώνονται οι υποθέσεις και οι προβλέψεις της ΕΚΤ για τις οικονομικές και τις νομισματικές εξελίξεις και προοπτικές, θα παραμένει εύλογη η περαιτέρω άρση του διευκολυντικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής. Η έγκαιρη παρέμβαση για τον περιορισμό των πληθωριστικών πιέσεων έχει ιδιαίτερη σημασία για να συγκρατηθούν οι πληθωριστικές προσδοκίες σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών, έτσι ώστε η ενιαία νομισματική πολιτική να συνεχίσει να συμβάλει στη στήριξη διατηρήσιμης οικονομικής ανάπτυξης και στη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας στη ζώνη του ευρώ. Είναι γνωστό ότι η ενιαία νομισματική πολιτική αποβλέπει στην επίτευξη σταθερότητας τιμών στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Ωστόσο, οι αυξήσεις των βασι-

κών επιτοκίων κατά την τρέχουσα περίοδο είναι συνεπείς και με την επιδίωξη μείωσης του πληθωρισμού στην Ελλάδα, όπου —όπως προαναφέρθηκε— οι νομισματικές συνθήκες είναι χαλαρότερες από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Με την έννοια αυτή, η αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ που άρχισε το Δεκέμβριο του 2005 αναμένεται ότι θα συμβάλει μελλοντικά στη μείωση του πληθωρισμού στη χώρα μας. Επειδή όμως η διαφορά πληθωρισμού με τη ζώνη του ευρώ είναι αισθητή, για την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών στην Ελλάδα θα απαιτηθεί η συμβολή και άλλων πολιτικών — συγκεκριμένα της δημοσιονομικής πολιτικής, της διαμόρφωσης των μισθολογικών αυξήσεων και του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε επίπεδα συμβατά με την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών, καθώς και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που βελτιώνουν την παραγωγικότητα, αυξάνουν την ευελιξία των αγορών εργασίας και προϊόντων και ενισχύουν τον ανταγωνισμό. Σε μια πιο ευέλικτη οικονομία, η νομισματική πολιτική θα είναι πιο αποτελεσματική, καθώς θα είναι σε θέση να αντισταθμίζει τυχόν διαταραχές και να διασφαλίζει τη σταθερότητα των τιμών σε συντομότερο διάστημα και με μικρότερες διακυμάνσεις της παραγωγής και της απασχόλησης.

2.2 Οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αντικατοπτρίζει τις βασικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας. Η αύξηση του ελλείμματος και η διατήρησή του σε υψηλά επίπεδα τα τελευταία χρόνια οφείλεται στην υποχώρηση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές και στο χαμηλό επίπεδο της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, το οποίο αντανακλάται και στη σύνθεση του εξωτερικού εμπο-

ρίου αγαθών. Αν και κατά την περίοδο μετά το 2000 οι ελληνικές εξαγωγές προς τις αγορές των αναδυόμενων οικονομιών αυξάνονται με σχετικά ταχύ ρυθμό και το μερίδιο των εξαγωγών προϊόντων μέσης και υψηλής τεχνολογίας στο σύνολο των εξαγωγών έχει διευρυνθεί αισθητά, η οικονομία δεν έχει ακόμη αναπτύξει επαρκώς την παραγωγή προϊόντων εξειδικευμένης εργασίας και υψηλής τεχνολογίας (βλ. Κεφάλαιο IV.5.1.1). Η διαμόρφωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε υψηλά επίπεδα οφείλεται επίσης στο γεγονός ότι ο ρυθμός ανάπτυξης είναι επί σειράν ετών ταχύτερος από ό,τι στην Ευρωπαϊκή Ένωση ή στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Εάν το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εξεταστεί ως η διαφορά μεταξύ των συνολικών επενδύσεων και της συνολικής αποταμίευσης, προκύπτει ότι οφείλεται και στο ότι είναι σχετικά υψηλό το επίπεδο των επενδύσεων, κυρίως των επιχειρηματικών, και παράλληλα παρατηρείται υστέρηση της αποταμίευσης λόγω αφενός των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και αφετέρου της καταναλωτικής συμπεριφοράς των νοικοκυριών. Βεβαίως, λόγω της συμμετοχής στη νομισματική ένωση, τα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχουν χρηματοδοτηθεί άνετα, με πολύ ευνοϊκότερους όρους από αυτούς που θα ήταν εφικτοί πριν από την υιοθέτηση του ευρώ.⁹ Όμως, η διατήρηση μεγάλων ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών θα υπονομεύσει τις μακροχρόνιες αναπτυξιακές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Τα ελλείμματα, στο βαθμό που οφείλονται σε υψηλά επίπεδα της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων σε κατοικίες, οδηγούν σε αύξηση του εξωτερικού χρέους χωρίς παράλληλη ενίσχυση του παραγωγικού και εξαγωγικού δυναμικού και, συνεπώς, χωρίς βελτίωση της ικανότητας της οικονομίας να εξυπηρετεί το χρέος της. Αντίθετα, στο βαθμό που τα ελλείμματα αντανakλούν αύξηση των δημόσιων και των επιχειρηματικών επενδύσεων, μπορεί να αναμένεται ότι

μεσοπρόθεσμα θα συμβάλουν στην ενίσχυση του παραγωγικού δυναμικού.

Η στήριξη της ανάπτυξης, σε σημαντικό βαθμό, στην κατανάλωση και όχι σε επενδύσεις που αυξάνουν το παραγωγικό δυναμικό εγκυμονεί μακροχρόνιους κινδύνους για την ελληνική οικονομία. Το χρέος των νοικοκυριών (έναντι των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων) παραμένει σημαντικά χαμηλότερο από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ (38,3% του ΑΕΠ στην Ελλάδα τον Αύγουστο του 2006 — ή 41,2% του ΑΕΠ εάν περιληφθούν και τα τιτλοποιημένα δάνεια — έναντι 53,4% του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ) αλλά έχει ανελθεί ραγδαία τα τελευταία έτη (ήταν 13,7% του ΑΕΠ στο τέλος του 2000). Στις συνθήκες αυτές και καθώς τα νοικοκυριά θα προσεγγίζουν το επίπεδο συνολικού δανεισμού τους που κρίνουν επιθυμητό, μια σταδιακή επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά φαίνεται αναπόφευκτη μεσοπρόθεσμα: μια τέτοια εξέλιξη θα είναι και επιθυμητή. Μια πιο απότομη επιβράδυνση θα μπορούσε να προκληθεί από την ανοδική τάση των επιτοκίων η από μια μεταβολή των συνθηκών στην αγορά ακινήτων. Η σημαντική αύξηση των τιμών των κατοικιών στις αστικές περιοχές — κατά περίπου 30% σε πραγματικούς όρους την πενταετία 2001-2005 μετά από ανάλογη αύξηση την προηγούμενη πενταετία — ίσως έχει οδηγήσει σε υπερτίμηση των κατοικιών και επομένως δεν μπορεί να αποκλειστεί το ενδεχόμενο ανακοπής της ανόδου των τιμών αυτών.¹⁰

Όπως ήδη αναφέρθηκε, η διασφάλιση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης σε μόνιμη βάση θα απαιτήσει

⁹ Με το νομισματικό καθεστώς της δραχμής, τα υψηλά ελλείμματα θα είχαν δημιουργήσει προσδοκίες υποτίμησης και θα είχαν επιδεινώσει τους όρους εξωτερικού δανεισμού.

¹⁰ Επισημαίνεται πάντως ότι κατά την τελευταία 12ετία, για την οποία υπάρχουν στοιχεία, δεν έχει καταγραφεί πτώση των τιμών των κατοικιών στις αστικές περιοχές. Επίσης, η εξέλιξη της ζήτησης για κατοικίες θα εξαρτηθεί και από το πότε θα επέλθει ο κορεσμός της αγοράς: αυτό είναι δυνατόν να συμβεί όταν το απόθεμα των κατοικιών αυξηθεί τόσο ώστε να μειωθούν οι αποδόσεις των κατοικιών ως περιουσιακών στοιχείων.

το μετασχηματισμό της ελληνικής οικονομίας, ώστε η μελλοντική ανάπτυξή της να στηρίζεται κυρίως στις εξαγωγές και τις επιχειρηματικές επενδύσεις. Αυτό με τη σειρά του θα απαιτήσει, κατά κύριο λόγο, συνεχή δημοσιονομική προσαρμογή και μισθολογικές αυξήσεις που είναι συνεπείς με τη σταθερότητα των τιμών προκειμένου να διασφαλιστεί η μακροοικονομική σταθερότητα, καθώς και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις σε ευρύ φάσμα τομέων της οικονομίας προκειμένου, μεταξύ άλλων, να προσελκυστούν ξένες άμεσες επενδύσεις (βλ. και Πλαίσιο IV.1), να ενθαρρυνθεί η δημιουργία μεγάλων επιχειρήσεων με εξαγωγικό προσανατολισμό ικανών να αντεπεξέλθουν στο διεθνή ανταγωνισμό και, γενικότερα, να βελτιωθεί η παραγωγικότητα και η ευελιξία της οικονομίας. Η ανάγκη για πρόοδο προς την κατεύθυνση αυτή γίνεται ιδιαίτερα επιτακτική ενόψει αφενός της παγκοσμιοποίησης, η οποία συνεπάγεται νέες ευκαιρίες αλλά και ένταση του ανταγωνισμού στις διεθνείς αγορές, και αφετέρου της γήρανσης του πληθυσμού, οι συνέπειες της οποίας, αν δεν αντιμετωπιστούν εγκαίρως, θα επιβαρύνουν σοβαρά τα δημόσια οικονομικά και θα είναι αρνητικές για το παραγωγικό δυναμικό της οικονομίας.

2.3 Δημοσιονομική προσαρμογή και εξυγίανση

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, το Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΕΠΣΑ) 2005-2008 προβλέπει ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα θα μειωθεί στο 2,6% του ΑΕΠ το 2006, σύμφωνα με τη δέσμευση της κυβέρνησης για διόρθωση του “υπερβολικού ελλείμματος”, καθώς και τη σχετική απόφαση του Συμβουλίου Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών της 17ης Φεβρουαρίου 2005. Το ΕΠΣΑ επίσης προβλέπει περαιτέρω μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος στο 1,7% του ΑΕΠ μέχρι το 2008. Είναι θετικό ότι έχουν τεθεί αυτοί οι στόχοι, οι οποίοι μάλιστα συμφωνούν με τις επισήμανσεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Θα πρέπει

όμως να σημειωθεί —όπως προαναφέρθηκε— ότι η μείωση του ελλείμματος το 2006 στηρίζεται εν μέρει σε μέτρα που δεν συνεπάγονται μόνιμη βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης και ότι η διαρθρωτική δημοσιονομική προσαρμογή που έχει επιτευχθεί δεν είναι μεν αμελητέα, αλλά παραμένει ανεπαρκής. Επίσης, για να μειωθεί το δημόσιο χρέος (βλ. Πίνακα V.3¹¹) στο 60% του ΑΕΠ μέχρι το 2015, οπότε αναμένεται, λόγω της γήρανσης του πληθυσμού, να αρχίσει η σταδιακή επιβάρυνση των δημόσιων οικονομικών με επιπλέον δαπάνες για συντάξεις και υγειονομική περίθαλψη, θα απαιτηθεί —και μετά την έξοδο της Ελλάδος από τη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος— μόνιμη περαιτέρω βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης και επίτευξη σημαντικών πρωτογενών πλεονασμάτων.

Ενδεικτικά και μόνο, και με σκοπό να αναδειχθεί το μέγεθος του προβλήματος της γήρανσης και να τονιστεί πόσο επείγουσα είναι η ανάγκη αντιμετώπισής του, αναφέρονται ορισμένοι υπολογισμοί μιας πρόσφατης μελέτης¹² σχετικά με τη μελλοντική εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών εάν τα πράγματα αφεθούν ως έχουν και δεν γίνουν έγκαιρα διαρθρωτικές παρεμβάσεις για την αντιμετώπιση των συνεπειών της γήρανσης. Συγκεκριμένα, οι προβολές που έγιναν με βάση την υπόθεση αυτή δείχνουν ότι μεταξύ του 2005 και του 2050 οι συνολικές δημόσιες δαπάνες που συνδέονται με τη γήρανση θα αυξάνονταν από 18,9% σε 32,4% του ΑΕΠ¹³ και ότι το 2050 το

11 Επισημαίνεται ότι, όπως προκύπτει από τον Πίνακα V.3, το 2004 και το 2005 αυξήθηκε η “προσαρμογή ελλείμματος-χρέους”, δηλαδή οι δαπάνες ή η ανάληψη υποχρεώσεων που δεν επηρεάζουν το έλλειμμα, αλλά αυξάνουν το χρέος.

12 Standard and Poor's, *Global Graying Country Report: Greece*, 12 Ιουνίου 2006 (στο πλαίσιο της γενικότερης μελέτης *Global Graying: Aging Societies and Sovereign Ratings*, 27 Ιουνίου 2006).

13 Η μελέτη των Standard and Poor's έχει αξιοποιήσει τις σχετικές προβολές της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του ΟΟΣΑ (βλ. και Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Απρίλιος 2006, σελ. 84-86), με δύο διαφορές: δεν περιλαμβάνονται οι δαπάνες για την εκπαίδευση, ενώ περιλαμβάνονται οι δαπάνες για τη μακροχρόνια φροντίδα των ηλικιωμένων. Κατά τα άλλα, περιλαμβάνονται οι δαπάνες για συντάξεις, υγειονομική περίθαλψη και επιδόματα ανεργίας.

Πίνακας V.3

Ανάλυση μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ¹ (1990-2005)
(Σε εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 ²	1998 ³	1999 ²	2000 ³	2001	2002 ⁴	2003 ⁴	2004 ⁴	2005 ^{4,5}
Λόγος χρέους γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ	79,6	82,2	87,8	110,1	107,9	108,7	111,3	114,0	112,4	112,3	113,3	114,1	110,7	107,8	108,5	107,5
Μεταβολές λόγου χρέους γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ	10,6	2,6	5,6	22,3	-2,2	0,8	2,6	2,7	-1,6	-0,1	1,0	0,8	-3,4	-2,9	0,7	-1,0
- Επίδραση του πρωτογενούς αποτελέσματος	6,5	3,0	2,1	2,2	-2,7	-2,6	-4,6	-4,0	-5,0	-4,9	...	-2,2	-1,1	0,3	1,5	-0,5
- Επίδραση από τη μεταβολή του ΑΕΠ και τη μεταβολή των επιτοκίων	-4,0	-7,8	-1,7	-0,4	-1,1	0,3	1,5	-0,8	-0,3	1,2	...	-0,6	-2,4	-3,3	-3,0	-2,7
- Προσαρμογή ελλείμματος-χρέους ⁶	8,1	7,4	5,2	20,5	1,6	3,1	5,7	7,5	3,7	3,6	...	3,6	0,1	0,1	2,2	2,2

1 Η μαθηματική σχέση που χρησιμοποιείται για την ανάλυση των μεταβολών του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ είναι η εξής:

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

όπου D_t = χρέος γενικής κυβέρνησης

PB_t = πρωτογενές αποτέλεσμα (έλλειμμα ή πλεόνασμα)

Y_t = ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές

g_t = ονομαστικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ

i_t = μέσο ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού του Δημοσίου

SF_t = προσαρμογή ελλείμματος-χρέους

2 Τα στοιχεία που αφορούν το χρέος και το πρωτογενές πλεόνασμα είναι εκτιμήσεις της Eurostat.

3 Λόγω αναθεώρησης (το Μάρτιο του 2006) των στοιχείων για το ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές από το 2000 και μετά, το ΑΕΠ του 2000 δεν είναι συγκρίσιμο με εκείνο του 1999 σε τρέχουσες τιμές. **Η πιο πρόσφατη αναθεώρηση των στοιχείων του ΑΕΠ και του ελλείμματος (βλ. σημειώσεις στους Πίνακες V.1 και V.2) δεν έχει ληφθεί υπόψη.**

4 Σύμφωνα με στοιχεία που υποβλήθηκαν στην Eurostat το Μάρτιο του 2006 στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος.

5 Προσωρινά στοιχεία.

6 Η "προσαρμογή ελλείμματος-χρέους" περιλαμβάνει δαπάνες ή ανάληψη υποχρεώσεων που, ενώ δεν επηρεάζουν το έλλειμμα, αυξάνουν το χρέος, καθώς και εισπράξεις (π.χ. από αποκρατικοποιήσεις) οι οποίες δεν επηρεάζουν το έλλειμμα αλλά μειώνουν το χρέος.

Πηγές: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Eurostat και εκτιμήσεις Τράπεζας της Ελλάδος.

χρέος της γενικής κυβέρνησης θα έφθανε στο 450% του ΑΕΠ, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης στο 35% του ΑΕΠ και οι πληρωμές τόκων από το Δημόσιο στο 22,5% του ΑΕΠ. Εάν το σενάριο αυτό επαληθευόταν, θα οδηγούσε σε τεράστια υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου. Βεβαίως, το πιθανότερο είναι ότι θα γίνουν έγκαιρα διαρθρωτικές παρεμβάσεις για την αντιμετώπιση των συνεπειών αυτών. Εξάλλου, όπως τονίζουν και οι μελετητές, “το σενάριο αυτό δεν αποτελεί πρόβλεψη, αλλά είναι μια προσομοίωση που αναδεικνύει τη σημασία των δαπανών που συνδέονται με τη γήρανση ως παράγοντα στην εξέλιξη της πιστοληπτικής ικανότητας των κρατών”.

