



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ
ΠΟΛΙΤΙΚΗ
ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ
2007

ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2007

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Ελευθ. Βενιζέλου 21

102 50 Αθήνα

www.bankofgreece.gr

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. +30210 320 2392

Fax +30210 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN 1108 - 2305



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

**ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ
ΠΟΛΙΤΙΚΗ
ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ
2007**

ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2007

Προς τη Βουλή των Ελλήνων και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Ενδιάμεση Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται στη Βουλή και το Υπουργικό Συμβούλιο, όπως προβλέπει το Καταστατικό της Τράπεζας της Ελλάδος. Η Έκθεση εξετάζει τη διαμόρφωση του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος και αναλύει τις νομισματικές και μακροοικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα κατά το τρέχον έτος.

Στο πρώτο κεφάλαιο περιέχεται σύνοψη της Έκθεσης.

Στο δεύτερο κεφάλαιο εξετάζονται η ενιαία νομισματική πολιτική, το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και οι οικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ. Ειδικότερα, επισημαίνεται ότι από τα τέλη του 2005 και μετά το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας έχει αυξήσει οκτώ φορές τα βασικά επιτόκια αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, συνολικά κατά 2 εκατοστιαίες μονάδες, προκειμένου να αποτραπούν οι κίνδυνοι αύξησης του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ και να διασφαλιστεί η σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα. Επίσης, εκτιμάται ότι το διεθνές οικονομικό περιβάλλον παραμένει ευνοϊκό για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ, παρότι έχει αυξηθεί η αβεβαιότητα λόγω της αναταραχής στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Το παγκόσμιο ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) εκτιμάται ότι θα αυξηθεί με ρυθμό περίπου 5%, δηλαδή μόνο ελαφρά χαμηλότερο από ό,τι το 2006. Στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται ότι το ΑΕΠ θα αυξηθεί εφέτος με μέσο ετήσιο ρυθμό που αντιστοιχεί περίπου στο δυνητικό ρυθμό ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας και ότι ο πληθωρισμός, σε μέσο ετήσιο επίπεδο, θα διαμορφωθεί γύρω στο 2%.

Στο τρίτο κεφάλαιο εξετάζονται η πορεία των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών και οι εξελίξεις στην αγορά κεφαλαίων στην Ελλάδα και αξιολογείται η σταθερότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Το κύριο συμπέρασμα είναι ότι η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών διατηρούνται σε επίπεδο που εξακολουθεί να παρέχει ικανοποιητικό περιθώριο για τη διασφάλιση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Επίσης, εκτιμάται ότι είναι οριακή η επίδραση που έχει στο κόστος άντλησης κεφαλαίων και στη ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών η πρόσφατη αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Επισημαίνεται όμως ότι ο υψηλότερος –σε σχέση με το μέσο όρο της ΕΕ– λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων των ελληνικών τραπεζών και η συνεχής επέκταση των δραστηριοτήτων των τραπεζών στο εξωτερικό καθιστούν αναγκαία την αυξημένη επαγρύπνηση από την πλευρά τους κατά τη διαχείριση των τραπεζικών κινδύνων, καθώς και την περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου των δανείων.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται οι οικονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα κατά το τρέχον έτος. Οι εκτιμήσεις της Έκθεσης για τα βασικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας είναι ότι ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ θα υπερβεί ελαφρά το 4%, ενώ συνεχίζονται η αύξηση της απασχόλησης και η μείωση της ανεργίας. Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή) αναμένεται να υποχωρήσει στο 2,8%, κυρίως λόγω προσωρινών ευνοϊκών παραγόντων που έχουν ήδη αντιστραφεί, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να αυξηθεί ελαφρά, αντανακλώντας πληθωριστικές πιέσεις

τόσο από την πλευρά της συνολικής ζήτησης, η οποία εξακολουθεί να αυξάνεται με υψηλό ρυθμό, όσο και από την πλευρά της προσφοράς, καθώς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι αυξάνεται ταχύτερα από ό,τι το 2006.

Στο πέμπτο κεφάλαιο αναλύονται οι εξελίξεις, οι προοπτικές και οι προσδιοριστικοί παράγοντες του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σημαντικά εφέτος και θα διαμορφωθεί περίπου στο 14% του ΑΕΠ, έναντι 12,1% το 2006.

Στο έκτο και τελευταίο κεφάλαιο της Έκθεσης αναλύονται οι μακροοικονομικές ανισορροπίες και οι διαρθρωτικές αδυναμίες που εξακολουθούν να υπάρχουν στην ελληνική οικονομία, συμπτώματα των οποίων είναι η εμμονή του πληθωρισμού σε σχετικά υψηλά επίπεδα και η συνεχιζόμενη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Όσον αφορά τις δημοσιονομικές εξελίξεις και προοπτικές, επισημαίνεται η μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης κάτω από την τιμή αναφοράς (3%) που ορίζει η Συνθήκη του Μάαστριχτ. Όμως, θα απαιτηθεί συνέχιση της δημοσιονομικής εξυγίανσης, προκειμένου να επιτευχθεί ο μεσοπρόθεσμος στόχος της κυβέρνησης για ισοσκελι-

σμένο προϋπολογισμό έως το 2010, καθώς και να επιτευχθούν σημαντικά πλεονάσματα και μείωση του δημόσιου χρέους μέχρι το 2015, όταν οι δαπάνες για συντάξεις και υγειονομική περίθαλψη θα αρχίσουν να αυξάνονται αισθητά σε σχέση με το ΑΕΠ λόγω της γήρανσης του πληθυσμού.

Από την ανάλυση στο έκτο κεφάλαιο επιβεβαιώνεται ότι για τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών και των αναπτυξιακών προοπτικών της ελληνικής οικονομίας έχουν κρίσιμη σημασία η συνέχιση της δημοσιονομικής εξυγίανσης, η μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος, η διαμόρφωση των μισθολογικών αυξήσεων σε επίπεδα συμβατά με την επιδίωξη διασφάλισης της σταθερότητας των τιμών, καθώς και η συνέχιση της πολιτικής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που αποσκοπούν στην πιο αποτελεσματική λειτουργία των αγορών προϊόντων και εργασίας και στον εκσυγχρονισμό του εκπαιδευτικού συστήματος και της δημόσιας διοίκησης, ώστε να αυξηθούν σημαντικά το ποσοστό απασχόλησης, η παραγωγικότητα και το παραγωγικό δυναμικό της οικονομίας. Αυτές είναι οι βασικές προϋποθέσεις ώστε, στο περιβάλλον του εντεινόμενου ανταγωνισμού διεθνώς, να ενισχυθεί η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, να διατηρηθούν υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης του ΑΕΠ και να μειωθεί η ανεργία.

Αθήνα, Οκτώβριος 2007

Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας
Διοικητής

Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής

Πρόεδρος

Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας

Μέλη

Παναγιώτης Α. Θωμόπουλος

Νικόλαος Δ. Παλαιοκρασσάς

Γεώργιος Δ. Δημόπουλος

Γεώργιος Ε. Οικονόμου

Ιωάννης Μ. Παπαδάκης

Περιεχόμενα

I. Σύνοψη	13
II. Η ενιαία νομισματική πολιτική, το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και οι νομισματικές και μακροοικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ	25
1. Η ενιαία νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ	25
2. Το εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον της ζώνης του ευρώ	29
2.1 Γενική επισκόπηση	29
2.2 Παγκόσμιο εμπόριο και διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων	37
3. Μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη ζώνη του ευρώ	38
3.1 Πληθωρισμός	39
3.2 Οικονομική δραστηριότητα	40
3.3 Απασχόληση και ανεργία	41
3.4 Δημοσιονομικές εξελίξεις	42
3.5 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ και Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II	43
4. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ	45
4.1 Η εξέλιξη της ποσότητας χρήματος M3 και των παραγόντων που συμβάλλουν στη μεταβολή της	45
4.2 Επιτόκια της αγοράς χρήματος, τραπεζικά επιτόκια και αποδόσεις μακροπρόθεσμων τίτλων	50
4.3 Χρηματιστηριακές εξελίξεις	53
III. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις, αγορά κεφαλαίων και σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος στην Ελλάδα	
1. Εξελίξεις νομισματικών μεγεθών στην Ελλάδα	55
1.1 Νομισματικές εξελίξεις	55
1.2 Επιτόκια καταθέσεων	57
2. Η χρηματοδότηση της οικονομίας	59
2.1 Τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών	61
2.2 Επιτόκια τραπεζικών δανείων	67
3. Οι αγορές κεφαλαίων	73
3.1 Η αγορά ομολόγων	73
3.2 Χρηματιστηριακές εξελίξεις	78
4. Η σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος	84
4.1 Εισαγωγή	84
4.2 Τραπεζικοί κίνδυνοι	84
4.2.1 Πιστωτικός κίνδυνος	84
4.2.2 Κίνδυνοι αγοράς και ρευστότητας	86
4.3 Αποδοτικότητα και κεφαλαιακή επάρκεια	87
4.3.1 Αποδοτικότητα	88
4.3.2 Κεφαλαιακή επάρκεια	89
4.4 Εξελίξεις στο εγχώριο θεσμικό πλαίσιο	91

IV. Οι μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στην Ελλάδα	
1. Εξελίξεις, προοπτικές και προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού	93
1.1 Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές του πληθωρισμού για ολόκληρο το έτος	93
1.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού το 2007	99
2. Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	107
3. Απασχόληση και ανεργία: εξελίξεις και προοπτικές	117
4. Δημοσιονομικές εξελίξεις	121
4.1 Οι δημοσιονομικές εξελίξεις του επταμήνου Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007 με βάση τα δημοσιονομικά στοιχεία	121
4.2 Οι δημοσιονομικές εξελίξεις του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 με βάση τα ταμειακά στοιχεία	126
4.3 Συμπεράσματα	127
V. Το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών: εξελίξεις, προοπτικές και προσδιοριστικοί παράγοντες	
1. Η γενική εικόνα του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών	129
2. Τρέχουσες εξελίξεις και προοπτικές	130
2.1 Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές για ολόκληρο το 2007	130
2.2 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	131
2.2.1 Εμπορικό ισοζύγιο	131
2.2.2 Ισοζύγιο υπηρεσιών	133
2.2.3 Ισοζύγιο εισοδημάτων	135
2.2.4 Ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων	135
2.3 Ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων	135
2.4 Συνολικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων	138
2.5 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών	138
3. Παράγοντες διαμόρφωσης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών	139
3.1 Μακροοικονομικοί και διαρθρωτικοί παράγοντες	139
3.1.1 Η υστέρηση της συνολικής αποταμίευσης έναντι της εγχώριας επενδυτικής δαπάνης και η αύξηση των εισαγωγών με υψηλούς ρυθμούς	139
3.1.2 Η επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων ως προς τις τιμές και η εξέλιξη των εξαγωγών	140
3.2 Ειδικοί παράγοντες	142
3.2.1 Η μεγάλη αύξηση των πληρωμών για αγορές νέων και μεταχειρισμένων πλοίων από ναυτιλιακές εταιρίες εγκατεστημένες στην Ελλάδα	142
3.2.2 Η σημαντική επιβάρυνση από τις καθαρές πληρωμές για εισαγωγές καυσίμων	143
3.2.3 Η επιβάρυνση του ελλείμματος λόγω των πληρωμών τόκων επί του αυξανόμενου εξωτερικού χρέους	144
3.2.4 Η μεταβλητότητα ορισμένων ροών του ισοζυγίου υπηρεσιών	144
4. Χρηματοδότηση και διατηρησιμότητα του ελλείμματος	145

Παράρτημα Κεφαλαίου V: Η εξέλιξη της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας ως προς τις τιμές	
1. Εισαγωγή	147
2. Οι διαθέσιμοι δείκτες της ΠΣΣΙ για την Ελλάδα και η εξέλιξή τους	149
3. Συμπεράσματα	153
Πίνακας V.Π1: Ελλάδα: Αναθεωρημένοι δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ)	151
Πίνακας V.Π2: Ελλάδα: Εναλλακτικοί δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας	152
VI. Η τρέχουσα κατάσταση και οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας	
1. Η τρέχουσα κατάσταση της οικονομίας	155
2. Προοπτικές της οικονομίας – προκλήσεις και επιλογές οικονομικής πολιτικής	157
2.1 Δημοσιονομική πολιτική και μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος	158
2.2 Μισθολογικές εξελίξεις	161
2.3 Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις	163
2.4 Σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος	164
Μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος	167
Γλωσσάριο	169
Στατιστικό παράρτημα	173
Διαγράμματα	
II.1 Επιτόκια της ΕΚΤ και επιτόκιο της αγοράς χρήματος διάρκειας μίας ημέρας (EONIA)	26
II.2 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών	35
II.3 Ζώνη του ευρώ: πραγματικό ΑΕΠ και ΕνΔΤΚ	39
II.4 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και του γιεν Ιαπωνίας	44
II.5 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι της λίρας Αγγλίας και του φράγκου Ελβετίας	44
II.6 Ποσότητα χρήματος M3 και δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ	46
II.7 Βραχυπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ	50
II.8 Αποδόσεις 10ετών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ	52
II.9 Δείκτες χρηματιστηριακών αγορών	53
III.1 Εξέλιξη των καταθέσεων, των συμφωνιών επαναγοράς και των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων στην Ελλάδα	57
III.2 Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ	59
III.3 Ομολογιακά δάνεια επιχειρήσεων στα χαρτοφυλάκια των ΝΧΙ στην Ελλάδα	62

III.4	Τραπεζικά δάνεια προς τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ	65	IV.1	Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδος, ζώνης ευρώ και Ευρωπαϊκής Ένωσης	94
III.5	Επιτόκια νέων δανείων στην Ελλάδα	67	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	94
III.6	Διαφορές επιτοκίων νέων τραπεζικών δανείων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	67	IV.3	Πληθωριστικές προσδοκίες καταναλωτών και επιχειρήσεων	95
III.7	Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου	74	IV.4	Δείκτης τιμών καταναλωτή και πυρήνας πληθωρισμού στην Ελλάδα	96
III.8	Διαχρονική μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου	75	IV.5	Διαφορές ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	98
III.9	Μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ	76	IV.6	Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ	99
III.10	Γενικός Δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) και αξία συναλλαγών	78	IV.7	Συμβολή της μεταβολής των τιμών των καυσίμων στον πληθωρισμό	101
III.11	Μεταβολές επιλεγμένων δεικτών τιμών μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) και στη ζώνη του ευρώ	80	IV.8	Δείκτης τιμών εισαγωγών στη βιομηχανία και αντίστροφο συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος	101
III.12	Μεταβλητότητα Γενικού Δείκτη τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) και δείκτη Dow Jones Euro Stoxx	82	IV.9	Αναθεωρημένος δείκτης ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος	102
III.13	Εξέλιξη του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων, κατά κατηγορία δανείων των ελληνικών εμπορικών τραπεζών	85	IV.10	Πυρήνας πληθωρισμού, τιμές οπωροκηπευτικών και καυσίμων	102
III.14	Κάλυψη καθυστερήσεων από προβλέψεις και λόγος καθαρών καθυστερήσεων προς εποπτικά ίδια κεφάλαια	85	IV.11	A. Το παραγωγικό κενό της ελληνικής οικονομίας B. Το παραγωγικό κενό της ελληνικής οικονομίας: μεταβολές	105
III.15	Ανάλυση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων σε ατομική βάση και εξέλιξη κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών εμπορικών τραπεζών	90	IV.12	Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία (μεταποίηση)	106

IV.13 Δείκτες οικονομικής δραστηριότητας	107	VI.2 Αύξηση του σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στις χώρες της ζώνης του ευρώ	162
Α. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος			
Β. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος και ο δείκτης οικονομικού κλίματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την Ελλάδα			
IV.14 Καταναλωτική ζήτηση	109	Πίνακες	
Α. Όγκος λιανικού εμπορίου και επιχειρηματικές προσδοκίες		II.1 Προσαρμογές βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ	26
Β. Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. αυτοκινήτων		II.2 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη παγκόσμιας οικονομίας	30
IV.15 Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών με βάση τις άδειες	113	II.3 Κύριες συνιστώσες της ποσότητας χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ	46
IV.16 Βιομηχανική παραγωγή	114	II.4 Κύριοι παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή της ποσότητας χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ	49
IV.17 Παραγωγή και επιχειρηματικές προσδοκίες στη μεταποίηση	115	III.1 Ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	56
Α. Δείκτες		III.2Α Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα	58
Β. Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ιδίου μηνός του προηγούμενου έτους		III.2Β Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από νοικοκυριά στις χώρες της ζώνης του ευρώ	58
IV.18 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για τη Μεταποίηση	116	III.3 Χρηματοδότηση της οικονομίας από τα ΝΧΙ στην Ελλάδα	60
IV.19 Απασχόληση	117	III.4 Τραπεζικά δάνεια προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά στην Ελλάδα	63
IV.20 Ποσοστό συνολικής ανεργίας	120	III.5Α Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα	69
IV.21 Προσδοκίες των επιχειρήσεων για την απασχόληση	121	III.5Β Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στις χώρες της ζώνης του ευρώ	70
V.1 Εμπορικό ισοζύγιο και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	131	III.6 Περιθώριο επιτοκίου (spread) στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ	72
V.2 Ισοζύγιο πλοίων	143		
V.3 Εξέλιξη δεικτών ναύλων πλοίων ξηρού φορτίου (BDI) και πετρελαιοφόρων (BDTI)	143		
VI.1 Αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ στις χώρες της ζώνης του ευρώ	162		

III.7	Εκδόσεις τίτλων Ελληνικού Δημοσίου	77	IV.6	Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης	110
III.8	Αντληθέντα κεφάλαια μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών	79	IV.7	Δείκτης κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο σε τρέχουσες τιμές	110
III.9	Συντελεστές συσχέτισης του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών του ΧΑ και δεικτών βασικών ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών	81	IV.8	Δείκτης τιμών κατοικιών	111
IV.1	Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: Ελλάδα και ΕΕ	97	IV.9	Δείκτες επενδυτικής ζήτησης	112
IV.2	Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	97	IV.10	Προσδοκίες των επιχειρήσεων για την απασχόληση	120
IV.3	Αποδοχές, παραγωγικότητα και κόστος εργασίας	103	IV.11	Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού	122
IV.4	Μέσες αποδοχές και κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας: Ελλάδα και ζώνη του ευρώ	104	IV.12	Καθαρές δανειακές ανάγκες κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση	126
IV.5	Ζήτηση και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν	108	V.1	Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά κατηγορία προϊόντων (εκτός καυσίμων και πλοίων)	132
			V.2	Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά γεωγραφική περιοχή	134
			V.3	Αποταμίευση, επενδύσεις και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστά % του ΑΕΠ	140

I. Σύνοψη

Η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος κατέστη προοδευτικά λιγότερο διευκολυντική από τα τέλη του 2005 και μετά. Στο διάστημα αυτό, το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) έχει αυξήσει τα βασικά επιτόκια συνολικά κατά 2 εκατοστιαίες μονάδες, με αποτέλεσμα το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης να έχει διαμορφωθεί στο 4%.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει τονίσει ότι θα εξακολουθήσει να παρακολουθεί στενά τις οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις και ότι θα ενεργεί έγκαιρα και αποφασιστικά, προκειμένου να εξασφαλίσει ότι οι κίνδυνοι επιτάχυνσης του πληθωρισμού δεν θα πραγματοποιηθούν αλλά ότι, αντίθετα, η σταθερότητα των τιμών θα εδραιωθεί μεσοπρόθεσμα. Στις τελευταίες του συνεδριάσεις στις 6 Σεπτεμβρίου και στις 4 Οκτωβρίου, το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές διεθνώς και η επανεκτίμηση των επενδυτικών κινδύνων κατά το πρόσφατο διάστημα έχουν προκαλέσει αύξηση της αβεβαιότητας. Για το λόγο αυτό, η αξιολόγηση ενδεχόμενων επιδράσεων στην πραγματική οικονομία πρέπει να γίνεται προσεκτικά, ενώ απαιτούνται επιπλέον πληροφορίες πριν καταστεί δυνατόν να εξαχθούν περαιτέρω συμπεράσματα όσον αφορά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος κατά την προσεχή περίοδο.

Κινδύνους ανόδου του πληθωρισμού σε μεσοπρόθεσμη βάση δημιουργεί το ενδεχόμενο οι αυξήσεις των μισθών και των περιθωρίων κέρδους να είναι μεγαλύτερες από ό,τι αναμένεται, εξαιτίας της σημαντικής ανόδου της απασχόλησης και του βαθμού χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού στη ζώνη του ευρώ. Επίσης, δεν μπορεί να αποκλειστεί ότι η άνοδος των τιμών του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων θα συνεχιστεί ή ότι θα σημειωθούν

περαιτέρω αυξήσεις των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των έμμεσων φόρων. Η ύπαρξη κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα και πιο μακροπρόθεσμα επιβεβαιώνεται και από τη συνεχιζόμενη αύξηση της ποσότητας χρήματος M3 και των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα με υψηλό ετήσιο ρυθμό. Στις 4 Οκτωβρίου το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι στο περιβάλλον αυτό η νομισματική πολιτική είναι έτοιμη να αντιμετωπίσει τους κινδύνους ανόδου του πληθωρισμού.

Οι πρόσφατες συνθήκες υψηλής μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές και αυξημένης αβεβαιότητας προσδίδουν ακόμη μεγαλύτερη σημασία στο ότι η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος αποβλέπει στη σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών. Συντελώντας στη συγκράτηση των πληθωριστικών προσδοκιών, η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος συνεισφέρει στη στήριξη διατηρήσιμης οικονομικής ανάπτυξης και της δημιουργίας νέων θέσεων εργασίας στη ζώνη του ευρώ. Συγχρόνως, με την έκτακτη παροχή ρευστότητας προσφάτως, η ΕΚΤ έχει συμβάλει στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ συνετέλεσαν σε άνοδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ το 2007. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια και οι τιμές των μετοχών με βάση τον ευρύ δείκτη Dow Jones Euro Stoxx επίσης παρουσιάζουν αύξηση σε σχέση με τις αρχές του έτους, παρά την καθοδική πορεία που ακολούθησαν πρόσφατα κυρίως λόγω της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Στην Ελλάδα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του νομισματικού μεγέθους M3,¹ που αποτελεί την ελληνική συμβολή στο αντίστοιχο μέγεθος της

ζώνης του ευρώ, επιταχύνθηκε περαιτέρω κατά το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 και διαμορφώθηκε σε 13,9% τον Αύγουστο (β' τρίμηνο 2007: 12,2%, δ' τρίμηνο 2006: 10,6%). Η μεγαλύτερη αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε σύγκριση με τα μακροπρόθεσμα (μετά την αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ από το Δεκέμβριο του 2005) συνέβαλε στη μετατόπιση κεφαλαίων από τοποθετήσεις εκτός του M3 (κυρίως από ορισμένες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων) προς τοποθετήσεις που περιλαμβάνονται στο M3 (μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων αλλά και καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο έτη). Ο ρυθμός ανόδου του ελληνικού M3 κινείται σε υψηλότερο επίπεδο από τον αντίστοιχο ρυθμό στη ζώνη του ευρώ (παρά την επιτάχυνση του τελευταίου). Η τάση αυτή είχε αρχίσει να διαγράφεται από το δεύτερο τρίμηνο του 2006.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης² της οικονομίας από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI) παρουσίασε επιβράδυνση κατά το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 (Αύγουστος 2007: 12,0%, δ' τρίμηνο 2006: 15,3%). Η εξέλιξη αυτή αντανακλά κυρίως την πορεία της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης από τα NXI, ο ρυθμός μεταβολής της οποίας παραμένει αρνητικός από το δ' τρίμηνο του 2006 έως και τον Αύγουστο του τρέχοντος έτους (Αύγουστος 2007: -18,4%, δ' τρίμηνο 2006: -1,8%), λόγω της σημαντικής μείωσης των τοποθετήσεων των NXI σε τίτλους του Δημοσίου. Παράλληλα, ελαφρά επιβραδύνθηκε σε σχέση με το τέλος του 2006 και ο ρυθμός αύξησης της συνολικής

¹ Χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία.

² Περιλαμβάνονται τα δάνεια που έχουν χορηγήσει οι τράπεζες (λαμβάνοντας υπόψη και τις έκτακτες διαγραφές και τα τιτλοποιημένα δάνεια, βλ. Κεφάλαιο III), καθώς και τα χρεόγραφα του Δημοσίου και τα ομόλογα επιχειρήσεων που διακρατούν στα χαρτοφυλάκια τους τα NXI.

χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, ο οποίος πάντως παραμένει σε υψηλό επίπεδο (Αύγουστος 2007: 20,9%, δ' τρίμηνο 2006: 21,3%).

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από τα εγχώρια ΝΧΙ επιταχύνθηκε κατά τη διάρκεια του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 (Αύγουστος 2007: 18,5%, δ' τρίμηνο 2006: 16,8%). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος, η οποία ευνοεί την ανάληψη νέων επενδύσεων. Η έκδοση ομολογιακών δανείων από τις επιχειρήσεις εξακολούθησε να αποτελεί σημαντική πηγή της χρηματοδότησής τους (λόγω του φορολογικού πλεονεκτήματος που προσφέρει αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης έναντι του παραδοσιακού τραπεζικού δανεισμού). Κατά το εξεταζόμενο οκτάμηνο, οι καθαρές εκδόσεις ομολογιακών δανείων αντιπροσώπευαν το 1/4 περίπου του συνόλου της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις. Μεταξύ των κλάδων οικονομικής δραστηριότητας, αξιοσημείωτη είναι η επιτάχυνση της χρηματοδότησης του εμπορίου, της ναυτιλίας και των "λοιπών" κλάδων, ενώ σημειώθηκε επιβράδυνση στους υπόλοιπους τομείς.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης των νοικοκυριών παρέμεινε σε υψηλό επίπεδο τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007, παρουσιάζοντας ωστόσο επιβράδυνση σε σχέση με το τέλος του 2006 (Αύγουστος 2007: 23,6%, δ' τρίμηνο 2006: 26,7%). Λόγω του υψηλού ρυθμού της πιστωτικής επέκτασης, η συνολική δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών (περιλαμβανομένων των τιτλοποιημένων δανείων) ανήλθε σε 46,9% του ΑΕΠ τον Αύγουστο του 2007 (Δεκέμβριος 2006: 44,0%). Αν τα τιτλοποιημένα δάνεια δεν ληφθούν υπόψη, η δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών διαμορφώνεται σε 43,5% του ΑΕΠ (Δεκέμβριος 2006:

41,1%). Στη ζώνη του ευρώ η δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών ανήλθε σε 53,5% του ΑΕΠ τον Αύγουστο του 2007 (Δεκέμβριος 2006: 53,8%) και επομένως η διαφορά με το αντίστοιχο μέγεθος στην Ελλάδα περιορίστηκε πλέον σε 10 εκατοστιαίες μονάδες, έναντι 12,7 εκατοστιαίων μονάδων στο τέλος του 2006. Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών δανείων προς τα νοικοκυριά, αισθητή επιβράδυνση παρουσίασε ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των στεγαστικών δανείων (Αύγουστος 2007: 23,5%, δ' τρίμηνο 2006: 28,0%). Αξιοσημείωτη είναι επίσης η στροφή των νοικοκυριών προς στεγαστικά δάνεια με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του έτους (και ιδίως για περίοδο άνω του ενός και έως πέντε έτη), καθώς το ποσοστό των δανείων αυτών στο σύνολο των νέων δανείων αυξήθηκε σημαντικά κατά την εξεταζόμενη περίοδο: σε 72,4% κατά μέσον όρο από 36,6% το 2006. Στη διαμόρφωση του υψηλού αυτού ποσοστού συνέβαλαν όχι μόνο οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ από το Δεκέμβριο του 2005, αλλά και οι προσδοκίες για περαιτέρω αύξησή τους στο μέλλον. Ο ρυθμός αύξησης των καταναλωτικών δανείων επιβραδύνθηκε μόνο ελαφρά κατά το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 και παρέμεινε υψηλός (Αύγουστος 2007: 22,6%, δ' τρίμηνο 2006: 23,7%), παρά την αύξηση των επιτοκίων και την εφαρμογή αυστηρότερων κριτηρίων χορήγησης νέων δανείων από τις τράπεζες.

Η περαιτέρω αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ εφέτος επηρέασε ανοδικά τα επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις, όπως οι καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών, τα επιτόκια αυξήθηκαν κατά τι περισσότερο από τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ. Καθώς τα επιτόκια καταθέσεων στη ζώνη του ευρώ (τα οποία γενικά ήταν σε χαμηλότερο επίπεδο) αυξήθηκαν περισσότερο από τα αντίστοιχα ελληνικά, η μεταξύ τους διαφορά μειώ-

θηκε στις κυριότερες κατηγορίες καταθέσεων. Η διαφορά αυτή τον Ιούλιο³ του 2007 ήταν 14 μονάδες βάσης τόσο στις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος (που είναι πλέον η σημαντικότερη κατηγορία καταθέσεων των νοικοκυριών) όσο και στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας.