Η βελτίωση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα και η δημιουργία σημαντικών πρωτογενών πλεονασμάτων θα απαιτήσουν σημαντικά μέτρα τόσο στο σκέλος των εσόδων όσο και στο σκέλος των δαπανών της γενικής κυβέρνησης. Δεδομένου του έντονου φορολογικού ανταγωνισμού ανάμεσα στις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της χαμηλής ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, δεν υπάρχουν σημαντικά περιθώρια άντλησης εσόδων από την επιβολή νέων ή την αύξηση υφιστάμενων φόρων. Εξάλλου, βρίσκεται ήδη σε εξέλιξη η μείωση των συντελεστών της φορολογίας εισοδήματος νομικών προσώπων, ενώ έχει ανακοινωθεί και η σταδιακή μείωση της φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων από το 2007. Υπάρχει όμως η δυνατότητα βελτίωσης των εσόδων με τη συνέχιση των προσπαθειών για μείωση της φοροδιαφυγής. Υπενθυμίζεται ότι, σύμφωνα με την τελευταία διαθέσιμη αναλυτική μελέτη για την Ελλάδα, το μέγεθος της φοροδιαφυγής (των “μη καταβαλλόμενων φόρων”) ήταν της τάξεως του 15% του ΑΕΠ το 1997 ή του 64% των φορολογικών εσόδων του τακτικού προϋπολογισμού εκείνου του έτους,¹⁴ ενώ σήμερα εκτιμάται ότι είναι πολύ μεγαλύ-

τερο. Επομένως, ο ουσιαστικός περιορισμός της φοροδιαφυγής και η είσπραξη έστω και μέρους των εσόδων που διαφεύγουν θα επαρκούσαν για να δημιουργηθούν σημαντικά πρωτογενή πλεονάσματα στον κρατικό προϋπολογισμό και να επιτευχθεί ουσιαστική μείωση του δημόσιου χρέους. Μέτρα όπως η ηλεκτρονική διασταύρωση των φορολογικών στοιχείων (την οποία ήδη εφαρμόζει το Υπουργείο Οικονομικών), η επιβολή του ΦΠΑ στα ακίνητα (που εκτιμάται ότι θα συμβάλει και στον περιορισμό της εκτεταμένης φοροδιαφυγής στον κλάδο των κατασκευών) και η μείωση των συντελεστών της φορολογίας εισοδήματος (που θα συμβάλει και αυτή στη δημιουργία των κατάλληλων προϋποθέσεων για τον περιορισμό της φοροδιαφυγής) πρέπει να συνδυαστούν με τη διατήρηση σταθερού φορολογικού περιβάλλοντος ώστε να αναπτυχθεί και η “φορολογική ηθική” από πλευράς των φορολογουμένων.

Καθοριστική σημασία για την επίτευξη σημαντικών πρωτογενών πλεονασμάτων και τη βελτίωση των υπηρεσιών του δημόσιου τομέα θα έχει ο αποτελεσματικός έλεγχος των πρωτογενών δαπανών της γενικής κυβέρνησης. Όπως έχει επισημανθεί και σε προηγούμενες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος,¹⁵ έχει προτεραιότητα η συγκράτηση ορισμένων κατηγοριών δαπανών, οι οποίες είτε είναι ήδη υψηλές είτε αυξάνονται με ρυθμούς σημαντικά ταχύτερους από ό,τι το σύνολο των δαπανών. Σ’ αυτές συμπεριλαμβάνονται: (α) Οι δαπάνες προσωπικού του Δημοσίου, οι οποίες είναι δυνατόν να μειωθούν με τον περιορισμό της αναλογίας των προσλήψεων προς τις αποχωρήσεις λόγω συνταξιοδότησης, σε συνδυασμό με πιο αποτε-

¹⁴ Πρόκειται για τη μελέτη του Ν. Τάσσου, *Παραοικονομία και Φοροδιαφυγή στην Ελλάδα*, ΙΟΒΕ και Εκδόσεις Παπαζήση, 2001 (βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Απρίλιος 2006, σελ. 89).

¹⁵ Βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Απρίλιος 2006, σελ. 89-91.

λεσματική αξιοποίηση του υπάρχοντος ανθρώπινου δυναμικού μέσω μετατάξεων και μετακινήσεων υπαλλήλων. Αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι κατά τη 15ετία 1990-2005 ο αριθμός των τακτικών και έκτακτων υπαλλήλων του Δημοσίου αυξήθηκε σωρευτικά κατά 19,7%.¹⁶ (β) Οι δαπάνες για επιχορηγήσεις, που διατίθενται κυρίως για την κάλυψη των ελλειμμάτων των δημόσιων οργανισμών και, σε μικρότερο βαθμό, των δημόσιων επιχειρήσεων. Οι δαπάνες αυτές αναμένεται να μειωθούν με την εφαρμογή του Ν. 3429/2005 για τις ΔΕΚΟ. (γ) Οι εγγυήσεις του Δημοσίου προς τις δημόσιες επιχειρήσεις για τη σύναψη δανείων. (δ) Οι αποδόσεις εσόδων τρίτων (κυρίως αποδόσεις εσόδων στους Οργανισμούς Τοπικής Αυτοδιοίκησης), στον αποτελεσματικό έλεγχο των οποίων θα συνέβαλλαν η επαναξιολόγηση και ο επανασχεδιασμός των οικονομικών σχέσεων μεταξύ τοπικής αυτοδιοίκησης και κεντρικής κυβέρνησης. Όσον αφορά το θεσμικό πλαίσιο ελέγχου των δαπανών, η Γενική Διεύθυνση Δημοσιονομικών Ελέγχων – η οποία συνιστάται με νόμο που ψηφίστηκε πρόσφατα και θα έχει ευρείες αρμοδιότητες ελέγχου των δαπανών σε όλα τα επίπεδα της γενικής κυβέρνησης αλλά και στις δημόσιες επιχειρήσεις – αναμένεται να συμβάλει σημαντικά στην ορθή διαχείριση των οικονομικών πόρων.

2.4 Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις

Παρά τη σημαντική πρόοδο που έχει επιτευχθεί την τελευταία 15ετία στη διόρθωση διαρθρωτικών αδυναμιών, οι αγορές εργασίας, αγαθών και υπηρεσιών εξακολουθούν να χαρακτηρίζονται από διαρθρωτικές δυσκαμψίες που μειώνουν την παραγωγική ικανότητα και τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, όπως επιβεβαιώνεται από διεθνείς συγκρίσεις της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Η βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της οικονομίας θα απαιτήσει περαιτέρω σημαντική

μείωση των δυσκαμψιών στις αγορές εργασίας και προϊόντων, βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, του φορολογικού συστήματος και της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα, καθώς και μείωση της γραφειοκρατίας. Θα απαιτήσει επίσης περαιτέρω αναβάθμιση του ανθρώπινου κεφαλαίου, ιδίως αν ληφθεί υπόψη ότι η τεράστια προσφορά ανειδίκευτης εργασίας στη Νότια και Ανατολική Ασία καταλήγει να επηρεάζει δυσμενώς την ανταγωνιστικότητα ορισμένων κλάδων ή επιχειρήσεων της ελληνικής οικονομίας και, τελικά, τις συνθήκες απασχόλησης του εγχώριου ανειδίκευτου εργατικού δυναμικού.

Για την αντιμετώπιση των διαρθρωτικών αδυναμιών της οικονομίας, τα μέτρα που έχουν ληφθεί ή εξαγγελθεί από τον Απρίλιο και μετά αφορούν κυρίως τη δημόσια διοίκηση και τη λειτουργία του ευρύτερου δημόσιου τομέα, τη δημοσιονομική διαχείριση, το πλαίσιο ενίσχυσης των ιδιωτικών επενδύσεων, το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των ιδιωτικών επιχειρήσεων, τον τεχνολογικό εκσυγχρονισμό της χώρας και την ενεργειακή πολιτική.

Ειδικότερα, τον Απρίλιο δόθηκε σε δημόσια διαβούλευση το Επιχειρησιακό Πρόγραμμα “Βελτίωση της διοικητικής ικανότητας της δημόσιας διοίκησης”. Στις 3 Οκτωβρίου ψηφίστηκε νόμος για την “Οργάνωση συστήματος ελέγχου για τη διασφάλιση της χρηστής δημοσιονομικής διαχείρισης του κρατικού προϋπολογισμού και των εκτός του κρατικού προϋπολογισμού φορέων”, ο οποίος μεταξύ άλλων προβλέπει τη σύσταση (όπως προαναφέρθηκε) Γενικής Διεύθυνσης Δημοσιονομικών Ελέγχων στο Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, η οποία θα στελεχωθεί

¹⁶ Από 303.683 στις 31.10.1990 σε 363.529 στις 30.6.2005. Περιλαμβάνονται τα όργανα των Σωμάτων Ασφαλείας. Για λόγους συγκρισιμότητας δεν περιλαμβάνεται το προσωπικό των νοσηλευτικών ιδρυμάτων (97.525 άτομα στις 30.6.2005). Τα στοιχεία προέρχονται από τις εισηγητικές εκθέσεις του προϋπολογισμού για τα έτη 1991 και 2006.

από Δημοσιονομικούς Ελεγκτές με αυξημένα προσόντα και εμπειρία και θα έχει ως στόχο τον αποτελεσματικό έλεγχο των δημόσιων δαπανών. Επίσης, το Σεπτέμβριο η κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι τον Οκτώβριο θα συσταθεί Εθνική Επιτροπή κατά της Φοροδιαφυγής, με συμμετοχή και των κοινωνικών εταίρων. Εξάλλου, είναι σε εξέλιξη η εφαρμογή συστήματος διαφάνειας στα έργα και τις προμήθειες του Δημοσίου, η οποία θα συμβάλει και στην καταπολέμηση της διαφθοράς.

Στο πεδίο των αποκρατικοποιήσεων, οι κυριότερες εξελίξεις ήταν η εξαγορά της Εμπορικής Τράπεζας από την Crédit Agricole, καθώς και η διάθεση σε ιδιώτες του 34,8% του μετοχικού κεφαλαίου του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου και του 7,2% του μετοχικού κεφαλαίου της Αγροτικής Τράπεζας. Οι κινήσεις αυτές αναμένεται ότι θα τονώσουν τον ανταγωνισμό στον τραπεζικό τομέα και θα βελτιώσουν την αποτελεσματικότητα του τραπεζικού συστήματος. Επίσης, το Σεπτέμβριο η κυβέρνηση αποφάσισε την αναζήτηση (μεταξύ των διεθνώς αναγνωρισμένων τηλεπικοινωνιακών οργανισμών) στρατηγικού εταίρου για τον ΟΤΕ, που θα αποκτήσει και συμμετοχή στη διοίκησή του, ενώ έχει αποφασιστεί η εισαγωγή της Δημόσιας Επιχείρησης Αερίου (ΔΕΠΑ) στο Χρηματιστήριο. Ακόμη, προχωρεί η εφαρμογή του νέου θεσμικού πλαισίου για τις ΔΕΚΟ (Ν. 3429/2005), ενώ έχουν αρχίσει να αξιοποιούνται οι διατάξεις του Ν. 3389/2005 για τις συμπράξεις δημόσιου και ιδιωτικού τομέα.¹⁷

Στις αρχές Αυγούστου η κυβέρνηση προχώρησε στη σύσταση της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων για το Ασφαλιστικό, έργο της οποίας θα είναι να επικαιροποιήσει τις μελέτες που υπάρχουν και τα στοιχεία που αφορούν το ασφαλιστικό σύστημα, να εκπονήσει νέες μελέτες, όπου αυτές χρειάζονται, να αξιολογήσει όλες τις παραμέτρους του συστήματος και να υποβάλει

(σε περίπου ένα χρόνο) σχετική έκθεση, η οποία θα αξιοποιηθεί κατά το διάλογο με τα πολιτικά κόμματα και τους κοινωνικούς φορείς.

Όσον αφορά το πλαίσιο λειτουργίας των ιδιωτικών επιχειρήσεων, τον Ιούλιο δόθηκε για δημόσια διαβούλευση πρόταση νομοσχεδίου για την αναθεώρηση του βασικού νόμου που διέπει τη σύσταση και λειτουργία των Ανωνύμων Εταιριών, με το οποίο κυρίως επιδιώκεται η μείωση των διοικητικών παρεμβάσεων στη σύσταση και λειτουργία των ΑΕ, καθώς και η προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων της μειοψηφίας. Παράλληλα, έχει καταρτιστεί και θα τεθεί σύντομα σε δημόσια διαβούλευση το προσχέδιο νόμου για την αναμόρφωση του πτωχευτικού δικαίου, με το οποίο επιδιώκεται ο εξορθολογισμός της ισχύουσας νομοθεσίας, ώστε να δίνεται στις υπό πτώχευση επιχειρήσεις μια δεύτερη ευκαιρία επιχειρηματικής δραστηριοποίησης. Επίσης, στα τέλη Αυγούστου εγκρίθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ο νέος Χάρτης Περιφερειακών Ενισχύσεων ο οποίος είχε υποβληθεί δύο μήνες ενωρίτερα από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών και αφορά το πλαίσιο ενίσχυσης των ιδιωτικών επενδύσεων κατά τη νέα προγραμματική περίοδο 2007-2013. Ακόμη, ολοκληρώθηκαν από το ΥΠΕΧΩΔΕ οι μελέτες για την κατάρτιση Εθνικού Χωροταξικού Σχεδίου και πέντε ειδικών χωροταξικών σχεδίων (για τις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, τον τουρισμό, τη βιομηχανία, τους ορεινούς όγκους και τον παράκτιο χώρο), με στόχο την ενίσχυση της ανάπτυξης και την προστασία του περιβάλλοντος, και αρχίζει σύντομα η σχετική δημόσια διαβούλευση με όλους τους φορείς.

¹⁷ Έως τις αρχές Σεπτεμβρίου είχαν εγκριθεί προτάσεις για έργα συνολικού προϋπολογισμού 772 εκατ. ευρώ, τα οποία κυρίως αφορούν σχολικές υποδομές, πανεπιστημιακά κτίρια, δικαστικά μέγαρα και πυροσβεστικούς σταθμούς.

Όσον αφορά τον τεχνολογικό εκσυγχρονισμό, με βάση τη νέα Εθνική Ψηφιακή Στρατηγική ανακοινώθηκε η εφαρμογή του “Σχεδίου για την Ανάπτυξη της Ευρυζωνικότητας έως το 2008”.

Τέλος, όσον αφορά την ενεργειακή πολιτική, ιδιαίτερη σημασία έχει η υπογραφή (στις 4.9.2006) της κοινής διακήρυξης Ρωσίας, Βουλγαρίας και Ελλάδος, η οποία μεταξύ άλλων προβλέπει την επιτάχυνση της υλοποίησης του σχεδίου κατασκευής του αγωγού πετρελαίου Μπουργκάς-Αλεξανδρούπολης.

Όλα τα ανωτέρω αποτελούν θετικά βήματα, εξακολουθούν όμως να υπάρχουν σοβαρά διαρθρωτικά προβλήματα και αδυναμίες τα οποία θα πρέπει να αντιμετωπιστούν. Τόσο σε προηγούμενες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος όσο και σε εκθέσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου έχουν επισημανθεί τα προβλήματα αυτά, ενώ βεβαίως καταγράφονται και στο Εθνικό Πρόγραμμα Μεταρρυθμίσεων για την Ανάπτυξη και την Απασχόληση 2005-2008, το οποίο δημοσιεύθηκε πέρυσι και καθορίζει τις κατευθύνσεις για την αντιμετώπισή τους. Ορισμένα από τα ζητήματα που εκκρεμούν είναι η ενίσχυση των δυνάμεων του ανταγωνισμού, η αποτελεσματικότερη λειτουργία των αγορών προϊόντων και εργασίας αλλά και του δημόσιου τομέα, η μεταρρύθμιση του συστήματος συντάξεων, η αναβάθμιση της εκπαίδευσης και η προώθηση της έρευνας και της τεχνολογίας, ο ουσιαστικός περιορισμός της γραφειοκρατίας και ο εκσυγχρονισμός της δημόσιας διοίκησης, καθώς και η αντιμετώπιση της διαφθοράς.

Όσον αφορά τη διαφθορά, επισημαίνεται ότι στους δείκτες “καλής διακυβέρνησης” που καταρτίζει η Παγκόσμια Τράπεζα περιλαμβάνεται και ο ειδικός δείκτης “ελέγχου της διαφθο-

ράς”, ο οποίος λαμβάνει τιμές από -2,5 (κακή διακυβέρνηση ως προς τον έλεγχο της διαφθοράς) έως +2,5 (καλή διακυβέρνηση). Σύμφωνα με την πιο πρόσφατη έρευνα της Παγκόσμιας Τράπεζας, που αφορά το 2005, ο δείκτης αυτός για την Ελλάδα είναι +0,40. Η επίδοση της Ελλάδος είναι καλύτερη από εκείνη τριών χωρών της ΕΕ-25 (της Λετονίας, της Λιθουανίας και της Πολωνίας) και κοντά στην επίδοση τριών άλλων χωρών (της Ιταλίας, της Σλοβακίας και της Τσεχίας), ενώ υστερεί έναντι των υπόλοιπων 18 χωρών της ΕΕ-25. Σε σχέση με τις 213 χώρες που περιλαμβάνονται στην έρευνα, η Ελλάδα τοποθετείται στο τρίτο τεταρτημόριο της κατανομής (αρχίζοντας από κάτω), δηλαδή οι επιδόσεις της είναι καλύτερες από εκείνες του 50% των χωρών και υστερούν έναντι του 25% των χωρών.¹⁸ Πρέπει σχετικά να σημειωθεί ότι η αποτελεσματική αντιμετώπιση της διαφθοράς προϋποθέτει την εξάλειψη των συνθηκών που την ευνοούν και επομένως απαιτεί, μεταξύ άλλων, αύξηση της διαφάνειας (π.χ. γενικά στις συναλλαγές πολιτών και επιχειρήσεων με τη δημόσια διοίκηση και ειδικότερα στις διαδικασίες των κρατικών προμηθειών, στην εφαρμογή της φορολογικής και της πολεοδομικής νομοθεσίας, στην άσκηση της εποπτείας των αγορών από τις αρμόδιες αρχές κ.λπ.), προώθηση της λήψης αποφάσεων βάσει σαφών κανόνων και όχι κατά τη διακριτική ευχέρεια των αποφασιζόντων, καθώς και ενίσχυση των ελεγκτικών μηχανισμών και της εποπτείας. Είναι επίσης φανερό ότι οι μεταρρυθμίσεις σε άλλους τομείς — π.χ. για την αποτελεσματικότερη λειτουργία της δημόσιας διοίκησης και των συστημάτων υγείας και κοινωνικής ασφάλισης, για ένα φορολογικό σύστημα πιο απλό και πιο δίκαιο, για την απλούστευση του θεσμικού πλαι-

¹⁸ Βλ. World Bank: (α) *A Decade of Measuring the Quality of Governance*, 15.9.2006, και (β) D. Kaufmann et al., *Governance Matters V: Aggregate and Individual Governance Indicators for 1996-2005*, Σεπτέμβριος 2005, Πίνακας C6 του Παραρτήματος C.

σίου της επιχειρηματικής δραστηριότητας και για την ενίσχυση των ίσων όρων ανταγωνισμού — μπορούν και αυτές να συμβάλουν στην εξάλειψη των συνθηκών που γεννούν τη διαφθορά.¹⁹

3. Σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος

Η αγορά τραπεζικών υπηρεσιών εμφανίζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Το ελληνικό πιστωτικό σύστημα επί σειράν ετών παρουσιάζει θετική πορεία, ιδίως μετά την ολοκλήρωση της απελευθέρωσης της λειτουργίας του στα μέσα της δεκαετίας του '90 και την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ το 2001. Οι παράγοντες αυτοί, σε συνδυασμό με την τεχνολογική πρόοδο στον τομέα της πληροφορικής, τον περιορισμό του λειτουργικού κόστους, την ανάπτυξη νέων μεθόδων διαχείρισης κινδύνων και τη διεθνοποίηση των οικονομικών συναλλαγών, συνέβαλαν και συνεχίζουν να συμβάλλουν στην αύξηση του βαθμού χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης, τον εκσυγχρονισμό του πιστωτικού συστήματος και την ομαλότερη απορρόφηση ενδεχόμενων εξωγενών διαταραχών. Επιπλέον, στη διαρθρωτική μεταβολή του ελληνικού τραπεζικού συστήματος κατά την τελευταία δεκαετία συνέβαλαν οι εξαγορές και συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν, οι μετοχοποιήσεις και ιδιωτικοποιήσεις κρατικών τραπεζών και η περαιτέρω επέκταση των εργασιών των ελληνικών τραπεζών στο εξωτερικό, κυρίως στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Λόγω του μικρού μεγέθους της εγχώριας αγοράς και της αύξησης του ανταγωνισμού, η επέκταση των τραπεζών στο εξωτερικό τους επιτρέπει να αξιοποιήσουν τις ευκαιρίες ανάπτυξης που παρέχουν οι εν λόγω αγορές, να διαφοροποιήσουν τις πηγές εσόδων και το χαρτοφυλάκιό τους, αλλά και να αυξήσουν το μέγεθός τους, το οποίο παραμένει σχετικά μικρό συγκρινόμενο με το μέσο μέγεθος των τραπεζών των χωρών της ΕΕ.

Η διασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού τομέα αποτελεί βασική επιδίωξη της Τράπεζας της Ελλάδος ως αρμόδιας εποπτικής αρχής, δεδομένου ότι οι τράπεζες κατέχουν κυρίαρχη θέση στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, η σταθερότητα του οποίου έχει ιδιαίτερη σημασία για την εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας. Από την ανάλυση που προηγήθηκε (βλ. Κεφάλαιο III.4) προκύπτει ότι η έκθεση των ελληνικών τραπεζών στον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο αγοράς, αν και αυξήθηκε ελαφρά εφέτος, παραμένει σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, ενώ η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή τους επάρκεια — οι οποίες συνιστούν παράγοντες που προσδιορίζουν τη δυνατότητα των τραπεζών να απορροφούν χωρίς κλυδωνισμούς ενδεχόμενες δυσμενείς εξελίξεις στο οικονομικό περιβάλλον — διατηρούνται σε επίπεδο που παρέχει ικανοποιητικό περιθώριο για τη διασφάλιση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Ωστόσο, απαιτείται συνεχής παρακολούθηση και έλεγχος των κινδύνων που αναλαμβάνουν οι τράπεζες, καθώς και των πιθανών επιπτώσεων των κινδύνων αυτών στα οικονομικά τους μεγέθη και τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Επίσης, προκειμένου, μεταξύ άλλων, να ελαχιστοποιηθούν οι κίνδυνοι από την προαναφερθείσα επέκταση των εργασιών των ελληνικών τραπεζών κυρίως στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, είναι απαραίτητο τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα να διατηρήσουν υψηλό το επίπεδο της κεφαλαιακής τους επάρκειας, να αυξήσουν τις προβλέψεις για τα επισφαλή δάνεια, να εξυγιάνουν περαιτέρω το χαρτοφυλάκιό τους και ειδικότερα να μειώσουν το λόγο των δανείων σε καθυστέρηση προς

¹⁹ Σχετικά με τις κατευθύνσεις πολιτικής για την αντιμετώπιση της διαφθοράς, βλ. επίσης (α) Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, *Εθνικό Πρόγραμμα Μεταρρυθμίσεων για την Ανάπτυξη και την Απασχόληση 2005-2008*, 15.10.2005, σελ. 9, 22 και 37, (β) OECD, *Economic Surveys-Greece*, Σεπτέμβριος 2005, σελ. 15, 17, 29, 36, 89, και (γ) IMF, *Greece: 2005 Article IV Consultation-Staff Report*, Ιαν. 2006, σελ. 8, 14.

το σύνολο των δανείων (ο οποίος παραμένει σχετικά υψηλός συγκρινόμενος με τον αντίστοιχο δείκτη για τη ζώνη του ευρώ).

Ένα σημαντικό ζήτημα (το οποίο απασχολεί την κοινή γνώμη και αναλύεται στο Κεφάλαιο III, ιδίως στα Τμήματα 2.2 και 4) είναι ότι η θετική διαφορά μεταξύ του μέσου σταθμικού επιτοκίου του συνόλου των νέων τραπεζικών δανείων και του αντίστοιχου επιτοκίου των νέων τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα (4,58 εκατοστιαίες μονάδες τον Ιούλιο και 4,65 εκατοστιαίες μονάδες τον Αύγουστο του τρέχοντος έτους, σύμφωνα με υπολογισμούς της Τράπεζας της Ελλάδος) διαμορφώνεται σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (2,70 εκατοστιαίες μονάδες τον Ιούλιο). Ωστόσο, από το Δεκέμβριο του 1998 (ήδη πριν από την ένταξη στη ζώνη του ευρώ) έως τον Αύγουστο του 2006 συνολικά έχει καταγραφεί πρόοδος, εφόσον η διαφορά αυτή μεταξύ των επιτοκίων των δανείων και των επιτοκίων των καταθέσεων μειώθηκε κατά 344 μονάδες βάσης στη χώρα μας (η μείωση είναι 103 μονάδες βάσης από το Δεκέμβριο του 2000). Επιπλέον, την ίδια περίοδο τα ελληνικά επιτόκια συνέκλιναν προς τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ, με αποτέλεσμα να περιοριστεί σταδιακά η μεταξύ τους θετική διαφορά.

Το γεγονός ότι η διαφορά μεταξύ επιτοκίων τραπεζικών δανείων και επιτοκίων τραπεζικών καταθέσεων παραμένει στην Ελλάδα μεγαλύτερη από ό,τι στη ζώνη του ευρώ συνδέεται με παράγοντες όπως: το υψηλότερο λειτουργικό κόστος των ελληνικών τραπεζών, ο λιγότερο έντονος ανταγωνισμός στην Ελλάδα σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ, ο μικρότερος βαθμός ωρίμανσης ορισμένων αγορών δανείων στην Ελλάδα (σε σύγκριση με τις αντίστοιχες στη ζώνη του ευρώ), το υψηλότερο κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών στη διατραπεζική αγορά, κυρίως λόγω μεγέθους, καθώς και το υψηλότερο

σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ ποσοστό των καθυστερήσεων επί του συνολικού ποσού των δανείων (λόγω του οποίου είναι αντίστοιχα υψηλότερο και το ασφάλιστρο κινδύνου που ενσωματώνεται στα επιτόκια των δανείων).

Η μείωση της διαφοράς μεταξύ των επιτοκίων των τραπεζικών δανείων και των επιτοκίων των τραπεζικών καταθέσεων είναι μια μακροχρόνια διαδικασία και θα συνεχιστεί, καθώς μειώνονται τόσο τα δάνεια σε καθυστέρηση ως ποσοστό του συνόλου των δανείων όσο και το λειτουργικό κόστος ως ποσοστό του ενεργητικού των τραπεζών και καθώς αυξάνεται ο βαθμός ωρίμανσης των αγορών, εντείνεται ο ανταγωνισμός, αυξάνεται το μέγεθος των ελληνικών τραπεζών και προχωρεί στη ζώνη του ευρώ η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών – ιδίως της λιανικής τραπεζικής αγοράς, όπου η ολοκλήρωση υστερεί. Είναι χαρακτηριστικό ότι σε ορισμένες κατηγορίες καταναλωτικών δανείων η διαφορά επιτοκίων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ παραμένει σημαντική, αντανακλώντας είτε το υψηλό διαχειριστικό κόστος των τραπεζών (π.χ. για τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών) είτε τη σχετικά χαμηλότερη κάλυψη από ασφάλειες (π.χ. για τα καταναλωτικά δάνεια με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως πέντε έτη). Αντίθετα, στην κατηγορία των στεγαστικών δανείων η διαφορά επιτοκίων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ τείνει ουσιαστικά να εξαλειφθεί. Επίσης, σε μεγάλο βαθμό έχουν συγκλίνει και τα επιτόκια των επιχειρηματικών δανείων, ιδίως στην κατηγορία των δανείων άνω του ενός εκατομμυρίου ευρώ.

4. Μακροοικονομικές επιδόσεις, φτώχεια και ανισότητα και η προοπτική της σύγκλισης του βιοτικού επιπέδου

Γενικότερα, οι συνολικά ικανοποιητικές μακροοικονομικές επιδόσεις κατά την 13ετία 1994-

2006 (περίοδο κατά την οποία ήταν συνεχής η άνοδος του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος) έχουν συμβάλει στη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου. Πράγματι, κατά τη μακρά αυτή περίοδο ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ σε σταθερές τιμές είναι 3,6%, του πληθυσμού 0,5% και της απασχόλησης 1,1%, με αποτέλεσμα να έχουν αυξηθεί το κατά κεφαλήν ΑΕΠ με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,1% και η παραγωγικότητα (το ΑΕΠ ανά απασχολούμενο) με ρυθμό 2,5%. Στην ίδια περίοδο, εκτιμάται ότι οι πραγματικές μέσες ακαθάριστες αποδοχές (προ φορολογίας) έχουν αυξηθεί με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,5%, δηλαδή όσο και το ΑΕΠ ανά απασχολούμενο, και ότι το πραγματικό καθαρό εισόδημα ενός μέσου μισθωτού²⁰ έχει αυξηθεί με μέσο ετήσιο ρυθμό περίπου 2%. Η βελτίωση του βιοτικού επιπέδου είναι επομένως σαφής, όποιος δείκτης και αν χρησιμοποιηθεί. Στην 13ετία 1994-2006, η σωρευτική αύξηση του κατά κεφαλήν πραγματικού ΑΕΠ φθάνει το 50%, των πραγματικών μέσων ακαθάριστων αποδοχών αλλά και του ΑΕΠ ανά απασχολούμενο το 38% και του πραγματικού καθαρού εισοδήματος ενός μέσου μισθωτού το 27%. Παράλληλα, έχει υπάρξει σημαντική πρόοδος ως προς την πραγματική σύγκλιση.

Ωστόσο, το βιοτικό επίπεδο στην Ελλάδα εξακολουθεί — με βάση το κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε μονάδες αγοραστικής δύναμης — να υστερεί έναντι του μέσου όρου στην ΕΕ-15. Βεβαίως, αναμένεται ότι η υστέρηση θα μειωθεί σημαντικά με βάση τους αναθεωρημένους εθνικούς λογαριασμούς για τα έτη από το 2000 και μετά. Ταυτόχρονα, οι βασικοί δείκτες φτώχειας και ανισότητας υπερβαίνουν τους μέσους όρους για την ΕΕ-15 και συνιστούν ένδειξη ότι η οικονομική ανάπτυξη δεν διαχέεται επαρκώς. Από τις διαθέσιμες έρευνες της Eurostat και της ΕΣΥΕ προκύπτει ότι μεταξύ του 1994 και του 2003 (τελευταία διαθέσιμα

στοιχεία) οι βασικοί δείκτες²¹ υποδηλώνουν μόνο ελαφρά μείωση της ανισοκατανομής. Εξάλλου, κατά την περίοδο 1994-2004 ο “κίνδυνος φτώχειας” στην Ελλάδα παραμένει μάλλον σταθερός και κυμαίνεται μεταξύ 20% και 23% (το ποσοστό ήταν 21% το 2004, τελευταίο έτος για το οποίο υπάρχουν στοιχεία).²² Αυτό σημαίνει ότι περίπου δύο εκατομμύρια άτομα βρίσκονται κάτω από το όριο της φτώχειας, δηλαδή το διαθέσιμο εισόδημά τους είναι μικρότερο από το 60% της διαμέσου²³ του διαθέσιμου εισοδήματος για το σύνολο του πληθυσμού (ορισμός Eurostat). Ιδιαίτερη σημασία έχει ότι το 32% των φτωχών είναι εργαζόμενοι, το 8% είναι άνεργοι που αναζητούν εργασία, το 27% είναι συνταξιούχοι, ενώ το υπόλοιπο 33% είναι οικονομικώς μη ενεργά άτομα (δηλαδή ούτε εργάζονται, ούτε παίρνουν σύνταξη ούτε είναι άνεργοι που ζητούν εργασία), τα 3/4 των οποίων είναι γυναίκες.²⁴

Τα στοιχεία αυτά υποδηλώνουν ότι το πρόβλημα της φτώχειας και της κοινωνικής ανισότητας οφείλεται εν μέρει στις δυσκαμψίες και την κατάρτιση της αγοράς εργασίας, καθώς και στις αδυναμίες των συστημάτων κατάρτισης και

20 Το καθαρό εισόδημα προκύπτει εάν από τις ακαθάριστες αποδοχές αφαιρεθούν οι ασφαλιστικές εισφορές του μισθωτού και ο φόρος εισοδήματος.

21 Πρόκειται για το συντελεστή Gini και για το συντελεστή S80/S20. Βλ. τα σχετικά δελτία τύπου της ΕΣΥΕ (Ιανουάριος 2006) και Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2005-2006*, Φεβρουάριος 2006, Πλαίσιο IV.2, σελ. 120.

22 Ο “κίνδυνος φτώχειας” ήταν 23% το 1994 και 22% το 1995, ενώ κυμάνθηκε μεταξύ 20% και 21% την περίοδο 1996-2004. Το 2004 ο “κίνδυνος φτώχειας” (21%) περιορίζεται στο 17% όταν στο εισόδημα ή στην κατανάλωση περιληφθούν και η ιδιοκατοίκηση, τα ιδιοπαραγόμενα αγαθά, καθώς και τα αγαθά και οι υπηρεσίες που παρέχονται δωρεάν στα νοικοκυριά από τρίτους. Τα στοιχεία για το 2004 προέρχονται από την Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών που διεξήχθη στο διάστημα Φεβρουαρίου 2004-Ιανουαρίου 2005 (ΕΣΥΕ, δελτία τύπου 21.11.2005 και 20.3.2006).

23 Η διάμεσος του εισοδήματος είναι εκείνο το επίπεδο εισοδήματος σε σχέση με το οποίο το 50% των νοικοκυριών έχουν υψηλότερο και το 50% χαμηλότερο εισόδημα.