Ανοδικά κινήθηκαν γενικά και τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα κατά το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007, ακολουθώντας την κατεύθυνση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Ωστόσο, η αύξηση των επιτοκίων στην Ελλάδα ήταν στις περισσότερες κατηγορίες δανείων μικρότερη από την αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, ενώ η αύξηση του μέσου σταθμικού επιτοκίου δανεισμού των επιχειρήσεων δεν διέφερε από εκείνη των νοικοκυριών. Ανοδικά κινήθηκαν και τα επιτόκια των δανείων στη ζώνη του ευρώ, αλλά στις περισσότερες κατηγορίες δανείων η αύξηση του επιτοκίου ήταν μεγαλύτερη από ό,τι στην Ελλάδα. Οι ανωτέρω εξελίξεις συνέβαλαν στον περιορισμό της θετικής διαφοράς μεταξύ των ελληνικών επιτοκίων και των αντίστοιχων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ στα επιχειρηματικά δάνεια, αλλά και στις περισσότερες κατηγορίες καταναλωτικών δανείων, ενώ τα ελληνικά επιτόκια παρέμειναν σε χαμηλότερο επίπεδο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ στις σημαντικότερες κατηγορίες στεγαστικών δανείων. Σημειώνεται σχετικά ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών στην Ελλάδα παραμένει ισχυρός, ιδίως στον τομέα των στεγαστικών δανείων, όπου η αύξηση του μέσου επιτοκίου ήταν περιορισμένη (17 μονάδες βάσης) στη διάρκεια του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007. Στη σημαντικότερη πλέον κατηγορία στεγαστικών δανείων (αυτών με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του ενός και έως πέντε έτη) το επιτόκιο ήταν τον Ιούλιο 60 μονάδες βάσης χαμηλότερο από το αντίστοιχο επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ.

Ωστόσο, παραμένει μεγάλη η διαφορά μεταξύ του ελληνικού επιτοκίου και του αντίστοιχου επιτοκίου στη ζώνη του ευρώ στην κατηγορία των καταναλωτικών δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια (Ιούλιος 2007: 374 μονάδες βάσης), καθώς στην κατηγορία αυτή είναι σχετικά μεγάλο το μερίδιο των δανείων μέσω πιστωτικών καρτών (τα οποία επιβαρύνονται με υψηλό επιτόκιο). Επίσης, αν και περιορίστηκε, παραμένει μεγάλη και η διαφορά των επιτοκίων στην κατηγορία των καταναλωτικών δανείων με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του ενός και έως πέντε έτη (Ιούλιος 2007: 248 μονάδες βάσης).

Το περιθώριο επιτοκίου, δηλ. η διαφορά μεταξύ του μέσου σταθμικού επιτοκίου των νέων τραπεζικών δανείων και του αντίστοιχου επιτοκίου των νέων τραπεζικών καταθέσεων, μειώθηκε περαιτέρω στην Ελλάδα κατά το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου (κατά 14 μονάδες βάσης σε 4,33% τον Αύγουστο), καθώς το μέσο σταθμικό επιτόκιο των δανείων αυξήθηκε λιγότερο από το αντίστοιχο επιτόκιο των καταθέσεων. Ωστόσο, το περιθώριο επιτοκίου παρέμεινε σε υψηλότερο επίπεδο στην Ελλάδα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (4,19% τον Ιούλιο έναντι 3,05% στη ζώνη του ευρώ). Το σχετικά υψηλότερο επίπεδο του περιθωρίου στην Ελλάδα συνδέεται με παράγοντες όπως: το υψηλότερο λειτουργικό κόστος των ελληνικών τραπεζών, ο μικρότερος βαθμός ωρίμανσης της εγχώριας τραπεζικής αγοράς σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ, ο σχετικά μεγαλύτερος αριθμός μικρών καταθετών και δανειοληπτών στην Ελλάδα (που συμβάλλει και στο υψηλότερο λειτουργικό κόστος), ο μεγαλύτερος σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ λόγος των δανείων σε καθυστέρηση

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

προς το σύνολο των δανείων (που συνεπάγεται υψηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου), καθώς και το μεγαλύτερο χρονικό διάστημα που απαιτείται στην Ελλάδα για την ολοκλήρωση της διαδικασίας εκποίησης των ασφαλειών. Στη διαμόρφωση υψηλού περιθωρίου επιτοκίου στην Ελλάδα σημαντική επίσης είναι η συμβολή της διαφορετικής σύνθεσης των καταθέσεων και των δανείων σε σύγκριση με εκείνη στη ζώνη του ευρώ. Αν η σύνθεση των δανείων και των καταθέσεων δεν διέφερε από εκείνη της ζώνης του ευρώ, τότε η διαφορά μεταξύ του περιθωρίου στην Ελλάδα και του περιθωρίου στη ζώνη του ευρώ θα περιοριζόταν τον Ιούλιο περίπου στο 1/3. Ανεξάρτητα από τη διαπίστωση αυτή, μεταξύ Δεκεμβρίου του 1998 και Δεκεμβρίου του 2006 το περιθώριο στην Ελλάδα μειώθηκε κατά 362 μονάδες βάσης και η τάση μείωσής του συνεχίζεται και κατά το τρέχον έτος, καταδεικνύοντας την περαιτέρω σύγκλιση των ελληνικών επιτοκίων προς τα επιτόκια της ζώνης του ευρώ.

Οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, οι οποίες αντανακλούν σε μεγάλο βαθμό τις αποδόσεις στις αγορές κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ, ακολούθησαν ανοδική πορεία από τις αρχές του έτους μέχρι τις αρχές Ιουλίου, οπότε διαμορφώθηκαν στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων πέντε ετών. Η εξέλιξη αυτή μπορεί να αποδοθεί κατά κύριο λόγο στην περαιτέρω βελτίωση των προοπτικών για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ. Στη συνέχεια όμως, οι αποδόσεις των κρατικών τίτλων σημείωσαν κάμψη, καθώς οι τιμές τους αυξήθηκαν, δεδομένου ότι ενισχύθηκε η ζήτηση των επενδυτών για σχετικά ασφαλείς τοποθετήσεις (όπως τα κρατικά ομόλογα): η εξέλιξη αυτή συνδέεται με την κρίση στην αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής φερεγγυότητας στις ΗΠΑ και με τη συνακόλουθη αύξηση της αβεβαιότητας στις αγορές

χρήματος και κεφαλαίων διεθνώς. Παρά την υποχώρησή τους, οι αποδόσεις των κρατικών τίτλων διαμορφώθηκαν στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2007 σε επίπεδο αισθητά υψηλότερο σε σχέση με το τέλος του 2006. Εξάλλου, η κλίση της καμπύλης αποδόσεων, η οποία είχε μειωθεί σημαντικά τα προηγούμενα τρία έτη, παρουσίασε ελαφρά άνοδο. Οι συναλλαγές σε κρατικούς τίτλους στη δευτερογενή αγορά κυμάνθηκαν κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 σε υψηλά επίπεδα, ανάλογα με εκείνα του προηγούμενου έτους. Στην πρωτογενή αγορά τίτλων, αξιοσημείωτες εξελίξεις κατά την εν λόγω περίοδο ήταν η αύξηση των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων, η αυξημένη έκδοση τίτλων μακράς διάρκειας, καθώς και η διατήρηση του έντονου ενδιαφέροντος των επενδυτών για τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου.

Η θετική πορεία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς τα τελευταία έτη συνεχίστηκε και κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007, ως αποτέλεσμα της ενίσχυσης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ), κυρίως εκείνων του τραπεζικού κλάδου, κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους, της ανακοίνωσης σημαντικών επιχειρηματικών συμφωνιών, της περαιτέρω διεύρυνσης της συμμετοχής επενδυτών του εξωτερικού στο ΧΑ, καθώς και των θετικών προοπτικών της ελληνικής οικονομίας. Ωστόσο, η κάμψη των τιμών των μετοχών και η αύξηση της αβεβαιότητας που παρατηρήθηκαν στις αρχές Αυγούστου στις χρηματιστηριακές αγορές διεθνώς, λόγω της αναταραχής που προαναφέρθηκε, επηρέασαν αρνητικά και το ΧΑ, αν και σε μικρότερο βαθμό από ό,τι άλλες μεγαλύτερες και περισσότερο ανεπτυγμένες αγορές. Πάντως, οι τιμές των μετοχών στο ΧΑ παρουσίασαν σταδιακή ανάκαμψη από τα μέσα Αυγούστου και μετά. Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, σημαντική ήταν η άνοδος της

μέσης ημερήσιας αξίας των συναλλαγών, ενώ αισθητά αυξήθηκαν τα κεφάλαια που άντλησαν οι επιχειρήσεις, κυρίως τράπεζες, από τη χρηματοπιστηριακή αγορά.

Το ελληνικό πιστωτικό σύστημα συνεχίζει να εμφανίζει υψηλό βαθμό σταθερότητας. Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007 η αποδοτικότητα, η κεφαλαιακή επάρκεια και η ρευστότητά του διατηρήθηκαν σε ικανοποιητικά επίπεδα. Βελτίωση εμφάνισε η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών, καθώς παρατηρήθηκε μείωση του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων (αν και μειώθηκε το ποσοστό κάλυψης των καθυστερήσεων με προβλέψεις). Πάντως, τόσο ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση όσο και το ποσοστό κάλυψης με προβλέψεις παραμένουν σε δυσμενέστερα επίπεδα σε σύγκριση με τις (μεσαίου μεγέθους) τράπεζες της ΕΕ-25. Μικρή αύξηση εμφάνισε ο κίνδυνος αγοράς, αν και το σταθμισμένο ως προς τον κίνδυνο αγοράς ενεργητικό παρέμεινε και κατά την εξεταζόμενη περίοδο μικρό ως ποσοστό του συνολικού σταθμισμένου ενεργητικού. Σε ικανοποιητικό επίπεδο διατηρήθηκε η αποδοτικότητα των ελληνικών τραπεζών και των ομίλων τους το πρώτο εξάμηνο του 2007: σημαντική συμβολή στην εξέλιξη αυτή είχαν οι δραστηριότητές τους στο εξωτερικό, κυρίως στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και την Τουρκία. Υποχώρηση εμφάνισε ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007, παραμένοντας ωστόσο σε επίπεδο σημαντικά υψηλότερο του ελάχιστου αποδεκτού ορίου, ενώ ευνοϊκή επίδραση στο δείκτη αυτό εκτιμάται ότι θα έχει η ολοκλήρωση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου ορισμένων τραπεζών που κατέχουν σημαντικό μερίδιο αγοράς. Τέλος, ενόψει της επικείμενης εφαρμογής των διατάξεων του νέου πλαισίου “Βασιλεία II”, ενσωματώθηκαν στο εγχώριο θεσμικό πλαίσιο οι Οδηγίες της Ευρω-

παϊκής Ένωσης που αφορούν την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και ειδικότερα τις μεθόδους προσδιορισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων, τις αρχές, τα κριτήρια και τη διαδικασία αξιολόγησης της επάρκειας των κεφαλαίων και των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων κάθε πιστωτικού ιδρύματος, καθώς και τις υποχρεώσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων σχετικά με τη δημοσιοποίηση στοιχείων για την ενίσχυση της διαφάνειας και της πειθαρχίας της αγοράς.

Βεβαίως, ο υψηλότερος –σε σύγκριση με το μέσο όρο της ΕΕ– λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων των ελληνικών τραπεζών και η συνεχιζόμενη επέκταση των δραστηριοτήτων των τραπεζών στο εξωτερικό καθιστούν αναγκαία τόσο την αυξημένη επαγρύπνηση από την πλευρά τους κατά τη διαχείριση των τραπεζικών κινδύνων όσο και την περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου των δανείων.

Εξάλλου, εκτιμάται ότι είναι οριακή η επίδραση που έχει στο κόστος άντλησης κεφαλαίων και στη ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών η πρόσφατη αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι ελληνικές τράπεζες δεν έχουν άμεση έκθεση σε προϊόντα που σχετίζονται με την αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής φερεγγυότητας στις ΗΠΑ (από την οποία ξεκίνησε αυτή η αναταραχή), ενώ και η έμμεση έκθεσή τους είναι περιορισμένη. Ωστόσο, οι συνθήκες που επικρατούν στις διεθνείς αγορές υπαγορεύουν αυξημένη εγρήγορση από την πλευρά των τραπεζών.

* * *

Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον παραμένει κατά βάση ευνοϊκό για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ, παρότι έχει αυξη-

θεί η αβεβαιότητα λόγω της αναταραχής στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές το τρίτο τρίμηνο του έτους. Βεβαίως, όπως είναι γνωστό, οι κεντρικές τράπεζες στις κυριότερες οικονομίες παρενέβησαν άμεσα στις αγορές χρήματος, παρέχοντας ρευστότητα, και έτσι διευκόλυναν τη λειτουργία των αγορών.

Οι μέχρι σήμερα επιπτώσεις στην παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία από την αναταραχή αυτή (με αφορμή τα προβλήματα στην αγορά στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ) φαίνεται να είναι σχετικά περιορισμένες, αν και η πλήρης αποτίμησή τους θα απαιτήσει χρόνο. Είναι πάντως ενθαρρυντικό ότι η παγκόσμια οικονομία ήταν γενικά σε καλή κατάσταση πριν από την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές και, ως εκ τούτου, εκτιμάται ότι είναι σε θέση να την αντιμετωπίσει. Η εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ και την ΕΕ δεν θα μείνει τελείως ανεπηρέαστη από την πορεία των γεγονότων στις ΗΠΑ και τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Εάν όμως, όπως θεωρείται μέχρι στιγμής πιθανότερο, η επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης στις ΗΠΑ είναι ήπια και η καταναλωτική ζήτηση διατηρηθεί ισχυρή, η άμεση επίδραση στην ευρωπαϊκή οικονομία θα είναι μάλλον μικρή. Ωστόσο, το ενδεχόμενο μιας εντονότερης (από ό,τι αναμένεται) επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ δεν είναι αμελητέο: μια τέτοια επιβράδυνση θα επιδρούσε δυσμενώς όχι μόνο στις διεθνείς εμπορικές συναλλαγές, αλλά και στην εμπιστοσύνη των καταναλωτών και των επενδυτών όσον αφορά τις οικονομικές προοπτικές.

Η πρόσφατη αναταραχή, η οποία είναι ακόμη σε εξέλιξη, επιβεβαιώνει την ανάγκη να ενισχυθεί η διαφάνεια των χρηματοπιστωτικών αγορών. Αυτό θα επιτρέψει στους επενδυτές να αξιολογούν ορθότερα και να τιμολογούν ρεαλι-

στικά τους κινδύνους που συνδέονται με τα διάφορα χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Ως προς τη διάσταση αυτή, η αναταραχή, παρά το βραχυπρόθεσμο κόστος της, μπορεί να αποδειχθεί χρήσιμη για τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ (Ιούλιος του 2007), ο ρυθμός ανάπτυξης του παγκόσμιου ΑΕΠ, αν και προβλέπεται να επιβραδυνθεί ελαφρώς το 2007, θα υπερβεί και πάλι σημαντικά το μακροχρόνιο μέσο όρο και θα διαμορφωθεί στο 5,2%. Ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών εκτιμάται ότι συνεχίζει να αυξάνεται με ταχύ ρυθμό (7,1%), ο οποίος όμως είναι χαμηλότερος από ό,τι το 2006. Οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες εξακολουθούν να παρουσιάζουν σημαντικά ταχύτερη αύξηση του όγκου του εξωτερικού τους εμπορίου από ό,τι οι προηγμένες οικονομίες.

Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες προβλέπεται ότι θα συγκρατηθεί γύρω στο 2% εφέτος, παρά την εκ νέου ανοδική πορεία της τιμής του αργού πετρελαίου από το Φεβρουάριο του 2007 και μετά, αλλά και την εμφάνιση – με σημαντική χρονική υστέρηση – δευτερογενών επιδράσεων, οι οποίες εκδηλώνονται με αύξηση του πυρήνα του πληθωρισμού. Η επίδραση στον πληθωρισμό από τις μεταβολές των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, κυρίως της τιμής του αργού πετρελαίου, τα τελευταία έτη και μέχρι σήμερα είναι σχετικά περιορισμένη, για λόγους που συνδέονται με τις αντιπληθωριστικές επιδράσεις του αυξανόμενου παγκόσμιου ανταγωνισμού και της ολοένα μεγαλύτερης διεθνούς ολοκλήρωσης των αγορών προϊόντων και υπηρεσιών, αλλά και με την άσκηση αξιόπιστης και συνεπούς νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες για τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών. Ωστόσο, πρόσφατα η έντονη

άνοδος των τιμών των αγροτικών προϊόντων έχει προκαλέσει αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων σε ορισμένες αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Στη ζώνη του ευρώ, το ΑΕΠ αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό της τάξεως του 2,8% το πρώτο εξάμηνο του 2007, ενώ οι επενδύσεις εμφάνισαν υψηλούς ρυθμούς αλλά και έντονη μεταβλητότητα. Ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης διατηρήθηκε σχετικά υψηλός και το ποσοστό ανεργίας εξακολούθησε να κινείται πτωτικά στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου, ενώ ο πληθωρισμός κινήθηκε ελαφρά κάτω του 2% τους οκτώ πρώτους μήνες του έτους, αλλά αυξήθηκε το Σεπτέμβριο.

Οι προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ παραμένουν θετικές για το τρέχον έτος και το 2008. Σύμφωνα με τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ θα παραμείνει σχετικά υψηλός το 2007 (μεταξύ 2,2% και 2,8%) και κάπως χαμηλότερος το 2008. Παρόμοιες είναι και οι προβλέψεις άλλων διεθνών οργανισμών (της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του ΔΝΤ και του ΟΟΣΑ).

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, μετρούμενος βάσει του ΕνΔΤΚ, κινήθηκε με ρυθμούς μεταξύ 1,8% και 1,9% τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007, αλλά αυξήθηκε στο 2,1% το Σεπτέμβριο (προσωρινές εκτιμήσεις). Η περίοδος από το Σεπτέμβριο του 2006 μέχρι τον Αύγουστο του 2007 υπήρξε το ιστορικά μακρότερο χρονικό διάστημα κατά το οποίο ο πληθωρισμός παρέμεινε κάτω από 2% στη ζώνη του ευρώ. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να διαμορφωθεί, σε μέσα ετήσια επίπεδα, μεταξύ 1,9% και 2,1% το 2007 και μεταξύ 1,5% και 2,5% το 2008.

Η ελληνική οικονομία, στηριζόμενη σε συνθήκες ισχυρής εγχώριας και εξωτερικής ζήτησης, συνεχίζει να αναπτύσσεται το 2007 με υψηλό ρυθμό, ο οποίος υπερβαίνει σημαντικά το μέσο όρο οικονομικής ανόδου στη ζώνη του ευρώ και την ΕΕ για δωδέκατο κατά σειρά έτος. Καθώς οι συνέπειες της αναταραχής στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές εκτιμάται ότι θα είναι περιορισμένες για τη διεθνή οικονομία, δεδομένου ότι οι διεθνείς οικονομικές συνθήκες παραμένουν βασικά ευνοϊκές, εκτιμάται ότι θα είναι περιορισμένες και για την ελληνική οικονομία. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού το 2007 αναμένεται ότι θα υποχωρήσει ελαφρά από το σχετικά υψηλό επίπεδο των προηγούμενων ετών, κυρίως λόγω της επίδρασης προσωρινών ευνοϊκών παραγόντων. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να διευρυνθεί περαιτέρω από τα ήδη πολύ υψηλά επίπεδα των τελευταίων ετών.

Ειδικότερα, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα υπερβεί ελαφρά το 4% το 2007, έναντι 4,3% το 2006. Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας συνοδεύεται από αύξηση της απασχόλησης με ετήσιο ρυθμό 1,4% το πρώτο εξάμηνο του 2007, ενώ το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε περαιτέρω την ίδια περίοδο στο 8,6% του εργατικού δυναμικού, παραμένοντας όμως σχετικά υψηλό.

Η οικονομική ανάπτυξη εξακολουθεί το 2007 να στηρίζεται στην εγχώρια ζήτηση. Η συμβολή του εξωτερικού ισοζυγίου στην αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα είναι αρνητική (όπως και το 2006), καθώς η άνοδος των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών θα υπερβεί και πάλι σημαντικά την αύξηση των εξαγωγών (τόσο ως προς το ρυθμό όσο και ως προς το απόλυτο μέγεθος). Ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής καταναλώσης αναμένεται ότι θα παραμείνει υψηλός, σχεδόν στο 4%. Οι συνολικές επενδύσεις προ-

βλέπεται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται με υψηλό ρυθμό, της τάξεως του 8%, κυρίως λόγω της ισχυρής ανόδου των επιχειρηματικών επενδύσεων: πάντως, ο ρυθμός αυτός θα είναι χαμηλότερος από ό,τι το 2006, λόγω σημαντικής επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου των επενδύσεων σε κατοικίες.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί περίπου στο 14% του ΑΕΠ το 2007, έναντι 12,1% του ΑΕΠ το 2006. Η διεύρυνση αυτή αντανακλά κυρίως την αύξηση του εμπορικού ελλείμματος εκτός καυσίμων και πλοίων, τις υψηλότερες πληρωμές τόκων και την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου πλοίων, καθώς και, σε μικρότερο βαθμό, τη μείωση του πλεονάσματος των τρεχουσών μεταβιβάσεων. Συνολικά οι επιδράσεις αυτές υπεραντισταθμίζουν τη βελτίωση του ισοζυγίου υπηρεσιών που οφείλεται στην αύξηση των εισπράξεων κυρίως από τη ναυτιλία και δευτερευόντως από τον τουρισμό. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων, το οποίο αντανακλά το μέγεθος της χρηματοδότησης της οικονομίας με καθαρές εισροές δανειακών και λοιπών κεφαλαίων από το εξωτερικό, αναμένεται να είναι της τάξεως του 12,5% του ΑΕΠ το 2007, έναντι 10,6% το 2006. Η εμμονή του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε υψηλά επίπεδα και η χρηματοδότησή του με εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό έχουν οδηγήσει σε αύξηση της αρνητικής καθαρής “διεθνούς επενδυτικής θέσης” της χώρας, δηλαδή των καθαρών υποχρεώσεων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα προς το εξωτερικό,⁴ στο 92,2% του ΑΕΠ στο τέλος του 2006 (από 51,1% στο τέλος του 2001). Τα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, αν και δεν δημιουργούν πρόβλημα χρηματοδότησης, υπονομεύουν τις μακροχρόνιες αναπτυξιακές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Το γεγονός ότι ο ρυθμός ανάπτυξης δεν έχει

ακόμη επηρεαστεί αρνητικά σε σημαντικό βαθμό από τη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών οφείλεται σε δύο παράγοντες: Πρώτον, στο ότι η επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας επιδρά με σημαντική χρονική υστέρηση στο ρυθμό ανάπτυξης και τα άλλα βασικά μεγέθη της οικονομίας. Δεύτερον, στο ότι ορισμένοι ευνοϊκοί παράγοντες μεταβατικού χαρακτήρα (όπως η άνοδος της εξωτερικής ζήτησης και το άνοιγμα νέων αγορών, το βελτιωμένο οικονομικό κλίμα μετά την είσοδο στη ζώνη του ευρώ, η μεγάλη επέκταση της καταναλωτικής και της στεγαστικής πίστης λόγω τόσο της μείωσης του κόστους δανεισμού μετά την υιοθέτηση του ευρώ όσο και της απελευθέρωσης του πιστωτικού συστήματος, καθώς και η εισροή μεταναστών) στηρίζουν το ρυθμό ανάπτυξης, αντισταθμίζοντας προς το παρόν την αρνητική επίδραση της διεύρυνσης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να υποχωρήσει στο 2,8% το 2007, από 3,3% το 2006: αυτό οφείλεται κυρίως σε προσωρινούς ευνοϊκούς παράγοντες, ιδίως τη μείωση της τιμής των καυσίμων από τον Αύγουστο του 2006 έως και τον Ιανουάριο του 2007, οι οποίοι όμως έχουν ήδη αντιστραφεί. Στην υποχώρηση του πληθωρισμού έχει συμβάλει επίσης η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής. Αντίθετα, ο πυρήνας του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής) αναμένεται ότι θα αυξηθεί ελαφρά (στο 3,1% σε μέση ετήσια βάση, από 2,9% το 2006), αντανακλώντας πληθωριστικές

4 Η (αρνητική) καθαρή διεθνής επενδυτική θέση είναι η (αρνητική) διαφορά μεταξύ του υπολοίπου των απαιτήσεων των κατοίκων έναντι των μη κατοίκων και του υπολοίπου των υποχρεώσεων των κατοίκων έναντι των μη κατοίκων.

πιέσεις τόσο από τη πλευρά της συνολικής ζήτησης, η οποία εξακολουθεί να αυξάνεται με υψηλό ρυθμό, όσο και από την πλευρά της εγχώριας προσφοράς, καθώς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι αυξάνεται ταχύτερα από ό,τι το 2006.

* * *

Οι εξελίξεις όσον αφορά τον πληθωρισμό και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αντανακλούν τις μακροοικονομικές ανισορροπίες και τις διαρθρωτικές αδυναμίες που εξακολουθούν να υπάρχουν και χρειάζεται να αντιμετωπιστούν αποφασιστικά από τους φορείς οικονομικής πολιτικής και τους κοινωνικούς εταίρους, προκειμένου να διασφαλιστούν σε βάθος χρόνου οι θετικές προοπτικές της οικονομικής ανάπτυξης και της απασχόλησης.

Ειδικότερα, η εμμονή του πληθωρισμού σε σχετικώς υψηλά επίπεδα και η συνεχιζόμενη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αποδίδονται σε τρεις παράγοντες. Πρώτον, η οικονομική άνοδος των τελευταίων ετών έχει βασιστεί σε σημαντικό βαθμό στην αύξηση της κατανάλωσης και των επενδύσεων σε κατοικίες, η οποία ευνοείται και από τους υψηλούς ρυθμούς πιστωτικής επέκτασης: παράλληλα, η συνολική εγχώρια αποταμίευση υστερεί έναντι των εγχώριων επενδύσεων, τόσο επειδή η ιδιωτική αποταμίευση είναι σχετικά χαμηλή ως ποσοστό του ΑΕΠ όσο και επειδή η δημόσια αποταμίευση είναι αρνητική (αντανακλώντας τα δημοσιονομικά ελλείμματα). Δεύτερον, η διεθνής ανταγωνιστικότητα της οικονομίας ως προς τις τιμές υποχωρεί επί σειράν ετών, κυρίως λόγω των σχετικά υψηλών ρυθμών αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα (σε σύγκριση με τους εμπορικούς εταίρους της). Τρίτον, ο ρυθμός ανόδου του παραγωγικού δυναμικού (του

δυναμικού ΑΕΠ) της ελληνικής οικονομίας, αν και υψηλός, παραμένει κατά κανόνα χαμηλότερος από το ρυθμό ανόδου της εγχώριας ζήτησης, λόγω διαρθρωτικών δυσκαμψιών που δυσχεραίνουν την αύξηση του ποσοστού απασχόλησης και εμποδίζουν την ταχύτερη άνοδο της παραγωγικότητας.

Η διατήρηση, σε βάθος χρόνου, υψηλών ρυθμών αύξησης του ΑΕΠ και της απασχόλησης απαιτεί μετασχηματισμό της ελληνικής οικονομίας από μια οικονομία της οποίας η ανάπτυξη βασίζεται κυρίως στην εγχώρια ζήτηση σε μια οικονομία όπου ο εξωτερικός τομέας θα αναδειχθεί σε βασικό προωθητικό παράγοντα της ανάπτυξης. Βασική προϋπόθεση του μετασχηματισμού αυτού είναι η μείωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, κατά κύριο λόγο η περαιτέρω δημοσιονομική εξυγίανση και η διασφάλιση σταθερότητας των τιμών, ώστε να ενισχύεται το κλίμα εμπιστοσύνης και να αυξάνεται η διεθνής ανταγωνιστικότητα της οικονομίας ως προς τις τιμές. Παράλληλα, απαιτείται αφενός να αυξηθεί περαιτέρω η αποταμίευση και να βελτιωθεί η σύνθεση των επενδύσεων και αφετέρου να προχωρήσουν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας και προϊόντων αλλά και στο εκπαιδευτικό σύστημα και τη δημόσια διοίκηση, προκειμένου να ενισχυθεί και να αναβαθμιστεί το παραγωγικό δυναμικό (τόσο το πάγιο όσο και το ανθρώπινο κεφάλαιο), να αυξηθούν η παραγωγικότητα και η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και να μειωθεί η ανεργία.

Μετά τη μείωση, το 2006, του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης (σε εθνολογιστική βάση) κάτω από την τιμή αναφοράς που ορίζει η Συνθήκη του Μάαστριχτ (3% του ΑΕΠ), τον τερματισμό της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος για την Ελλάδα (τον Ιούνιο του 2007) και — όπως εκτιμάται στο Προσχέδιο του Προϋπολο-

γισμού του 2008 που κατατέθηκε στη Βουλή την 1η Οκτωβρίου— τη διαμόρφωση του ελλείμματος στο 2,5% εφέτος (έναντι στόχου για έλλειμμα ίσο με 2,4% του ΑΕΠ), θα απαιτηθεί περαιτέρω δημοσιονομική προσαρμογή. Πρώτον, προκειμένου να επιτευχθεί ισοσκελισμένος προϋπολογισμός έως το 2010, σύμφωνα με το μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό στόχο που έχει θέσει η κυβέρνηση. Δεύτερον, προκειμένου να επιτευχθούν σημαντικά πλεονάσματα της γενικής κυβέρνησης σε μόνιμη βάση και να μειωθεί το εξαιρετικά υψηλό δημόσιο χρέος (104,5% του ΑΕΠ το 2006 και —όπως εκτιμάται στο προσχέδιο του Προϋπολογισμού— 101,9% το 2007) μέχρι το 2015, όταν οι δαπάνες για συντάξεις και υγειονομική περίθαλψη θα αρχίσουν να αυξάνονται αισθητά ως ποσοστό του ΑΕΠ λόγω της γήρανσης του πληθυσμού. Η δημοσιονομική εξυγίανση αναμένεται ότι θα συμβάλει στη μείωση του πληθωρισμού, καθώς και στην ενίσχυση του κλίματος εμπιστοσύνης και στην εδραίωση της μακροοικονομικής σταθερότητας, οι οποίες αποτελούν προϋπόθεση για τη διατήρηση υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης.

Η επίτευξη σημαντικών πρωτογενών πλεονασμάτων τα επόμενα έτη απαιτεί τον περιορισμό των πρωτογενών δαπανών σε μόνιμη βάση και την αύξηση των εσόδων. Πέρα από τη μείωση των ελλειμμάτων, είναι επίσης απαραίτητο να συνεχιστεί η μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος (όπως έχει εξαγγελθεί από την κυβέρνηση) και να βελτιωθούν η διάρθρωση και η αποτελεσματικότητα των δαπανών, ώστε να υπάρξουν επαρκείς πόροι για τη χρηματοδότηση των αναγκαίων δημόσιων επενδύσεων σε υποδομές και ανθρώπινο κεφάλαιο. Βελτίωση της αποτελεσματικότητας των δαπανών σημαίνει, όπως δείχνει η διεθνής εμπειρία, ότι μια χώρα μπορεί, με μικρότερες δημόσιες δαπάνες, να επιτύχει τουλάχιστον τις ίδιες επιδόσεις

ως προς την οικονομική ανάπτυξη και σταθερότητα, τις υποδομές, την υγεία, την εκπαίδευση, την ποιότητα της διοίκησης και την κατανομή του εισοδήματος.

Οι επιπτώσεις της γήρανσης του πληθυσμού στις δημόσιες δαπάνες για συντάξεις και υγειονομική περίθαλψη δεν μπορούν να αντιμετωπιστούν κατά κύριο λόγο με δημοσιονομικά μέτρα, αλλά με την έγκαιρη μεταρρύθμιση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης, καθώς και του συστήματος υγείας. Ο περιορισμός της πρόωρης συνταξιοδότησης, έτσι ώστε η μέση (πραγματική) ηλικία συνταξιοδότησης να προσεγγίσει την προβλεπόμενη από τις γενικές διατάξεις ηλικία, μπορεί να συμβάλει σημαντικά στη μείωση των ανισοτήτων και στη βελτίωση της οικονομικής θέσης των ταμείων κοινωνικής ασφάλισης, καθώς και στην καλύτερη αξιοποίηση του εργατικού δυναμικού. Η ενοποίηση των ταμείων, με την εφαρμογή της ισχύουσας νομοθεσίας, επίσης θα συμβάλει σημαντικά στον εξορθολογισμό του συστήματος. Ακόμη, πρέπει αφενός να βελτιωθεί η αντιστοιχία μεταξύ προσπάθειας και αποτελέσματος στο υφιστάμενο σύστημα συντάξεων μέσω παραμετρικών μεταρρυθμίσεων και αφετέρου να αναπτυχθεί ο κεφαλαιοποιητικός “πυλώνας” του συστήματος, ο οποίος επίσης προβλέπεται στην ισχύουσα νομοθεσία. Με τον τρόπο αυτό μπορεί να αλλάξει η αρχιτεκτονική του συστήματος, προς την κατεύθυνση της διαμόρφωσης ενός μικτού συστήματος. Γενικότερα, είναι απαραίτητο να γίνουν όλες εκείνες οι αλλαγές που θα διασφαλίσουν τη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος και, ταυτόχρονα, θα μειώσουν ουσιαστικά την αναμενόμενη (βάσει των σημερινών δεδομένων) σοβαρή επιβάρυνση των δημόσιων δαπανών λόγω της γήρανσης του πληθυσμού. Παράλληλα, απαιτούνται μέτρα δημογραφικής πολιτικής για την ενίσχυση της γεννητικότητας, καθώς και μέτρα

διαρθρωτικής πολιτικής για την αύξηση του ποσοστού απασχόλησης και τη βελτίωση της παραγωγικότητας.

Η αναγγελία (με τις προγραμματικές δηλώσεις της κυβέρνησης) ότι αρχίζει αμέσως ευρύς κοινωνικός και πολιτικός διάλογος για την ασφαλιστική μεταρρύθμιση είναι αναμφισβήτητο ένα θετικό βήμα. Επειδή μάλιστα η μεταρρύθμιση επείγει, είναι αναγκαίο να υπάρξουν αποτελεσματικές λύσεις το συντομότερο δυνατόν.

Ο σχετικά υψηλός πληθωρισμός στην Ελλάδα κατά την πρόσφατη περίοδο 2001-2007 συνεπάγεται υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας ως προς τις τιμές και επομένως επηρεάζει δυσμενώς τις προοπτικές για την ανάπτυξη και την απασχόληση. Δοθέντος ότι η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι ένας σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας του πληθωρισμού, είναι απαραίτητη η συμβολή των κοινωνικών εταίρων, προκειμένου οι μισθολογικές αυξήσεις να είναι συμβατές με την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών. Ειδικότερα, κατά τις συλλογικές διαπραγματεύσεις για τη διαμόρφωση των μισθολογικών αυξήσεων θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη η εξέλιξη της παραγωγικότητας, η ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές, καθώς και το επίπεδο ανεργίας, που παραμένει υψηλό στην Ελλάδα όπως και σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Παράλληλα, πρέπει να ενισχυθούν οι συνθήκες ανταγωνισμού στις αγορές που δεν λειτουργούν αποτελεσματικά, προκειμένου οι επιχειρήσεις να συμβάλλουν στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και με την τιμολογιακή

τους πολιτική. Αξίζει να σημειωθεί ότι την τελευταία δεκαετία οι μέσες πραγματικές αποδοχές αυξήθηκαν αισθητά, ενώ η σύγκλιση του επιπέδου των μισθών στην Ελλάδα προς το μέσο επίπεδο των μισθών στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο προχώρησε σημαντικά. Ωστόσο, η σύγκλιση των αποδοχών στην Ελλάδα με το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ δεν είναι δυνατόν να ολοκληρωθεί μέσω ονομαστικών μισθολογικών αυξήσεων, καθώς αυτές θα συντελούσαν σε αύξηση του πληθωρισμού και σε διάβρωση των πραγματικών εισοδημάτων. Μόνος ασφαλής τρόπος, λοιπόν, είναι η άνοδος της παραγωγικότητας: τότε η αύξηση των πραγματικών αποδοχών θα μπορεί να συμβαδίζει με την άνοδο αυτή.

Η Ελλάδα υστερεί ακόμη έναντι των περισσότερων εταίρων της στην ΕΕ όσον αφορά τη διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα. Απαιτείται επομένως να συνεχιστούν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας και να προχωρήσει ο εκσυγχρονισμός του εκπαιδευτικού συστήματος και της δημόσιας διοίκησης (όπου, μεταξύ άλλων, πρέπει να αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά η διαφθορά), ώστε να ενισχυθούν οι συνθήκες ανταγωνισμού και η αποτελεσματική λειτουργία των αγορών, να αυξηθεί το ποσοστό απασχόλησης και να επιταχυνθεί ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας και του δυνητικού προϊόντος. Με τον τρόπο αυτό, όχι μόνο θα αυξηθεί η ανταγωνιστικότητα, ώστε η ελληνική οικονομία να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά τις προκλήσεις από τον διεθνή ανταγωνισμό, αλλά θα μειωθεί και η ανεργία, που παραμένει ακόμη σχετικά υψηλή.

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

1. Η ενιαία νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ

Από τα τέλη του 2005 η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος καθίσταται προοδευτικά λιγότερο διευκολυντική. Συγκεκριμένα, μεταξύ Δεκεμβρίου του 2005 και Δεκεμβρίου του 2006 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε τα βασικά επιτόκια 6 φορές, συνολικά κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα (βλ. Πίνακα II.1 και Διάγραμμα II.1). Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 τα βασικά επιτόκια αυξήθηκαν 2 ακόμη φορές,¹ κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά, με αποτέλεσμα το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης να διαμορφωθεί στο 4% από τον Ιούνιο του 2007. Οι αυξήσεις των επιτοκίων το Μάρτιο και τον Ιούνιο του 2007 θεωρήθηκαν αναγκαίες επειδή εμφανίζονταν ενισχυμένοι οι πληθωριστικοί κίνδυνοι, αφενός διότι ο ρυθμός οικονομικής ανόδου στη ζώνη του ευρώ αναμενόταν να διατηρηθεί υψηλός και η τιμή του πετρελαίου άρχισε πάλι να αυξάνεται και αφετέρου διότι ο ρυθμός επέκτασης της ποσότητας χρήματος M3 και των πιστωτικών μεγεθών εξακολουθούσε να είναι ιδιαίτερα υψηλός και η ρευστότητα αυξημένη.

Με τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων, η ΕΚΤ επιδιώκει τη σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών, επιδίωξη που έχει ιδιαίτερη σημασία σε περιόδους, όπως η παρούσα, που χαρακτηρίζονται από αύξηση των διακυμάνσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές και της αβεβαιότητας. Η σταθεροποίηση των προσδοκιών συντελεί στην επίτευξη του πρωταρχι-

¹ Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε αυξήσεις των βασικών επιτοκίων στις συνεδριάσεις της 8ης Μαρτίου και της 6ης Ιουνίου 2007.

Πίνακας II.1

Προσαρμογές βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ

(Ποσοστά % ετησίως)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων ¹	Πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης
6 Οκτωβρίου 2000	3,75	4,75	5,75
11 Μαΐου 2001	3,50	4,50	5,50
31 Αυγούστου 2001	3,25	4,25	5,25
18 Σεπτεμβρίου 2001	2,75	3,75	4,75
9 Νοεμβρίου 2001	2,25	3,25	4,25
6 Δεκεμβρίου 2002	1,75	2,75	3,75
7 Μαρτίου 2003	1,50	2,50	3,50
6 Ιουνίου 2003	1,00	2,00	3,00
6 Δεκεμβρίου 2005	1,25	2,25	3,25
8 Μαρτίου 2006	1,50	2,50	3,50
15 Ιουνίου 2006	1,75	2,75	3,75
9 Αυγούστου 2006	2,00	3,00	4,00
11 Οκτωβρίου 2006	2,25	3,25	4,25
13 Δεκεμβρίου 2006	2,50	3,50	4,50
14 Μαρτίου 2007	2,75	3,75	4,75
13 Ιουνίου 2007	3,00	4,00	5,00

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

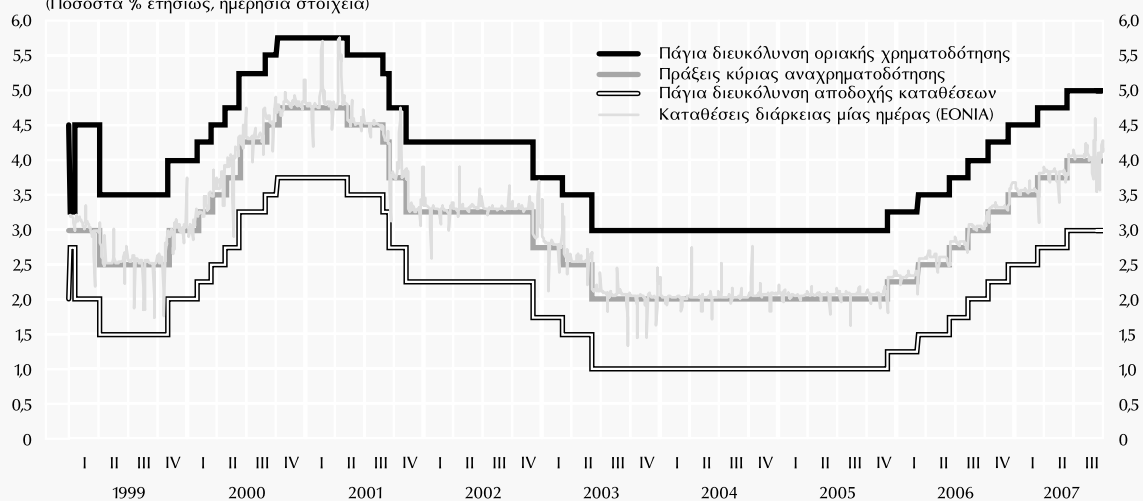
Πηγή: ΕΚΤ.

Διάγραμμα II.1

Επιτόκιο της ΕΚΤ και επιτόκιο της αγοράς χρήματος διάρκειας μίας ημέρας (EONIA)

(Ιανουάριος 1999 - Σεπτέμβριος 2007)

(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

κού στόχου του Ευρωσυστήματος – δηλαδή τη διατήρηση του ρυθμού πληθωρισμού κάτω από αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα – αλλά αποτελεί και προϋπόθεση προκειμένου η νομισματική πολιτική να συμβάλλει σε μονιμότερη βάση στην ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης και τη δημιουργία θέσεων εργασίας στη ζώνη του ευρώ.

Παρά τις αυξήσεις των επιτοκίων, με δεδομένο ότι η οικονομική δραστηριότητα αυξάνεται με υψηλό ρυθμό, η νομισματική πολιτική παραμένει μάλλον διευκολυντική, καθώς οι ρυθμοί της νομισματικής και της πιστωτικής επέκτασης εξακολουθούν να είναι ιδιαίτερα υψηλοί.

Το Σεπτέμβριο του 2007 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι η αύξηση των διακυμάνσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές διεθνώς, όπως και η επανεκτίμηση των επενδυτικών κινδύνων, που προκλήθηκε με αφορμή την κρίση στην αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής φερεγγυότητας στις ΗΠΑ (subprime mortgage market), έχουν οδηγήσει σε αύξηση της αβεβαιότητας. Ο υψηλός βαθμός αβεβαιότητας καθιστά αναγκαία τη συλλογή επιπλέον πληροφοριών και την εξέταση νέων στοιχείων πριν καταστεί δυνατόν να εξαχθούν περαιτέρω συμπεράσματα για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στο πλαίσιο της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, η οποία έχει μεσοπρόθεσμο προσανατολισμό και στοχεύει στην εδραίωση της σταθερότητας των τιμών. Κατά συνέπεια, το Διοικητικό Συμβούλιο θα παρακολουθεί με μεγάλη προσοχή όλες τις εξελίξεις, ιδιαίτερα αυτές στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Στο πλαίσιο της οικονομικής ανάλυσης την οποία έλαβε υπόψη του (σε συνδυασμό με τη νομισματική ανάλυση) το Διοικητικό Συμβού-

λιο της ΕΚΤ, διαπιστώθηκε ότι το πρώτο και το δεύτερο τρίμηνο του 2007 η οικονομική δραστηριότητα αυξανόταν με ικανοποιητικό ρυθμό (0,7% και 0,3% αντίστοιχα) – κατά το υπόλοιπο του έτους και το 2008 η αύξηση του ΑΕΠ αναμένεται να συνεχιστεί με τριμηνιαίο ρυθμό γύρω στο 0,5%-0,6%, σύμφωνα με τις τελευταίες (Σεπτέμβριος του 2007) μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.² Το Σεπτέμβριο του 2007 το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι η αύξηση των διακυμάνσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, η επανεκτίμηση των επενδυτικών κινδύνων και η συνακόλουθη αύξηση της αβεβαιότητας είναι δυνατόν να ασκήσουν αρνητική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα, π.χ. λόγω αύξησης του ασφαλίστρου που ενσωματώνεται στο κόστος των κεφαλαίων τα οποία δανείζονται οι επιχειρήσεις από το τραπεζικό σύστημα, ενδεχόμενο που λαμβάνεται υπόψη στις μακροοικονομικές προβολές και ενισχύει την ανάγκη στενής παρακολούθησης των οικονομικών εξελίξεων.

Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές, ο ρυθμός πληθωρισμού, ο οποίος διαμορφώθηκε κάτω από 2% την περίοδο Σεπτεμβρίου 2006-Αυγούστου 2007, αναμένεται να επιταχυνθεί πάνω από 2% στο υπόλοιπο του έτους (ήδη, σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις, αυξήθηκε στο 2,1% το Σεπτέμβριο), κυρίως επειδή η τιμή του πετρελαίου εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε πολύ υψηλότερα επίπεδα από ό,τι τους αντίστοιχους περυσινούς μήνες. Η προβολή για το μέσο ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού το 2008 είναι 1,5%-2,5%. Ειδικότερα εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανόδου του

² 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.

κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα σημειώσει περιορισμένη επιτάχυνση την περίοδο 2007-2008 λόγω αντίστοιχα περιορισμένης επιτάχυνσης του ρυθμού ανόδου των μισθών, ο ρυθμός αύξησης των περιθωρίων κέρδους θα σημειώσει μικρή επιβράδυνση, ενώ το 2008 αφενός θα εξαλειφθεί η άμεση επίδραση στον ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού από την εφετινή αύξηση των έμμεσων φόρων στη Γερμανία και αφετέρου θα εξασθενήσει η επίδραση στις τιμές καταναλωτή από την αύξηση των τιμών της ενέργειας και των τιμών των λοιπών (εκτός του πετρελαίου) πρώτων υλών.

Το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι εξακολουθούν να υφίστανται πληθωριστικοί κίνδυνοι, κυρίως σε μεσοπρόθεσμη βάση, που μπορεί να πραγματοποιηθούν σε περίπτωση που οι αυξήσεις των μισθών είναι μεγαλύτερες από ό,τι αναμένεται, λόγω της παρατηρούμενης σημαντικής ανόδου της απασχόλησης. Επιπρόσθετα, ο ιδιαίτερα υψηλός βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού³ καθιστά πιθανό ότι οι επιχειρήσεις —ιδίως σε τομείς της οικονομίας όπου ο βαθμός ανταγωνισμού είναι χαμηλός— θα μετακυλίσουν τις αυξήσεις των τιμών των πρώτων υλών (ή άλλων στοιχείων του κόστους) στις τιμές των προϊόντων τους ή ακόμη ότι θα προσπαθήσουν να αυξήσουν τα περιθώρια κέρδους τους. Επίσης δεν αποκλείεται οι αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και των άλλων πρώτων υλών (ιδίως των αγροτικών προϊόντων), των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών ή των έμμεσων φόρων να είναι μεγαλύτερες από αυτές που έχουν ληφθεί υπόψη για την κατάρτιση των μακροοικονομικών προβολών. Τέλος, η δημοσιονομική πολιτική σε ορισμένα κράτη-μέλη ενδέχεται να συμβάλει σε ενίσχυση της ζήτησης στην παρούσα ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, με αποτέλεσμα τη δημιουργία πρόσθετων πληθωριστικών πιέσεων.

Προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι δεν θα πραγματοποιηθούν οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε επανειλημμένα ότι είναι αναγκαίο οι κοινωνικοί εταίροι να συνεχίσουν να συμπεριφέρονται υπεύθυνα και υπογράμμισε ότι οι μισθολογικές συμφωνίες που επιβαρύνουν τον πληθωρισμό βλάπτουν το σύνολο των πολιτών της ζώνης του ευρώ, επειδή περιορίζουν την αγοραστική τους δύναμη. Ειδικότερα, οι μισθολογικές συμφωνίες πρέπει να διαφοροποιούνται κατάλληλα ώστε να λαμβάνονται υπόψη οι επιδράσεις τους στην ανταγωνιστικότητα, το γεγονός ότι το ποσοστό ανεργίας παραμένει ακόμη υψηλό σε πολλές οικονομίες της ζώνης του ευρώ, καθώς και το ότι η εξέλιξη της παραγωγικότητας διαφέρει μεταξύ των τομέων της οικονομίας.

Η νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνει ότι εξακολουθούν να υφίστανται κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, επειδή υπάρχει αυξημένη ρευστότητα, που τροφοδοτείται από την αύξηση του M3 με υψηλούς ετήσιους ρυθμούς εδώ και αρκετά έτη⁴ (Μάιος 2004: 4,9%, Αύγουστος 2007: 11,6%). Ο ρυθμός αύξησης των πιστωτικών μεγεθών είναι επίσης πολύ έντονος, καθώς

³ Σύμφωνα με τη σχετική έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού στη μεταποίηση έφθασε το 84,8% τον Απρίλιο του 2007: πρόκειται για το υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων 15 ετών. Τον Ιούλιο ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού μειώθηκε ελαφρώς σε 84,2%. Οι εκτιμήσεις του ΔΝΤ, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του ΟΟΣΑ συγκλίνουν στο συμπέρασμα ότι το παραγωγικό κενό —που παραμένει ακόμη αρνητικό, δηλ. η δυνητική παραγωγή της ζώνης του ευρώ υπερβαίνει ακόμη το επίπεδο της τρέχουσας παραγωγής— θα περιοριστεί το 2007 και σχεδόν θα εξαλειφθεί το 2008.

⁴ Καθώς υποχωρούσε η αβεβαιότητα, η οποία είχε αυξηθεί σημαντικά την περίοδο 2001-2003, το M3 σημείωνε σταδιακή επιβράδυνση και ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του διαμορφώθηκε σε 4,9% τον Μάιο του 2004: αυτός ήταν ο χαμηλότερος ρυθμός νομισματικής επέκτασης που είχε παρατηρηθεί από τον Ιούνιο του 2001. Έκτοτε ο ρυθμός αύξησης του M3 ακολούθησε έντονα ανοδική τάση και διαμορφώθηκε σε 11,6% τον Αύγουστο του 2007.

οι συνθήκες χρηματοδότησης παραμένουν σχετικά ευνοϊκές⁵ και ο ρυθμός ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας είναι υψηλός. Πάντως, η αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ έχει συμβάλει στην επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά και της ποσότητας χρήματος M1.

Η συνέχιση της επιτάχυνσης της αύξησης του M3 από την αρχή του έτους συνδέεται κυρίως με τρεις εξελίξεις: Πρώτον, επειδή η κλίση της καμπύλης αποδόσεων στις αγορές ομολόγων έχει μειωθεί και είναι πολύ μικρή, σημειώνονται μετατοπίσεις κεφαλαίων από τοποθετήσεις σε μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα ομόλογα προς στοιχεία του M3, τα οποία παρουσιάζουν το πλεονέκτημα του υψηλότερου βαθμού ρευστότητας έναντι των ομολόγων. Αυτό το πλεονέκτημα δεν αντισταθμίζεται από σημαντικά χαμηλότερες αποδόσεις, δεδομένου ότι τα εν λόγω στοιχεία του M3 φέρουν επιτόκια τα οποία παρακολουθούν στενά την εξέλιξη των επιτοκίων της αγοράς χρήματος. Δεύτερον, οι εισροές κεφαλαίων στη ζώνη του ευρώ από το εξωτερικό, οι οποίες συντελούν στη δημιουργία ρευστότητας, αυξήθηκαν σημαντικά λόγω της βελτίωσης των οικονομικών προοπτικών στη ζώνη του ευρώ σε σύγκριση με τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία. Τρίτον, η αύξηση των διακυμάνσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, και γενικότερα της αβεβαιότητας, επηρεάζει σημαντικά τους ρυθμούς νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης το δίμηνο Ιουλίου-Αυγούστου του 2007.

Αν και οι ανωτέρω εξελίξεις, που ασκούν αυξητική επίδραση στο ρυθμό ανόδου της ποσότητας χρήματος M3, είναι προσωρινές, η νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνει το συμπέρασμα της οικονομικής ανάλυσης, δηλ. ότι εξακολουθούν να υφίστανται κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών. Γι' αυτό, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι θα παρακολουθεί στενά τις οικο-

νομικές και νομισματικές εξελίξεις, ώστε να εξασφαλίσει ότι οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών δεν θα πραγματοποιηθούν και ότι οι μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες θα παραμείνουν σταθερές σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών. Το Διοικητικό Συμβούλιο αναγνωρίζει ότι απαιτείται να ενεργεί έγκαιρα και αποφασιστικά, με στόχο να εξασφαλίσει τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα.

2. Το εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον της ζώνης του ευρώ⁶

2.1 Γενική επισκόπηση

Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον παραμένει ευνοϊκό για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ, παρότι έχει αυξηθεί η αβεβαιότητα λόγω της αναταραχής στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές το τρίτο τρίμηνο του έτους. Οι μέχρι σήμερα επιπτώσεις στην παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία από την αναταραχή αυτή, με αφορμή τα προβλήματα στην αγορά στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, φαίνεται ότι είναι σχετικά περιορισμένες, αν και η πλήρης αποτίμησή τους θα απαιτήσει χρόνο.

⁵ Ωστόσο, το δίμηνο Αυγούστου-Σεπτεμβρίου οι αποδόσεις των ομολόγων των επιχειρήσεων με τη χαμηλότερη πιστοληπτική ικανότητα αυξήθηκαν απότομα και δεν αποκλείεται, πέρα από αυτή την εξέλιξη, και άλλες εξελίξεις, που δεν μπορούν να διερευνηθούν πλήρως μέχρι στιγμής, π.χ. όσον αφορά τα επιτόκια του τραπεζικού δανεισμού και τους όρους δανεισμού εκτός επιτοκίου, να συνέβαλαν ώστε οι συνθήκες χρηματοδότησης να καταστούν λιγότερο ευνοϊκές.

⁶ Η ανάλυση που ακολουθεί βασίζεται στις μακροοικονομικές εξελίξεις μέχρι τα τέλη Σεπτεμβρίου του 2007 και λαμβάνει υπόψη τις προβλέψεις των διεθνών οργανισμών. Όπου δεν υπήρχαν νεότερα στοιχεία, χρησιμοποιήθηκαν οι προβλέψεις του ΔΝΤ (*World Economic Outlook*, update, 25.7.2007), της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (*Spring Economic Forecasts*, 7.5.2007, και *Interim Forecasts*, 13.9.2007) και του ΟΟΣΑ (*Economic Outlook*, No. 81, Ιούνιος 2007, και *Interim Assessment*, 5.9.2007), καθώς και οι προβλέψεις των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (δημοσιεύθηκαν στις 6.9.2007 και στο *Μηνιαίο Δελτίο* της ΕΚΤ, Σεπτέμβριος 2007).

Πίνακας II.2

Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη παγκόσμιας οικονομίας (2005-2007)

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο του ΑΕΠ ¹ (%)	ΑΕΠ (ετήσιες εκατ. μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός ² (ετήσιες εκατ. μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (ποσοστό % του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ποσοστό % του ΑΕΠ)		
			2005	2006 ³	2007 ³	2005	2006 ³	2007 ³	2005	2006 ³	2007 ³	2005	2006 ³	2007 ³
Παγκόσμιο σύνολο	173	100,0	4,9	5,5	5,2	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1. Προηγμένες οικονομίες	30	52	2,6	3,1	2,6	2,3	2,3	1,8	-2,5	-1,8	-1,6	-1,4	-1,6	-1,6
ΗΠΑ		19,7	3,2	3,3	2,0	3,4	3,2	1,9	-3,7	-2,6	-2,5	-6,4	-6,5	-6,1
Ιαπωνία		6,3	1,9	2,2	2,6	-0,6	0,2	0,3	-4,8	-4,3	-3,8	3,6	3,9	3,9
Ην. Βασίλειο		3,2	1,8	2,8	2,9	2,0	2,3	2,3	-3,0	-2,5	-2,4	-2,4	-2,9	-3,1
Ζώνη του ευρώ	13	14,7	1,5	2,8	2,5	2,2	2,2	2,0	-2,5	-1,6	-1,0	0,1	-0,3	-0,3
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	143	48	7,5	8,1	8,0	5,4	5,3	5,4	-1,1	-0,5	-1,3	—	—	—
Κίνα		15,1	10,4	11,1	11,2	1,8	1,5	2,2	-1,3	-0,7	-1,0	7,2	9,1	10,0

1 Ποσοστό % συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2006, με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (ΙΑΔ).

2 ΕνΔΤΚ για Ζώνη ευρώ/Ην.Βασίλειο και ΔΤΚ για τα λοιπά.

3 2006: εκτιμήσεις, 2007: προβλέψεις.

Σημείωση: Σύμφωνα με την κατάταξη του ΔΝΤ: Προηγμένες οικονομίες: τα 15 κράτη-μέλη της ΕΕ και η Σλοβενία, οι 4 νέες βιομηχανικές οικονομίες της Ασίας (Κορέα, Σιγκαπούρη, Ταϊβάν-Επαρχία Κίνας και Χονγκ Κονγκ-Ειδική Διοικ. Περιφέρεια) και ΗΠΑ, Ιαπωνία, Ελβετία, Ισπανία, Ισραήλ, Κύπρος, Νορβηγία, Ν. Ζηλανδία. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες: Αφρική (48), Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη (15), Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών (13 με Μογγολία), Αναπτυσσόμενη Ασία (23), Μέση Ανατολή (14) και Δυτικό Ημισφαίριο (33).

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, 12.4.2007 και *update*, 25.7.07, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Spring Economic Forecasts*, 7.5.2007, και *Interim Forecast*, 11.9.2007.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ (Ιούλιος του 2007), ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ, αν και προβλέπεται να επιβραδυνθεί ελαφρά το 2007, θα υπερβεί και πάλι σημαντικά το μακροχρόνιο μέσο όρο (1970-2006: 4,4%) και θα διαμορφωθεί στο 5,2%. Η παγκόσμια οικονομία συνεχίζει να επωφελείται από το δυναμισμό των αναδυόμενων οικονομιών, ιδίως της Κίνας και της Ινδίας, και την επακόλουθη σημαντική άνοδο του διεθνούς εμπορίου. Οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες υπήρξαν γενικά ευνοϊκές μέχρι τα μέσα του τρέχοντος έτους, παρά το ότι την ίδια περίοδο η νομισματική πολιτική στις μεγαλύτερες οικονομίες συνέχισε να κινείται προς περιοριστική κατεύθυνση⁷ για τον έλεγχο των πληθωριστικών πιέσεων και προσδοκιών. Αξιοσημείωτα χαρακτηριστικά των διεθνών οικονομικών εξελίξεων το πρώτο εξάμηνο του έτους είναι, επίσης, η ενίσχυση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και η ανοδική πορεία των χρηματιστηριακών αγορών. Τον Αύγουστο, καθώς η αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές βρισκόταν σε έξαρση, σημειώθηκε υποχώρηση στις κυριότερες χρηματιστηριακές αγορές, αλλά στη συνέχεια παρατηρήθηκε μερική τουλάχιστον ανάκαμψη.