24 Βλ. *Νομισματική Πολιτική 2005-2006*, Φεβρουάριος 2006, Πλαίσιο IV.2, σελ. 118-120.

εκπαίδευσης, οι οποίες οδηγούν σε αύξηση της ανεργίας ή δεν ευνοούν τη συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό, καθώς δυσχεραίνουν την είσοδο στην αγορά εργασίας των νέων ή των γυναικών και τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας για την απορρόφηση εκείνων που έχασαν τις θέσεις εργασίας τους. Επίσης, το πιο πάνω πρόβλημα εν μέρει αντανακλά τις αδυναμίες του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης και την ανεπάρκεια δημόσιων πόρων, δηλαδή παράγοντες λόγω των οποίων σημαντικό ποσοστό των φτωχών είναι χαμηλοσυνταξιούχοι και ηλικιωμένα άτομα. Ταυτόχρονα, στο βαθμό που υπάρχουν ανεπάρκειες των κοινωνικών παροχών για την οικογένεια και ανισότητες στο εκπαιδευτικό σύστημα, είναι δυνατόν να προκαθορίζονται σε σημαντικό βαθμό οι επαγγελματικές και οικονομικές προοπτικές και να αυξάνεται ο κίνδυνος να γίνει κάποιος φτωχός ή να βρεθεί σε πολύ χαμηλό κλίμακιο της κατανομής του εισοδήματος.

Η ανωτέρω ανάλυση οδηγεί και σε συμπεράσματα για την ακολουθητέα πολιτική. Για να μειωθεί ο αριθμός των φτωχών συνταξιούχων, πρέπει αφενός να προχωρήσει η δημοσιονομική εξυγίανση, ώστε να διευρυνθούν τα περιθώρια οικονομικής στήριξης από τον κρατικό προϋπολογισμό, και αφετέρου να προωθηθεί η αναμόρφωση του συστήματος συντάξεων, ώστε τα ασφαλιστικά ταμεία να είναι σε θέση να βελτιώσουν την κατανομή των συντάξεων. Για να μειωθεί ο αριθμός των φτωχών ανέργων, πρέπει να προχωρήσουν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας που θα συμβάλουν ώστε η αύξηση της απασχόλησης να συμβαδίζει περισσότερο με την αύξηση της παραγωγής και παράλληλα να αυξηθεί η κινητικότητα της εργασίας και να απορροφάται ταχύτερα — με αύξηση της απασχόλησης σε νέους δυναμικούς

κλάδους και επιχειρήσεις — η ανεργία που προκαλείται από τις αναδιαρθρώσεις της παραγωγής (κυρίως λόγω της παγκοσμιοποίησης).²⁵ Τέλος, για να μειωθεί ο αριθμός των φτωχών που δεν μετέχουν στο εργατικό δυναμικό, πρέπει να προχωρήσουν οι μεταρρυθμίσεις (στην αγορά εργασίας, στο σύστημα κατάρτισης και εκπαίδευσης, στην κοινωνική πολιτική) που ευνοούν την αύξηση του ποσοστού συμμετοχής στην αγορά εργασίας, ιδίως των γυναικών και των νέων.

* * *

Επομένως, πρέπει να προχωρήσουν αποφασιστικά οι προσπάθειες για τη δημοσιονομική εξυγίανση και την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών ώστε να διασφαλιστεί η μακροοικονομική σταθερότητα. Επίσης πρέπει να επιταχυνθούν και να επεκταθούν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για να αυξηθεί η παραγωγικότητα και η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, ώστε να καταστεί δυνατή η διατήρηση των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης των τελευταίων ετών και να διασφαλιστεί η προοπτική της σύγκλισης του βιοτικού επιπέδου της Ελλάδος προς το μέσο όρο της ΕΕ-15. Επίσης πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι, αν και η συμμετοχή στη ζώνη του ευρώ συμβάλλει στη μακροοικονομική σταθερότητα, δεν επαρκεί για να την εξασφαλίσει μόνη της χωρίς τη συνδρομή της κατάλληλης εθνικής οικονομικής πολιτικής, ενώ η μακροοικονομική σταθερότητα και η ευελιξία της οικονομίας αποτελούν ταυτόχρονα και προϋποθέσεις για να αξιοποιηθούν πλήρως τα οφέλη από τη συμμετοχή στη ζώνη του ευρώ.

²⁵ Βλ. και Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Απρίλιος 2006, Κεφάλαιο II.9.3.1, σελ. 93-96.

Μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος

12 Ιανουαρίου, 2 Φεβρουαρίου 2006

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 2,25%, 3,25% και 1,25% αντίστοιχα.

2 Μαρτίου 2006

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 8 Μαρτίου 2006:

1. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 2,50%.
2. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 3,50%.
3. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 1,50%.

6 Απριλίου, 4 Μαΐου 2006

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, καθώς και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 2,50%, 3,50% και 1,50% αντίστοιχα.

8 Ιουνίου 2006

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 15 Ιουνίου 2006:

1. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 2,75%.

2. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 3,75%.

3. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 1,75%.

6 Ιουλίου 2006

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.

3 Αυγούστου 2006

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 9 Αυγούστου 2006:

1. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 3,0%.

2. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 4,0%.

3. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 2,0%.

31 Αυγούστου 2006

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, καθώς και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 3,0%, 4,0% και 2,0% αντίστοιχα.

5 Οκτωβρίου 2006

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 11 Οκτωβρίου 2006:

1. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 3,25%.

2. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 4,25%.

3. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 2,25%.

Γλωσσάριο

Βασικά επιτόκια της ΕΚΤ: τα επιτόκια της *Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)*, τα οποία ορίζουν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Αυτά είναι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

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

Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων: πάγια διευκόλυνση του *Ευρωσυστήματος*, την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι αντισυμβαλλόμενοι για να πραγματοποιούν καταθέσεις μίας ημέρας σε μια εθνική κεντρική τράπεζα, εκτοκιζόμενες με προκαθορισμένο επιτόκιο.

Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης: πάγια διευκόλυνση του *Ευρωσυστήματος*, την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι αντισυμβαλλόμενοι για να λαμβάνουν πίστωση διάρκειας μίας ημέρας από μια εθνική κεντρική τράπεζα, με προκαθορισμένο επιτόκιο έναντι αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων.

Διοικητικό Συμβούλιο: ένα από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της *Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)*. Απαρτίζεται από όλα τα μέλη της *Εκτελεστικής Επιτροπής* και τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

Εκτελεστική Επιτροπή: ένα από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της *Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)*. Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και άλλα τέσσερα μέλη, τα οποία διορίζονται, κατόπιν κοινής συμφωνίας, από τους αρχηγούς κρατών ή κυβερνήσεων των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ): δείκτης τιμών καταναλωτή που καταρτίζεται από την Eurostat και είναι εναρμονισμένος για όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

ΕΟΝΙΑ (euro overnight index average): δείκτης του επιτοκίου που επικρατεί στη διατραπεζική αγορά της ζώνης του ευρώ για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας, όπως διαμορφώνεται με βάση τις συναλλαγές.

EURIBOR (euro interbank offered rate): το επιτόκιο με το οποίο μια τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας (prime bank) είναι διατεθειμένη να δανείσει κεφάλαια σε ευρώ σε άλλη τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας. Το EURIBOR υπολογίζεται καθημερινά, για τις διατραπεζικές καταθέσεις με διάφορες διάρκειες έως 12 μηνών.

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ): η ΕΚΤ είναι το κέντρο του *Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών* (ΕΣΚΤ) και του *Ευρωσυστήματος* και διαθέτει νομική προσωπικότητα σύμφωνα με το κοινοτικό δίκαιο. Μεριμνά ώστε τα καθήκοντα που ανατίθενται στο Ευρωσύστημα και στο ΕΣΚΤ να εκτελούνται είτε μέσω των δικών της δραστηριοτήτων είτε μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών, σύμφωνα με το Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ. Η ΕΚΤ διοικείται από το *Διοικητικό Συμβούλιο* και την *Εκτελεστική Επιτροπή* και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το *Γενικό Συμβούλιο*.

Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ): απαρτίζεται από την *Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)* και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των 25 κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δηλ. περιλαμβάνει, εκτός από τα μέλη του *Ευρωσυστήματος*, και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Το ΕΣΚΤ διοικείται από το *Διοικητικό Συμβούλιο* και την *Εκτελεστική Επιτροπή* της ΕΚΤ και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το *Γενικό Συμβούλιο*.

Ευρωσύστημα: αποτελείται από την *Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)* και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Προς το παρόν, στο Ευρωσύστημα συμμετέχουν 12 εθνικές κεντρικές τράπεζες. Το Ευρωσύστημα διοικείται από το *Διοικητικό Συμβούλιο* και την *Εκτελεστική Επιτροπή* της ΕΚΤ.

Ζώνη του ευρώ: η περιοχή η οποία αποτελείται από τα κράτη-μέλη που έχουν υιοθετήσει το ευρώ ως κοινό νόμισμά τους σύμφωνα με τη Συνθήκη και στην οποία ασκείται ενιαία νομισματική πολιτική με ευθύνη του *Διοικητικού Συμβουλίου* της *Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)*. Η ζώνη του ευρώ περιλαμβάνει επί του παρόντος 12 χώρες: 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 καταθέσεις πλήρως μεταβιβάσιμες (μέσω επιταγής κ.λπ.). Περιλαμβάνει επίσης μη μεταβιβάσιμες καταθέσεις που είναι μετατρέψιμες σε μετρητά ευθύς ως ζητηθεί ή έως το τέλος της επόμενης εργάσιμης ημέρας. Ειδικότερα στην περίπτωση της Ελλάδος, η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει τις καταθέσεις όψεως, τις καταθέσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς και τις καταθέσεις απλού ταμιευτηρίου.

Καταθέσεις προθεσμίας: καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια, οι οποίες, ανάλογα με την εθνική πρακτική, είτε δεν είναι μετατρέψιμες σε μετρητά πριν από τη λήξη τους είτε μπορούν να μετατραπούν υπό τον όρο καταβολής ποινής. Επίσης περιλαμβάνονται ορισμένα μη διαπραγματεύσιμα μέσα, όπως μη διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (ιδιωτών).

Καταθέσεις υπό προειδοποίηση: η κατηγορία αυτή αποτελείται από καταθέσεις ταμιευτηρίου τις οποίες ο καταθέτης μπορεί να αναλάβει εφόσον ειδοποιήσει πριν από ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα. Σε μερικές περιπτώσεις, υπάρχει δυνατότητα ανάληψης ενός ορισμένου ποσού συγκεκριμένης προθεσμίας ή και νωρίτερα, υπό τον όρο καταβολής ποινής.

Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης (ΚΠΣ): καταρτίζεται από την Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων σε συνεργασία με το κράτος-μέλος και εγκρίνεται από την Επιτροπή. Περιλαμβάνει τη στρατηγική ανάπτυξης της χώρας, τις προτεραιότητες δράσης και τις πηγές χρηματοδότησης (κοινοτική συμμετοχή, εθνική δημόσια δαπάνη, ιδιωτική συμμετοχή).

Νομισματικά μέγεθος: ως νομισματικό μέγεθος ορίζεται το άθροισμα του νομίσματος σε κυκλοφορία συν τα ανεξόφλητα ποσά ορισμένων υποχρεώσεων των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (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 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 M1 συν καταθέσεις προθεσμίας έως δύο ετών και καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών. Το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος M3 περιλαμβάνει το M2 και επιπλέον συμφωνίες επαναγοράς (repos), μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και τίτλους της αγοράς χρήματος, καθώς και χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών.

Νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (NXI): τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία αποτελούν τον τομέα που εκδίδει χρήμα στη ζώνη του ευρώ. Περιλαμβάνουν την *Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα* (ΕΚΤ), τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των χωρών της ζώνης του ευρώ, καθώς και τα πιστωτικά ιδρύματα και τα αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος που είναι εγκατεστημένα στη ζώνη του ευρώ.

Πάγια διευκόλυνση: διευκόλυνση που παρέχει μια εθνική κεντρική τράπεζα στους αντισυμβαλλομένους και την οποία χρησιμοποιούν με δική τους πρωτοβουλία. Το *Ευρωσύστημα* προσφέρει δύο πάγιες διευκολύνσεις διάρκειας μίας ημέρας: τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων.

Πράξη κύριας αναχρηματοδότησης: Πράξη ανοικτής αγοράς που διενεργείται από το *Ευρωσύστημα* κάθε εβδομάδα. Οι πράξεις διενεργούνται ως δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου με προαναγγελλόμενο ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς και έχουν διάρκεια μίας εβδομάδας.

Σταθμισμένες (ονομαστικές/πραγματικές) συναλλαγματικές ισοτιμίες: Οι ονομαστικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες αποτελούν το σταθμικό μέσο όρο των διαφόρων διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Οι πραγματικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι οι ονομαστικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες αποπληθωρισμένες με ένα σταθμικό μέσο όρο των τιμών ή του κόστους της ξένης χώρας σε σχέση με τις τιμές ή το κόστος στην εγχώρια αγορά. Για το λόγο αυτό, μετρούν την ανταγωνιστικότητα μιας χώρας ως προς τις τιμές και το κόστος.

Στατιστικό παράρτημα

Πίνακες

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	181
2	Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	182-183
3	Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εγχώρια αγορά: γενικός και βασικές κατηγορίες	184
4	Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εξωτερική αγορά και δείκτης τιμών εισαγομένων στη βιομηχανία	185
5	Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε αγοραίες τιμές	186
6	Απασχολούμενοι ηλικίας 15 ετών και άνω, κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας	187
7	Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών	188
8	Νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	189
9	Η ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	190
10	Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά ΝΧΙ, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	191
11	Επιτόκια της ΕΚΤ και της Τράπεζας της Ελλάδος	192
12	Επιτόκια της αγοράς χρήματος	193
13	Αποδόσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου	194
14	Δάνεια προς τις εγχώριες επιχειρήσεις και νοικοκυριά κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ	195
15	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ κατοίκων της ζώνης του ευρώ	196
16	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	197

Πίνακας 1

Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς ειδη διατροφής και καύσιμα	
	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2002	90,7	3,6	91,7	3,2	89,1	4,3	91,0	3,6	91,1	3,6
2003	93,9	3,5	94,5	3,1	92,9	4,2	94,0	3,2	93,9	3,1
2004	96,6	2,9	96,7	2,3	96,4	3,8	97,0	3,3	96,9	3,2
2005	100,0	3,5	100,0	3,4	100,0	3,7	100,0	3,1	100,0	3,2
2005 I	98,5	3,3	98,3	3,1	98,7	3,6	98,6	3,3	98,5	3,5
II	100,4	3,3	100,8	3,0	99,8	3,8	100,2	3,0	100,3	3,1
III	99,6	3,9	99,1	4,0	100,3	3,6	99,7	3,0	99,6	3,1
IV	101,6	3,7	101,8	3,6	101,2	3,7	101,5	3,0	101,6	3,0
2006 I	101,7	3,3	101,5	3,3	101,8	3,2	101,1	2,5	100,8	2,3
II	103,6	3,2	104,4	3,6	102,5	2,7	102,8	2,5	102,6	2,3
2004 Ιαν.	94,7	2,9	94,4	2,3	95,1	3,9	95,1	3,2	95,0	3,2
Φεβρ. ..	94,4	2,5	93,9	1,5	95,1	4,0	94,5	3,1	94,0	3,1
Μάρτ. ..	96,7	2,7	97,6	1,8	95,4	4,2	96,7	3,4	96,6	3,3
Απρ.	97,0	2,9	97,7	2,3	96,0	3,9	97,0	3,2	97,0	3,2
Μάιος ..	97,4	2,9	98,4	2,4	96,0	3,8	97,3	3,3	97,2	3,2
Ιούν.	97,1	2,8	97,7	2,1	96,4	3,9	97,6	3,5	97,5	3,3
Ιούλ.	95,4	2,9	94,6	2,2	96,5	4,0	96,4	3,8	96,1	3,8
Αύγ.	95,1	2,7	94,1	1,9	96,6	4,0	96,0	3,2	95,6	3,1
Σεπτ.	97,0	2,8	96,9	2,2	97,2	3,7	98,1	3,3	98,1	3,2
Οκτ.	97,8	3,2	98,2	3,1	97,2	3,5	98,3	3,0	98,4	3,0
Νοέμ.	97,9	3,1	98,2	2,8	97,4	3,6	98,4	3,1	98,5	2,9
Δεκ.	98,3	3,1	98,2	2,8	98,3	3,5	98,9	2,9	99,0	2,8
2005 Ιαν.	98,5	4,0	98,4	4,3	98,6	3,7	99,1	4,2	99,2	4,5
Φεβρ.	97,3	3,1	96,5	2,8	98,5	3,6	97,3	3,0	97,0	3,2
Μάρτ.	99,5	2,9	100,0	2,4	98,8	3,6	99,3	2,7	99,4	2,9
Απρ.	100,3	3,4	100,7	3,1	99,6	3,8	100,0	3,0	100,0	3,1
Μάιος	100,6	3,2	101,1	2,7	99,9	4,0	100,3	3,2	100,4	3,3
Ιούν.	100,4	3,3	100,7	3,1	99,9	3,7	100,4	3,0	100,5	3,0
Ιούλ.	99,1	3,9	98,5	4,1	100,1	3,7	99,6	3,3	99,5	3,5
Αύγ.	98,7	3,7	97,7	3,8	100,2	3,6	98,7	2,9	98,4	3,0
Σεπτ.	100,9	3,9	101,0	4,2	100,7	3,6	100,9	2,8	100,9	2,9
Οκτ.	101,5	3,8	102,0	3,8	100,9	3,9	101,2	3,0	101,4	3,1
Νοέμ.	101,3	3,5	101,5	3,4	101,0	3,7	101,4	3,0	101,5	3,0
Δεκ.	101,8	3,6	101,9	3,7	101,7	3,5	101,8	2,9	101,9	2,9
2006 Ιαν.	101,7	3,2	101,6	3,3	101,8	3,2	101,3	2,3	101,3	2,0
Φεβρ.	100,5	3,2	99,7	3,3	101,7	3,2	99,7	2,5	99,2	2,3
Μάρτ.	102,8	3,3	103,3	3,3	102,1	3,3	102,2	2,9	102,0	2,6
Απρ.	103,6	3,3	104,3	3,6	102,5	2,9	102,5	2,6	102,3	2,3
Μάιος	103,7	3,1	104,7	3,6	102,4	2,6	102,8	2,4	102,6	2,1
Ιούν.	103,6	3,2	104,3	3,6	102,7	2,7	103,1	2,6	102,8	2,3
Ιούλ.	103,0	3,8	103,1	4,6	102,8	2,7	102,2	2,6	101,8	2,3
Αύγ.	102,2	3,5	101,5	3,9	103,1	2,9	101,4	2,7	100,8	2,4