Τα προβλήματα στην αγορά στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ και οι πιθανές επιπτώσεις τους

Η αναταραχή στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, η οποία ξεκίνησε από τα προβλήματα στην αγορά στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ και επεκτάθηκε σε παγκόσμια κλίμακα λόγω του υψηλού βαθμού ενοποίησης των οικονομιών και των χρηματοπιστωτικών αγορών, έλαβε διαστάσεις τον περασμένο Αύγουστο και εξακολουθεί να απασχολεί τις νομισματικές αρχές και τις κυβερνήσεις. Η χρηματοπιστωτική αναταραχή προήλθε από την αυξανόμενη αδυναμία των νοικοκυριών-δανειο-

ληπτών στην αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης στις ΗΠΑ να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους, ενώ η κάμψη των τιμών των ακινήτων περιορίσε τη δυνατότητα αναχρηματοδότησης των δανείων. Οι ζημιές που προήλθαν από τις εν λόγω εξελίξεις, καθώς και η αβεβαιότητα ως προς την τελική έκταση των ζημιών αυτών, επηρέασαν τους ισολογισμούς τραπεζών και επενδυτικών οίκων στις ΗΠΑ και σε πολλές άλλες χώρες (όπου πιστωτικά ιδρύματα και επενδυτικοί οργανισμοί έχουν επενδύσει σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα⁸ τα οποία βασίζονται στις απαιτήσεις από στεγαστικά δάνεια), αλλά και τη λειτουργία των αγορών χρήματος, με αποτέλεσμα να προκύψει “η χειρότερη πιστωτική στενότητα και μείωση ρευστότητας κατά την τελευταία δεκαετία”.⁹

Εκτιμάται ότι η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές αντανακλά κυρίως έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των συντελεστών της

7 Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στις ΗΠΑ το βασικό επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας διαμορφώθηκε στο 5,25% τον Ιούνιο του 2006, μετά από διαδοχικές αυξήσεις στη διάρκεια των δύο προηγούμενων ετών, και παρέμεινε στο επίπεδο αυτό μέχρι και τον Ιούλιο του 2007, ενώ το Σεπτέμβριο μειώθηκε (βλ. ανάλυση των νομισματικών εξελίξεων παρακάτω στο παρόν τμήμα).

8 Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με εκτιμήσεις (π.χ. έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Αγγλίας, 12.9.2007), σημαντικό μέρος των εκδόσεων βραχυπρόθεσμων τίτλων (κυρίως με τη μορφή commercial paper) από διεθνείς επενδυτικούς οίκους ή άλλους ειδικούς επενδυτικούς οργανισμούς έχει χρησιμοποιηθεί για επενδύσεις σε τίτλους στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Αυτή η αναντιστοίχια μεταξύ βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και μακροπρόθεσμων απαιτήσεων αποτελεί σημαντική αιτία της μείωσης της ρευστότητας. Στο βαθμό που δεν είναι δυνατή η ρευστοποίηση των τίτλων αυτών λόγω της έντονης αβεβαιότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές, δημιουργείται έντονο πρόβλημα ρευστότητας των εν λόγω οίκων. Πολλοί επενδυτικοί οργανισμοί είναι δημιουργήματα τραπεζών οι οποίες εμφανίζουν τις ενδεχόμενες υποχρεώσεις τους έναντι αυτών των οίκων σε λογαριασμούς εκτός ισολογισμού. Όμως, στην περίπτωση πραγματοποίησης ζημιών από τη δραστηριότητα αυτή, οι εν λόγω ζημιές θα πρέπει να εμφανιστούν στους ισολογισμούς των τραπεζών και έτσι θα επηρεάσουν τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση.

9 Βλ. Ομιλία του Γενικού Διευθυντή του ΔΝΤ κ. Rodrigo de Rato στις 7.9.2007 με θέμα “Learn from Market Turmoil”, IMF Survey Magazine, 7 Σεπτεμβρίου 2007.

αγοράς. Ενώ το εύρος των ζημιών από χρεοκοπίες στην αγορά των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης πιθανόν να μην είναι πολύ υψηλό, υπάρχει ανησυχία, καθώς εμφανίζονται προβλήματα σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία δεν είχαν προφανή σχέση με την εν λόγω αγορά στεγαστικών δανείων. Η έλλειψη εμπιστοσύνης συνέβαλε στην υπέρμετρη αύξηση των επιτοκίων αλλά και στην απροθυμία πολλών τραπεζών να χορηγούν πιστώσεις στη διατραπεζική αγορά έως ότου το εύρος των ζημιών και η ταυτότητα των εμπλεκόμενων ιδρυμάτων γίνουν γνωστά. Η στάση αυτή οδήγησε στην έλλειψη ρευστότητας και στον κίνδυνο να επεκταθούν τα προβλήματα σε πιστωτικά ιδρύματα τα οποία δεν εμπλέκονται σ' αυτές τις συναλλαγές.

Οι κεντρικές τράπεζες στις κυριότερες οικονομίες παρενέβησαν άμεσα στις αγορές χρήματος, παρέχοντας ρευστότητα, και έτσι διευκόλυναν τη λειτουργία των αγορών. Η ΕΚΤ ανακοίνωσε στις 14 Αυγούστου ότι χορήγησε ρευστότητα ώστε να εξασφαλιστεί η ομαλή λειτουργία της αγοράς, ενώ στις 29 Αυγούστου και στις 6 Σεπτεμβρίου αποφάσισε να χορηγήσει πρόσθετη ρευστότητα μέσω πράξης πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών μηνών. Ωστόσο, φαίνεται ότι η κατάσταση δεν έχει πλήρως ομαλοποιηθεί, καθώς δεν έχει ακόμη αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των συναλλασσομένων, κυρίως λόγω της έλλειψης διαφάνειας όσον αφορά το εύρος των ζημιών.

Από την πρόσφατη αναταραχή, η οποία είναι ακόμη σε εξέλιξη, επιβεβαιώνεται η ανάγκη να ενισχυθεί η διαφάνεια των χρηματοπιστωτικών αγορών. Αυτό θα επιτρέψει στους επενδυτές να αξιολογούν σωστά τους κινδύνους που συνδέονται με τα διάφορα χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Με την έννοια αυτή, η ανα-

ταραχή, παρά το βραχυπρόθεσμο κόστος της, μπορεί να αποδειχθεί χρήσιμη για τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Παρότι είναι πρόωρο να γίνει πλήρης εκτίμηση των κινδύνων για την παγκόσμια και τις επιμέρους οικονομίες από την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές, το κύριο σενάριο στις μακροοικονομικές προβλέψεις των κυριότερων διεθνών οργανισμών είναι ότι οι επιπτώσεις θα είναι σχετικά περιορισμένες για το τρέχον έτος και πιθανώς κάπως μεγαλύτερες για το 2008. Σημειώνεται ότι η παγκόσμια οικονομία ήταν γενικά σε καλή κατάσταση πριν από την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές και, κατά συνέπεια, θεωρείται ότι είναι σε θέση να την αντιμετωπίσει.

Η εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ και την ΕΕ θα επηρεαστεί σε κάποιο βαθμό από την πορεία της αμερικανικής οικονομίας και τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Εάν, όπως θεωρείται πιθανότερο, η επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής ανόδου στις ΗΠΑ είναι ήπια και η καταναλωτική ζήτηση διατηρηθεί ισχυρή, η άμεση επίδραση στην ευρωπαϊκή οικονομία θα είναι μάλλον μικρή. Ωστόσο, ο κίνδυνος εντονότερης επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ δεν είναι αμελητέος: μια τέτοια επιβράδυνση θα επιδρούσε δυσμενώς όχι μόνο στις εμπορικές συναλλαγές, αλλά και στην εμπιστοσύνη των καταναλωτών και των επενδυτών όσον αφορά τις οικονομικές προοπτικές.

Ένα θετικό χαρακτηριστικό της παγκόσμιας οικονομίας κατά την παρούσα χρηματοπιστωτική αναταραχή είναι η σχετική σταθερότητα που παρατηρείται έως τώρα στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Στις περισσότερες αναδυόμενες οικονομίες τα θεμελιώδη οικο-

νομικά δεδομένα είναι σήμερα πολύ υγιέστερα σε σύγκριση με την κατάσταση σε ανάλογες χρηματοπιστωτικές αναταραχές στο παρελθόν. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, οι αναπτυξιακές προοπτικές των αναδυόμενων οικονομιών είναι γενικά καλές, αν και είναι δυνατόν να επηρεαστούν από τις επιπτώσεις της αναταραχής στις διεθνείς εμπορικές και χρηματοπιστωτικές συναλλαγές και στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες.

Εξελίξεις στις κυριότερες οικονομικές περιοχές

Η παγκόσμια οικονομική μεγέθυνση το 2007 κατανέμεται με μεγαλύτερη γεωγραφική συμμετρία μεταξύ των προηγμένων οικονομιών, καθώς, λόγω της σταδιακής επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ, τα ηνία της οικονομικής ανόδου αναλαμβάνει ύστερα από πολλά έτη η ζώνη του ευρώ. Θετικό χαρακτηριστικό των εξελίξεων το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους είναι ότι οι άμεσες επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα της ζώνης του ευρώ και των λοιπών προηγμένων οικονομιών από τις εξελίξεις στις ΗΠΑ υπήρξαν σχετικά περιορισμένες. Αυτό οφείλεται κυρίως στο ότι η οικονομική επιβράδυνση στις ΗΠΑ ήταν σχετικώς ήπια και περιορίστηκε ως επί το πλείστον σε τομείς —όπως οι κατασκευές— με μικρή επίδραση στις διεθνείς εμπορικές συναλλαγές. Επίσης, θετική εξέλιξη αποτελεί η περαιτέρω αύξηση της απασχόλησης με παράλληλη υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας διεθνώς. Στις χώρες του ΟΟΣΑ ως σύνολο, το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει περαιτέρω το 2007 στο 5,6%, από 5,9% το προηγούμενο έτος, και στη ζώνη του ευρώ φαίνεται ότι υποχωρεί στο κατώτερο επίπεδο των τελευταίων 20 ετών.

Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες είχε κινηθεί ανοδικά τα τελευταία έτη, φθάνοντας το 2,3% το 2006 (από 1,5% το 2002). Το

2007 προβλέπεται να συγκρατηθεί γύρω στο 2%, παρά την εκ νέου ανοδική πορεία της τιμής του αργού πετρελαίου από το Φεβρουάριο του 2007 και μετά, αλλά και την εμφάνιση —με σημαντική χρονική υστέρηση— δευτερογενών επιδράσεων, οι οποίες εκδηλώνονται με αύξηση του πυρήνα του πληθωρισμού. Η επίδραση στον πληθωρισμό από τις μεταβολές των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, κυρίως της τιμής του αργού πετρελαίου, τα τελευταία έτη και μέχρι σήμερα είναι σχετικά περιορισμένη, για πολλούς λόγους.¹⁰ Οι κυριότεροι συνδέονται με τις επιδράσεις που ασκούν στις τιμές ο αυξανόμενος παγκόσμιος ανταγωνισμός και η ολοένα μεγαλύτερη διεθνής ολοκλήρωση των αγορών προϊόντων και υπηρεσιών, αλλά και με την αξιόπιστη και συνεπή άσκηση νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες για τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών. Ωστόσο, η έντονη άνοδος των τιμών των αγροτικών προϊόντων έχει προκαλέσει την αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων σε ορισμένες αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, π.χ. στην Κίνα και την Ινδία.

Όσον αφορά τις μακροοικονομικές εξελίξεις κατά οικονομικές περιοχές, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί στο 2,6% το 2007 από 3,1% το 2006, ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες θα παραμείνει σε υψηλά επίπεδα (2007: 8,0%, 2006: 8,1%).¹¹ Μεταξύ των επτά μεγαλύτερων προηγμένων οικονομιών, οι ΗΠΑ παρουσιάζ-

¹⁰ Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, Κεφ. Χ.

¹¹ “Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες” αποκαλεί το ΔΝΤ, από τον Απρίλιο του 2004 και μετά, όλες τις οικονομίες που δεν ανήκουν στην ομάδα των 30 προηγμένων οικονομιών. Εδώ κατατάσσονται οι οικονομίες σε διαδικασία μετάβασης (χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης και οι χώρες της Κοινοπολιτείας Ανεξάρτητων Κρατών-πρώην ΕΣΣΔ) και οι αναπτυσσόμενες οικονομίες (της Αφρικής, της Ασίας, της Λατινικής Αμερικής και του Δυτικού Ημισφαιρίου).

ζουν το χαμηλότερο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Η κάμψη της αγοράς ακινήτων, ειδικότερα η έντονη μείωση της δραστηριότητας στον κλάδο κατασκευής νέων κατοικιών το πρώτο εξάμηνο του 2007,¹² υπήρξε ο κύριος παράγοντας επιβράδυνσης του ρυθμού ανάπτυξης της αμερικανικής οικονομίας, ο οποίος εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 2,0% για το σύνολο του έτους από 3,3% το 2006. Στη ζώνη του ευρώ, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα διαμορφωθεί στο 2,6% το 2007 (βλ. επίσης Τμήμα 2.3 του παρόντος Κεφαλαίου), ελαφρά χαμηλότερα από ό,τι το 2006 (2,8%). Η ιαπωνική οικονομία εκτιμάται ότι θα εξακολουθήσει να αναπτύσσεται το 2007 με ικανοποιητικό ρυθμό (γύρω στο 2,3%, από 2,2% το 2006), παρά τη μείωση του ΑΕΠ το δεύτερο τρίμηνο του έτους, υποστηριζόμενη κυρίως από τα αυξημένα επιχειρηματικά κέρδη και την έντονη επενδυτική δραστηριότητα. Εξάλλου, στην Κίνα ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ παραμένει ιδιαίτερα υψηλός και εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 11,2% το 2007, ουσιαστικά στο ίδιο επίπεδο με το 2006, παρά την εφαρμογή σειράς μέτρων νομισματικής πολιτικής¹³ για την αντιμετώπιση της υπερθέρμανσης της οικονομίας, τα οποία, όμως, φαίνεται να έχουν μικρή αποτελεσματικότητα μέχρι στιγμής. Στη Ρωσία ο υψηλός ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης εκτιμάται ότι θα συμβάλει σημαντικά στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 7,0% το 2007.

Οι οικονομικές εξελίξεις εξακολουθήσαν να είναι ευνοϊκές το τρέχον έτος στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης εκτός της ζώνης του ευρώ. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ αναμένεται να διαμορφωθεί το 2007 περίπου στο ίδιο επίπεδο με αυτό του 2006 (2,8%), με κύριο προωθητικό παράγοντα τον υψηλό ρυθμό αύξησης της κατανάλωσης και των επενδύσεων, ενώ στη Σουηδία αναμένεται να υποχω-

ρήσει κάπως το 2007 αλλά να παραμείνει υψηλός (3,8%, έναντι 4,4% το 2006). Σε χαμηλότερα επίπεδα προβλέπεται να διαμορφωθεί το 2007 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στη Δανία (στο 2,3%, από 3,1% το 2006). Μεταξύ των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, πολύ υψηλούς ρυθμούς ανόδου του ΑΕΠ (μεταξύ 7% και 10%) εκτιμάται ότι θα επιτύχουν οι χώρες της Βαλτικής, στις οποίες, ωστόσο, τα φαινόμενα υπερθέρμανσης της οικονομίας έχουν ενισχύσει τον πληθωρισμό. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2007 προβλέπεται να είναι αρκετά διαφοροποιημένος μεταξύ των λοιπών χωρών της περιοχής και να κινηθεί μεταξύ 2,4% (στην Ουγγαρία) και 8,5% (στη Σλοβακία), ενώ σε σχετικά υψηλό επίπεδο αναμένεται να διαμορφωθεί στην Κύπρο (3,8%) και τη Μάλτα (3,0%). Υψηλοί εκτιμάται ότι εξακολουθούν να είναι οι ρυθμοί ανάπτυξης το τρέχον έτος στα νέα (από 1.1.2007) κράτη-μέλη της ΕΕ, τη Βουλγαρία (6,1%) και τη Ρουμανία (6,7%).

Τέλος, αρκετά υψηλές προβλέπεται ότι θα είναι το τρέχον έτος οι οικονομικές επιδόσεις των χωρών των Δυτικών Βαλκανίων, στις οποίες η αύξηση του ΑΕΠ θα κινηθεί μεταξύ 4% και 7%,¹⁴ και της Τουρκίας (γύρω στο 5%).

Η νομισματική πολιτική το πρώτο εξάμηνο του 2007 συνέχισε να κινείται προς περιοριστική κατεύθυνση σε πολλές προηγμένες οικονομίες

¹² Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα στοιχεία (U.S. Census Bureau and the Department of Housing and Urban Department), οι άδειες για κατασκευή νέων κατοικιών μειώθηκαν με ετήσιο ρυθμό 24,5% τον Αύγουστο του 2007.

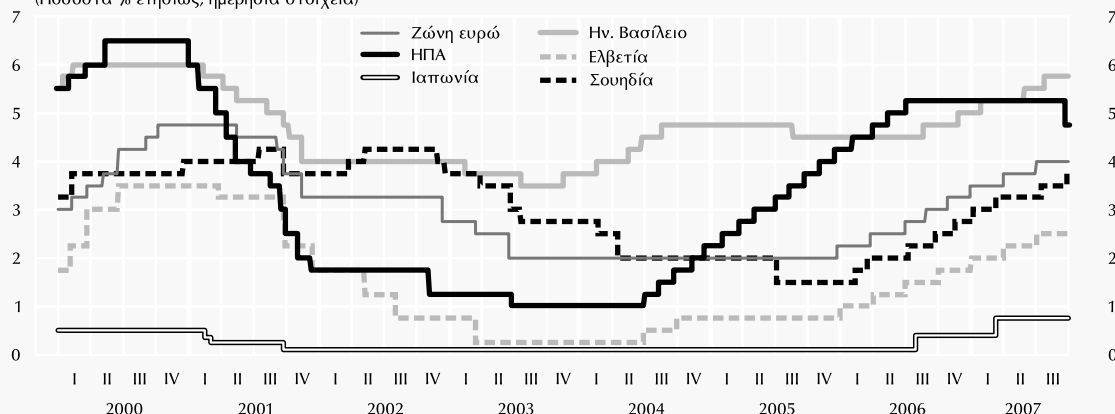
¹³ Η κεντρική τράπεζα της Κίνας έχει προβεί σε αύξηση των επιτοκίων και του ποσοστού τήρησης ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών, προκειμένου να μειωθεί η ρευστότητα. Επιπλέον, η κινεζική κυβέρνηση έχει εφαρμόσει διοικητικούς ελέγχους για τον περιορισμό των επενδύσεων.

¹⁴ Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το ΔΝΤ, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ το 2007 προβλέπεται να διαμορφωθεί ως ακολούθως: Αλβανία: 6%, Βοσνία-Ερζεγοβίνη: 6%, Κροατία: 4,7%, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας: 4,5% και Σερβία: 5%.

Διάγραμμα II.2

Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2000 - 30 Σεπτεμβρίου 2007)

(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



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

(βλ. Διάγραμμα II.2), αλλά και σε αρκετές από τις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Τα ονομαστικά και τα πραγματικά επιτόκια σημείωσαν άνοδο.¹⁵ Οι κυριότεροι λόγοι της αύξησης των βασικών επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες υπήρξαν οι πληθωριστικές πιέσεις και οι πληθωριστικές προσδοκίες που προκαλεί η διαρκής αύξηση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, κυρίως του αργού πετρελαίου, σε ένα περιβάλλον υψηλών ρυθμών ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας, στενότητας του παραγωγικού δυναμικού σε αρκετές βιομηχανικές οικονομίες και γενικώς ταχείας πιστωτικής επέκτασης. Το τρίτο τρίμηνο του έτους όμως, με αφορμή την κρίση στην αγορά ακινήτων και τη δευτερογενή αγορά στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, επικράτησε νευρικότητα στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, με αύξηση της μεταβλητότητας των αγορών και διεθνή τάση επανεκτίμησης του κινδύνου. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε τις κυριότερες κεντρικές τράπεζες (π.χ. την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, την ΕΚΤ και την Τράπεζα της Αγγλίας) σε ενίσχυση της ρευστότητας.

Αναλυτικότερα, στις ΗΠΑ τα βασικά επιτόκια αυξήθηκαν σταδιακά από τα μέσα του 2004 έως και τα μέσα του 2006. Έκτοτε και μέχρι τον Ιούλιο του 2007 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα διατήρησε σταθερό το βασικό επιτόκιο-στόχο για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια στο 5,25%, καθώς έκρινε ότι ο κίνδυνος από τη μικρή περαιτέρω άνοδο του πυρήνα του πληθωρισμού αντισταθμιζόταν από τον κίνδυνο μεγαλύτερης επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας, κυρίως λόγω των εξελίξεων στην αγορά ακινήτων. Ωστόσο, η αναταραχή στην αγορά στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ τον Ιούλιο και τον Αύγουστο οδήγησε την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ στην απόφαση για μείωση του βασικού επιτοκίου-στόχου κατά 50 μονάδες βάσης στο 4,75% στις 18.9.2007. Η Τράπεζα ενέκρινε επίσης την περαιτέρω μεί-

¹⁵ Στις ΗΠΑ, τη ζώνη του ευρώ και την Ιαπωνία, τα βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια το 2007 εκτιμάται ότι θα αυξηθούν (μέσα επίπεδα έτους) από 40 έως 90 μονάδες βάσης, στο 2,5%, 1,8% και 0,8% αντίστοιχα. Τα μακροπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια αυξήθηκαν ανάλογα στις οικονομίες αυτές και κυμαίνονται πλέον μεταξύ 2% και 2,7%.

ωση του αναπροεξοφλητικού επιτοκίου (το οποίο είχε ήδη μειώσει κατά 50 μονάδες βάσης στο 5,75% στις 17.8.07) κατά 50 μονάδες βάσης στο 5,25%. Στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ διατήρησε αμετάβλητο το βασικό της βραχυπρόθεσμο επιτόκιο (το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης), το οποίο είχε διαμορφωθεί στο 4,00% στις 13.6.2007 (βλ. Τμήμα 1 του παρόντος κεφαλαίου) μετά από δύο ισόποσες αυξήσεις (κατά 0,25% κάθε φορά) το πρώτο εξάμηνο του 2007. Στην Ιαπωνία, όπου δεν έχει ακόμη εδραιωθεί θετικός ρυθμός πληθωρισμού (-0,1% το πρώτο εξάμηνο του 2007, έναντι 0,2% το 2006), η Τράπεζα της Ιαπωνίας προέβη σε δύο μόνο αυξήσεις του βασικού της επιτοκίου: το βασικό της αναπροεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο βρισκόταν στο 0,10% από τις 19.9.2001, αυξήθηκε σε 0,40% στις 14.7.2006 και σε 0,75% στις 21.2.2007. Η ενέργεια αυτή συμβάλλει, μεταξύ άλλων, στον περιορισμό της κερδοσκοπικής δραστηριότητας δανεισμού σε γιεν και τοποθετήσεων σε νομίσματα υψηλής απόδοσης (το λεγόμενο "carry trade"). Στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε το πρώτο εξάμηνο του έτους σε επίπεδα σαφώς υψηλότερα του στόχου¹⁶ (το Μάρτιο του 2007 έφθασε το 3,1%, ενώ υποχώρησε στη συνέχεια και διαμορφώθηκε σε 2,4% τον Ιούνιο και σε 1,9% τον Ιούλιο), η Τράπεζα της Αγγλίας αύξησε τρεις φορές εντός των εννέα πρώτων μηνών του 2007 το βασικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο της, το οποίο διαμορφώθηκε στο 5,75% στις 5.7.2007. Παρόμοια πολιτική αυξήσεων των βασικών τους βραχυπρόθεσμων επιτοκίων ακολούθησαν από το 2006 και μετά οι κεντρικές τράπεζες αρκετών άλλων οικονομιών, τόσο προηγμένων (π.χ. της Ελβετίας, της Δανίας, της Νορβηγίας, του Καναδά και της Αυστραλίας) όσο και αναδυόμενων (π.χ. της Ινδίας, της Κίνας, της Ρωσίας και της Τουρκίας).

Η δημοσιονομική πολιτική που ασκείται στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο το 2007 αναμένεται να συμβάλει στη μικρή περαιτέρω βελτίωση της δημοσιονομικής κατάστασης (στο σύνολο των προηγμένων οικονομιών, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται να υποχωρήσει στο 1,6% του ΑΕΠ, από 1,8% το 2006). Μετά τη σημαντική μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων στις ΗΠΑ, την Ιαπωνία και τη ζώνη του ευρώ την προηγούμενη τριετία και κυρίως το 2006, το τρέχον έτος προβλέπεται μικρή διεύρυνσή τους στις ΗΠΑ (στο 2,7% του ΑΕΠ, από 2,3% το 2006) και την Ιαπωνία (στο 2,7% του ΑΕΠ, από 2,4% το 2006). Στη ζώνη του ευρώ, όμως, οι προσπάθειες δημοσιονομικής εξυγίανσης εκτιμάται ότι θα επιφέρουν περαιτέρω βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης, κυρίως στη Γερμανία και την Ιταλία. Το δημοσιονομικό έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώνεται σταδιακά από το 2003: η εξέλιξη αυτή δεν οφείλεται αποκλειστικά στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, δεδομένου ότι υποχωρεί και το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα. Ωστόσο, η προβλεπόμενη μείωση του διαρθρωτικού δημοσιονομικού ελλείμματος της ζώνης του ευρώ για το 2007 και το 2008 είναι μάλλον περιορισμένη (βλ. Τμήμα 3.4 του παρόντος κεφαλαίου).

Όσον αφορά τις προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας, σημαντικότεροι παράγοντες αβεβαιότητας είναι οι εξής: (α) Το ενδεχόμενο μιας λιγότερο ομαλής "προσγείωσης" της οικονομίας των ΗΠΑ, εάν οι επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα από την υποχώρηση στην αγορά των ακινήτων και την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές επηρεάσουν ευρύτερα την αμερικανική οικονομία. (β) Η πιθανό-

¹⁶ Ο στόχος για τον πληθωρισμό είναι ετήσια αύξηση του ΔΤΚ κατά 2%.

τητα, εξαιτίας της αβεβαιότητας που προέκυψε με αφορμή την αναταραχή στην αγορά στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ, να αυξηθεί ο βαθμός “μετάδοσης” στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και τις διεθνείς αγορές μιας τυχόν σημαντικής επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ, τόσο μέσω επιδράσεων στην εξωτερική ζήτηση όσο και μέσω περισσότερο σημαντικών επιδράσεων στην επενδυτική συμπεριφορά. (γ) Το ενδεχόμενο να παραμείνουν σε υψηλά επίπεδα (ή και να αυξηθούν περαιτέρω) οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου,¹⁷ σε συνθήκες όπου εκτιμάται ότι αυξάνεται η παγκόσμια ζήτηση πετρελαίου και παραμένουν οι διαρθρωτικές αδυναμίες όσον αφορά τη συνολική προσφορά πετρελαίου. (δ) Η πιθανότητα απότομης και μη ομαλής διόρθωσης των διεθνών μακροοικονομικών ανισορροπιών, οι οποίες, παρά την παρατηρούμενη εξισορρόπηση των αναπτυξιακών επιδόσεων των διαφόρων οικονομικών περιοχών, εντείνονται, καθώς τα πλεονάσματα της Ιαπωνίας και της Κίνας διευρύνονται το 2007, ενώ το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ υποχωρεί μόνο ελαφρά (-6,1% του ΑΕΠ έναντι -6,5% το 2006).

2.2 Παγκόσμιο εμπόριο και διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων

Ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών το 2007 συνέχισε να αυξάνεται με ταχύ ρυθμό (7,1%), ο οποίος όμως ήταν χαμηλότερος από ό,τι το 2006 (9,4%) — αλλά και ελαφρά χαμηλότερος από το μακροχρόνιο μέσο όρο, 1970-2006: 7,5%— λόγω του επιβραδυνόμενου ρυθμού ανόδου της παγκόσμιας ζήτησης και του ρυθμού αύξησης της μεταποιητικής δραστηριότητας παγκοσμίως. Οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες εξακολουθούν να παρουσιάζουν σημαντικά ταχύτερη αύξηση του όγκου του εξωτερικού τους εμπορίου από

ό,τι οι προηγμένες οικονομίες.¹⁸ Η Κίνα παραμένει μια από τις σημαντικότερες χώρες διεθνώς ως προς το μέγεθος των εμπορικών συναλλαγών, διευρύνοντας συνεχώς το ποσοστό συμμετοχής της στις παγκόσμιες εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (σε δολάρια ΗΠΑ: 7,2% το 2006 από 6,6% το 2005). Η συνάντηση της ομάδας χωρών G-4 (ΗΠΑ, ΕΕ, Βραζιλία και Ινδία) τον Ιούνιο του 2007, στο πλαίσιο της επανέναρξης των εμπορικών διαπραγματεύσεων του “Γύρου της Ντόχα”, που διεξάγονται στον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου, δεν κατέληξε σε συμφωνία, ενισχύοντας και πάλι τον κίνδυνο να επανεμφανιστούν ή να ενταθούν (ανάλογα με την περίπτωση) πολιτικές προστατευτισμού στο παγκόσμιο εμπόριο.

Η διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου, μετά την υποχώρησή της κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2006 και τον πρώτο μήνα του τρέχοντος έτους, παρουσίασε εκ νέου ανοδική τάση από το Φεβρουάριο του 2007, φθάνοντας σε νέο ιστορικό υψηλό επίπεδο τον Ιούλιο του 2007 και στη συνέχεια το Σεπτέμβριο.¹⁹ Η τιμή του πετρελαίου τύπου Brent σε δολάρια αυξήθηκε σημαντικά στη διάρκεια των πρώτων εννέα μηνών του τρέχοντος έτους (κατά 23%), αλλά ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής της παρέμεινε αρνητικός (-1,3%), ενώ ήταν θετικός κατά μέσον όρο το 2006 (+19,6%). Σε ευρώ, η τιμή

¹⁷ Σημειώνεται ότι οι μακροοικονομικές προβλέψεις του ΔΝΤ για την παγκόσμια οικονομία δεν έχουν λάβει υπόψη τις πρόσφατες εξελίξεις στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου το δίμηνο Αυγούστου-Σεπτεμβρίου του 2007 και στηρίζονται στην υπόθεση ότι οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου θα διαμορφωθούν σε 63,75 δολ. το βαρέλι το 2007 και σε 68,75 δολ. το βαρέλι το 2008 (μέσα ετήσια επίπεδα).

¹⁸ Ο όγκος των εξαγωγών των αναδυόμενων και αναπτυσσόμενων οικονομιών εκτιμάται ότι αυξήθηκε το 2007 κατά 10,7%, ενώ των προηγμένων κατά 5,5%. Ο όγκος των εισαγωγών αυξήθηκε αντίστοιχα κατά 12,8% και 4,6%.

¹⁹ Η τρέχουσα τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ξεπέρασε το ιστορικά υψηλότερο επίπεδο της που είχε καταγραφεί στις 9 Αυγούστου 2006 (78,2 δολ. το βαρέλι), φθάνοντας τα 79,73 δολ. το βαρέλι στις 16.7.2007 και τα 80,65 δολ. στις 28.9.2007.

του αργού πετρελαίου αυξήθηκε κατά 20,3% μεταξύ Δεκεμβρίου του 2006 και Σεπτεμβρίου του 2007, αλλά μειώθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 8,6% στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 λόγω της ανατίμησης του ευρώ. Οι γεωπολιτικές εντάσεις (με πιο πρόσφατη αυτή στο Ιράν), οι διακοπές παραγωγής αργού πετρελαίου στη Νιγηρία, οι φόβοι για ακραία καιρικά φαινόμενα στις ΗΠΑ και η συνεχιζόμενη αβεβαιότητα ως προς τη μελλοντική επάρκεια προσφοράς του πετρελαίου και των προϊόντων διύλισής του σε μια αγορά που ήδη χαρακτηρίζεται από στενότητα συνέβαλαν στην εκ νέου αύξηση της μεταβλητότητας των τιμών.²⁰ Ο ρυθμός αύξησης της συνολικής παγκόσμιας ζήτησης αργού πετρελαίου αναμένεται να επιταχυνθεί το 2007 στο 1,8% από 0,9% το 2006.

Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων, εκφρασμένες σε δολάρια, αυξήθηκαν περαιτέρω το 2007, φθάνοντας σε νέο ιστορικό υψηλό επίπεδο. Τον Ιούνιο του 2007 ο δείκτης των διεθνών αυτών τιμών βρισκόταν 21,1% υψηλότερα από το μέσο επίπεδο του 2006. Τη μεγαλύτερη αύξηση σημείωσαν οι τιμές των βασικών μετάλλων, λόγω της αυξανόμενης διεθνούς ζήτησης (ιδίως από την Κίνα). Γενικά προβλέπεται ότι μακροπρόθεσμα οι τιμές των βασικών μετάλλων θα τείνουν να υποχωρήσουν, καθώς η προσφορά θα προσαρμόζεται σταδιακά στην αυξημένη ζήτηση, θεωρείται όμως πιθανό ότι θα παραμείνουν υψηλότερα από το μακροχρόνιο μέσο όρο, λόγω του αυξανόμενου κόστους παραγωγής (μισθοί, ενέργεια και εξοπλισμός).

3. Μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη ζώνη του ευρώ^{21,22}

Η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ χαρακτηρίστηκε από σημαντική μεταβλητότητα

το πρώτο εξάμηνο του 2007, καθώς ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ διατηρήθηκε υψηλός το πρώτο τρίμηνο του 2007 (+0,7% έναντι του προηγούμενου τριμήνου), αλλά υποχώρησε το δεύτερο τρίμηνο (+0,3%). Συνολικά, το ΑΕΠ το πρώτο εξάμηνο του έτους κινήθηκε με ετήσιο ρυθμό της τάξεως του 2,8%, ενώ οι επενδύσεις εμφάνισαν υψηλούς ρυθμούς αύξησης αλλά και έντονη μεταβλητότητα. Ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης διατηρήθηκε υψηλός και το ποσοστό ανεργίας εξακολούθησε να κινείται πτωτικά στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου, ενώ ο πληθωρισμός κινήθηκε ελαφρά κάτω του 2% τους οκτώ πρώτους μήνες του έτους.

Οι προοπτικές για τη ζώνη του ευρώ παραμένουν θετικές για το τρέχον έτος και το 2008, καθώς οι επιπτώσεις από την αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές εκτιμάται,

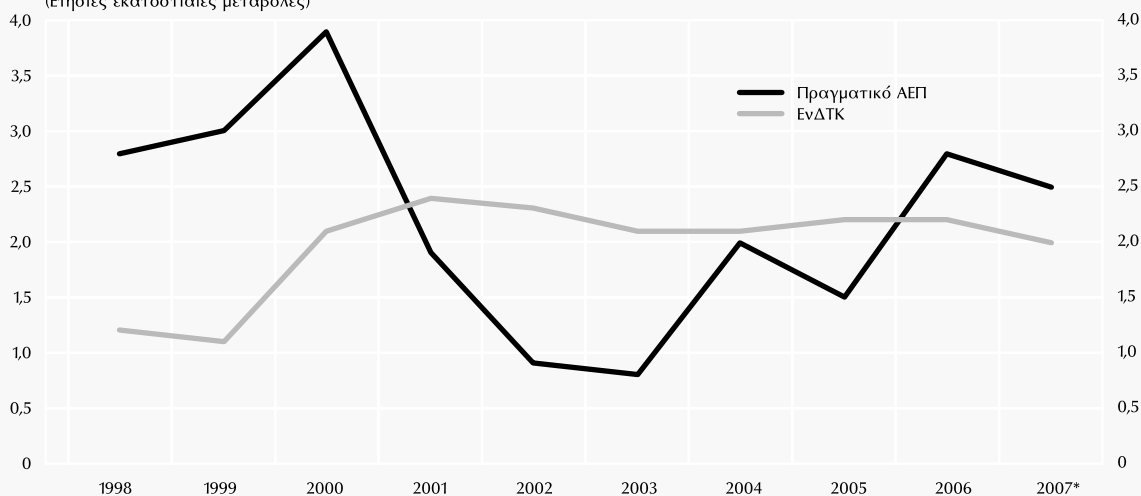
20 Ο Οργανισμός Πετρελαιοεξαγωγικών Κρατών (ΟΠΕΚ), λαμβάνοντας υπόψη τις επιπτώσεις που προκαλούν οι υψηλές τιμές του πετρελαίου και η ραγδαία μείωση των αποθεμάτων καυσίμων στην παγκόσμια οικονομία, αποφάσισε, το Σεπτέμβριο του 2007, την αύξηση της παραγωγής αργού πετρελαίου κατά 500.000 βαρέλια ημερησίως από την 1.11.2007. Δεδομένου ότι η τρέχουσα ημερήσια παραγωγή υπερβαίνει ήδη κατά 900.000 βαρέλια το επίσημο ανώτατο ημερήσιο όριο του ΟΠΕΚ, η νέα αύξηση αντισταθμίζει πλήρως την περυσινή μείωση της παραγωγής αργού πετρελαίου κατά 1,7 εκατ. βαρέλια ημερησίως.

21 Η ανάλυση που ακολουθεί βασίζεται στις εξελίξεις οι οποίες έχουν σημειωθεί έως το τέλος Σεπτεμβρίου του 2007 και σε προβλέψεις διεθνών οργανισμών, όπως οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομώνων του Ευρωσυστήματος (ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Σεπτέμβριος 2007) και οι προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (*Spring Economic Forecasts*, Μάιος 2007, και *Interim Forecasts*, Σεπτέμβριος 2007), του ΟΟΣΑ (*Economic Outlook*, Μάιος 2007) και του ΔΝΤ (*World Economic Outlook*, Απρίλιος 2007).

22 Σε θεσμικό επίπεδο, σημειώνεται η απόφαση του Συμβουλίου της ΕΕ για την ένταξη της Κύπρου και της Μάλτας στη ζώνη του ευρώ από την 1η Ιανουαρίου 2008. Η απόφαση του Συμβουλίου ελήφθη με βάση τις εκθέσεις σύγκλισης της ΕΚΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, στις οποίες διαπιστώθηκε ότι η Κύπρος και η Μάλτα ικανοποιούν τα κριτήρια σύγκλισης που προβλέπει η Συνθήκη του Μάαστριχτ. Η ισοτιμία μετατροπής της κυπριακής λίρας και της λίρας Μάλτας προς το ευρώ ορίστηκε με απόφαση του Συμβουλίου ECOFIN της 10ης Ιουλίου 2007 αντίστοιχα σε 0,585274 λίρες Κύπρου ανά ευρώ και 0,4293 λίρες Μάλτας ανά ευρώ. Οι ισοτιμίες μετατροπής των δύο νομισμάτων αντιστοιχούν στις κεντρικές τους ισοτιμίες εντός του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ II).

Διάγραμμα 11.3

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



* 2007: εκτιμήσεις.

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Interim Forecast*, 11.9.2007, και Eurostat.

μέχρι στιγμής, ότι θα είναι περιορισμένες.²³ Σύμφωνα με τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ θα παραμείνει σχετικά υψηλός το 2007 (μεταξύ 2,2% και 2,8%) και κάπως χαμηλότερος το 2008. Παρόμοιες είναι και οι προβλέψεις άλλων διεθνών οργανισμών (Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ΔΝΤ και ΟΟΣΑ).

3.1 Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, μετρούμενος βάσει του ΕνΔΤΚ, κινήθηκε με ρυθμούς μεταξύ 1,8% και 1,9% τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007, ενώ η περίοδος από το Σεπτέμβριο του 2006 μέχρι τον Αύγουστο του 2007 υπήρξε το ιστορικά μακρότερο χρονικό διάστημα κατά το οποίο ο πληθωρισμός παρέμεινε κάτω από 2% στη ζώνη του ευρώ.

Η σταθεροποίηση των τιμών του πετρελαίου το πρώτο δίμηνο, σε συνδυασμό με τη μεγάλη άνοδό τους στο αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους, είχε ως αποτέλεσμα τη

συγκράτηση του πληθωρισμού. Εξάλλου, η επίδραση της αύξησης, κατά τρεις εκατοστιαίες μονάδες, των συντελεστών του ΦΠΑ στη Γερμανία τον Ιανουάριο του 2007 φαίνεται ότι είχε μικρότερη επίδραση στον πληθωρισμό (περίπου μία εκατοστιαία μονάδα στη Γερμανία και 0,3 της εκατ. μονάδας στη ζώνη του ευρώ) από ό,τι αναμενόταν αρχικά. Παρά την άνοδο των τιμών του πετρελαίου από το Φεβρουάριο και μετά, ο πληθωρισμός παρέμεινε κάτω του 2% κατά το μεγαλύτερο διάστημα του τρέχοντος έτους, αντανakλώντας κυρίως τη στατιστική επίδραση της σύγκρισης με τα πολύ υψηλά επίπεδα των τιμών του πετρελαίου το προηγούμενο έτος, ενώ αναμένεται να υπερβεί το ποσοστό αυτό τους τελευταίους μήνες του 2007, καθώς η επίδραση αυτή θα αντιστραφεί. Ήδη, το Σεπτέμβριο ο πληθωρισμός αυξήθηκε στο 2,1% (προσωρινές εκτιμήσεις).

²³ Παρά την αναμενόμενη επιβράδυνση, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτός της ζώνης του ευρώ θα διαμορφωθεί (σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ) σε 5,6% το 2007 έναντι 6,0% το 2006 (βλ. επίσης Τμήμα 2.1 του παρόντος κεφαλαίου).

Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να διαμορφωθεί, σε μέσα ετήσια επίπεδα, μεταξύ 1,9% και 2,1% το 2007 και μεταξύ 1,5% και 2,5% το 2008.²⁴ Οι προβολές αυτές στηρίζονται στις ακόλουθες υποθέσεις: (α) ότι ο ρυθμός ανόδου των μισθών θα παρουσιάσει ελαφρά μόνο αύξηση, ενώ προβλέπεται ότι θα υπάρξει σταθερή περαιτέρω άνοδος της παραγωγικότητας, με αποτέλεσμα να είναι γενικά περιορισμένη η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, (β) ότι τα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων θα σημειώσουν ελαφρά υποχώρηση και (γ) ότι θα είναι περιορισμένες οι ανατιμητικές πιέσεις από τις τιμές των εισαγόμενων προϊόντων πλην των βασικών εμπορευμάτων. Οι κίνδυνοι όσον αφορά τις προβολές για τον πληθωρισμό φαίνεται να προέρχονται κυρίως από το ενδεχόμενο μισθολογικών αυξήσεων μεγαλύτερων από τις αναμενόμενες, από αυξήσεις στις τιμές προϊόντων και υπηρεσιών σε τομείς όπου είναι ατελής ο ανταγωνισμός, αλλά και από το ενδεχόμενο ανόδου της τιμής του πετρελαίου και των τιμών των αγροτικών προϊόντων με ρυθμό ταχύτερο από τον αναμενόμενο.

3.2 Οικονομική δραστηριότητα

Η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ το πρώτο τρίμηνο του 2007 εξακολούθησε να διατηρεί το δυναμισμό του δεύτερου εξαμήνου του 2006, καθώς ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ (έναντι του αμέσως προηγούμενου τριμήνου) διαμορφώθηκε σε 0,7%, δηλαδή σε επίπεδο ελαφρά μόνο χαμηλότερο από ό,τι το τέταρτο και το τρίτο τρίμηνο του 2006 (0,9% και 0,8% αντίστοιχα). Ωστόσο, το δεύτερο τρίμηνο του τρέχοντος έτους ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ υποχώρησε στο 0,3%: η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην κάμψη της δαπάνης για επενδύσεις, ενώ υπήρξε ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης και ενίσχυση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών

(σε σύγκριση με το πρώτο τρίμηνο). Η αύξηση των επενδύσεων το πρώτο τρίμηνο του 2007 κατά 2,4% έναντι του προηγούμενου τριμήνου και κατά 7,1% σε ετήσια βάση υπήρξε το κύριο χαρακτηριστικό των οικονομικών εξελίξεων στη ζώνη του ευρώ τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους, σε συνέχεια ανάλογων επιδόσεων το τελευταίο τρίμηνο του 2006.²⁵ Ο ελαφρά αρνητικός ρυθμός μεταβολής των επενδύσεων το δεύτερο τρίμηνο του έτους φαίνεται να οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην υποχώρηση των επενδύσεων σε κατασκευές σε ορισμένες οικονομίες της ζώνης του ευρώ (π.χ. Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία και Αυστρία).²⁶ Η στασιμότητα της ιδιωτικής κατανάλωσης το πρώτο τρίμηνο του 2007 (έναντι του τέταρτου τριμήνου του 2006), μετά τους αρκετά υψηλούς ρυθμούς αύξησης το προηγούμενο έτος, φαίνεται να οφείλεται σε ειδικούς παράγοντες, όπως η αύξηση των έμμεσων φόρων στη Γερμανία στις αρχές του 2007. Γι' αυτό, η ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης το δεύτερο τρίμηνο του έτους ερμηνεύεται ως επάνοδός της σε σχετικά κανονικούς ρυθμούς. Η συνεχιζόμενη αύξηση της απασχόλησης και η διατήρηση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών²⁷ σε σχετικώς υψηλά επίπεδα αναμένεται ότι θα ενισχύσουν την ιδιωτική κατανάλωση στην υπόλοιπη διάρκεια του έτους. Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να συνεχιστεί στο υπόλοιπο

²⁴ Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (*Interim Forecasts*, Σεπτέμβριος 2007), ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 2,0% το 2007.

²⁵ Ο δυναμισμός των επενδύσεων έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας και για τη διατήρηση των υψηλών οικονομικών επιδόσεων.

²⁶ Οι επενδύσεις σε κατασκευές στις ανωτέρω χώρες σημείωσαν μεγάλη αύξηση το πρώτο τρίμηνο του έτους λόγω των εξαιρετικά ευνοϊκών καιρικών συνθηκών, αλλά υποχώρησαν το δεύτερο τρίμηνο.

²⁷ Όπως αντανακλάται π.χ. στο δείκτη οικονομικού κλίματος που δημοσιεύει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Ο δείκτης αυτός για τη ζώνη του ευρώ υποχώρησε το δίμηνο Αυγούστου-Σεπτεμβρίου, αλλά παραμένει σημαντικά πάνω από τη μακροπρόθεσμη τάση του.

διάστημα του 2007 με ρυθμό που αντιστοιχεί περίπου στο δυνητικό ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ.²⁸

Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ θα κυμανθεί μεταξύ 2,2% και 2,8% το 2007 και μεταξύ 1,8% και 2,8% το 2008.²⁹ Η προβολή αυτή βασίζεται τόσο στην υπόθεση ότι θα διατηρηθούν υψηλοί οι ρυθμοί ανόδου της παγκόσμιας οικονομίας και του παγκόσμιου εμπορίου κατά τα δύο προσεχή έτη (βλ. Τμήματα 2.1 και 2.2 του παρόντος κεφαλαίου) όσο και στην αναμενόμενη ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης. Κατά τους εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ, ο ρυθμός αύξησης της ζήτησης για εισαγωγές στις αγορές προορισμού των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ θα διαμορφωθεί σε 5,5% το 2007 και 6,9% το 2008 και οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ προβλέπεται να αυξηθούν με ρυθμό μεταξύ 4,6% και 7,4% το 2007 και μεταξύ 3,9% και 7,1% το 2008. Όσον αφορά την εγχώρια ζήτηση, αναμένεται να επηρεάσει ευνοϊκά την ιδιωτική κατανάλωση το 2007 η συνεχιζόμενη αύξηση της απασχόλησης και του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, το οποίο προβλέπεται ότι θα ενισχυθεί και από την αύξηση του εισοδήματος εκτός μισθών (π.χ. από μερίσματα και τόκους). Συνολικά, η ιδιωτική κατανάλωση προβλέπεται ότι θα αυξηθεί με ρυθμούς μεταξύ 1,4% και 1,8% κατά το τρέχον έτος και μεταξύ 1,5% και 2,7% το 2008. Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να συνεχίσουν να υποστηρίζονται από την ικανοποιητική κερδοφορία των επιχειρήσεων, σε συνδυασμό με τον αρκετά υψηλό ρυθμό ανόδου της διεθνούς ζήτησης. Όσον αφορά τις επενδύσεις σε κατασκευές, αναμένεται κάποια επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης, λόγω της σταδιακής αποθέρμανσης της αγοράς ακινήτων σε ορισμένες χώρες. Συνολικά, οι επενδύσεις προβλέπεται να αυξηθούν με ρυθμό μεταξύ 3,6% και 5,2% το 2007 και 1,4% και 4,6% το 2008.

3.3 Απασχόληση και ανεργία

Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας στη ζώνη του ευρώ συνέχισαν να βελτιώνονται το τρέχον έτος: η εξέλιξη αυτή συμβαδίζει με τους υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης της οικονομίας τα δύο τελευταία χρόνια. Το πρώτο τρίμηνο του 2007 ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης (έναντι του αμέσως προηγούμενου τριμήνου) επιταχύνθηκε σε 0,6% (από 0,4% το τελευταίο τρίμηνο του 2006) και διατηρήθηκε υψηλός (0,5%) το δεύτερο τρίμηνο του έτους. Για ολόκληρο το 2007, αναμένεται ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ θα διαμορφωθεί στο 1,4%, δηλαδή όσο και το 2006: πρόκειται για την καλύτερη επίδοση που έχει σημειωθεί στην περίοδο από το 2000.

Το ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε σε 6,9% του εργατικού δυναμικού τον Ιούλιο του 2007, δηλαδή κατά μία εκατοστιαία μονάδα περίπου σε διάστημα ενός έτους (Ιούλιος 2006: 7,8%), και παρέμεινε στο επίπεδο αυτό τον Ιούλιο.

Είναι αξιοσημείωτο ότι η αύξηση της απασχόλησης τα δύο τελευταία χρόνια έχει αρκετά ευρεία βάση όσον αφορά τους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας αλλά και το είδος της απασχόλησης. Παρότι το μεγαλύτερο μέρος των νέων θέσεων εργασίας βρίσκεται στον τομέα των ιδιωτικών υπηρεσιών, θετική συμ-

²⁸ Σύμφωνα με πρόσφατη (4.9.2007) πρόβλεψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής βάσει βραχυχρόνιων δεικτών, ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα κυμανθεί μεταξύ 0,3% και 0,8% το τρίτο τρίμηνο του 2007 και μεταξύ 0,2% και 0,9% το τέταρτο τρίμηνο.

²⁹ Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (*Interim Forecasts*, Σεπτέμβριος 2007), ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ το 2007 θα ανέλθει σε 2,5%, ενώ σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (*Interim Assessment*, Σεπτέμβριος 2007) θα διαμορφωθεί σε 2,7%. Το ΔΝΤ (στην επικαιροποιημένη έκδοση-update του *World Economic Outlook*, 25 Ιουλίου 2007) προβλέπει για τη ζώνη του ευρώ άνοδο του ΑΕΠ 2,6% το 2007 και 2,5% το 2008.

βολή είχε σε ορισμένες περιπτώσεις και ο τομέας της μεταποίησης. Εξάλλου, το μερίδιο της μερικής απασχόλησης αυξήθηκε σε ορισμένες χώρες. Το γεγονός ότι η ανάπτυξη είναι περισσότερο “πλούσια” σε θέσεις εργασίας, όπως παρατηρείται τα τελευταία χρόνια στη ζώνη του ευρώ, οφείλεται και στην επίδραση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που έχουν εισαχθεί ήδη σε αρκετές χώρες- μέλη. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές φαίνεται ότι έχουν διευκολύνει τις προσλήψεις, με ευνοϊκά αποτελέσματα όσον αφορά την απασχόληση.

3.4 Δημοσιονομικές εξελίξεις

Η βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης της ζώνης του ευρώ ως συνόλου αναμένεται να συνεχιστεί το 2007, καθώς τόσο το ονομαστικό όσο και το διαρθρωτικό δημοσιονομικό έλλειμμα προβλέπεται να μειωθούν περαιτέρω το τρέχον έτος, μετά τη σημαντική βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος το 2006. Ωστόσο, η μείωση του διαρθρωτικού δημοσιονομικού ελλείμματος το 2007 και, κυρίως, το 2008 προβλέπεται να είναι σημαντικά μικρότερη από εκείνη του ονομαστικού ελλείμματος. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το ονομαστικό έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης θα διαμορφωθεί σε 1,0% του ΑΕΠ το τρέχον έτος, από 1,6% το 2006 και 2,5% το 2005.

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής εκτιμάται ότι θα εξακολουθήσει να είναι περιοριστική το 2007, καθώς –σύμφωνα με υπολογισμούς της Επιτροπής– το διαρθρωτικό δημοσιονομικό έλλειμμα³⁰ στο σύνολο της ζώνης του ευρώ θα διαμορφωθεί στο 0,8% του δυνητικού ΑΕΠ, από 1,1% το 2006 και 2,0% το 2005. Το 2008, ωστόσο, το διαρθρωτικό έλλειμμα προβλέπεται να μειωθεί μόνο οριακά, κατά 0,1% του ΑΕΠ. Το ακαθάριστο δημόσιο χρέος προ-

βλέπεται ότι θα μειωθεί στο 69,8% του ΑΕΠ το 2007 από 70,6% το 2006.

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις και προοπτικές της ζώνης του ευρώ για το 2007 αντανακλούν την προβλεπόμενη βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης στις περισσότερες από τις χώρες που εμφανίζουν έλλειμμα (αν και σε ορισμένες περιπτώσεις η βελτίωση θα είναι μόνο οριακή). Η μεγαλύτερη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος ως ποσοστού του ΑΕΠ το τρέχον έτος προβλέπεται να επιτευχθεί στην Ιταλία και τη Γερμανία (κατά 2,3 και 1,1 εκατοστιαίες μονάδες αντίστοιχα). Υπενθυμίζεται ότι οι υπουργοί οικονομικών των χωρών της ζώνης του ευρώ συμφώνησαν, στο πλαίσιο της άτυπης συνάντησής τους στις 20 Απριλίου 2007 στο Βερολίνο, να αξιοποιήσουν την ευνοϊκή οικονομική συγκυρία προκειμένου να επιτύχουν τους μεσοπρόθεσμους δημοσιονομικούς τους στόχους για ισοσκελισμένους ή πλεονασματικούς προϋπολογισμούς το αργότερο μέχρι το 2010.

Στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2007 το Συμβούλιο ECOFIN προέβη στην άρση της κατάστασης υπερβολικού ελλείμματος που αφορούσε τη Γαλλία (τον Ιανουάριο), καθώς και τη Γερμανία και την Ελλάδα (τον Ιούνιο), δεδομένου ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα στις εν λόγω χώρες αφενός μειώθηκε κάτω από το όριο αναφοράς (3% του ΑΕΠ) το 2006 και αφετέρου προβλέπεται (από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή) ότι θα παραμείνει κάτω από το όριο αυτό το 2007 και το 2008. Όσον αφορά χώρες της ΕΕ εκτός της ζώνης του ευρώ, το Συμβούλιο αποφάσισε την άρση της κατά-

³⁰ Το “διαρθρωτικό έλλειμμα” αντιστοιχεί στο ονομαστικό έλλειμμα, διορθωμένο ως προς την επίδραση του οικονομικού κύκλου και προσωρινών παραγόντων (βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, “Public Finances in EMU-2007”, Ιούνιος 2007).

στασης υπερβολικού ελλείμματος για τη Μάλτα. Μετά από τις ανωτέρω εξελίξεις, σε καθεστώς υπερβολικού ελλείμματος ευρίσκονται πλέον δύο μόνο χώρες της ζώνης του ευρώ, η Ιταλία και η Πορτογαλία, καθώς και πέντε χώρες εκτός ζώνης του ευρώ, η Τσεχία, η Ουγγαρία, η Πολωνία, η Σλοβακία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Αξιοσημείωτη είναι η έμφαση που έδωσε το Συμβούλιο ECOFIN στη βελτίωση της ποιότητας των δημόσιων οικονομικών ως μέσο για την επίτευξη των στόχων της στρατηγικής της Λισσαβώνας για ανάπτυξη και απασχόληση και των στόχων του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Το Συμβούλιο, στα συμπεράσματα της συνόδου της 5ης Ιουνίου 2007, σημείωσε την πρόοδο που έχει υπάρξει στον τομέα αυτό αλλά και την ανάγκη για λεπτομερέστερα στατιστικά στοιχεία και βελτίωση της μεθοδολογίας για τη μέτρηση και την ανάλυση της αποτελεσματικότητας των δημόσιων δαπανών και των συστημάτων δημόσιων εσόδων. Σημείωσε επίσης ότι θα επανέλθει στο θέμα αυτό το φθινόπωρο, με ανταλλαγή απόψεων σχετικά με βελτιστες πρακτικές.

Στις 13 Ιουνίου 2007, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανακοίνωσε έναν αριθμό προτάσεων που έχουν σκοπό τη βελτίωση του “προληπτικού βραχίονα” του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Οι προτάσεις αυτές εξετάζουν τον τρόπο με τον οποίο τα κράτη-μέλη διαμορφώνουν και εφαρμόζουν τη δημοσιονομική τους στρατηγική μεσοπρόθεσμα και επιδιώκουν να ενισχύσουν την εποπτεία και το συντονισμό της οικονομικής και δημοσιονομικής πολιτικής στο επίπεδο της ΕΕ. Το Συμβούλιο ECOFIN είχε μια πρώτη συζήτηση για το θέμα αυτό στη συνεδρίασή του της 10ης Ιουλίου και ανακοίνωσε ότι θα εξετάσει λεπτομερέστερα τις προτάσεις της Επιτροπής στις 9 Οκτωβρίου.