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 2

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΕνΔΤΚ (Γενικός)		Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής		Επεξεργασμένα είδη διατροφής		Βιομηχανικά αγαθά πλην ενέργειας	
	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2002	90,7	3,9	98,3	6,9	89,5	5,5	93,5	2,5
2003	93,8	3,4	104,6	6,4	92,8	3,6	95,0	1,6
2004	96,6	3,0	101,5	-2,9	97,2	4,8	97,3	2,3
2005	100,0	3,5	100,0	-1,5	100,0	2,8	100,0	2,8
2005 I	98,4	3,4	103,4	-4,0	98,2	2,5	98,3	4,2
II	100,5	3,2	102,3	-2,7	99,6	2,3	101,2	2,5
III	99,5	3,8	95,1	0,1	100,8	3,0	98,3	2,5
IV	101,6	3,6	99,1	1,0	101,4	3,5	102,3	2,1
2006 I	101,5	3,2	103,3	-0,1	102,6	4,5	99,0	0,8
II	103,9	3,4	102,7	-0,6	104,5	1,9	103,1	4,1
2004 Ιαν.	94,7	3,1	104,8	4,1	94,9	4,5	93,9	1,9
Φεβρ. ..	94,1	2,6	109,1	4,5	95,7	4,7	90,9	1,3
Μάρτ. ..	96,7	2,9	109,3	2,4	96,7	5,4	98,0	1,9
Απρ.	97,1	3,1	106,6	-2,1	96,9	5,4	98,2	2,0
Μάιος ..	97,5	3,1	106,7	-5,8	97,6	6,1	98,9	2,0
Ιούν.	97,3	3,0	102,4	-7,3	97,7	6,2	99,1	2,3
Ιούλ.	95,4	3,1	94,2	-9,5	97,8	6,1	94,9	3,6
Αύγ.	95,1	2,8	95,3	-6,1	97,9	5,2	93,2	2,0
Σεπτ.	97,2	2,9	95,4	-5,9	97,9	3,5	99,4	3,3
Οκτ.	97,9	3,3	96,4	-4,0	97,9	3,5	100,2	2,9
Νοέμ.	98,0	3,2	96,8	-4,4	98,0	3,7	100,2	2,6
Δεκ.	98,5	3,1	101,4	-1,0	98,0	3,7	100,2	2,4
2005 Ιαν.	98,7	4,2	101,6	-3,0	98,1	3,4	100,3	6,9
Φεβρ.	97,0	3,1	104,1	-4,6	98,1	2,5	94,0	3,5
Μάρτ.	99,5	2,8	104,5	-4,4	98,3	1,7	100,4	2,4
Απρ.	100,3	3,3	103,8	-2,6	98,9	2,1	100,8	2,6
Μάιος	100,7	3,2	104,0	-2,5	99,7	2,1	101,4	2,5
Ιούν.	100,4	3,2	99,2	-3,1	100,2	2,5	101,4	2,3
Ιούλ.	99,1	3,9	93,1	-1,2	100,6	2,9	98,2	3,5
Αύγ.	98,6	3,6	95,5	0,2	100,7	2,9	95,1	2,1
Σεπτ.	100,9	3,8	96,6	1,3	101,0	3,2	101,4	2,0
Οκτ.	101,5	3,7	98,7	2,4	101,1	3,2	102,3	2,0
Νοέμ.	101,3	3,4	98,8	2,1	101,4	3,5	102,3	2,1
Δεκ.	101,9	3,5	99,9	-1,5	101,8	3,8	102,4	2,1
2006 Ιαν.	101,7	3,0	101,2	-0,4	102,1	4,1	100,4	0,1
Φεβρ.	100,1	3,1	104,5	0,3	102,4	4,4	94,7	0,7
Μάρτ.	102,8	3,3	104,2	-0,2	103,2	4,9	102,1	1,6
Απρ.	103,8	3,5	105,4	1,5	103,4	4,5	102,6	1,8
Μάιος	104,0	3,3	103,3	-0,7	104,5	4,9	103,3	1,9
Ιούν.	103,9	3,4	99,5	0,3	105,6	5,4	103,4	1,9
Ιούλ.	103,0	3,9	98,0	5,2	105,7	5,0	99,8	1,6
Αύγ.	102,0	3,4	98,4	3,0	105,7	5,0	96,2	1,1

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 2 (συνέχεια)

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	Ενέργεια		Υπηρεσίες		ΕνΔΤΚ χωρίς μη επεξεργασμένα είδη διατροφής & ενέργεια	
	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2002	79,8	-0,3	89,3	4,5	90,9	3,9
2003	82,8	3,7	93,0	4,1	93,7	3,1
2004	88,0	6,4	96,5	3,8	96,9	3,4
2005	100,0	13,6	100,0	3,6	100,0	3,2
2005 I	92,3	11,2	98,7	3,6	98,4	3,6
II	100,0	13,5	99,9	3,8	100,3	3,1
III	103,6	16,5	100,3	3,5	99,6	3,1
IV	104,2	13,1	101,2	3,6	101,6	3,0
2006 I	106,0	14,8	101,8	3,2	100,9	2,5
II	112,9	6,5	102,8	1,0	103,2	2,3
2004 Ιαν.	82,3	-1,4	95,4	3,9	94,8	3,3
Φεβρ. ..	81,9	-5,5	95,1	3,9	93,6	3,1
Μάρτ. ..	84,8	-2,9	95,4	4,1	96,6	3,5
Απρ.	86,9	7,0	96,2	3,8	97,1	3,4
Μάιος ..	89,5	12,4	96,0	3,7	97,3	3,5
Ιούν.	88,0	9,8	96,5	4,0	97,7	3,7
Ιούλ.	88,4	8,4	96,6	4,0	96,2	4,2
Αύγ.	89,2	7,8	96,8	4,0	95,7	3,5
Σεπτ.	89,0	7,5	97,3	3,8	98,1	3,6
Οκτ.	94,1	13,3	97,2	3,5	98,4	3,3
Νοέμ.	93,7	12,7	97,3	3,6	98,5	3,2
Δεκ.	88,4	8,9	98,6	3,6	99,1	3,1
2005 Ιαν.	88,8	7,9	98,7	3,5	99,2	4,7
Φεβρ.	91,8	12,1	98,5	3,6	96,8	3,4
Μάρτ.	96,2	13,4	98,8	3,6	99,3	2,8
Απρ.	99,7	14,7	99,8	3,7	100,0	3,0
Μάιος	99,2	10,8	100,0	4,1	100,4	3,2
Ιούν.	101,0	14,9	99,9	3,6	100,5	2,9
Ιούλ.	101,7	15,0	100,1	3,6	99,5	3,4
Αύγ.	103,3	15,8	100,2	3,5	98,4	2,9
Σεπτ.	105,7	18,8	100,6	3,4	100,9	2,8
Οκτ.	106,9	13,6	100,8	3,7	101,4	3,0
Νοέμ.	102,5	9,3	100,9	3,7	101,5	3,1
Δεκ.	103,1	16,6	101,8	3,3	102,0	3,0
2006 Ιαν.	105,4	18,6	101,9	3,2	101,4	2,2
Φεβρ.	105,1	14,4	101,5	3,1	99,2	2,5
Μάρτ.	107,5	11,8	102,0	3,3	102,2	3,0
Απρ.	112,0	12,3	103,0	3,3	103,0	3,0
Μάιος	113,4	14,3	102,6	2,6	103,2	2,7
Ιούν.	113,2	12,0	102,9	3,0	103,5	3,0
Ιούλ.	116,7	14,8	103,1	3,0	102,3	2,8
Αύγ.	116,0	12,3	103,2	3,0	101,1	2,7

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 3

Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εγχώρια αγορά:
γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΠ – εγχώρια αγορά (Γενικός)		Ενέργεια (σύνολο)		Καύσιμα		Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας	
	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή ένα- ντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2002	106,0	2,3	99,2	2,1	93,3	-0,4	107,6	2,3
2003	108,5	2,3	101,0	1,8	91,6	-1,8	110,2	2,5
2004	112,3	3,5	105,0	4,0	95,6	4,3	115,4	4,7
2005	118,9	5,9	118,9	13,2	119,5	25,1	118,9	3,0
2005 I	114,8	4,6	110,1	9,9	103,0	19,0	116,9	2,6
II	117,8	4,9	116,8	11,6	116,1	21,9	118,2	2,3
III	120,5	6,3	124,0	15,8	129,6	29,8	118,9	2,6
IV	122,6	7,7	124,7	15,3	129,4	28,7	121,7	4,7
2006 I	125,5	9,2	127,0	15,4	133,9	30,0	124,8	6,8
II	127,9	8,6	130,8	12,0	141,1	21,6	126,7	7,2
2004 Ιαν.	109,3	1,2	99,9	-3,0	86,2	-14,4	113,3	4,0
Φεβρ. ..	109,5	0,7	99,2	-5,6	84,5	-20,6	114,0	4,3
Μάρτ. ..	110,6	1,8	101,4	-2,1	89,1	-12,4	114,6	4,5
Απρ.	111,9	3,9	103,4	4,3	92,9	6,4	115,5	5,2
Μάιος ..	112,9	5,1	106,4	8,7	99,0	18,5	115,7	5,3
Ιούν.	112,2	4,2	104,1	5,1	93,9	8,3	115,6	5,4
Ιούλ.	112,8	4,3	105,9	5,3	97,5	6,5	115,7	5,3
Αύγ.	113,4	4,5	107,5	6,9	100,7	10,0	116,0	5,1
Σεπτ.	113,7	4,4	107,9	7,3	101,5	16,3	116,2	4,8
Οκτ.	114,9	5,2	111,8	10,3	109,5	22,3	116,3	4,7
Νοέμ.	114,0	4,1	108,2	7,1	99,7	12,5	116,5	4,4
Δεκ.	112,6	3,0	104,5	4,6	92,2	9,0	116,0	3,9
2005 Ιαν.	113,6	3,9	107,0	7,1	96,9	12,5	116,4	2,7
Φεβρ.	114,5	4,6	109,1	10,0	101,2	19,8	116,9	2,5
Μάρτ.	116,4	5,3	114,2	12,6	110,9	24,6	117,4	2,5
Απρ.	117,6	5,1	116,6	12,8	115,9	24,9	118,1	2,2
Μάιος ..	117,1	3,7	114,7	7,8	112,0	13,2	118,1	2,1
Ιούν.	118,6	5,7	118,9	14,3	120,3	28,0	118,5	2,4
Ιούλ.	119,2	5,6	120,6	13,9	123,8	26,9	118,5	2,4
Αύγ.	120,2	6,0	123,5	14,9	129,2	28,3	118,8	2,5
Σεπτ.	122,0	7,3	127,9	18,6	136,0	34,0	119,5	2,8
Οκτ.	123,0	7,0	128,0	14,5	136,1	24,3	120,9	4,0
Νοέμ.	122,0	7,0	122,9	13,6	125,7	26,1	121,6	4,3
Δεκ.	122,8	9,1	123,2	17,9	126,3	36,9	122,6	5,7
2006 Ιαν.	124,9	9,9	126,0	17,8	132,0	36,2	124,4	6,9
Φεβρ.	125,4	9,5	126,8	16,2	133,6	32,0	124,9	6,8
Μάρτ.	126,1	8,3	128,2	12,3	136,1	22,7	125,2	6,6
Απρ.	127,8	8,6	131,1	12,4	142,0	22,5	126,3	7,0
Μάιος ..	128,0	9,3	130,8	14,0	141,0	25,9	126,8	7,3
Ιούν.	128,0	8,0	130,5	9,7	140,4	16,7	127,0	7,2
Ιούλ.	129,1	8,3	133,4	10,6	146,3	18,2	127,2	7,3
Αύγ.	129,5	7,7	133,6	8,2	143,2	10,9	127,7	7,4

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 4

Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εξωτερική αγορά και δείκτης τιμών εισαγομένων στη βιομηχανία

Περίοδος	ΔΤΠ – εξωτερική αγορά				Δείκτης τιμών εισαγομένων		Δείκτης τιμών εισαγομένων χωρίς τιμές ενέργειας	
	Γενικός		Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας					
	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2002	101,8	1,1	105,1	1,6	103,4	0,3	103,8	0,4
2003	101,5	-0,3	104,4	-0,6	104,1	0,7	104,4	0,6
2004	106,6	5,0	106,3	1,8	107,4	3,1	105,2	0,8
2005	110,6	3,7	106,6	0,3	116,9	8,8	106,5	1,2
2005 I	107,2	2,7	105,9	0,0	112,8	8,2	106,0	1,4
II	109,4	2,3	106,3	-0,6	115,2	8,4	106,3	1,1
III	112,6	4,5	106,9	0,4	119,3	9,8	106,7	1,1
IV	113,1	5,4	107,4	1,3	120,1	8,9	107,2	1,4
2006 I	114,7	7,0	108,7	2,7	121,4	7,7	107,9	1,8
II	115,9	5,9	109,3	2,9	123,1	6,8	109,2	2,7
2004 Ιαν.	104,2	2,4	105,6	2,3	104,1	0,0	104,3	-0,1
Φεβρ. ..	103,9	1,3	105,8	2,5	103,7	-0,7	104,5	0,0
Μάρτ. ..	105,2	3,0	106,3	2,6	104,8	0,4	104,7	0,3
Απρ.	106,6	6,8	107,0	3,4	105,6	1,5	105,1	0,8
Μάιος ..	107,8	8,9	107,0	3,7	106,9	2,9	105,3	1,1
Ιούν.	106,6	6,7	106,7	3,2	106,4	2,5	105,2	1,0
Ιούλ.	107,3	6,0	106,6	2,3	107,7	3,6	105,3	1,0
Αύγ.	107,8	5,7	106,4	2,0	108,5	4,2	105,4	1,0
Σεπτ. ..	108,1	6,4	106,5	1,2	109,7	5,3	105,6	1,0
Οκτ.	108,8	5,8	106,3	0,0	111,1	6,6	105,8	1,3
Νοέμ. ..	107,4	4,1	106,1	-0,5	110,3	5,8	105,8	1,2
Δεκ.	105,7	3,1	105,7	-0,8	109,4	5,1	105,6	1,1
2005 Ιαν.	106,2	2,0	105,7	0,1	111,0	6,6	105,8	1,4
Φεβρ. ..	106,9	2,9	106,0	0,2	113,1	9,0	106,1	1,5
Μάρτ. ..	108,5	3,1	105,9	-0,3	114,3	9,1	106,1	1,4
Απρ.	109,1	2,4	106,0	-0,9	114,4	8,4	106,2	1,1
Μάιος ..	109,1	1,2	106,3	-0,6	113,9	6,5	106,3	0,9
Ιούν.	110,1	3,3	106,5	-0,2	117,4	10,3	106,5	1,2
Ιούλ.	111,5	3,9	106,8	0,2	118,8	10,3	106,5	1,1
Αύγ.	112,5	4,4	106,9	0,5	120,1	10,7	106,6	1,1
Σεπτ. ..	113,8	5,2	107,1	0,6	119,0	8,5	106,9	1,2
Οκτ.	113,6	4,4	107,1	0,8	119,9	7,9	107,0	1,1
Νοέμ. ..	113,1	5,3	107,5	1,3	120,3	9,1	107,2	1,4
Δεκ.	112,6	6,5	107,7	1,9	120,1	9,8	107,2	1,6
2006 Ιαν.	114,2	7,5	108,3	2,5	120,8	8,8	107,6	1,7
Φεβρ. ..	114,6	7,2	108,8	2,7	121,4	7,4	108,0	1,8
Μάρτ. ..	115,4	6,4	109,1	3,0	122,1	6,8	108,2	2,0
Απρ.	116,0	6,3	109,3	3,1	122,9	7,4	108,8	2,4
Μάιος ..	115,8	6,2	109,3	2,8	123,1	8,1	109,2	2,7
Ιούν.	115,8	5,2	109,3	2,7	123,3	5,0	109,7	3,0
Ιούλ.	116,3	4,3	109,3	2,4	123,3	3,8	109,8	3,0
Αύγ.	117,3	4,2	110,1	3,0	...	...	...	...

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 5

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

	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές (σε σταθερές τιμές έτους 1995)			
	2002	2003	2004	2005
Πρωτογενής τομέας (Γεωργία)	-1,8	-3,5	0,7	-2,1
Δευτερογενής τομέας	2,2	6,3	0,0	1,2
Ορυχεία-λατομεία, μεταποίηση, ενέργεια	3,1	3,6	-1,4	4,7
Κατασκευές	0,7	10,9	2,1	-4,2
Τριτογενής τομέας	4,9	4,5	5,1	3,8
Εμπόριο, ξενοδοχεία-εστιατόρια, μεταφορές-επικοινωνίες	4,2	5,8	6,2	0,7
Οργανισμοί χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης, διαχείριση ακίνητης περιουσίας και λοιπές δραστηριότητες	2,2	3,5	2,3	5,4
Λοιπές υπηρεσίες	8,6	3,6	6,2	6,8
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	3,8	4,3	3,7	2,9
Ιδιωτική κατανάλωση	3,6	4,5	4,7	3,7
Δημόσια κατανάλωση	7,5	-2,1	2,8	3,1
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	5,7	13,7	5,7	-1,4
Κατοικίες	8,8	7,3	-0,6	-1,4
Λοιπές κατασκευές	0,7	13,2	6,0	-6,1
Εξοπλισμός	6,9	18,3	8,0	0,5
Λοιπές	21,0	3,4	7,0	14,5
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	0,5	0,4	0,4	0,3
Εγχώρια τελική ζήτηση	5,0	5,5	4,7	2,3
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-7,7	1,0	11,5	3,0
Εξαγωγές αγαθών	-7,1	4,2	-2,5	8,2
Εξαγωγές υπηρεσιών	-8,1	-1,3	21,8	-0,1
Τελική ζήτηση	2,7	4,8	5,8	2,4
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-0,8	4,8	9,3	-1,2
Εισαγωγές αγαθών	3,7	7,7	9,0	-0,1
Εισαγωγές υπηρεσιών	-18,7	-10,0	11,0	-7,6
ΑΕΠ σε αγοραίες τιμές	3,8	4,8	4,7	3,7

Πηγές: ΕΣΥΕ/Εθνικοί Λογαριασμοί, Μάρτιος 2006. Αναθεωρημένα στοιχεία για τα έτη 2002-2005.

Πίνακας 6

Απασχολούμενοι ηλικίας 15 ετών και άνω, κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας

(Χιλιάδες άτομα)

	β' τρίμηνο 2006	
	Σύνολο απασχολούμενων	Μισθωτοί με μισθό ή ημερομίσθιο
Σύνολο	4.452,8	2.834,1
Γεωργία, κτηνοτροφία, θήρα και δασοκομία	523,0	33,7
Αλιεία	13,1	2,7
Ορυχεία και λατομεία	18,2	17,0
Μεταποίηση	563,2	409,1
Παροχή ηλεκτρικού ρεύματος, φυσικού αερίου και νερού	40,9	40,9
Κατασκευές	358,5	239,7
Χονδρικό και λιανικό εμπόριο, επισκευή αυτοκινήτων, οχημάτων, μοτοσυκλετών και ειδών προσωπικής και οικιακής χρήσης	789,3	412,5
Ξενοδοχεία και εστιατόρια	300,9	169,9
Μεταφορές, αποθήκευση και επικοινωνίες	281,7	203,5
Ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί	115,8	103,2
Διαχείριση ακίνητης περιουσίας, εκμισθώσεις και επιχειρησιακές δραστηριότητες	284,1	152,3
Δημόσια διοίκηση και άμυνα, υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση	380,9	380,6
Εκπαίδευση	331,1	300,7
Υγεία και κοινωνική μέριμνα	227,8	191,7
Άλλες δραστηριότητες παροχής υπηρεσιών υπέρ του κοινωνικού συνόλου και άλλων υπηρεσιών κοινωνικού ή ατομικού χαρακτήρα	150,4	108,7
Ιδιωτικά νοικοκυριά που απασχολούν οικιακό προσωπικό	73,4	67,2
Ετερόδοκοι οργανισμοί και όργανα	0,6	0,6

Πηγή: ΕΣΥΕ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

Πίνακας 7

Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών

(Εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος – Ιούλιος			Ιούλιος		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΤΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)	-6.692,5	-8.368,5	-14.664,2	-254,3	-435,9	-387,3
I.A ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ (I.A.1–I.A.2)	-14.391,9	-15.434,7	-20.210,6	-2.223,1	-2.330,1	-2.482,8
Ισοζύγιο καυσίμων	-2.396,0	-3.250,6	-4.882,8	-336,5	-529,7	-547,5
Εμπορικό ισοζύγιο χωρίς καύσιμα	-11.995,9	-12.184,1	-15.327,8	-1.886,6	-1.800,4	-1.935,3
Ισοζύγιο πλοίων	330,6	-327,9	-1.838,1	103,0	14,2	-114,7
Εμπορικό ισοζύγιο χωρίς καύσιμα και πλοία	-12.326,5	-11.856,2	-13.489,7	-1.989,6	-1.814,6	-1.820,6
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	7.154,5	7.832,2	9.434,6	1.097,2	1.252,4	1.398,6
Καύσιμα	802,6	1.078,1	1.880,0	128,1	248,4	276,9
Πλοία (εισπράξεις)	622,1	964,4	987,0	121,1	138,2	144,1
Λοιπά αγαθά	5.729,8	5.789,7	6.567,6	848,0	865,8	977,6
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	21.546,4	23.266,9	29.645,2	3.320,3	3.582,5	3.881,4
Καύσιμα	3.198,6	4.328,7	6.762,8	464,6	778,1	824,4
Πλοία (πληρωμές)	86,0	965,3	2.825,1	18,1	124,0	258,8
Λοιπά αγαθά	18.261,8	17.972,9	20.057,3	2.837,6	2.680,4	2.798,2
I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1–I.B.2)	7.789,2	8.354,6	8.012,1	2.128,8	2.366,0	2.706,9
I.B.1 Εισπράξεις	14.175,1	15.063,1	15.395,4	3.129,6	3.425,4	3.787,8
Ταξιδιωτικό	4.815,0	5.290,5	5.722,6	1.710,0	1.997,0	2.330,4
Μεταφορές	7.659,6	8.247,9	8.193,2	1.146,4	1.173,0	1.200,1
Λοιπές υπηρεσίες	1.700,4	1.524,6	1.479,6	273,2	255,4	257,2
I.B.2 Πληρωμές	6.385,8	6.708,5	7.383,3	1.000,9	1.059,3	1.080,9
Ταξιδιωτικό	1.210,5	1.407,7	1.320,8	180,0	250,0	210,8
Μεταφορές	3.297,3	3.485,4	3.987,9	501,5	510,8	549,1
Λοιπές υπηρεσίες	1.878,1	1.815,4	2.074,5	319,4	298,5	321,0
I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1–I.Γ.2)	-2.632,4	-3.327,4	-4.294,2	-542,7	-793,4	-756,7
I.Γ.1 Εισπράξεις	1.581,5	1.854,6	1.942,4	229,2	255,7	335,0
Αμοιβές, μισθοί	168,7	160,6	181,3	26,7	25,2	25,7
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	1.412,8	1.694,0	1.761,1	202,5	230,5	309,3
I.Γ.2 Πληρωμές	4.213,9	5.182,0	6.236,7	771,9	1.049,1	1.091,7
Αμοιβές, μισθοί	104,1	121,3	160,6	16,1	20,9	21,5
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	4.109,8	5.060,7	6.076,0	755,9	1.028,2	1.070,2
I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I.Δ.1–I.Δ.2)	2.542,6	2.039,1	1.828,4	382,7	321,5	145,3
I.Δ.1 Εισπράξεις	4.075,4	4.422,5	3.868,8	567,7	546,7	388,8
Γενική κυβέρνηση (κυρίως εισπράξεις από ΕΕ)	2.665,8	3.174,4	2.482,0	335,0	311,3	171,1
Λοιποί τομείς (μεταναστευτικά εμβάσματα κ.λπ.)	1.409,5	1.248,2	1.386,8	232,7	235,5	217,7
I.Δ.2 Πληρωμές	1.532,8	2.383,4	2.040,4	184,9	225,2	243,5
Γενική κυβέρνηση (κυρίως πληρωμές προς ΕΕ)	1.249,9	1.920,4	1.569,9	148,5	145,4	171,2
Λοιποί τομείς	282,9	463,0	470,5	36,5	79,8	72,3
II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (II.1–II.2)	1.338,7	1.025,4	2.002,9	267,1	-21,9	494,6
II.1 Εισπράξεις	1.486,1	1.190,2	2.159,3	334,5	38,1	520,2
Γενική κυβέρνηση (κυρίως εισπράξεις από ΕΕ)	1.400,1	1.084,7	2.050,2	321,7	21,6	503,1
Λοιποί τομείς	86,0	105,5	109,1	12,8	16,5	17,1
II.2 Πληρωμές	147,5	164,7	156,4	67,4	60,0	25,7
Γενική κυβέρνηση (κυρίως πληρωμές προς ΕΕ)	61,9	11,6	18,2	51,5	1,8	6,4
Λοιποί τομείς	85,6	153,2	138,2	15,9	58,2	19,3
III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΤΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I+II)	-5.353,8	-7.343,0	-12.661,3	12,8	-457,8	107,3
IV ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΤΩΝ (IV.A+IV.B+IV.Γ+IV.Δ)	5.498,4	7.371,4	12.747,9	20,3	265,3	-499,0
IV.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	589,4	15,0	969,5	111,0	-129,7	-40,4
Κατοίκων στο εξωτερικό	-510,4	-791,3	-494,5	-117,8	-228,9	-152,9
Μη κατοίκων στην Ελλάδα	1.099,7	806,3	1.463,9	228,8	99,2	112,6
IV.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ²	6.845,7	8.149,4	2.541,7	1.274,8	3.210,4	427,8
Απαιτήσεις	-6.820,8	-10.854,1	-6.197,2	-559,9	176,6	-1.024,6
Υποχρεώσεις	13.666,5	19.003,5	8.738,9	1.834,8	3.033,8	1.452,4
IV.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ³	-3.067,6	-891,0	9.475,7	-1.229,6	-2.735,4	-910,4
Απαιτήσεις	-7.561,2	-13.583,5	-4.070,8	-897,6	-2.515,4	-4.370,0
Υποχρεώσεις	4.493,6	12.692,6	13.546,5	-332,0	-220,0	3.459,6
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	-372,14	688,3	-148,2	-58,4	306,7	218,4
IV.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ²	1.131,0	98,0	-239,0	-136,0	-80,0	24,0
V ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	-144,6	-28,4	-86,5	-33,1	192,5	391,6
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ³				3.474,0	1.896,0	2.184,0

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

2 (+) μείωση, (-) αύξηση.

3 Από την ένταξη της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ τον Ιανουάριο του 2001, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χρυσό, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα" και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συνάλλαγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 8

Νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ^{1,2}

(Υπόλοιπα σε δισεκ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Νόμισμα σε κυκλο- φορία	Καταθέ- σεις μίας ημέρας	M1	Καταθέ- σεις προ- θεσμίας έως 2 ετών	Καταθέ- σεις υπό προειδο- ποίηση έως 3 μηνών	M2	Συμφω- νίες επτα- ναγοράς (repos)	Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος	Τίτλοι της αγοράς χρήματος και χρεό- γραφα διάρκειας έως 2 ετών	M3³
	(1)	(2)	(3)=(1)+(2)	(4)	(5)	(6)=(3)+(4)+ +(5)	(7)	(8)	(9)	(10)=(6)+(7)+ +(8)+(9)
2001	239,7	2.039,2	2.279,0	1.088,8	1.316,6	4.684,4	218,5	398,0	145,9	5.446,8
2002	341,2	2.158,3	2.499,4	1.075,7	1.406,3	4.981,4	226,9	470,5	127,6	5.806,4
2003	397,9	2.329,2	2.727,1	1.039,2	1.529,6	5.295,8	208,7	581,5	92,7	6.178,7
2004	468,4	2.480,5	2.948,9	1.040,5	1.642,9	5.632,3	228,8	604,9	102,3	6.568,2
2005	532,8	2.946,8	3.479,6	1.123,7	1.550,0	6.153,3	221,9	615,8	129,8	7.120,8
2004 Ιαν.	389,1	2.313,8	2.702,9	1.021,7	1.547,2	5.271,7	214,6	591,7	95,6	6.173,6
Φεβρ. ...	393,5	2.309,8	2.703,3	1.016,4	1.553,8	5.273,5	228,6	599,2	97,0	6.198,4
Μάρτ. ..	399,6	2.345,9	2.745,5	1.005,6	1.559,1	5.310,2	219,4	602,6	94,5	6.226,7
Απρ.	409,4	2.361,3	2.770,7	1.006,3	1.567,5	5.344,5	225,5	611,0	99,5	6.280,5
Μάιος ..	416,6	2.372,0	2.788,7	1.015,4	1.573,4	5.377,4	221,9	609,0	96,2	6.304,5
Ιούν.	423,0	2.410,4	2.833,4	989,0	1.585,6	5.408,0	217,7	609,2	100,1	6.335,0
Ιούλ.	436,2	2.398,6	2.834,8	1.000,4	1.593,3	5.428,5	223,0	613,0	97,8	6.362,3
Αύγ.	433,4	2.362,3	2.795,7	1.003,5	1.598,9	5.398,0	226,0	624,1	99,2	6.347,3
Σεπτ. ...	438,0	2.419,1	2.857,1	993,1	1.600,9	5.451,1	217,6	609,5	100,4	6.378,4
Οκτ.	444,4	2.421,6	2.866,0	1.019,4	1.605,0	5.490,4	230,7	617,1	99,0	6.437,1
Νοέμ. ...	448,7	2.465,0	2.913,7	1.003,7	1.611,5	5.528,9	225,1	613,5	103,1	6.470,5
Δεκ.	468,4	2.480,5	2.948,9	1.040,5	1.642,9	5.632,3	228,8	604,9	102,3	6.568,2
2005 Ιαν.	459,9	2.506,1	2.966,0	1.015,4	1.655,9	5.637,3	228,7	616,4	99,2	6.581,7
Φεβρ. ...	463,6	2.506,6	2.970,1	1.013,0	1.660,3	5.643,4	227,0	615,4	114,1	6.599,9
Μάρτ. ..	471,8	2.525,8	2.997,6	1.017,7	1.665,2	5.680,4	227,0	614,5	106,0	6.627,8
Απρ.	481,1	2.550,0	3.031,1	1.034,8	1.672,5	5.738,4	226,3	627,8	120,9	6.713,4
Μάιος ..	485,8	2.578,3	3.064,1	1.035,7	1.678,7	5.778,4	239,2	634,8	113,5	6.766,0
Ιούν.	496,6	2.808,0	3.304,5	1.027,4	1.520,2	5.852,1	238,9	621,3	118,5	6.830,7
Ιούλ.	506,4	2.814,7	3.321,1	1.042,5	1.525,7	5.889,4	238,6	635,1	119,2	6.882,9
Αύγ.	500,9	2.767,7	3.268,7	1.054,3	1.530,0	5.853,0	249,2	639,7	121,0	6.862,8
Σεπτ. ...	507,1	2.815,4	3.322,5	1.078,4	1.532,0	5.933,0	234,4	631,5	119,9	6.918,7
Οκτ.	510,5	2.838,8	3.349,3	1.088,7	1.532,2	5.970,3	241,4	629,0	121,4	6.962,0
Νοέμ. ...	514,5	2.864,0	3.378,5	1.085,9	1.531,3	5.995,7	239,3	629,6	130,0	6.994,7
Δεκ.	532,8	2.946,8	3.479,6	1.123,7	1.550,0	6.153,3	221,9	615,8	129,8	7.120,8
2006 Ιαν.	520,9	2.930,2	3.451,0	1.113,8	1.566,4	6.131,2	237,0	608,4	144,0	7.120,6
Φεβρ. ...	524,9	2.921,0	3.445,9	1.134,9	1.569,8	6.150,6	235,0	610,2	153,3	7.149,1
Μάρτ. ..	532,3	2.937,6	3.469,8	1.162,1	1.571,4	6.203,4	235,9	603,1	163,8	7.206,3
Απρ.	540,3	2.981,7	3.522,0	1.201,6	1.569,8	6.293,4	249,7	613,1	165,4	7.321,6
Μάιος ..	543,6	3.000,9	3.544,5	1.189,2	1.569,0	6.302,7	258,2	620,9	174,8	7.356,7
Ιούν.	553,7	3.046,0	3.599,7	1.209,1	1.566,1	6.374,9	247,0	615,8	164,9	7.402,6
Ιούλ.	562,7	3.011,1	3.573,8	1.234,1	1.563,1	6.370,9	250,5	627,2	162,0	7.410,8
Αύγ.* ...	559,0	2.957,8	3.516,8	1.268,4	1.562,7	6.347,8	264,9	634,0	180,0	7.426,7

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

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

3 Στο M3 και τις συνιστώσες του δεν περιλαμβάνονται τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και τα χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών που κατέχουν μη κάτοικοι της ζώνης του ευρώ.