3.5 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ και Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II³¹

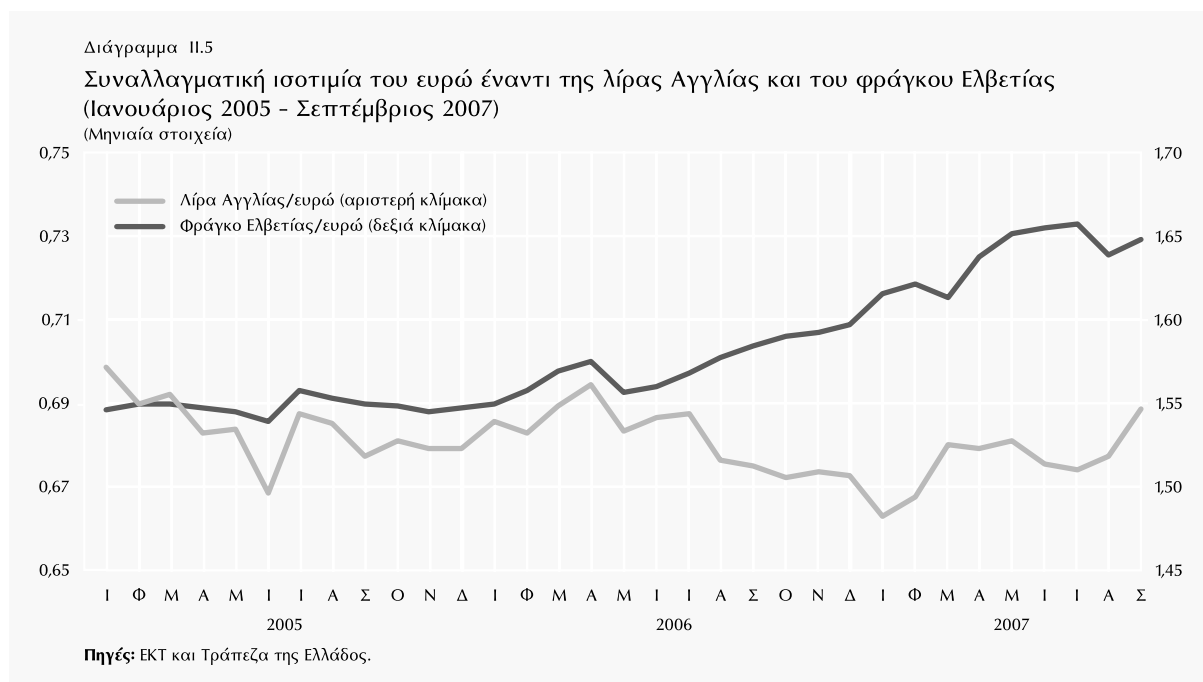
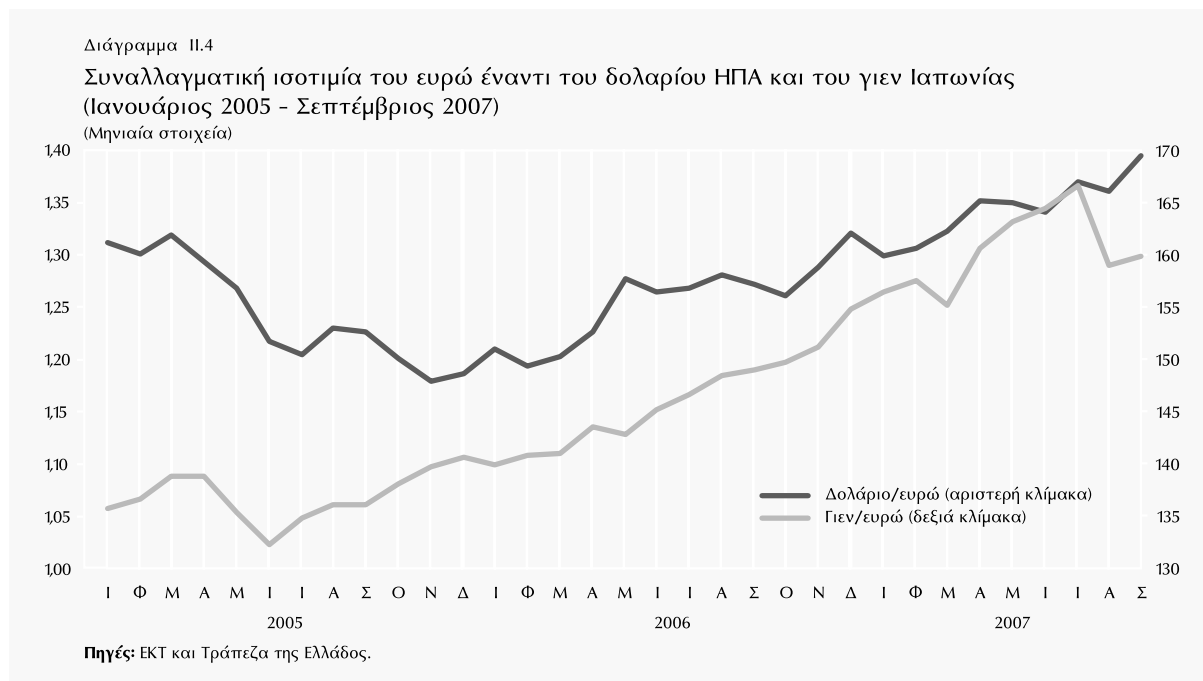
Ο ευρύτερος δείκτης της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ,³² ο οποίος είχε αυξηθεί κατά 0,3% το 2006 έναντι του 2005 (σε μέσα ετήσια επίπεδα), είχε ελαφρώς ανοδική τάση τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007. Τον Αύγουστο του 2007 ο δείκτης αυτός ήταν κατά 1,4% υψηλότερος από ό,τι το Δεκέμβριο του 2006 και κατά 3,5% υψηλότερος από το μέσο επίπεδο του 2006.

Αντίθετα, ο ευρύτερος δείκτης της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ (βάσει του ΔΤΚ) υποχώρησε ελαφρά (κατά 0,3% σε μέσα επίπεδα) το 2006 έναντι του προηγούμενου έτους, γεγονός που σημαίνει ότι η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ζώνης του ευρώ βελτιώθηκε ελαφρά το 2006 λόγω του χαμηλότερου πληθωρισμού της σε σχέση με τους κυριότερους εμπορικούς της εταίρους: η διαφορά αυτή υπεραντιστάθμισε την επίδραση της ανοδικής πορείας του ευρώ. Το πρώτο οκτάμηνο του 2007 ο δείκτης της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ κινήθηκε γενικά ανοδικά και τον Αύγουστο του 2007 ήταν κατά 0,7% υψηλότερος από ό,τι το Δεκέμβριο του 2006 και κατά 2,2% υψηλότερος από το μέσο επίπεδο του 2006.

Όσον αφορά τις διμερείς ισοτιμίες, το ευρώ ενισχύεται ιδιαίτερα ως προς το δολάριο ΗΠΑ – και κατ’ επέκταση ως προς πολλά ασιατικά

³¹ Οι διμερείς και οι σταθμισμένες ισοτιμίες που χρησιμοποιούνται στο τμήμα αυτό είναι μέσοι όροι περιόδου (μηνός ή έτους).

³² Δείκτης εξέλιξης των επιμέρους διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του ευρώ σταθμισμένων με βάση την αξία του εξωτερικού εμπορίου της ζώνης του ευρώ με 44 χώρες-εμπορικούς εταίρους της.



νομίσματα η ισοτιμία των οποίων είναι προσ-
δεσμευμένη σε αυτό— σχεδόν συνεχώς από τα
τέλη του 2005 (βλ. Διάγραμμα II.4). Η ενί-
σχυση του ευρώ έναντι του δολαρίου ήταν
3,1% από το Δεκέμβριο του 2006 μέχρι τον
Αύγουστο του 2007, ενώ η συνολική ανατί-

μηση του έναντι του αμερικανικού νομίσματος
από τα τέλη του 2005 είναι 14,9%. Μετά την
ελαφρά αντιστροφή της ανατιμητικής τάσης
του έναντι του δολαρίου το δίμηνο Μαΐου-Ιου-
νίου 2007, το ευρώ άρχισε να ενισχύεται και
πάλι, καταγράφοντας και νέο ιστορικά υψηλό

επίπεδο έναντι του αμερικανικού νομίσματος (1,4232 την 1η Οκτωβρίου 2007).

Η συναλλαγματική ισοτιμία του γιεν έναντι του ευρώ υποχωρεί συνεχώς μετά το 2000. Το 2006 το ευρώ είχε ανατιμηθεί έναντι του γιεν κατά 6,7% σε σχέση με το 2005. Τον Αύγουστο του 2007 η διμερής συναλλαγματική ισοτιμία γιεν/ευρώ βρισκόταν στο 159,05, επίπεδο που αντιστοιχεί σε ανατίμηση του ευρώ κατά 8,9% έναντι του μέσου όρου του 2006 και κατά 2,7% έναντι του Δεκεμβρίου του 2006. Η ισοτιμία της λίρας Αγγλίας έναντι του ευρώ εξακολούθησε και το 2007 να κινείται γενικά σε στενά όρια διακύμανσης (βλ. Διάγραμμα II.5), 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 γιουάν/ευρώ βρισκόταν στο 10,3162, επίπεδο που αντιστοιχεί σε ανατίμηση του ευρώ κατά 3,1% έναντι του μέσου όρου του 2006 και σε υποτίμηση του ευρώ κατά 0,2% έναντι του Δεκεμβρίου του 2006.

Στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (ΜΣΙ II), τα περισσότερα νομίσματα κινήθηκαν πλησίον της κεντρικής τους ισοτιμίας κατά τους τελευταίους μήνες, με εξαίρεση την κορώνα Σλοβακίας και το λατ Λετονίας. Η κορώνα Σλοβακίας, αφού ακολούθησε υποτιμητική πορεία έναντι του ευρώ το Μάιο και το πρώτο δεκαπενθήμερο του Ιουνίου, ανέκαμψε τον Ιούλιο και προσέγγισε το υψηλότερο επίπεδό της, το οποίο είχε σημειώσει τον περασμένο Μάρτιο. Στις αρχές Αυγούστου η ανατίμηση της κορώνας Σλοβακίας έναντι της κεντρικής της ισοτιμίας ήταν γύρω στο 5%. Κατά την ανωτέρω περίοδο, το λατ Λετονίας παρέμεινε σχετικά σταθερό και στις αρχές Αυγούστου σημείωνε ανατίμηση περίπου 1% έναντι της κεντρικής του ισοτιμίας εντός του ΜΣΙ II.

4. Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ

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

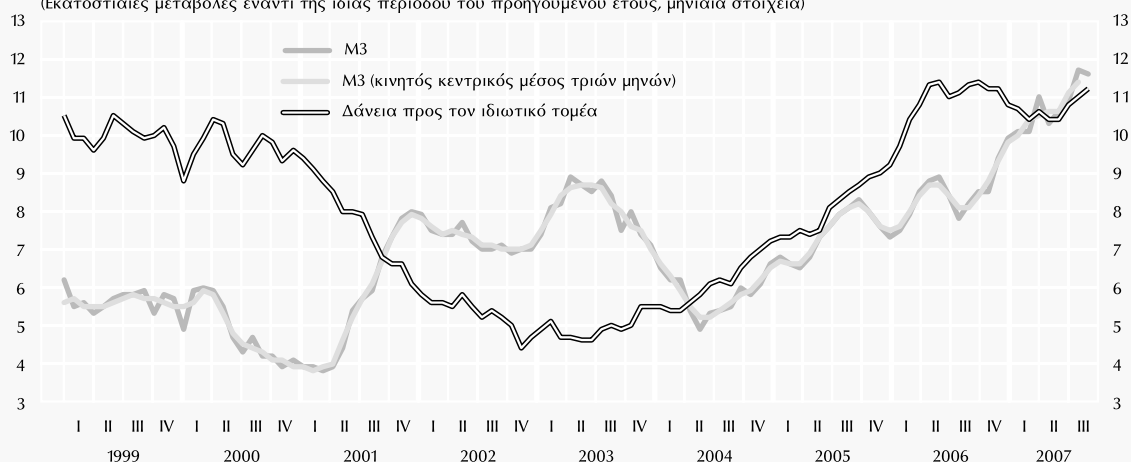
Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της ποσότητας χρήματος M3³³ (βλ. Διάγραμμα II.6) επιταχύνθηκε

33 Έχει παρατηρηθεί υψηλός βαθμός στατιστικής συσχέτισης ανάμεσα στον πληθωρισμό και το ρυθμό νομισματικής επέκτασης σε μακροπρόθεσμη βάση σε πάρα πολλές χώρες και για διαφορετικές χρονικές περιόδους. Κατά συνέπεια, η ανάλυση των νομισματικών εξελίξεων είναι χρήσιμη για να εκτιμηθούν οι πληθωριστικές πιέσεις που ενδέχεται να εκδηλωθούν σε μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη βάση. Με τη σειρά της, η εκτίμηση αυτών των πληθωριστικών κινδύνων είναι απαραίτητη για το σχεδιασμό των μέτρων νομισματικής πολιτικής (προσαρμογών των βασικών επιτοκίων κ.λπ.) που πρέπει να ληφθούν ώστε να αποφευχθεί η πραγματοποίηση των κινδύνων και να διατηρηθεί η σταθερότητα των τιμών. Στο πλαίσιο της στρατηγικής που ακολουθεί η ΕΚΤ για την επίτευξη του πρωταρχικού της σκοπού (διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα), η νομισματική ανάλυση αποσκοπεί στον εντοπισμό των μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων πληθωριστικών κινδύνων. Από την άλλη πλευρά, οι κίνδυνοι διατάραξης της σταθερότητας των τιμών σε βραχυπρόθεσμη και μεσοπρόθεσμη βάση εντοπίζονται με τη βοήθεια της οικονομικής ανάλυσης. Έτσι, η νομισματική ανάλυση χρησιμοποιείται για να επιβεβαιωθεί κατά πόσον τα συμπεράσματα της οικονομικής ανάλυσης, όσον αφορά την ύπαρξη ή μη πληθωριστικών κινδύνων, ισχύουν και μακροπρόθεσμα. Η νομισματική ανάλυση της ΕΚΤ είναι πολύπλευρη, ως προς τις τεχνικές που εφαρμόζονται αλλά και τα νομισματοπρωτοκίγια μεγέθη που εξετάζει. Περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, ανάλυση της εξέλιξης του M3, των συνιστωσών του και των παραγόντων μεταβολής του M3 είναι αναγκαία για να προσδιοριστούν ακριβέστερα οι πληθωριστικοί κίνδυνοι τους οποίους συνεπάγεται δεδομένη αύξηση του M3. Σημειώνεται ότι η ευρύτητα αυτής της προσέγγισης παρουσιάζει ιδιαίτερα πλεονεκτήματα σε περιπτώσεις όπου, όπως στην παρούσα φάση, είναι αναγκαίο να ταυτοποιηθεί η επίδραση που ασκούν στις νομισματικές εξελίξεις οι εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ώστε να απομονωθούν οι μεταβολές των νομισματικών μεγεθών που επηρεάζουν τον πληθωρισμό μακροπρόθεσμα και επομένως πρέπει να ληφθούν υπόψη για τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής. Τέλος, όσον αφορά τη χρησιμότητα των υποδείγματων ζήτησης χρήματος για τη νομισματική ανάλυση της ΕΚΤ, επισημαίνεται ότι, σύμφωνα με μελέτη που δημοσιεύθηκε στο *Μηνιαίο Δελτίο* της ΕΚΤ του Ιουλίου του 2007 ("Interpreting monetary developments since mid-2004"), η συνάρτηση ζήτησης του M3 υποεκτιμά το ρυθμό νομισματικής επέκτασης από το έτος 2001 για τους εξής λόγους: Πρώτον, το M3 φαίνεται ότι επηρεάστηκε από παράγοντες όπως η αβεβαιότητα, που αυξήθηκε την περίοδο 2001-2003, τους οποίους δεν ενσωματώνουν ως ερμηνευτικές μεταβλητές τα γνωστά υποδείγματα ζήτησης χρήματος. Δεύτερον, είναι πιθανό ότι η ελαστικότητα της ζήτησης χρήματος ως προς το κόστος ευκαιρίας της διακράτησης χρήματος δεν παρέμεινε σταθερή — όπως γίνεται δεκτό ως υπόθεση στα συνήθη υποδείγματα — αλλά αυξήθηκε λόγω της διατήρησης των επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα τα τελευταία έτη.

Διάγραμμα II.6

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

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



1 Εποχικώς και ημερολογιακώς διορθωμένα στοιχεία.

Πηγή: ΕΚΤ.

Πίνακας II.3

Κύριες συνιστώσες της ποσότητας χρήματος M3 της ζώνης του ευρώ

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

	2006		2007			
	γ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	α' τρίμηνο	β' τρίμηνο	Ιούλιος	Αύγουστος
M1	7,6	6,8	7,0	6,2	6,8	6,8
Νόμισμα σε κυκλοφορία	11,4	11,1	10,5	10,0	9,2	8,7
Καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας	7,0	6,0	6,3	5,5	6,4	6,4
Λοιπές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις (=M2-M1)	9,5	11,1	11,9	13,1	15,0	15,3
Καταθέσεις προθεσμίας διάρκειας έως 2 ετών	19,7	25,2	29,5	33,2	37,5	38,5
Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών	2,4	1,1	-0,8	-2,1	-2,9	-3,5
M2	8,4	8,7	9,1	9,2	10,4	10,6
Εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα (=M3-M2)	6,4	11,3	16,9	19,3	19,5	17,8
M3	8,1	9,0	10,2	10,6	11,7	11,6

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.

σημαντικά την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 (Δεκέμβριος 2006: 9,9%, Αύγουστος 2007: 11,6%, βλ. Πίνακα II.3). Η ταχύτερη αύξηση του M3 είναι συνεπής με την επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας και το γεγονός ότι η

άνοδος των επιτοκίων στην αγορά χρήματος (από το τρίτο τρίμηνο του 2005) ήταν μεγαλύτερη από την αύξηση των μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων αποδόσεων. Επιπλέον, κατά το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου Ιανουαρίου-

Αυγούστου 2007 επικράτησαν προσδοκίες μελλοντικών αυξήσεων των επιτοκίων, οι οποίες ισοδυναμούν με προσδοκίες πτώσης των τιμών των ομολόγων σταθερού επιτοκίου.³⁴ Η μείωση της διαφοράς μεταξύ αφενός των μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων αποδόσεων και αφετέρου των επιτοκίων της αγοράς χρήματος³⁵ και οι προοπτικές πραγματοποίησης κεφαλαιακών ζημιών στους μεσοπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους τίτλους είχαν ως αποτέλεσμα να σημειωθούν μετατοπίσεις κεφαλαίων από τους τίτλους αυτούς προς στοιχεία που περιλαμβάνονται στο M3,³⁶ όπως οι καταθέσεις προθεσμίας και τα χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών. Οι καταθέσεις προθεσμίας παρουσιάζουν το πλεονέκτημα της υψηλότερης ρευστότητας έναντι των μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων τίτλων, χωρίς όμως ταυτόχρονα να παρουσιάζουν το μειονέκτημα σημαντικά χαμηλότερων αποδόσεων, δεδομένου ότι τα εν λόγω στοιχεία του M3 φέρουν επιτόκια τα οποία παρακολουθούν στενά την εξέλιξη των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Τα χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών, σε αντίθεση με τους μεσοπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους τίτλους — οι οποίοι υπενθυμίζεται ότι δεν περιλαμβάνονται στο M3 — συνήθως έχουν κυμαινόμενο επιτόκιο και έτσι παρουσιάζουν το πλεονέκτημα ότι επιτρέπουν στους επενδυτές να επωφελούνται από αυξήσεις των επιτοκίων που σημειώνονται πριν από τη λήξη του τίτλου. Γι' αυτό, την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 οι ετήσιοι ρυθμοί ανόδου των καταθέσεων προθεσμίας και των χρεογράφων διάρκειας έως δύο ετών διαμορφώθηκαν σε ιδιαίτερος υψηλά επίπεδα (38,5% και 44,2% αντίστοιχα τον Αύγουστο έναντι 27,2% και 54,5% το Δεκέμβριο του 2006).³⁷

Οι καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο ετών και τα εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα τροφοδοτήθηκαν και με κεφάλαια που

μετατοπίστηκαν από άλλα στοιχεία τα οποία περιλαμβάνονται στο M3 και η απόδοσή τους είτε ακολουθεί τα επιτόκια της αγοράς χρήματος με σημαντική χρονική υστέρηση³⁸ είτε,

34 Περίπου 85% των μακροπρόθεσμων ομολόγων που έχουν εκδοθεί από τον τομέα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ είναι σταθερού επιτοκίου, βλ. ΕΚΤ, *Ετήσια Έκθεση 2006*, Πλαίσιο 6.

35 Σε πολλές περιπτώσεις η διαφορά αυτή έγινε αρνητική: π.χ., το επιτόκιο EURIBOR δώδεκα μηνών υπερέβαινε το επιτόκιο των 3ετών και των 5ετών κρατικών ομολόγων την περίοδο Σεπτεμβρίου 2006-Μαΐου 2007 και το δίμηνο Ιουλίου-Αυγούστου 2007. Η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου των 10ετών κρατικών ομολόγων και του επιτοκίου EURIBOR 12 μηνών κυμαινόταν γύρω στο μηδέν την περίοδο Οκτωβρίου 2006-Μαΐου 2007 και τον Ιούλιο του 2007, ενώ η διαφορά αυτή έγινε σημαντικά αρνητική τον Αύγουστο του 2007.

36 Υπενθυμίζεται ότι:

$M3 = M1 + \text{λοιπές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις} + \text{εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα},$

$M1 = \text{νόμισμα σε κυκλοφορία} + \text{καταθέσεις μίας ημέρας},$
 Λοιπές βραχυπρόθεσμες καταθέσεις = καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο ετών + καταθέσεις υπό προεידόποιηση έως τριών μηνών,

Εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα = συμφωνίες επαναγοράς + μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων αγοράς χρήματος + χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών.

37 Πολύ σημαντική επίσης ήταν η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος (Δεκέμβριος 2006: 4,7%, Αύγουστος 2007: 12,8%). Η ανάπτυξη αυτών των μέσων οφείλεται στο ότι οι αποδόσεις τους παρουσιάζονταν συγκριτικά υψηλές, καθώς η καμπύλη αποδόσεων στην αγορά ομολόγων ήταν σχεδόν οριζόντια το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007. Επιπλέον, ορισμένα από τα αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος επιτυγχάνουν αύξηση των αποδόσεων πάνω και από τα επιτόκια της αγοράς χρήματος, καθώς, με τη χρήση παραγώγων, επενδύουν ένα μέρος των διαθεσίμων τους σε χρεόγραφα του ιδιωτικού τομέα, τα οποία, αν και είναι εξασφαλισμένα με περιουσιακά στοιχεία (asset-backed securities), παρουσιάζουν υψηλότερο κίνδυνο από τις συνήθεις τοποθετήσεις στην αγορά χρήματος.

38 Η αύξηση των επιτοκίων των καταθέσεων μίας ημέρας από το Νοέμβριο του 2005, δηλ. το μήνα που προηγήθηκε της έναρξης των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, μέχρι τον Ιούλιο του 2007, που είναι ο πιο πρόσφατος μήνας για τον οποίο υπάρχουν στοιχεία, ήταν περίπου 40 μονάδες βάσης για τα νοικοκυριά και 80 μονάδες βάσης για τις επιχειρήσεις. Την ίδια περίοδο η αύξηση των επιτοκίων των νέων καταθέσεων υπό προεידόποιηση έως τριών μηνών ήταν περίπου 45 μονάδες βάσης. Η αύξηση των επιτοκίων των νέων καταθέσεων προθεσμίας με διάρκεια έως ένα έτος ήταν περίπου 185 μονάδες βάσης για τα νοικοκυριά και 195 μονάδες βάσης για τις επιχειρήσεις. Στις νέες καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια από ένα έως δύο έτη η αύξηση ήταν 155 μονάδες βάσης για τα νοικοκυριά και περίπου 210 μονάδες βάσης για τις επιχειρήσεις. Αντίστοιχα, από το Σεπτέμβριο του 2005, οπότε η αγορά χρήματος είχε αρχίσει να προεξοφλεί αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, μέχρι τον Ιούλιο του 2007 το μέσο επιτόκιο EURIBOR τριών μηνών αυξήθηκε περίπου κατά 210 μονάδες βάσης.

στην περίπτωση του νομίσματος σε κυκλοφορία, παραμένει μηδενική. Η εξέλιξη αυτή δεν επηρέασε την αύξηση του M3, αλλά συνέβαλε σε επιβράδυνση της αύξησης της ποσότητας χρήματος M1. Συγκεκριμένα, την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2007 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του M1 υποχώρησε περαιτέρω, αλλά το δίμηνο Ιουνίου-Ιουλίου 2007 σημείωσε επιτάχυνση. Όμως, συνολικά τα δύο τελευταία έτη, λόγω της αύξησης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, επιβραδύνθηκε σημαντικά ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του M1 (Αύγουστος 2005: 11,6%, Αύγουστος 2007: 6,8%), δηλ. των στοιχείων του M3 με τον υψηλότερο βαθμό ρευστότητας. Επίσης, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών έγινε αρνητικός από την αρχή του έτους.

Τέλος, επισημαίνεται ότι η αύξηση των διακυμάνσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές και της αβεβαιότητας επηρέασε τις νομισματικές εξελίξεις ενδεχομένως ήδη από τον Ιούλιο³⁹ του 2007.

Η αύξηση της ποσότητας χρήματος M3 την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 αντικατοπτρίζει την ενίσχυση της καθαρής θέσης των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (NXI) έναντι του εξωτερικού λόγω εισροών κεφαλαίων στη ζώνη του ευρώ. Οι εισροές αυτές παρουσιάζονται σημαντικά αυξημένες το τελευταίο τρίμηνο του 2006, το πρώτο τρίμηνο του 2007 αλλά και τον Ιούλιο του 2007, εξέλιξη η οποία αποδίδεται στην αύξηση της ελκυστικότητας για τους διεθνείς επενδυτές των τίτλων που εκδόθηκαν στη ζώνη του ευρώ, κυρίως λόγω της βελτίωσης των προοπτικών για την οικονομική δραστηριότητα στην περιοχή αυτή αλλά και της συνακόλουθης επικράτησης ανατιμητικών προσδοκιών για τη συναλλαγματική ισο-

τιμία του ευρώ έναντι των κυριότερων νομισμάτων.⁴⁰

Η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα, η οποία αποτελεί τον παράγοντα με τη μεγαλύτερη συμβολή στην αύξηση της ποσότητας χρήματος M3, εξακολούθησε να επιβραδύνεται από την αρχή του έτους μέχρι τον Απρίλιο, έκτοτε όμως επιταχύνθηκε, κυρίως λόγω της επιτάχυνσης του ρυθμού αύξησης των δανείων προς τις επιχειρήσεις (βλ. Πίνακα II.4).

Ειδικότερα, συνεχίστηκε η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της σημαντικότερης κατηγορίας δανείων προς τα νοικοκυριά, δηλ. των δανείων για αγορά κατοικίας,⁴¹ η οποία είχε αρχίσει την άνοξη του προηγούμενου έτους: ο ρυθμός αύξησης των δανείων αυτών διαμορφώθηκε σε 8,1% τον Αύγουστο του 2007 έναντι 12,1% τον Απρίλιο του 2006. Η εν λόγω εξέλιξη μπορεί να αποδοθεί στη σταδιακή άνοδο των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων,⁴² λόγω της αύξησης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, σε συνδυασμό με την επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου τόσο των τιμών όσο και του όγκου των συναλλαγών στην

³⁹ Η επιτάχυνση της αύξησης του M3 και ιδίως του συνόλου των βραχυπρόθεσμων καταθέσεων και συμφωνιών επαναγοράς που διακρατούνται από χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εκτός NXI ενδέχεται να αντανάκλα σε κάποιο βαθμό προσπάθειες αποφυγής των επενδυτικών κινδύνων εκ μέρους των οικονομικών μονάδων της ζώνης του ευρώ, με στροφή στις ασφαλέστερες και πιο ρευστές τοποθετήσεις.

⁴⁰ Τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών της ζώνης του ευρώ επιβεβαιώνουν ότι οι εισροές κεφαλαίων αντικατοπτρίζουν επενδύσεις χαρτοφυλακίου από μη κατοίκους κυρίως σε ομόλογα στη ζώνη του ευρώ. Αν η αποτίμηση γίνει σε δολάρια, τόσο τα ομόλογα όσο και οι μετοχές στη ζώνη του ευρώ εμφανίζουν υψηλότερη απόδοση σε σύγκριση με τους αντίστοιχους τίτλους στις ΗΠΑ ή την Ιαπωνία την περίοδο Οκτωβρίου 2006-Μαρτίου 2007.

⁴¹ Τα δάνεια για την αγορά κατοικίας αντιπροσωπεύουν περίπου 70% του συνόλου των νέων δανείων προς τα νοικοκυριά.

⁴² Η αύξηση των επιτοκίων στα νέα δάνεια για αγορά κατοικίας από το Νοέμβριο του 2005 μέχρι τον Ιούλιο του 2007 κυμάνθηκε μεταξύ 95 και 170 μονάδων βάσης ανάλογα με την αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου. Ο ρυθμός αύξησης του δείκτη τιμών για τις ιδιωτικές κατοικίες στη ζώνη του ευρώ, τον οποίο καταρτίζει η ΕΚΤ, επιβραδύνθηκε από 7,9% το 2005 σε 6% το δεύτερο εξάμηνο του 2006.

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)

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

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 κεφάλαια και αποθεματικά.

4 Μη εποχικά και ημερολογιακώς διορθωμένα στοιχεία.

Πηγή: ΕΚΤ.

αγορά κατοικιών σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ.⁴³ Σύμφωνα με τις έρευνες του Ευρωσυστήματος του Απριλίου και του Ιουλίου του 2007 για τις τραπεζικές χορηγήσεις, οι τράπεζες ανέφεραν μείωση της ζήτησης των νοικοκυριών για στεγαστικά δάνεια. Ο ρυθμός αύξησης των καταναλωτικών δανείων σημείωσε διακυμάνσεις, συνολικά όμως επιβραδύνθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 (Δεκέμβριος 2006: 7,7%, Αύγουστος 2007: 5,7%).

Ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τις επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2007, ακολουθώντας όμως σημείωσε επιτάχυνση και διαμορφώθηκε σε 14,2% τον Αύγουστο του 2007 έναντι 13,1% το Δεκέμβριο του 2006, εξαιτίας της επιτάχυνσης της οικονομικής δραστηριότητας, της βελτίωσης των επιχειρηματικών προσδοκιών, της χαλάρωσης ορισμένων από τους λοιπούς (εκτός του επιτοκίου) όρους χορήγησης πιστώσεων,⁴⁴ των

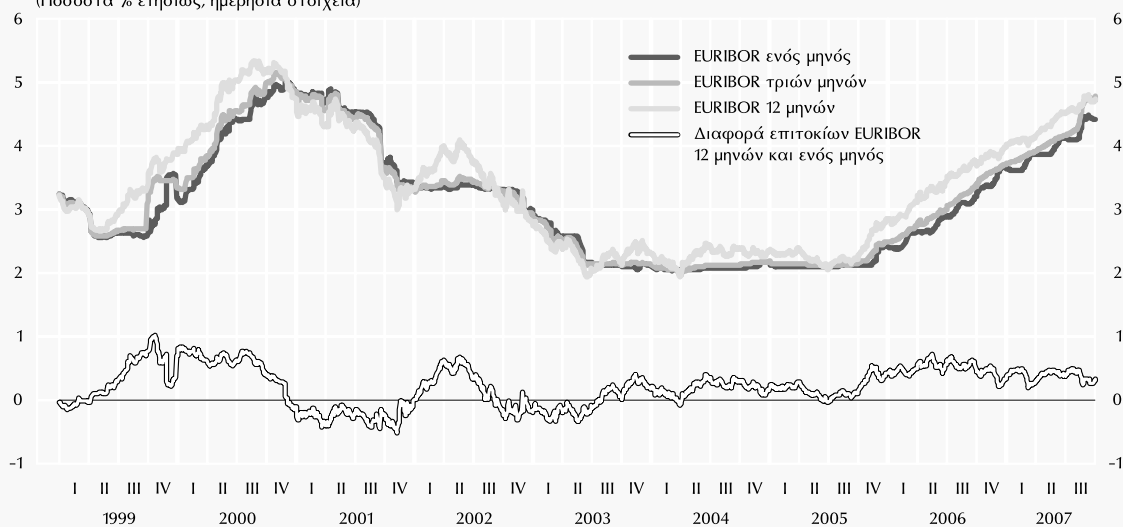
σημαντικών εξαγορών και συγχωνεύσεων, αλλά ίσως και της πρόσφατης αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι παράγοντες αυτοί από κοινού υπεραντιστάθμισαν τη μειωτική επίδραση την οποία άσκησε στη ζήτηση για πιστώσεις η σταδιακή άνοδος του

43 Η σχέση μεταξύ τραπεζικών πιστώσεων για την απόκτηση κατοικίας και ζήτησης για κατοικίες είναι αμφίδρομη. Αφενός, στην επιβράδυνση της αύξησης των στεγαστικών δανείων λόγω της ανόδου των επιτοκίων δανεισμού συνετέλεσε και η υποχώρηση του ρυθμού ανόδου των τιμών των κατοικιών, επειδή η αξία της κατοικίας προσδιορίζει τις ανάγκες χρηματοδότησης του δανειολήπτη ή αντίστοιχα αντιπροσωπεύει το ύψος της εξασφάλισης που αυτός μπορεί να προσφέρει στην τράπεζα για ενυπόθηκο δανεισμό. Αφετέρου, η συγκράτηση των στεγαστικών δανείων συνέβαλε σε περαιτέρω επιβράδυνση της αύξησης της ζήτησης για κατοικίες και επομένως, με δεδομένη την εξέλιξη της προσφοράς κατοικιών, σε περαιτέρω επιβράδυνση των τιμών των κατοικιών και του όγκου των συναλλαγών.