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: ΕΚΤ.

Πίνακας 9

Η ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ

(Υπόλοιπα σε δισεκ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Καταθέσεις μίας ημέρας			Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών ¹	Συμφωνίες επαναγοράς (repos)	Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών	Σύνολο ² (M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία) (7)=(1)+(2)+ +(3)+(4)+ +(5)+(6)
	(1)	Όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί (1.1)	Απλού ταμειυτηρίου (1.2)						
2001	70,8	16,1	54,7	29,4	2,4	24,2	9,7	0,1	136,7
2002	71,7	15,2	56,5	28,9	2,3	20,0	10,7	0,2	133,8
2003	79,5	17,6	61,9	32,3	2,0	10,8	15,7	0,5	140,8
2004	91,7	20,7	71,0	33,4	1,9	9,5	15,2	0,5	152,3
2005	99,2	24,8	74,4	51,8	4,4	2,7	4,9	0,4	163,4
2004 Ιαν.	79,5	17,2	61,6	32,5	2,1	10,6	15,2	0,5	139,7
Φεβρ.	79,6	17,3	62,3	32,1	2,1	10,5	15,2	0,5	139,9
Μάρτ.	82,1	17,8	64,3	31,8	2,1	9,5	15,8	0,4	141,6
Απρ.	81,4	17,8	63,6	33,5	2,2	9,1	15,9	0,4	142,5
Μάιος	82,5	17,0	65,5	32,2	2,1	8,9	15,6	0,4	141,8
Ιούν.	84,9	18,3	66,6	32,4	2,1	9,4	15,8	0,4	145,0
Ιούλ.	85,5	18,3	67,2	33,0	2,1	9,3	15,9	0,4	146,2
Αύγ.	84,9	17,7	67,2	33,2	2,1	9,6	15,8	0,4	146,1
Σεπτ.	86,0	18,7	67,3	33,4	2,1	10,5	15,3	0,5	147,8
Οκτ.	86,4	18,9	67,5	33,6	2,0	10,4	15,4	0,5	148,2
Νοέμ.	87,5	19,6	67,9	33,8	2,0	10,1	15,3	0,5	149,1
Δεκ.	91,7	20,7	71,0	33,4	1,9	9,5	15,2	0,5	152,3
2005 Ιαν.	90,4	19,8	70,6	37,8	2,0	5,6	14,9	0,5	151,2
Φεβρ.	91,9	20,8	71,1	39,4	2,0	4,4	14,6	0,5	152,8
Μάρτ.	90,9	20,4	70,6	41,0	2,0	4,2	14,2	0,4	152,6
Απρ.	91,1	20,2	70,9	42,3	2,6	3,8	13,0	0,5	153,4
Μάιος	91,5	20,2	71,2	42,6	2,8	4,1	12,5	0,5	153,9
Ιούν.	96,8	23,9	72,9	42,2	3,1	3,7	10,9	0,4	157,2
Ιούλ.	93,8	21,8	72,0	44,4	3,3	3,3	10,7	0,4	155,9
Αύγ.	93,5	21,2	72,3	45,6	3,6	3,3	10,1	0,3	156,4
Σεπτ.	94,8	22,5	72,3	46,2	3,9	3,3	7,3	0,4	155,9
Οκτ.	95,5	23,2	72,3	49,2	4,1	2,6	6,2	0,4	158,0
Νοέμ.	94,9	23,1	71,8	50,6	4,5	2,7	5,5	0,4	158,6
Δεκ.	99,2	24,8	74,4	51,8	4,4	2,7	4,9	0,4	163,4
2006 Ιαν.	95,8	22,7	73,1	53,8	4,4	2,6	4,7	0,4	161,7
Φεβρ.	95,3	22,6	72,7	55,1	4,5	2,5	4,7	0,4	162,5
Μάρτ.	95,3	22,7	72,6	56,8	4,1	2,5	4,6	0,5	163,9
Απρ.	95,6	22,3	73,3	57,9	4,0	2,4	4,6	0,6	165,1
Μάιος	95,8	22,6	73,2	59,0	3,7	2,4	4,9	0,6	166,5
Ιούν.	99,2	25,1	74,0	60,4	3,6	2,5	5,2	0,6	171,5
Ιούλ.	98,0	24,2	73,8	61,7	3,5	2,1	5,3	0,6	171,1
Αύγ.	97,0	23,4	73,6	63,3	3,4	2,0	5,4	0,6	171,7

¹ Περιλαμβάνονται και καταθέσεις ταμειυτηρίου σε λοιπά νομίσματα (εκτός ευρώ).

² Το νομισματικό μέγεθος M3 της Ελλάδας, αλλά και κάθε άλλης χώρας της ζώνης του ευρώ, δεν μπορεί πλέον να υπολογιστεί με ακρίβεια, καθώς η ποσότητα των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ που έχουν τεθεί σε κυκλοφορία σε κάθε χώρα διακρατείται και από κατοίκους άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ (όπως και από κατοίκους τρίτων χωρών). Εξαιτίας αυτών των τεχνικών προβλημάτων, η κατάρτιση των ελληνικών μεγεθών M0, M1, M2 και M3 διακόπηκε τον Ιανουάριο του 2003.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 10

Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα Λοιπά ΝΧΙ,¹ κατά νόμισμα και κατά κατηγορία

(Υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία		
		Καταθέσεις σε ευρώ ²	Καταθέσεις σε λοιπά νομίσματα	Όψεως	Ταμιευτηρίου	Προθεσμίας ³
2001	101.809,5	79.566,0	22.243,5	13.385,2	58.323,1	30.101,1
2002	104.761,1	87.732,3	17.028,8	13.367,3	60.406,1	30.987,7
2003	115.750,1	98.119,3	17.630,8	15.395,8	65.141,1	35.213,2
2004	128.424,6	110.206,7	18.217,9	18.274,2	73.954,2	36.196,1
2005	156.857,7	135.797,3	21.060,4	22.180,2	79.800,8	54.876,1
2004 Ιαν.	114.996,0	96.977,6	18.018,4	14.874,7	64.645,4	35.476,0
Φεβρ.	115.491,9	97.036,0	18.455,9	15.089,7	66.332,2	34.070,0
Μάρτ.	117.571,4	98.647,3	18.924,1	15.479,0	67.322,0	34.770,4
Απρ.	118.835,4	99.526,4	19.309,0	15.687,6	66.697,8	36.450,0
Μάιος	118.645,4	99.905,7	18.739,7	14.995,6	68.548,9	35.100,9
Ιούν.	120.997,2	102.774,4	18.222,8	16.078,1	69.641,4	35.277,7
Ιουλ.	122.396,3	103.778,5	18.617,8	16.368,9	70.186,6	35.840,9
Αύγ.	122.065,6	103.347,9	18.717,7	15.579,5	70.397,0	36.089,1
Σεπτ.	123.471,3	104.687,8	18.783,6	16.727,8	70.396,8	36.346,7
Οκτ.	123.971,8	105.394,3	18.577,5	16.840,4	70.593,6	36.537,8
Νοέμ.	124.875,8	106.408,6	18.467,2	17.304,0	70.903,5	36.668,3
Δεκ.	128.424,6	110.206,7	18.217,9	18.274,2	73.954,2	36.196,1
2005 Ιαν.	131.749,7	114.232,0	17.517,7	17.586,6	73.515,5	40.647,6
Φεβρ.	134.088,9	116.771,1	17.317,8	17.866,2	74.096,0	42.126,7
Μάρτ.	134.801,8	116.303,2	18.498,7	17.521,9	73.527,1	43.752,9
Απρ.	136.854,8	118.087,9	18.766,9	17.333,7	74.453,1	45.068,0
Μάιος	137.472,3	118.223,8	19.248,5	17.189,9	75.046,6	45.235,8
Ιούν.	142.951,8	123.548,2	19.403,6	20.868,4	77.036,6	45.046,9
Ιουλ.	142.705,3	122.700,2	20.005,1	19.144,9	76.318,4	47.241,9
Αύγ.	143.733,0	123.239,3	20.493,7	18.436,6	76.764,9	48.531,5
Σεπτ.	146.180,7	125.211,8	20.968,9	19.789,0	77.143,1	49.248,6
Οκτ.	150.136,2	129.055,6	21.080,6	20.542,2	77.351,8	52.242,2
Νοέμ.	151.140,9	129.736,1	21.404,8	20.228,8	77.297,6	53.614,4
Δεκ.	156.857,7	135.797,3	21.060,4	22.180,2	79.800,8	54.876,7
2006 Ιαν.	155.334,6	134.509,7	20.824,9	20.097,8	78.361,8	56.875,1
Φεβρ.	156.125,0	134.733,6	21.391,4	19.797,5	78.114,4	58.213,2
Μάρτ.	157.740,9	136.352,9	21.388,0	20.229,3	77.611,2	59.900,5
Απρ.	158.730,2	137.689,9	21.040,3	19.707,4	78.160,7	60.862,1
Μάιος	159.942,6	138.812,0	21.130,6	20.063,9	77.829,2	62.049,5
Ιούν.	164.328,2	143.200,2	21.128,0	22.398,2	78.543,2	63.386,8
Ιουλ.	164.473,3	143.231,3	21.242,0	21.667,6	78.137,8	64.667,9
Αύγ.	164.706,1	143.088,1	21.618,0	20.710,5	77.844,8	66.150,8

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 διαδέχθηκε το ευρώ.

3 Περιλαμβάνονται και οι δεσμευμένες καταθέσεις.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 11

Επιτόκια της ΕΚΤ και της Τράπεζας της Ελλάδος

(Ποσοστά % ετησίως)

1. Επιτόκια της ΕΚΤ				2. Επιτόκια της Τράπεζας της Ελλάδος				
Από: ¹	Αποδοχή καταθέ- σεων	Πράξεις κύριας ανα- χρηματοδό- τησης ³	Οριακή χρηματοδό- τηση	Από:	Αποδοχή καταθέ- σεων διάρ- κειας μίας ημέρας, πρώτο κλιμάκιο ⁴	Αποδοχή καταθέ- σεων διάρ- κειας μίας ημέρας, δεύτερο κλιμάκιο ⁴	Πράξεις διάρκειας 14 ημερών	Χρηματο- δότηση με ενέχυρο τίτλους Ελληνικού Δημοσίου
1999 1 Ιαν.	2,00	3,00	4,50	1999 14 Ιαν.	11,50	9,75	12,00	13,50
4 Ιαν. ²	2,75	3,00	3,25	21 Οκτ.	11,00	9,75	11,50	13,00
22 Ιαν.	2,00	3,00	4,50	16 Δεκ.	10,25	9,25	10,75	12,25
9 Απρ.	1,50	2,50	3,50	27 Δεκ.	10,25	9,00	10,75	11,50
5 Νοεμ.	2,00	3,00	4,00					
2000 4 Φεβρ.	2,25	3,25	4,25	2000 27 Ιαν.	9,50	8,50	9,75	11,00
17 Μαρτ.	2,50	3,50	4,50	9 Μαρτ.	8,75	8,00	9,25	10,25
28 Απρ.	2,75	3,75	4,75	20 Απρ.	8,00	7,50	8,75	9,50
9 Ιουν.	3,25	4,25	5,25	29 Ιουν.	7,25	–	8,25	9,00
28 Ιουν. ³	3,25	4,25	5,25	6 Σεπτ.	6,50	–	7,50	8,25
1 Σεπτ.	3,50	4,50	5,50	15 Νοεμ.	6,00	–	7,00	7,75
6 Οκτ.	3,75	4,75	5,75	29 Νοεμ.	5,50	–	6,50	7,25
				13 Δεκ.	4,75	–	5,75	6,50
				27 Δεκ.	3,75	–	4,75	5,75
2001 11 Μαΐου	3,50	4,50	5,50					
31 Αυγ.	3,25	4,25	5,25					
18 Σεπτ.	2,75	3,75	4,75					
9 Νοεμ.	2,25	3,25	4,25					
2002 6 Δεκ.	1,75	2,75	3,75					
2003 7 Μαρτ.	1,50	2,50	3,50					
6 Ιουν.	1,00	2,00	3,00					
2005 6 Δεκ.	1,25	2,25	3,25					
2006 8 Μαρτ.	1,50	2,50	3,50					
15 Ιουν.	1,75	2,75	3,75					
9 Αυγ.	2,00	3,00	4,00					
11 Οκτ.	2,25	3,25	4,25					

1 Η ημερομηνία αφορά τις διευκολύνσεις αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης. Για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης οι μεταβολές του επιτοκίου ισχύουν από την πρώτη πράξη μετά την αναφερόμενη ημερομηνία, εκτός από τη μεταβολή της 18.9.2001 που 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 επιτοκίων της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, έτσι ώστε οι συμμετέχοντες στην αγορά να προσαρμοστούν ομαλότερα στο νέο σύστημα.

3 Μέχρι τις 21 Ιουνίου 2000: δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου, από τις 28 Ιουνίου 2000: ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς σε δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου.

4 Στις 29 Ιουνίου 2000 καταργήθηκε το δεύτερο κλιμάκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και το επιτόκιο αφορά πλέον τον ενιαίο λογαριασμό αποδοχής καταθέσεων.

Πηγές: ΕΚΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 12

Επιτόκια της αγοράς χρήματος

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	Καταθέσεις μίας ημέρας ¹	Καταθέσεις ενός μηνός ²	Καταθέσεις 3 μηνών ²	Καταθέσεις 6 μηνών ²	Καταθέσεις 9 μηνών ²	Καταθέσεις 12 μηνών ²
2001	4,39	4,33	4,26	4,15	4,10	4,08
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,41	3,49
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,31	2,34
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,20	2,27
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,28	2,33
2004 Ιαν.	2,02	2,08	2,09	2,12	2,15	2,22
Φεβρ.	2,03	2,06	2,07	2,09	2,11	2,16
Μάρτ.	2,01	2,04	2,03	2,02	2,02	2,06
Απρ.	2,08	2,05	2,05	2,06	2,11	2,16
Μάιος	2,02	2,06	2,09	2,14	2,21	2,30
Ιούν.	2,03	2,08	2,11	2,19	2,29	2,40
Ιούλ.	2,07	2,08	2,12	2,19	2,26	2,36
Αύγ.	2,04	2,08	2,11	2,17	2,22	2,30
Σεπτ.	2,05	2,08	2,12	2,20	2,28	2,38
Οκτ.	2,11	2,09	2,15	2,19	2,25	2,32
Νοέμ.	2,09	2,11	2,17	2,22	2,27	2,33
Δεκ.	2,05	2,17	2,17	2,21	2,25	2,30
2005 Ιαν.	2,08	2,11	2,15	2,19	2,25	2,31
Φεβρ.	2,06	2,10	2,14	2,18	2,24	2,31
Μάρτ.	2,06	2,10	2,14	2,19	2,25	2,33
Απρ.	2,08	2,10	2,14	2,17	2,21	2,27
Μάιος	2,07	2,10	2,13	2,14	2,16	2,19
Ιούν.	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	2,10
Ιούλ.	2,07	2,11	2,12	2,13	2,15	2,17
Αύγ.	2,06	2,11	2,13	2,16	2,19	2,22
Σεπτ.	2,09	2,12	2,14	2,17	2,19	2,22
Οκτ.	2,07	2,12	2,20	2,27	2,34	2,41
Νοέμ.	2,09	2,22	2,36	2,50	2,60	2,68
Δεκ.	2,28	2,41	2,47	2,60	2,70	2,78
2006 Ιαν.	2,33	2,39	2,51	2,65	2,75	2,83
Φεβρ.	2,35	2,46	2,60	2,72	2,83	2,91
Μάρτ.	2,52	2,63	2,72	2,87	3,00	3,11
Απρ.	2,63	2,65	2,79	2,96	3,11	3,22
Μάιος	2,58	2,69	2,89	3,06	3,20	3,31
Ιούν.	2,70	2,87	2,99	3,16	3,29	3,40
Ιούλ.	2,81	2,94	3,10	3,29	3,43	3,54
Αύγ.	2,97	3,09	3,23	3,41	3,53	3,62
Σεπτ.	3,04	3,16	3,34	3,53	3,64	3,72

1 Μέσος όρος του δείκτη επιτοκίων μίας ημέρας στη ζώνη του ευρώ (EONIA).

2 Διατραπεζικά επιτόκια προσφοράς στη ζώνη του ευρώ (EURIBOR).

Πηγή: Bloomberg.