44 Σύμφωνα με τις έρευνες του Ευρωσυστήματος του Απριλίου και του Ιουλίου του 2007 για τις τραπεζικές χορηγήσεις. Οι όροι χορήγησης πιστώσεων περιλαμβάνουν τις εξασφαλίσεις που απαιτούνται, τη διάρκεια και το ύψος των χρηματοδοτήσεων, διάφορες ρήτρες στα δάνεια, επιβαρύνσεις εκτός τόκων και, επιπλέον για τα στεγαστικά δάνεια, το λόγο του ύψους του δανείου προς την αξία του ακινήτου που υποθηκεύεται.

Διάγραμμα II.7

Βραχυπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 1999 - Σεπτέμβριος 2007)
(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: ΕΚΤ.

κόστους του τραπεζικού δανεισμού.⁴⁵ Οι ρυθμοί ανόδου των χορηγήσεων προς τις επιχειρήσεις, όπως εξάλλου —παρά την πρόσφατη επιβράδυνση— και των δανείων προς τα νοικοκυριά, είναι πολύ υψηλοί.

Τέλος, την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 συνεχίστηκε η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης και ο ρυθμός αύξησης των πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των ΝΧΙ διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα: οι εξελίξεις αυτές συνέβαλαν σε συγκράτηση της αύξησης της ποσότητας χρήματος M3.

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

Την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007 τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στην αγορά χρήματος (βλ. Διάγραμμα II.7) συνέχισαν την ανοδική πορεία τους λόγω των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ αλλά και —ιδίως όσον αφορά τις

μεγαλύτερες διάρκειες— των προσδοκίων για περαιτέρω περιορισμό του διευκολυντικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής (μέσο επιτόκιο EURIBOR τριών μηνών: Δεκέμβριος 2005: 2,47%, Δεκέμβριος 2006: 3,68%, Ιούλιος 2007: 4,22%). Επίσης (μέχρι και τον Ιούνιο) παρατηρήθηκαν σταδιακές αυξήσεις του προθεσμιακού επιτοκίου EURIBOR τριών μηνών όπως και του τεκμαρτού προθεσμιακού επιτοκίου μίας ημέρας σε όλες τις διάρκειες και σχετικά υψηλότερες τιμές για το προθεσμιακό επιτόκιο EURIBOR τριών μηνών στις πιο μακρές διάρκειες (π.χ. το Σεπτέμβριο του 2007 σε σύγκριση με τον Ιούνιο του 2007), εξελίξεις που υποδηλώνουν ότι επικρατούσαν προσδοκίες για αυξήσεις των βασικών επιτοκίων.

Το δίμηνο Αυγούστου-Σεπτεμβρίου του 2007 επικράτησε νευρική στην αγορά χρήματος,

⁴⁵ Η αύξηση των επιτοκίων των νέων δανείων προς τις επιχειρήσεις από το Νοέμβριο του 2005 μέχρι τον Ιούλιο του 2007 κυμάνθηκε από 110 έως 180 μονάδες βάσης, ανάλογα με την αρχική περίοδο καθορισμού του επιτοκίου και το ύψος του δανείου.

που συνδεόταν με την κρίση στην αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής φερεγγυότητας στις ΗΠΑ (subprime mortgage market). Γι' αυτό ασκήθηκαν αυξητικές πιέσεις στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Με στόχο να αποκαταστήσει την ομαλή λειτουργία της αγοράς χρήματος, η ΕΚΤ αύξησε σημαντικά την παροχή ρευστότητας προς τα πιστωτικά ιδρύματα, αφενός στο πλαίσιο των τακτικών πράξεων κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης και αφετέρου με τη διεξαγωγή πράξεων εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας (fine tuning operations) και έκτακτων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Οι παρεμβάσεις της ΕΚΤ είχαν ως αποτέλεσμα να περιοριστεί η απότομη αύξηση του διατραπεζικού επιτοκίου μίας ημέρας (EONIA). Τα διατραπεζικά επιτόκια στις μακρότερες διάρκειες (ενός έως δώδεκα μηνών) επίσης αυξήθηκαν απότομα και παρέμειναν υψηλά: π.χ. το επιτόκιο EURIBOR τριών μηνών αυξήθηκε σε μέση μηνιαία βάση κατά 32 μονάδες βάσης μεταξύ Ιουλίου και Αυγούστου του 2007 και σημείωσε μικρή περαιτέρω αύξηση το Σεπτέμβριο.⁴⁶ Επίσης αυξήθηκε απότομα η αβεβαιότητα της αγοράς όσον αφορά τη μελλοντική εξέλιξη των διατραπεζικών επιτοκίων, όπως μετρείται από την τεκμαρτή μεταβλητότητά.⁴⁷

Την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007 εξακολούθησαν να αυξάνονται τα επιτόκια καταθέσεων και χορηγήσεων των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων λόγω της ανόδου των επιτοκίων στις αγορές χρήματος και ομολόγων. Από την έναρξη των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ στα τέλη του 2005 μέχρι και τον Ιούλιο του 2007 (ο οποίος είναι ο πιο πρόσφατος μήνας για τον οποίο υπάρχουν σχετικά στοιχεία), τα βραχυπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια σημείωσαν σχεδόν αδιάκοπη και σημαντική αύξηση, καθώς παρακολούθησαν στενά την εξέλιξη των επιτοκίων της αγοράς

χρήματος – με εξαίρεση τα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων και, όπως προαναφέρθηκε στο Τμήμα 4.1, τα επιτόκια των καταθέσεων μίας ημέρας και των καταθέσεων υπό προειδοποίηση. Τα μακροπρόθεσμα τραπεζικά επιτόκια εμφάνισαν διακυμάνσεις αντίστοιχες με αυτές των επιτοκίων των μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων τίτλων, αλλά συνολικά παρουσίασαν μικρότερη αύξηση: η εξέλιξη αυτή ενδέχεται να αντανακλά, εκτός από τις συνήθεις χρονικές υστερήσεις, και ενίσχυση του ανταγωνισμού μεταξύ των ΝΧΙ.

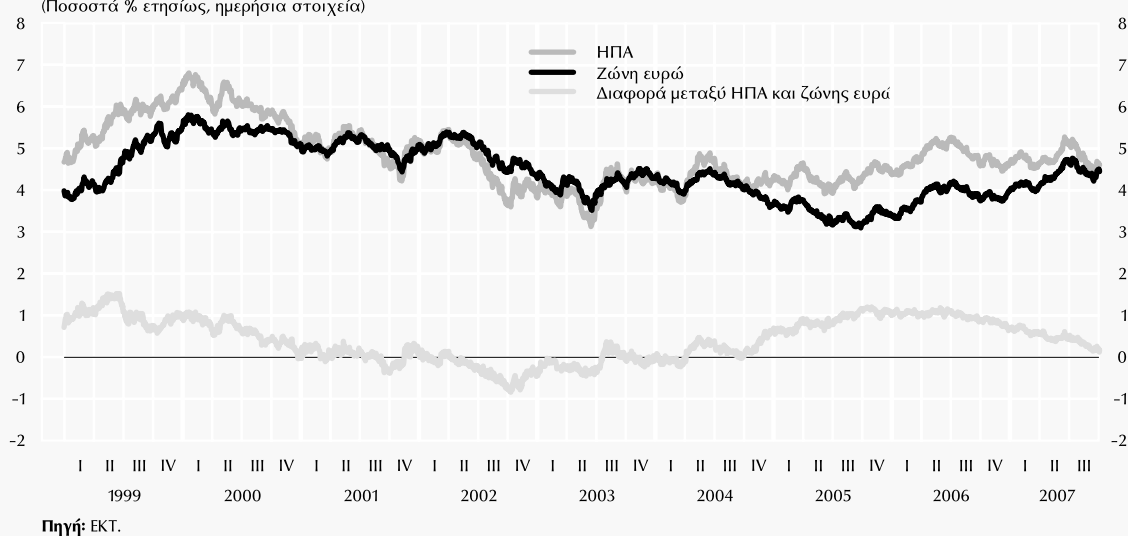
Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα II.8) συνέχισαν να ακολουθούν γενικά ανοδική πορεία το πρώτο εξάμηνο του 2007 (απόδοση 10ετούς ομολόγου: Δεκέμβριος 2006: 3,9%, Ιούνιος 2007: 4,66%). Η εξέλιξη αυτή, σύμφωνα με ορισμένες εκτιμήσεις, αντανακλά κυρίως νέα σημαντική αύξηση του πραγματικού επιτοκίου λόγω της περαιτέρω βελτίωσης των προοπτικών για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ. Παράλληλα, πρέπει να αυξήθηκε το ύψος του ασφαλιστρου κινδύνου που ενσωματώνεται στα μακροπρόθεσμα επιτόκια, ενώ οριακή αύξηση πιθανόν να σημείωσαν και οι μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες. Επισημαίνεται ότι οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις σημείωσαν προσωρινή κάμψη από τα τέλη Φεβρουαρίου μέχρι τα μέσα Μαρτίου του 2007, καθώς η ζήτηση για τοποθετήσεις, όπως οι

⁴⁶ Από την έναρξη των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων το Δεκέμβριο του 2005 μέχρι και τον Ιούλιο του 2007 η μέση μηνιαία αύξηση του EURIBOR τριών μηνών ήταν 9 μονάδες βάσης.

⁴⁷ Η τεκμαρτή μεταβλητότητα υπολογίζεται με βάση τις τιμές των δικαιωμάτων προαίρεσας σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) αφενός, σε ό,τι αφορά την αγορά χρήματος, επί του επιτοκίου EURIBOR τριών μηνών και αφετέρου, σε ό,τι αφορά την αγορά ομολόγων (στην οποία γίνεται αναφορά παρακάτω), επί του 10ετούς ομολόγου του Γερμανικού Δημοσίου. Στην περίπτωση της αγοράς μετοχών, η τεκμαρτή μεταβλητότητα – στην οποία επίσης γίνεται αναφορά παρακάτω – υπολογίζεται με βάση τις τιμές των δικαιωμάτων προαίρεσας επί του δείκτη Dow Jones Euro Stoxx 50.

Διάγραμμα II.8

Αποδόσεις 10ετών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ
(Ιανουάριος 1999 - Σεπτέμβριος 2007)
(Ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



κρατικοί τίτλοι, με χαμηλότερο κίνδυνο από τις μετοχές αυξήθηκε, λόγω της απότομης υποχώρησης που παρατηρήθηκε διεθνώς στα χρηματιστήρια την περίοδο αυτή.

Ανάλογα φαινόμενα παρατηρήθηκαν μετά τις αρχές Ιουλίου και μέχρι περίπου τα μέσα Σεπτεμβρίου, οπότε η ζήτηση για ασφαλείς τοποθετήσεις αυξήθηκε σημαντικά λόγω της αναταραχής την οποία προκάλεσε σε πολλές χρηματοπιστωτικές αγορές η αύξηση των επισημασιών στα στεγαστικά δάνεια προς δανειολήπτες χαμηλής φερεγγυότητας στις ΗΠΑ και της συνακόλουθης αύξησης του βαθμού “αποστροφής προς τον κίνδυνο” που χαρακτηρίζει τη συμπεριφορά των επενδυτών. Γι’ αυτό, μεταξύ 6ης Ιουλίου και 10ης Σεπτεμβρίου 2007 υπήρξε σημαντική μείωση των επιτοκίων των κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ – κατά 55 μονάδες βάσης στα 10ετή ομόλογα σε 4,19% – με παράλληλη σημαντική αύξηση της αβεβαιότητας ως προς τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών αυτών των τίτλων, όπως υποδηλώνει η άνοδος της τεκμαρτής μεταβλητότητας

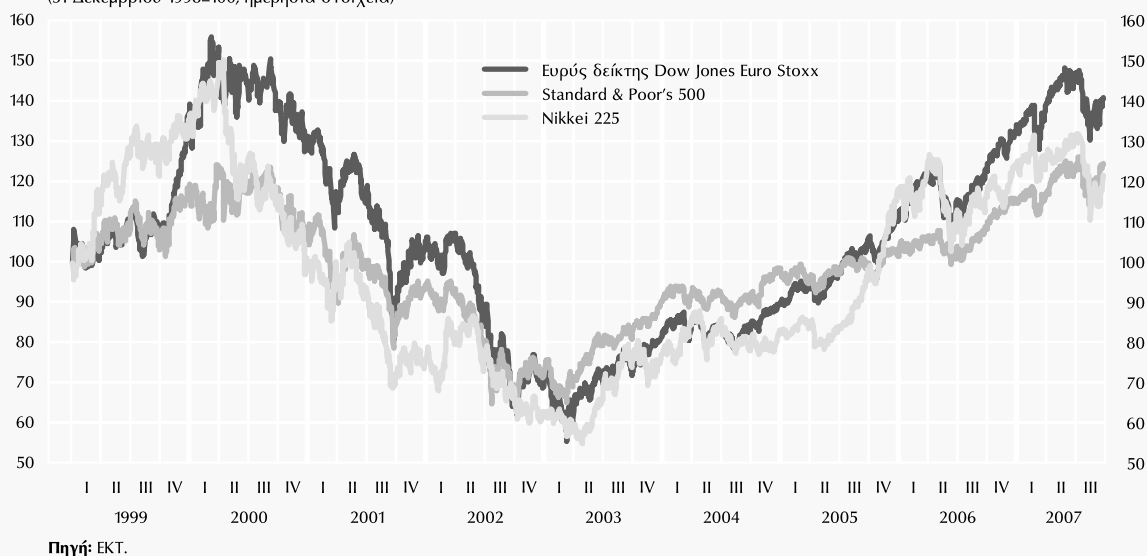
από τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα που παρατηρήθηκαν από το 2004 μέχρι το πρώτο ήμισυ του 2007.

Επιπλέον, το τρίμηνο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 2007 σημειώθηκε αξιόλογη αύξηση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ των ομολόγων των επιχειρήσεων –ιδίως αυτών με τη σχετικά χαμηλότερη πιστοληπτική ικανότητα (τα ομόλογα των οποίων χαρακτηρίζονται ως “υψηλής απόδοσης” ή κατατάσσονται στην κατηγορία BBB⁴⁸)– και των κρατικών ομολόγων, η οποία είχε ακολουθήσει πτωτική τάση τα τελευταία έτη (από τα τέλη του 2002). Η εξέλιξη αυτή, σε συνδυασμό με την αύξηση της τεκμαρτής μεταβλητότητας στις αγορές ομολόγων και μετοχών, θεωρείται διορθωτική και γενικά ωφέλιμη, καθώς αποτελεί ένδειξη ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές αρχίζουν πλέον να μην υποεκτιμούν τους κινδύνους. Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων στις

48 Μέσος όρος των διαβαθμίσεων από τους οίκους Moody’s και Standard & Poor’s.

Διάγραμμα II.9

Δείκτες χρηματιστηριακών αγορών (Ιανουάριος 1999 - Σεπτέμβριος 2007)
(31 Δεκεμβρίου 1998=100, ημερήσια στοιχεία)



ΗΠΑ επίσης αυξήθηκαν την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2007 – σύμφωνα με ορισμένες εκτιμήσεις το πραγματικό επιτόκιο και οι πληθωριστικές προσδοκίες αυξήθηκαν. Όμως την περίοδο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 2007 οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων μειώθηκαν και στις ΗΠΑ και μάλιστα ακόμη εντονότερα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ. Συγκεκριμένα, όσον αφορά τους 10ετείς κρατικούς τίτλους, η θετική διαφορά αποδόσεων μεταξύ ΗΠΑ και ζώνης του ευρώ μειώθηκε σημαντικά (Δεκέμβριος 2006: 67 μονάδες βάσης, Σεπτέμβριος 2007: 16 μονάδες βάσης).

4.3 Χρηματιστηριακές εξελίξεις

Οι τιμές των μετοχών στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα II.9) εξακολούθησαν να αυξάνονται με κάποιες διακυμάνσεις την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2007. Η εξέλιξη αυτή ήταν συνεπής με την υψηλή κερδοφορία των επιχειρήσεων, η οποία υπερέβη τα επίπεδα που ήδη προεξοφλούσε η αγορά, ενώ διατηρήθηκαν και οι προσδοκίες για υψηλά κέρδη στο μέλλον,

επειδή οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ εξακολουθούσαν να βελτιώνονται. Επίσης, παρέμεινε μεγάλος ο όγκος των εξαγορών και συγχωνεύσεων εταιριών, οι οποίες τροφοδοτούν την άνοδο των τιμών των μετοχών. Επιπλέον, υπάρχουν ενδείξεις ότι μετά τα μέσα Μαρτίου (οπότε έληξε η πρόσκαιρη αναταραχή στις αγορές μετοχών) μειώθηκε το ασφάλιστρο κινδύνου για τις επενδύσεις σε μετοχικούς τίτλους, εξέλιξη η οποία συνέβαλε σε άνοδο των χρηματιστηριακών δεικτών. Αντίθετα, αρνητική επίδραση φαίνεται ότι άσκησε στις τιμές των μετοχών η άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων.

Διεθνώς η ανοδική πορεία των τιμών των μετοχών διακόπηκε την περίοδο από την τελευταία εβδομάδα του Φεβρουαρίου έως τα μέσα Μαρτίου, καθώς και κατά την περίοδο από τα μέσα Ιουλίου μέχρι τα μέσα Αυγούστου του 2007, οπότε καταγράφηκε σημαντική κάμψη των τιμών των μετοχών και αυξήθηκε απότομα η αβεβαιότητα ως προς τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών, όπως υποδηλώνει η

αύξηση της τεκμαρτής μεταβλητότητας. Το κύριο αίτιο της κάμψης των τιμών ήταν η κρίση στην αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής φερεγγυότητας στις ΗΠΑ και οι ανησυχίες σχετικά με τις μακροοικονομικές εξελίξεις στη χώρα αυτή, δεδομένης της πτώσης των τιμών και του όγκου των συναλλαγών στην αμερικανική αγορά ακινήτων. Μετά τα μέσα Ιουλίου αρνητική επίδραση στις τιμές των μετοχών άσκησε και η συρρίκνωση της ζήτησης για τιτλοποιημένα δάνεια, που επηρέασε δυσμενώς τη δυνατότητα χρη-

ματοδότησης για εξαγορές και συγχωνεύσεις εισηγμένων επιχειρήσεων. Στη διάρκεια της καθοδικής του πορείας (16 Ιουλίου-16 Αυγούστου) ο δείκτης Dow Jones Euro Stoxx για τη ζώνη του ευρώ υποχώρησε κατά 11,7%. Ωστόσο, συνολικά την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 ο δείκτης Dow Jones Euro Stoxx σημείωσε αύξηση κατά 6,1%. Στις ΗΠΑ οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν την ίδια περίοδο κατά 7,6% με βάση το δείκτη Standard and Poor's 500, ενώ στην Ιαπωνία ο δείκτης Nikkei 225 μειώθηκε κατά 2,6%.

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

1. Εξελίξεις νομισματικών μεγεθών στην Ελλάδα

1.1 Νομισματικές εξελίξεις

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του νομισματικού μεγέθους M3,¹ το οποίο αποτελεί την ελληνική συμβολή στο αντίστοιχο μέγεθος της ζώνης του ευρώ, επιταχύνθηκε περαιτέρω το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2007 και διαμορφώθηκε σε 13,9% τον Αύγουστο (δ' τρίμηνο του 2006: 10,6%, βλ. Πίνακα III.1). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται πρωτίστως με τη μετατόπιση κεφαλαίων από στοιχεία εκτός του M3 (κυρίως αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων – funds of funds – και ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια) προς τοποθετήσεις που περιλαμβάνονται στο M3 (ιδίως μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων αλλά και καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο έτη), καθώς τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια (μετά τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ από το Δεκέμβριο του 2005) αυξήθηκαν ταχύτερα από ό,τι τα μακροπρόθεσμα. Παρά το ότι και ο ρυθμός ανόδου του M3¹ στη ζώνη του ευρώ επιταχύνθηκε την ίδια περίοδο, ο ρυθμός αύξησης του M3 στην Ελλάδα διατηρήθηκε σε υψηλότερο επίπεδο (τάση που είχε ήδη αρχίσει να διαγράφεται από το δεύτερο τρίμηνο του 2006).

Μετατόπιση κεφαλαίων παρατηρήθηκε και εντός του M3, καθώς οι αποταμιευτές έδειξαν σαφή προτίμηση στις καταθέσεις προθεσμίας² έναντι των καταθέσεων με μεγαλύτερο βαθμό ρευστότητας, όπως είναι οι καταθέσεις διάρ-

¹ Χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία.

² Σημειώνεται σχετικά ότι η εκατοστιαία συμμετοχή τους στο M3 αυξήθηκε περαιτέρω το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2007 κατά 7,1 εκατοστιαίες μονάδες σε 45,5%, έναντι μικρότερης πλέον εκατοστιαίας συμμετοχής των καταθέσεων ταμιευτηρίου (36,6%).

Π ί ν α κ α ς III.1

Ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ

(Μη εποχικά διορθωμένα στοιχεία)

	Υπόλοιπα 31.08.07 (εκατ. ευρώ)	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές ¹									
		2002		2003		2004		2005		2006	
		δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ³	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ³	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ³	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ³	δ' τρίμηνο ²	δ' τρίμηνο ³
1. Καταθέσεις μίας ημέρας	96.461,5	8,9	6,8	16,8	9,3	5,4	3,6	0,7	0,2	0,1	-0,5
1.1 Όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί	25.403,7	5,7	17,7	19,1	20,2	13,0	8,8	1,8	6,4	9,3	8,5
1.2 Απλού ταμειτηρίου	71.057,8	9,8	4,1	16,1	6,3	3,3	1,9	0,2	-1,9	-2,9	-3,5
2. Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	88.455,4	10,1	29,3	5,3	45,2	41,1	43,1	37,5	37,7	36,5	41,7
3. Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών ⁴	2.588,0	8,1	1,5	2,8	105,2	108,6	1,6	-24,4	-31,4	-28,0	-21,3
4. Σύνολο καταθέσεων (1+2+3)	187.504,9	9,2	12,6	13,1	20,7	17,5	15,9	12,1	12,4	12,8	15,3
5. Συμφωνίες επαναγοράς (repos)	925,6	-19,0	-47,7	-12,6	-72,8	-51,2	-37,9	-35,7	-44,2	-49,6	-54,6
6. Μερικά αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	7.765,6	-3,7	68,0	-1,9	-51,8	-60,4	-35,0	-2,5	30,0	43,9	43,7
7. Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών ⁵	-1.872,3	-26,2	268,6	-0,3	-42,2	-35,8	14,3	24,2	-14,1	-	-
8. M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία (4+5+6+7)	194.323,8	2,2	6,4	9,2	6,9	7,6	11,8	10,6	12	12,2	13,9

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

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

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

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

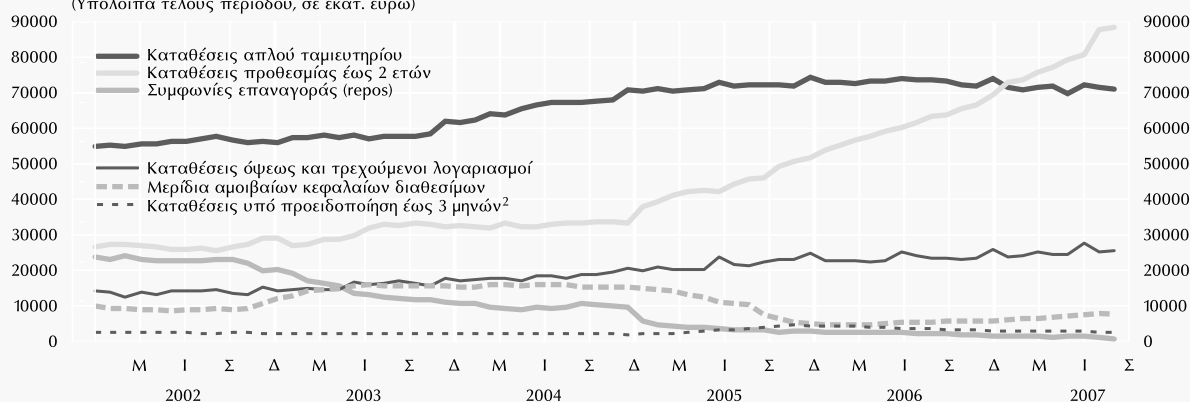
5 Το μέγεθος αυτό υπολογίζεται σε ενοποιημένη βάση με τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Επομένως, από τα χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών που έχουν εκδοθεί από τα εγχώρια ΝΧΙ στην Ελλάδα αφαιρούνται οι τοποθετήσεις τους σε χρεόγραφα έως δύο ετών που εκδίδονται από τα ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

Διάγραμμα III.1

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

(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 ταμιευτηρίου σε λοιπά νομίσματα (εκτός ευρώ).

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

κειας μίας ημέρας. Έτσι, το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2007 ο ρυθμός ανόδου των καταθέσεων προθεσμίας (το επιτόκιο³ των οποίων αυξήθηκε συγκριτικά περισσότερο) διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα, ενώ ο ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας (καταθέσεις όψεως, τρεχούμενοι λογαριασμοί και καταθέσεις ταμιευτηρίου) παρέμεινε ιδιαίτερα χαμηλός (μάλιστα κατά διαστήματα ήταν και αρνητικός). Σημειώνεται σχετικά ότι για πρώτη φορά από τον Ιανουάριο του τρέχοντος έτους το υπόλοιπο των καταθέσεων ταμιευτηρίου διαμορφώνεται σε επίπεδο χαμηλότερο από εκείνο των καταθέσεων προθεσμίας, ενώ ο ρυθμός μεταβολής τους παραμένει αρνητικός από το τέλος του 2006 (βλ. Πίνακα III.1). Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε η ταχύτερη αύξηση του επιτοκίου των καταθέσεων προθεσμίας⁴ έως ένα έτος κατά το 2006, η οποία συνεχίστηκε και κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου του τρέχοντος έτους, ενώ εξακολουθούν να διατηρούνται αρνητικές οι πραγματικές αποδόσεις των καταθέσεων ταμιευτηρίου.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του συνόλου των καταθέσεων που περιλαμβάνονται στο M3 επιταχύνθηκε κατά την εξεταζόμενη περίοδο, εξέλιξη στην οποία συνέβαλε η μεγάλη αύξηση των καταθέσεων προθεσμίας. Από τις υπόλοιπες συνιστώσες του M3, οι τοποθετήσεις σε repos μειώθηκαν περαιτέρω (βλ. Διάγραμμα III.1), ενώ αυξήθηκαν σημαντικά οι τοποθετήσεις σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων, των οποίων ο ρυθμός ανόδου κινείται σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο. Οι τοποθετήσεις αυτές αποτέλεσαν την εξεταζόμενη περίοδο ελκυστική επιλογή λόγω των υψηλότερων αποδόσεών τους.

1.2 Επιτόκια καταθέσεων

Η περαιτέρω άνοδος των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου

³ Το επιτόκιο των καταθέσεων προθεσμίας έως ένα έτος αυξήθηκε την περίοδο αυτή κατά 62 μονάδες βάσης, έναντι αύξησης του επιτοκίου των καταθέσεων ταμιευτηρίου μόνο κατά 7 μονάδες βάσης.

⁴ Σημειώνεται ότι οι πραγματικές αποδόσεις των καταθέσεων αυτής της κατηγορίας μεταστράφηκαν και παραμένουν θετικές από το Σεπτέμβριο του 2006.

Πίνακας III.2Α

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

	Δεκέμβριος 2006	Ιούλιος 2007	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2006 και Ιουλ. 2007 (σε εκατ. μονάδες)	Αύγουστος 2007	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2006 και Αυγ. 2007 (σε εκατ. μονάδες)
Μίας ημέρας²					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	0,92	1,10	0,18	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	2,16	2,49	0,33	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	0,18	0,17	-0,01	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	1,14	1,24	0,10	1,24	0,10
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,22	0,14	-0,08	...	...
Με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος³					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	3,27	3,86	0,59	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	3,56	4,11	0,55	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	2,26	2,68	0,42	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	3,47	4,00	0,53	4,09	0,62
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,20	0,14	-0,06	...	...

1 Βλ. υποσημείωση 7 του παρόντος κεφαλαίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

3 Μέσο επιτόκιο μηνός.