Πίνακας 13

Αποδόσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	Απόδοση ετήσιων έντοκων γραμματίων	Απόδοση ομολόγων						
		3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	32 ετών
2001	4,08	4,28	4,58	4,82	5,30	5,51	5,76	...
2002	3,50	4,06	4,45	4,78	5,12	5,24	5,52	...
2003	2,34	2,82	3,37	3,83	4,27	4,32	4,91	...
2004	2,27	2,87	3,37	3,81	4,26	4,53	4,77	...
2005	2,33	2,65	2,92	3,22	3,59	3,80	3,92	4,14
2004 Ιαν.	2,21	2,71	3,34	3,81	4,37	4,33	4,94	...
Φεβρ.	2,17	2,91	3,28	3,90	4,35	4,28	4,91	...
Μάρτ.	2,06	2,71	3,26	3,71	4,17	4,43	4,75	...
Απρ.	2,16	2,90	3,45	3,90	4,35	4,72	4,88	...
Μάιος	2,30	3,08	3,63	4,07	4,49	4,86	5,01	...
Ιούν.	2,41	3,19	3,73	4,15	4,55	4,89	5,03	...
Ιούλ.	2,36	3,07	3,61	4,03	4,44	4,79	4,93	...
Αύγ.	2,30	2,91	3,43	3,85	4,28	4,63	4,78	...
Σεπτ.	2,37	2,91	3,40	3,79	4,22	4,56	4,70	...
Οκτ.	2,32	2,76	3,25	3,65	4,11	4,47	4,61	...
Νοέμ.	2,33	2,66	3,12	3,53	3,97	4,33	4,47	...
Δεκ.	2,30	2,59	2,98	3,36	3,77	4,10	4,24	...
2005 Ιαν.	2,31	2,72	2,96	3,29	3,69	3,99	4,12	...
Φεβρ.	2,31	2,80	2,97	3,34	3,69	3,94	4,04	...
Μάρτ.	2,34	2,88	3,06	3,56	3,92	4,12	4,24	4,49
Απρ.	2,27	2,70	3,06	3,37	3,76	3,98	4,11	4,38
Μάιος	2,19	2,55	2,89	3,21	3,60	3,82	3,95	4,21
Ιούν.	2,10	2,35	2,70	3,02	3,44	3,66	3,79	4,05
Ιούλ.	2,17	2,42	2,75	3,06	3,46	3,71	3,84	4,10
Αύγ.	2,22	2,49	2,79	3,07	3,47	3,69	3,82	4,08
Σεπτ.	2,22	2,42	2,66	2,92	3,30	3,52	3,64	3,91
Οκτ.	2,41	2,66	2,88	3,11	3,45	3,64	3,75	4,00
Νοέμ.	2,69	2,91	3,15	3,36	3,67	3,84	3,94	4,14
Δεκ.	2,78	2,95	3,14	3,31	3,57	3,73	3,82	4,02
2006 Ιαν.	2,84	2,99	3,17	3,32	3,60	3,71	3,79	3,98
Φεβρ.	2,91	3,09	3,30	3,50	3,77	3,86	3,94	4,14
Μάρτ.	3,11	3,38	3,50	3,74	3,95	4,02	4,11	4,29
Απρ.	3,22	3,61	3,72	4,01	4,23	4,32	4,41	4,60
Μάιος	3,31	3,63	3,80	4,05	4,30	4,38	4,48	4,69
Ιούν.	3,41	3,70	3,93	4,07	4,31	4,41	4,50	4,72
Ιούλ.	3,54	3,78	3,98	4,10	4,33	4,42	4,50	4,72
Αύγ.	3,61	3,72	3,88	3,98	4,19	4,29	4,37	4,58
Σεπτ.	3,72	3,71	3,81	3,89	4,06	4,15	4,21	4,39

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 14

Δάνεια προς τις εγχώριες επιχειρήσεις και νοικοκυριά κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ

(Υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ)

Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις						Νοικοκυριά			
		Σύνολο	Γεωργία	Βιομηχανία ¹	Εμπόριο	Τουρισμός	Λοιποί κλάδοι	Σύνολο	Στεγαστικά	Καταναλωτικά	Λοιπά
2001	74.027,4	50.198,7	3.724,2	12.614,9	15.524,3	2.171,3	16.164,0	23.828,7	15.652,2	7.852,0	324,5
2002	86.510,5	55.012,2	3.224,7	14.364,0	15.670,8	2.903,2	18.849,5	31.498,3	21.224,7	9.755,4	518,2
2003	101.178,1	60.979,3	3.082,7	15.865,1	16.514,4	3.488,2	22.028,9	40.198,8	26.534,2	12.409,6	1.255,0
2004	117.201,7	65.566,3	3.248,0	15.675,6	18.821,6	4.040,0	23.781,1	51.635,4	33.126,8	17.053,8	1.454,8
2005	136.981,1	71.282,9	2.954,0	15.753,8	19.958,4	4.189,8	28.426,9	65.698,2	43.199,4	20.850,0	1.648,8
2004 Ιαν.	102.748,9	61.939,3	3.055,4	16.005,1	16.822,7	3.536,8	22.519,3	40.809,6	26.902,8	12.690,8	1.216,0
Φεβρ. . .	103.899,7	62.373,0	3.042,0	15.948,2	17.060,8	3.587,7	22.734,3	41.526,7	27.334,5	13.041,9	1.150,3
Μάρτ. . .	105.263,2	62.632,0	3.095,5	15.831,8	17.012,4	3.661,6	23.030,7	42.631,2	27.894,2	13.442,3	1.294,7
Απρ. . . .	106.447,1	62.865,3	3.150,5	15.734,1	17.134,7	3.703,2	23.142,8	43.581,8	28.465,8	13.798,6	1.317,4
Μάιος . .	108.835,0	64.279,3	3.242,6	15.950,4	17.773,5	3.766,9	23.545,9	44.555,7	29.080,6	14.169,3	1.305,8
Ιούν. . . .	109.806,8	64.817,5	3.324,8	15.831,1	17.952,6	3.801,5	23.907,5	44.989,3	29.035,7	14.585,6	1.368,0
Ιουλ. . . .	111.624,2	65.449,6	3.348,0	15.997,2	18.214,6	3.862,7	24.027,1	46.174,6	29.822,1	14.985,2	1.367,3
Αύγ. . . .	111.905,0	64.948,0	3.376,4	15.740,2	18.062,7	3.841,8	23.926,9	46.957,0	30.244,2	15.327,8	1.385,0
Σεπτ. . . .	113.392,1	65.419,2	3.402,8	15.743,6	18.335,8	3.865,3	24.071,7	47.972,9	30.832,5	15.722,9	1.417,5
Οκτ. . . .	114.868,1	65.943,5	3.397,8	15.988,2	18.687,8	3.987,5	23.882,2	48.924,6	31.404,7	16.114,1	1.405,8
Νοέμ. . .	115.636,5	65.492,4	3.303,2	15.755,2	18.612,8	3.930,4	23.890,8	50.144,1	32.138,9	16.580,3	1.424,9
Δεκ. . . .	117.201,7	65.566,3	3.248,0	15.675,6	18.821,6	4.040,0	23.781,1	51.635,4	33.126,8	17.053,8	1.454,8
2005 Ιαν.	118.387,3	65.985,6	3.237,8	15.645,2	18.921,1	4.079,3	24.102,2	52.401,7	33.672,4	17.275,8	1.453,5
Φεβρ. . .	118.906,4	65.521,9	3.161,6	15.623,8	19.104,7	4.129,9	23.501,9	53.384,5	34.281,6	17.610,7	1.492,2
Μάρτ. . .	120.704,9	66.096,9	3.079,3	15.565,9	19.309,8	4.180,8	23.961,1	54.608,0	35.091,5	17.995,6	1.520,9
Απρ. . . .	123.037,2	67.097,9	3.059,3	15.926,1	19.565,9	4.211,2	24.335,4	55.939,3	35.878,7	18.550,0	1.510,6
Μάιος . .	124.228,8	67.257,5	3.038,1	15.872,9	19.520,5	4.225,7	24.600,3	56.971,3	36.610,2	18.896,4	1.464,7
Ιούν. . . .	125.452,3	68.474,1	3.096,1	15.918,8	20.142,8	4.293,7	25.022,7	56.978,2	36.102,8	19.386,6	1.488,8
Ιουλ. . . .	127.215,3	69.613,6	3.119,2	16.123,2	20.352,3	4.135,7	25.883,2	57.601,7	37.238,6	18.897,0	1.466,1
Αύγ. . . .	127.788,5	69.212,3	3.123,3	15.838,2	20.027,5	4.110,4	26.112,9	58.576,2	37.850,0	19.245,1	1.481,1
Σεπτ. . . .	129.507,9	69.305,5	2.939,4	15.674,2	19.985,6	4.073,7	26.632,6	60.202,4	39.022,1	19.628,5	1.551,8
Οκτ. . . .	131.111,7	69.462,4	2.884,1	15.757,2	19.905,6	4.089,4	26.826,1	61.649,3	40.000,4	20.080,7	1.568,2
Νοέμ. . .	133.136,0	69.791,5	2.919,6	15.712,5	19.717,1	4.184,2	27.258,1	63.344,5	41.244,2	20.511,7	1.588,6
Δεκ. . . .	136.981,1	71.282,9	2.954,0	15.753,8	19.958,4	4.189,8	28.426,9	65.698,2	43.199,4	20.850,0	1.648,8
2006 Ιαν.	137.731,3	70.999,2	2.948,7	15.690,0	19.672,8	4.205,7	28.482,0	66.732,1	44.010,6	21.047,7	1.673,8
Φεβρ. . .	139.714,7	71.491,8	2.957,3	15.747,6	19.389,1	4.248,8	29.149,0	68.222,9	44.873,8	21.637,5	1.711,6
Μάρτ. . .	142.633,3	72.960,5	3.086,1	15.955,2	19.843,2	4.356,4	29.719,6	69.672,8	45.919,6	22.045,2	1.708,0
Απρ. . . .	144.593,1	73.944,8	3.098,7	16.399,3	20.160,3	4.352,3	29.934,2	70.648,3	46.612,7	22.344,3	1.691,3
Μάιος . .	145.477,5	74.372,3	3.105,7	16.661,9	19.876,8	4.377,7	30.350,2	71.105,2	46.539,9	22.815,5	1.749,8
Ιούν. . . .	148.322,9	76.259,8	3.192,4	16.900,2	20.531,4	4.416,8	31.219,0	72.063,1	46.929,0	23.275,7	1.558,4
Ιουλ. . . .	150.012,0	76.374,7	3.203,6	16.706,6	20.573,2	4.350,0	31.514,3	73.637,3	48.165,4	23.610,7	1.861,2
Αύγ. . . .	150.031,2	76.033,8	3.204,1	16.658,0	20.371,5	4.301,8	31.498,4	73.997,4	48.138,4	23.956,0	1.903,0

¹ Περιλαμβάνει τους κλάδους της μεταποίησης (βιομηχανία, βιοτεχνία) και των μεταλλείων.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 15

Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ κατοίκων της ζώνης του ευρώ

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Καταθέσεις από νοικοκυριά			Καταθέσεις από επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα		Συμφωνίες επαναγοράς (repos)
	Μίας ημέρας ^{1,2}	Ταμειυτηρίου ²	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας ²	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	
2003	0,93	0,92	2,48	0,63	2,49	2,24
2004	0,91	0,90	2,29	0,55	2,17	1,98
2005	0,91	0,88	2,23	0,60	2,09	2,00
2004 Ιαν.	0,88	0,86	2,26	0,55	2,18	1,99
Φεβρ.	0,88	0,87	2,18	0,57	2,17	1,98
Μάρτ.	0,89	0,87	2,29	0,54	2,13	1,95
Απρ.	0,89	0,88	2,26	0,56	2,13	1,97
Μάιος	0,90	0,89	2,24	0,56	2,23	1,95
Ιούν.	0,91	0,90	2,29	0,54	2,16	1,97
Ιούλ.	0,91	0,91	2,32	0,56	2,18	1,97
Αύγ.	0,92	0,91	2,31	0,60	2,19	1,96
Σεπτ.	0,93	0,92	2,33	0,53	2,12	1,97
Οκτ.	0,94	0,93	2,35	0,53	2,17	1,98
Νοέμ.	0,95	0,94	2,36	0,51	2,18	2,00
Δεκ.	0,96	0,94	2,30	0,55	2,20	2,01
2005 Ιαν.	0,96	0,95	2,25	0,56	2,08	1,97
Φεβρ.	0,95	0,94	2,19	0,55	2,07	1,97
Μάρτ.	0,93	0,91	2,22	0,55	2,02	1,97
Απρ.	0,89	0,86	2,22	0,55	2,07	1,98
Μάιος	0,89	0,87	2,20	0,56	2,04	1,99
Ιούν.	0,89	0,86	2,21	0,58	2,07	1,99
Ιούλ.	0,88	0,86	2,20	0,60	2,07	1,98
Αύγ.	0,89	0,86	2,19	0,59	2,08	1,98
Σεπτ.	0,89	0,87	2,19	0,70	2,09	1,98
Οκτ.	0,89	0,87	2,22	0,65	2,10	1,97
Νοέμ.	0,90	0,87	2,27	0,65	2,11	1,99
Δεκ.	0,91	0,88	2,39	0,71	2,32	2,18
2006 Ιαν.	0,93	0,90	2,44	0,69	2,33	2,23
Φεβρ.	0,93	0,90	2,45	0,65	2,35	2,25
Μάρτ.	0,99	0,95	2,58	0,73	2,57	2,42
Απρ.	0,98	0,95	2,63	0,73	2,61	2,50
Μάιος	0,98	0,95	2,66	0,73	2,57	2,47
Ιούν.	1,02	0,98	2,76	0,75	2,70	2,60
Ιούλ.	1,02	0,98	2,84	0,74	2,79	2,60
Αύγ.	1,04	1,00	2,95	0,83	2,96	2,74

1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων ταμειυτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 16

Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Δάνεια προς νοικοκυριά ¹					Δάνεια προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα ¹		
	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{2,3}	Καταναλωτικά δάνεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{3,4}	Κυμαινόμενο επιτόκιο ή σταθερό επιτόκιο έως ένα έτος	
		Με κυμαινόμενο επιτόκιο ή σταθερό επιτόκιο έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου καταναλωτικών δανείων	Με κυμαινόμενο επιτόκιο ή σταθερό επιτόκιο έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων		Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ
2003	14,41	10,57	10,47	4,51	4,78	6,86	5,29	3,98
2004	13,81	9,55	9,86	4,30	4,51	7,01	4,98	3,67
2005	13,36	8,47	9,06	4,06	4,15	6,90	5,08	3,62
2004 Ιαν.	13,92	9,82	9,94	4,36	4,68	6,74	5,12	3,92
Φεβρ.	13,97	9,94	9,99	4,35	4,63	6,85	5,16	4,09
Μάρτ.	14,00	9,44	9,87	4,37	4,63	7,13	4,88	3,45
Απρ.	14,06	9,56	9,85	4,36	4,55	7,11	5,15	3,49
Μάιος	13,79	9,82	10,07	4,33	4,54	7,02	4,91	3,45
Ιούν.	13,89	9,71	10,05	4,30	4,54	7,06	4,89	3,58
Ιουλ.	13,84	9,60	9,67	4,24	4,43	7,03	4,84	3,53
Αύγ.	13,77	9,70	10,05	4,34	4,53	7,06	4,95	3,52
Σεπτ.	13,62	9,37	9,91	4,23	4,43	7,05	4,87	3,80
Οκτ.	13,72	9,68	9,87	4,29	4,45	7,02	4,86	3,83
Νοέμ.	13,75	9,40	9,72	4,23	4,36	7,05	5,06	3,61
Δεκ.	13,41	8,58	9,36	4,21	4,37	6,97	5,04	3,77
2005 Ιαν.	13,42	8,85	9,39	4,23	4,39	6,95	4,89	3,54
Φεβρ.	13,72	8,99	9,62	4,20	4,34	6,95	5,08	3,53
Μάρτ.	13,51	8,53	9,43	4,15	4,27	6,94	5,00	3,70
Απρ.	13,74	8,58	9,37	4,13	4,23	6,94	5,09	3,58
Μάιος	13,63	8,88	9,13	4,12	4,21	6,89	4,96	3,47
Ιούν.	13,48	8,16	8,78	4,07	4,18	6,87	4,82	3,46
Ιουλ.	13,14	8,45	9,35	4,06	4,14	6,82	5,01	3,50
Αύγ.	13,16	8,48	9,39	4,11	4,18	6,84	5,12	3,50
Σεπτ.	13,23	8,36	8,79	3,99	4,05	6,82	5,06	3,57
Οκτ.	13,07	8,32	8,68	3,94	4,01	6,85	5,06	3,79
Νοέμ.	13,09	8,28	8,56	3,88	3,93	6,93	5,41	3,84
Δεκ.	13,07	7,78	8,26	3,86	3,91	7,00	5,41	3,93
2006 Ιαν.	13,18	7,77	8,30	3,92	4,00	6,94	5,26	3,70
Φεβρ.	13,18	8,06	8,51	3,89	3,97	6,99	5,44	3,74
Μάρτ.	13,22	8,09	8,44	3,92	4,02	7,13	5,50	4,15
Απρ.	13,24	7,82	8,48	3,93	4,08	7,09	5,57	3,92
Μάιος	13,22	7,84	8,66	4,00	4,15	7,10	5,61	4,17
Ιούν.	13,45	8,09	8,75	4,22	4,32	7,18	5,65	4,41
Ιουλ.	13,41	7,85	8,59	4,28	4,36	7,19	5,70	4,40
Αύγ.	13,60	7,97	8,76	4,51	4,53	7,26	5,88	4,27

1 Δεν περιλαμβάνονται οι επιβαρύνσεις.

2 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς νοικοκυριά μέσω πιστωτικών καρτών, των ανοικτών δανείων και των υπερεναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς.

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

4 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς επιχειρήσεις μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και των υπερεναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.