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

Πίνακας III.2Β

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

	Μίας ημέρας ²		Με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος ³	
	Δεκέμβριος 2006	Ιούλιος 2007	Δεκέμβριος 2006	Ιούλιος 2007
Αυστρία	1,46	1,80	3,27	3,94
Βέλγιο	1,20	1,21	3,36	4,05
Γαλλία	0,18	0,17	3,36	3,83
Γερμανία	1,49	1,77	3,23	3,84
Ελλάδα	1,14	1,24	3,47	4,00
Ιρλανδία	0,97	1,42	3,25 ⁴	3,80 ⁴
Ισπανία	0,52	0,63	3,22	3,88
Ιταλία	0,94	1,15	2,26	2,68
Λουξεμβούργο	2,16	2,49	3,19	3,56
Ολλανδία	0,63	0,71	3,50	3,92
Πορτογαλία	0,18	0,22	3,27	3,73
Σλοβενία	... ⁵	0,35	... ⁵	3,36
Φινλανδία	0,63	0,99	3,56	4,11

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. στην Ελλάδα η συμμετοχή των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας στο σύνολο των καταθέσεων είναι συγκριτικά μεγαλύτερη, 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.

4 Το επιτόκιο αφορά όλες τις καταθέσεις προθεσμίας ανεξαρτήτως διάρκειας.

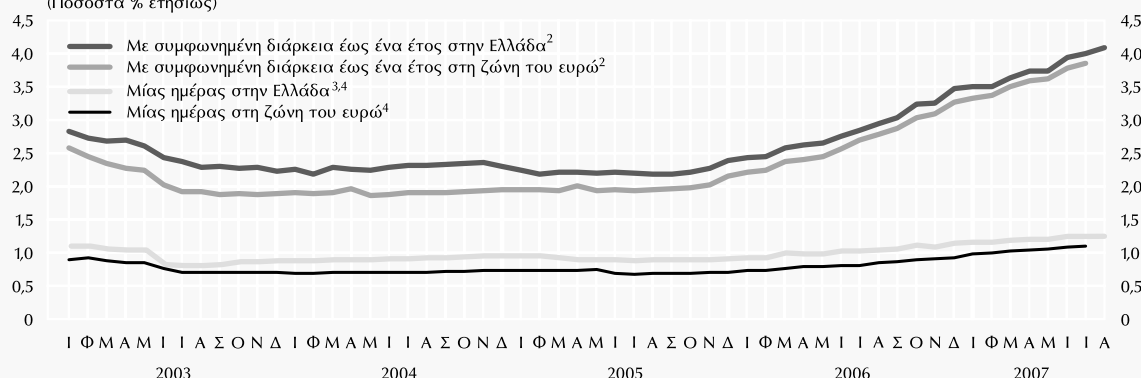
5 Τα στοιχεία δεν είναι διαθέσιμα πριν από το Δεκέμβριο του 2006.

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

Διάγραμμα III.2

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

(Ποσοστά % ετησίως)



1 Βλ. υποσημείωση 5 του παρόντος κεφαλαίου.

2 Μέσο επιτόκιο μηνός.

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

4 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

του τρέχοντος έτους επηρέασε αυξητικά τα βραχυπρόθεσμα⁵ τραπεζικά επιτόκια στην Ελλάδα. Τα επιτόκια των καταθέσεων και των *repos* αυξήθηκαν⁶ το διάστημα αυτό, αλλά οι συνθήκες ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων και οι προσδοκίες για περαιτέρω αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ συνέβαλαν ώστε η αύξηση του επιτοκίου της σημαντικότερης πλέον κατηγορίας καταθέσεων (των καταθέσεων προθεσμίας) να είναι ελαφρά υψηλότερη από την αύξηση (κατά 50 μονάδες βάσης) των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Τα επιτόκια των καταθέσεων στη ζώνη του ευρώ το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου⁷ (τα οποία ήταν γενικά σε χαμηλότερο επίπεδο) αυξήθηκαν συγκριτικά περισσότερο από ό,τι στην Ελλάδα, με αποτέλεσμα η διαφορά τους από τα ελληνικά επιτόκια να περιοριστεί στις κυριότερες κατηγορίες καταθέσεων (βλ. Πίνακα III.2Α). Το ελληνικό επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας των νοικοκυριών, αλλά και το επιτόκιο των καταθέσεών τους με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος (το οποίο

είναι από τα υψηλότερα στη ζώνη του ευρώ), ήταν τον Ιούλιο υψηλότερα κατά 14 μονάδες βάσης από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα III.2 και Πίνακα III.2Β). Αντίθετα, το επιτόκιο των *repos* ήταν χαμηλότερο (κατά 9 μονάδες βάσης) από το αντίστοιχο επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ.

2. Η χρηματοδότηση της οικονομίας

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα

⁵ Το μεγαλύτερο μέρος των καταθέσεων στην Ελλάδα έχει διάρκεια έως ένα έτος.

⁶ Σχετικά μικρή αύξηση (κατά 10 μονάδες βάσης) σημείωσε το επιτόκιο των νέων καταθέσεων των νοικοκυριών διάρκειας μίας ημέρας (Αύγουστος 2007: 1,24%), ενώ, όπως προαναφέρθηκε, μεγαλύτερη ήταν η αύξηση (κατά 62 μονάδες βάσης) του επιτοκίου των νέων καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος (Αύγουστος 2007: 4,9%) και του επιτοκίου των *repos* (κατά 57 μονάδες βάσης, Αύγουστος 2007: 3,87%).

⁷ Τα τραπεζικά επιτόκια στη ζώνη του ευρώ που αφορούν τον Αύγουστο του 2007 δεν ήταν διαθέσιμα μέχρι την ημερομηνία εκτύπωσης της παρούσας Έκθεσης.

Π ί ν α κ α ς III.3

Χρηματοδότηση της οικονομίας από τα ΝΧΙ στην Ελλάδα

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

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

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

2 Ετήσιος ρυθμός μεταβολής στο τέλος του μηνός.

3 Λαμβάνονται υπόψη και τα ομόλογα επιχειρήσεων που διακρατούν στα χαρτοφυλάκιά τους τα ΝΧΙ, καθώς και τα τιτλοποιημένα δάνεια. 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 τιτλοποιημένα 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.

(NXI)⁸ επιβραδύνθηκε κατά τη διάρκεια των πρώτων οκτώ μηνών του 2007 και διαμορφώθηκε σε 12,0% τον Αύγουστο (δ' τρίμηνο 2006: 15,3%, βλ. Πίνακα III.3). Η εξέλιξη της συνολικής πιστωτικής επέκτασης αντικατοπτρίζει κυρίως την πορεία της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης, η οποία από τον Οκτώβριο του 2006 εμφανίζει ετήσιο ρυθμό μείωσης: η μείωση είναι μάλιστα μεγαλύτερη εφέτος (Αύγουστος 2007: -18,4%, δ' τρίμηνο 2006: -1,8%). Οι αρνητικοί ρυθμοί της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης οφείλονται στη σημαντική μείωση των τοποθετήσεων των NXI σε τίτλους του Δημοσίου.⁹ Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με την αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων των NXI στο πλαίσιο της επιδίωξης υψηλότερων αποδόσεων. Παράλληλα, ελαφρά επιβραδύνθηκε σε σχέση με το τέλος του 2006 και ο ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, παραμένοντας όμως σε υψηλό επίπεδο (Αύγουστος 2007: 20,9%, δ' τρίμηνο 2006: 21,3%).

2.1 Τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης του επιχειρηματικού τομέα και των νοικοκυριών διαμορφώθηκε κατά τη διάρκεια των πρώτων οκτώ μηνών του 2007 σε επίπεδο ελαφρά χαμηλότερο από ό,τι το προηγούμενο έτος, αντανακλώντας την επιβράδυνση της αύξησης της χρηματοδότησης των νοικοκυριών, ενώ η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις σημείωσε μικρή επιτάχυνση.

Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων επιταχύνθηκε τον Αύγουστο του 2007 σε 18,5% (δ' τρίμηνο 2006: 16,8%), κινούμενος σε υψηλό επίπεδο. Σε μεγάλο βαθμό ο υψηλός ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών δανείων συνδέεται με την αύξηση

των επιχειρηματικών επενδύσεων αλλά και με το ότι τα επιτόκια παραμένουν σε σχετικά χαμηλό επίπεδο παρά την άνοδό τους. Επίσης διαπιστώνεται επιμήκυνση της μέσης διάρκειας του τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων, στοιχείο το οποίο υποδηλώνει ότι σημαντικό μέρος των νέων δανείων αποσκοπεί στην ικανοποίηση μακροχρόνιων χρηματοδοτικών αναγκών των επιχειρήσεων. Παράλληλα, από τα αποτελέσματα της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων¹⁰ για τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2007 προκύπτει ότι οι όροι χρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών παραμένουν ευνοϊκοί, ενώ και τα κριτήρια αξιολόγησης των αιτήσεων χρηματοδότησης δεν φαίνεται να έχουν γίνει αυστηρότερα.

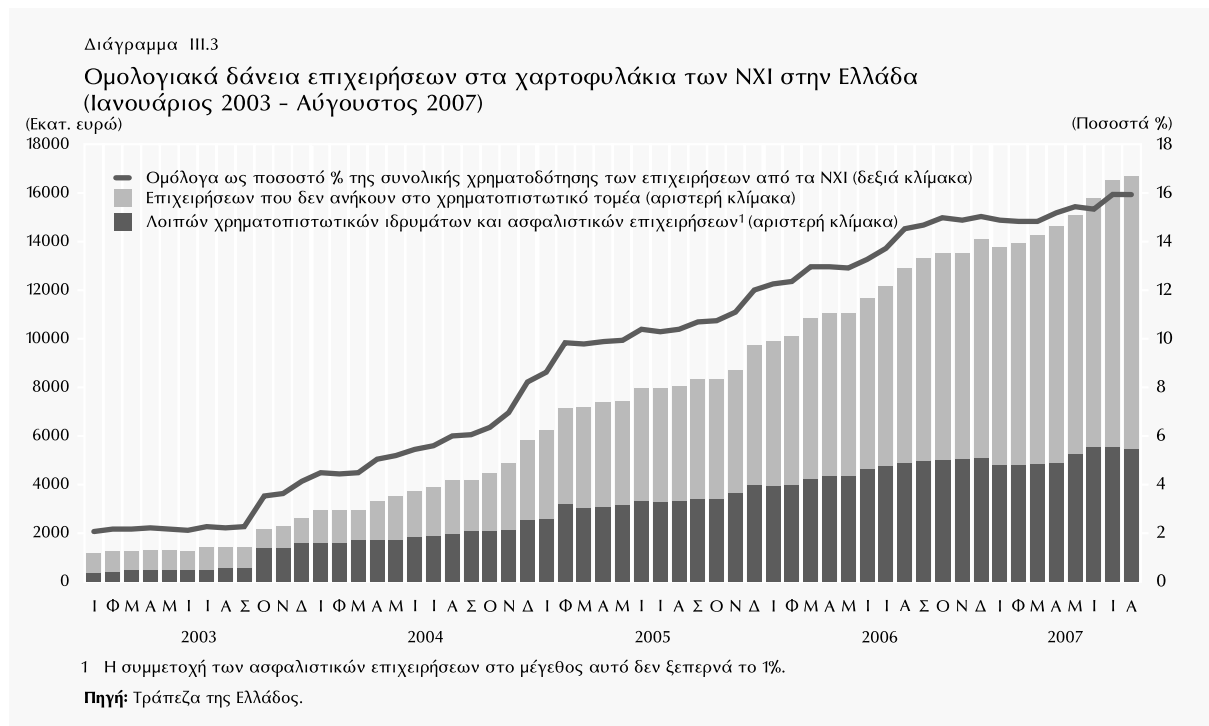
Η άντληση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις μέσω της έκδοσης ομολογιακών δανείων, τα οποία τα τελευταία χρόνια αποτελούν σημαντικό μέρος της συνολικής χρηματοδότησής τους,¹¹

8 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 τα NXI. Θα πρέπει όμως να σημειωθεί ότι, για τον υπολογισμό των ρυθμών μεταβολής της συνολικής χρηματοδότησης, εκτός από τη μεταβολή των υπολοίπων των δανείων λαμβάνονται υπόψη και οι τιτλοποιήσεις δανείων, τα εταιρικά ομόλογα, καθώς και το σύνολο των διαγραφών στις οποίες προέβησαν οι τράπεζες κατά την περίοδο αναφοράς.

9 Όσον αφορά την προσφορά τίτλων του Δημοσίου, οι καθαρές δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση ήταν υψηλότερες κατά τη διάρκεια των πρώτων οκτώ μηνών του 2007 (8.916 εκατ. ευρώ) από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2006 (7.384 εκατ. ευρώ). Έτσι, οι εκδόσεις τίτλων του Δημοσίου τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007 ήταν αυξημένες έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2006.

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

11 Όπως έχει αναφερθεί και σε προηγούμενες εκθέσεις, η έκδοση ομολογιακών δανείων είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη τα τελευταία έτη, κυρίως λόγω των φορολογικών πλεονεκτημάτων που προσφέρει, ενώ σχεδόν το σύνολο των εκδόσεων αυτών απορροφάται από τις τράπεζες και οι εν λόγω τίτλοι δεν είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη δευτερογενή αγορά. Σύμφωνα με τον Ν. 3156/2003, οι τίτλοι αυτοί απαλλάσσονται από την εισφορά του Ν. 128/1975, στην οποία υπόκεινται τα τραπεζικά δάνεια (0,6% επί του υπολοίπου του δανείου). Σημειώνεται ότι οι ρυθμοί μεταβολής που εμφανίζονται στον Πίνακα III.4 δεν ταυτίζονται με αυτούς του Πίνακα III.3.



διαμορφώθηκε σε 2.619 εκατ. ευρώ το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 (ή 23,9% της συνολικής πιστωτικής επέκτασης) έναντι 3.175 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2006 (ή 40,1% της συνολικής πιστωτικής επέκτασης). Τον Αύγουστο του 2007 η συμμετοχή των ομολογιακών δανείων στο σύνολο της τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων ανήλθε σε 15,9% (Δεκέμβριος 2006: 15,0%, βλ. Διάγραμμα III.3).

Η άνοδος των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, η οποία άρχισε το Δεκέμβριο του 2005, δεν φαίνεται να έχει επηρεάσει σημαντικά τις αποφάσεις των επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα ως προς την επιλογή μεταξύ σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου για το δανεισμό τους. Έτσι, το ποσοστό των νέων δανείων με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό για περίοδο μέχρι ένα έτος στο σύνολο των νέων δανείων προς τις επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα ανήλθε σε 89% τον Αύγουστο του 2007.¹² Ως προς το ύψος των νέων δανείων, οι χορηγήσεις άνω του ενός εκατ. ευρώ

συνεχίζουν να αντιπροσωπεύουν περισσότερο από 60% των συνολικών νέων δανείων.

Από την ανάλυση της πιστωτικής επέκτασης κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας προκύπτει ότι τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007 επιταχύνθηκε σημαντικά ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τραπεζικών δανείων¹³ προς το εμπόριο, τη ναυτιλία και τους “λοιπούς” κλάδους, ενώ επιβράδυνση παρατηρήθηκε στους

¹² Το αντίστοιχο ποσοστό στη ζώνη του ευρώ ήταν 86% τον Ιούλιο του 2007 (βλ. υποσημείωση 7 του παρόντος κεφαλαίου).

¹³ Σημειώνεται ότι οι ρυθμοί μεταβολής των δανείων προς τις επιχειρήσεις κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας έχουν υπολογιστεί χωρίς να λαμβάνονται υπόψη οι διαγραφείσες απαιτήσεις και τα εταιρικά ομόλογα, καθώς η πληροφόρηση για το ύψος των διαγραφών κατά κλάδο δεν είναι διαθέσιμη, ενώ η ανάλυση των εταιρικών ομολόγων κατά κλάδο είναι διαθέσιμη από το Μάρτιο του 2005. Ειδικά για τον κλάδο της γεωργίας, η επίδραση των διαγραφών στους ρυθμούς μεταβολής είναι σημαντική, καθώς η Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος είχε προβεί, κυρίως κατά τη διάρκεια του 2005 και του 2006, σε εκτεταμένες διαγραφές απαιτήσεων, είτε σε εφαρμογή του Ν. 3259/2004 για τη ρύθμιση ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τις τράπεζες (ο οποίος περιελάμβανε ειδικές διατάξεις για τον κλάδο της γεωργίας) είτε στο πλαίσιο της εξυγίανσης του χαρτοφυλακίου της. Λαμβάνονται, ωστόσο, υπόψη τα υπόλοιπα των δανείων που έχουν τιτλοποιηθεί.

Πίνακας III.4

Τραπεζικά δάνεια προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά στην Ελλάδα

	Υπόλοιπα 31.08.07 (έκστ. ευρώ)	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές						
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	Αύγουστος ²
		δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	δ' τρίμηνο ¹	α' τρίμηνο ¹	
A. Επιχειρήσεις^{3,4}	87.857	11,4	11,0	8,6	6,4	11,1	11,5	15,6
1. Γεωργία	3.291	-14,0	3,3	7,8	-12,7	9,0	2,6	2,7
2. Βιομηχανία ⁵	17.255	11,5	10,4	1,1	-0,6	5,7	4,6	3,6
3. Εμπόριο	23.200	7,8	4,0	12,7	6,6	5,4	9,5	13,9
4. Τουρισμός	4.493	33,7	24,4	17,6	4,6	5,3	4,3	4,4
5. Ναυτιλία	7.938	5,5	2,3	3,0	34,4	12,0	9,0	17,0
6. Λοιπά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (πλην NXI)	2.605	72,5	-3,2	9,5	-29,7	23,4	28,6	11,8
7. Λοιποί κλάδοι	29.075	14,3	26,5	11,7	15,7	21,5	20,8	29,9
B. Νοικοκυριά³	97.818	33,1	28,6	30,0	30,3	26,2	24,1	22,8
1. Στεγαστικά δάνεια	65.154	35,4	27,7	26,9	31,3	28,0	25,4	23,4
2. Καταναλωτικά δάνεια	30.032	27,4	24,8	37,9	29,9	22,4	20,9	20,4
– Πιστωτικές κάρτες	8.873	37,1	27,8	23,4	12,4	4,6	3,5	3,6
– Λοιπά καταναλωτικά δάνεια	21.159	19,2	21,8	53,1	44,5	33,9	31,4	29,2
3. Λοιπά δάνεια	2.632	62,6	135,7	18,8	11,5	29,9	28,0	38,3
Σύνολο	185.675	18,3	17,3	17,0	16,8	18,4	17,8	19,3

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

2 Ετήσιος ρυθμός μεταβολής στο τέλος του μηνός.

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

4 Δεν λαμβάνονται υπόψη τα ομόλογα επιχειρήσεων που διακρατούν στα χαρτοφυλάκια τους τα ΝΧΙ.

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

6 Περιλαμβάνονται τα προσωπικά δάνεια και τα δάνεια έναντι δικαιολογητικών.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

υπόλοιπους τομείς (βλ. Πίνακα III.4). Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των δανείων προς τη γεωργία περιορίστηκε σε πολύ χαμηλό επίπεδο ή έγινε κατά διαστήματα αρνητικός το 2007 (Αύγουστος 2007: 2,7%, δ' τρίμηνο 2006: 9,0%), γεγονός που οφείλεται στις σημαντικές διαγραφές απαιτήσεων στο τέλος του 2006. Ωστόσο, ακόμη και αν δεν αφαιρεθούν οι διαγραφές, η πιστωτική επέκταση προς τη γεωργία εξακολουθεί να παρουσιάζει επιβράδυνση (Αύγουστος 2007: 9,8%, δ' τρίμηνο 2006: 11,0%), αν και ο ρυθμός της διαμορφώνεται σε υψηλότερο επίπεδο από την προβλεπόμενη αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ το 2007 (7,2%).

Όσον αφορά τον τραπεζικό δανεισμό της βιομηχανίας, μετά από μια περίοδο σημαντικής αύξησης κατά τη διάρκεια του 2006, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου επιβραδύνθηκε σημαντικά κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 (Αύγουστος 2007: 3,6%, δ' τρίμηνο 2006: 5,7%), γεγονός που σε μεγάλο βαθμό οφείλεται στην υποκατάσταση του τραπεζικού δανεισμού με εταιρικά ομόλογα. Αν ληφθούν υπόψη και τα εταιρικά ομόλογα¹⁴ που έχουν εκδώσει οι επιχειρήσεις του κλάδου και διακρατούν στα χαρτοφυλάκιά τους τα NXI, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης των βιομηχανικών επιχειρήσεων επιβραδύνθηκε σε 7,3% τον Αύγουστο του 2007 (δ' τρίμηνο 2006: 8,7%).¹⁵

Ο ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού στον κλάδο του εμπορίου επιταχύνθηκε σημαντικά κατά τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007, με αποτέλεσμα να διαμορφωθεί τον Αύγουστο σε 13,9% (δ' τρίμηνο 2006: 5,4%), ενώ είχε κινηθεί σε χαμηλό επίπεδο κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2006. Το γεγονός αυτό φαίνεται να συνδέεται με τις βελτιωμένες εκτιμήσεις και προβλέψεις για το συγκεκριμένο κλάδο, όπως αυτές περιγράφονται στα αποτελέσματα των ερευνών οικονομικής συγκυρίας του IOBE. Σημα-

ντική αύξηση παρουσίασε επίσης ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης (δάνεια, τιτλοποιημένα δάνεια και εταιρικά ομόλογα¹⁶) των εμπορικών επιχειρήσεων κατά την ίδια χρονική περίοδο, ο οποίος διαμορφώθηκε σε 15,3% τον Αύγουστο του 2007 (δ' τρίμηνο 2006: 9,1%).

Η επιβράδυνση κατά τη διάρκεια του 2006 του ρυθμού αύξησης του τραπεζικού δανεισμού των ναυτιλιακών επιχειρήσεων σε σχέση με τους υψηλούς ρυθμούς που είχαν παρατηρηθεί το 2005 συνεχίστηκε και κατά τους πρώτους πέντε μήνες του 2007. Όμως από τον Ιούνιο η τάση αυτή αντιστράφηκε και ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των εν λόγω δανείων άρχισε να επιταχύνεται σημαντικά (Αύγουστος 2007: 17,0%, δ' τρίμηνο 2006: 12,0%). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στις αυξημένες επενδύσεις των ναυτιλιακών επιχειρήσεων λόγω της ανανέωσης του στόλου τους (βλ. Κεφάλαιο V.3.2.1). Ωστόσο, έχει επηρεαστεί και από την ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ,¹⁷ καθώς άνω του 75% των δανείων προς τη ναυτιλία έχουν συνομολογηθεί σε δολάρια. Αν δεν ληφθεί υπόψη η επίδραση της μεταβολής της εν λόγω ισοτιμίας στην αποτίμηση των υπολοίπων των δανείων σε ευρώ, ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις εμφανίζει επιτάχυνση τον Αύγου-

¹⁴ Ο κλάδος της βιομηχανίας είναι αρκετά δραστήριος στην έκδοση ομολογιακών δανείων, καθώς, από το σύνολο των εταιρικών ομολόγων που διακρατούσαν στα χαρτοφυλάκιά τους οι τράπεζες τον Αύγουστο του 2007, το 20,8% είχε εκδοθεί από βιομηχανικές επιχειρήσεις.

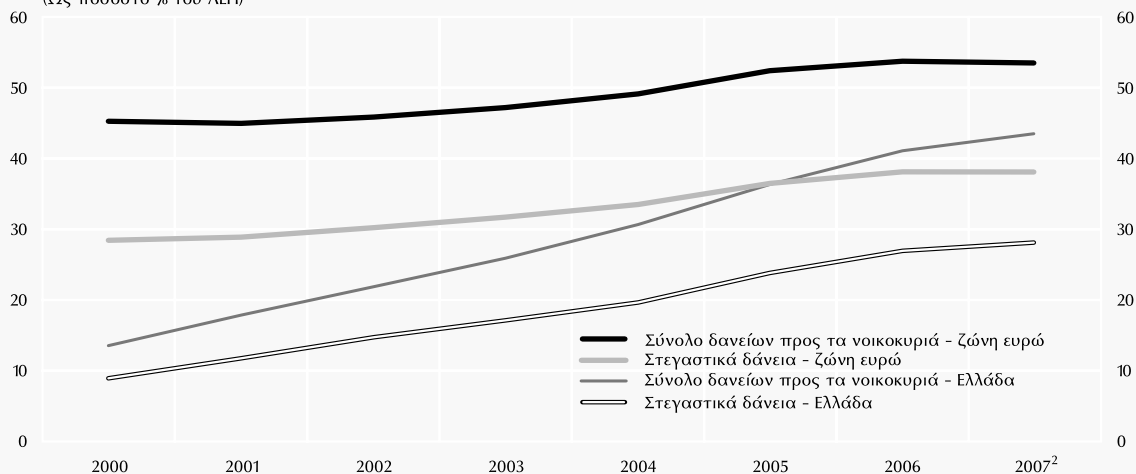
¹⁵ Στατιστική πληροφόρηση για τους ρυθμούς μεταβολής της συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης (δάνεια και ομόλογα) κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας είναι διαθέσιμη από το Μάρτιο του 2006.

¹⁶ Τον Αύγουστο του 2007 τα εταιρικά ομόλογα που είχαν εκδοθεί από εμπορικές επιχειρήσεις αντιστοιχούσαν σε 15,5% του συνόλου των εταιρικών ομολόγων που διακρατούσαν στα χαρτοφυλάκιά τους τα NXI.

¹⁷ Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2006 και τέλους Αυγούστου του 2007, το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι του δολαρίου ΗΠΑ κατά 4,1%.

Διάγραμμα III.4

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



¹ Δεν περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των τιτλοποιημένων δανείων.

² Εκτιμήσεις για το ΑΕΠ του 2007.

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

στο του 2007 (22,8%) σε σύγκριση με το δ' τρίμηνο του 2006 (18,9%).

Υψηλοί ρυθμοί, οι οποίοι υπερβαίνουν το 20%, παρατηρήθηκαν κατά τη διάρκεια του 2006 στον τραπεζικό δανεισμό των επιχειρήσεων που ανήκουν στους “λοιπούς” κλάδους και συνεχίστηκαν και κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 (Αύγουστος 2007: 29,9%, δ' τρίμηνο 2006: 21,5%). Σημαντικό μέρος του δανεισμού αυτού αφορά κατασκευαστικές επιχειρήσεις, οι οποίες, μετά την κάμψη που αρχικά ακολούθησε την έντονη επενδυτική δραστηριότητά τους ενόψει των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004, παρουσιάζουν νέα δυναμική, όπως προκύπτει και από τις βελτιωμένες προσδοκίες τους (βλ. Κεφάλαιο IV.2). Επίσης, σημαντική συμβολή στη διαμόρφωση του υψηλού ρυθμού του ανωτέρω δανεισμού έχουν πλέον και οι επιχειρήσεις του κλάδου των επιχειρηματιών και μεταφορών (πλην της ναυτιλίας).

Σε υψηλό επίπεδο διατηρήθηκε και κατά τη διάρκεια των οκτώ πρώτων μηνών του 2007 ο

ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των νοικοκυριών από τα ΝΧΙ, αν και επιβραδύνθηκε (Αύγουστος 2007: 23,6%, δ' τρίμηνο 2006: 26,7%). Η υποχώρηση του ρυθμού ανόδου αντικατοπτρίζει τη σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των στεγαστικών δανείων και την περιορισμένη επιβράδυνση του αντίστοιχου ρυθμού των καταναλωτικών δανείων (βλ. Πίνακα III.3). Λόγω του υψηλού ρυθμού της πιστωτικής επέκτασης, η συνολική δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών (συνολικός δανεισμός από τα ΝΧΙ, περιλαμβανομένων των τιτλοποιημένων δανείων) ανήλθε σε 46,9% του ΑΕΠ τον Αύγουστο του 2007 (Δεκέμβριος 2006: 44,0%). Αν τα δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί δεν ληφθούν υπόψη, ο δανεισμός των νοικοκυριών διαμορφώνεται σε 43,5% του ΑΕΠ τον Αύγουστο του 2007 (Δεκέμβριος 2006: 41,1%, βλ. Διάγραμμα III.4). Στη ζώνη του ευρώ τα δάνεια προς τα νοικοκυριά ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώνονται σε 53,5% (Δεκέμβριος 2006: 53,8%) και συνεπώς η διαφορά με το αντίστοιχο μέγεθος στην Ελλάδα περιορίζεται πλέον σε 10 εκατοστιαίες

μονάδες, έναντι 12,7 εκατοστιαίων μονάδων στο τέλος του 2006.¹⁸

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων (συμπεριλαμβανομένων των τιτλοποιημένων δανείων), μετά την υποχώρηση που παρουσίασε κατά τη διάρκεια του 2006 (δ' τρίμηνο 2006: 28,0%, δ' τρίμηνο 2005: 31,5%), συνέχισε να επιβραδύνεται και κατά το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του 2007 (Αύγουστος 2007: 23,5%). Ωστόσο, παρέμεινε σε επίπεδο πολύ υψηλότερο από εκείνο στη ζώνη του ευρώ (Αύγουστος 2007: 8,1%). Επισημαίνεται επίσης ότι το υπόλοιπο των στεγαστικών δανείων (συμπεριλαμβανομένων των τιτλοποιημένων δανείων) ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώνεται σε 31,2% τον Αύγουστο του 2007, από 29,3% το Δεκέμβριο του 2006. Αν δεν ληφθούν υπόψη τα στεγαστικά δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί, το αντίστοιχο ποσοστό ανήλθε σε 28,3% τον Αύγουστο του 2007 (Δεκέμβριος 2006: 26,9%), παραμένοντας χαμηλότερο από το αντίστοιχο ποσοστό στη ζώνη του ευρώ (Αύγουστος 2007: 38,2%, Δεκέμβριος 2006: 38,1%). Αξιοσημείωτη είναι η επίδραση που είχε η αύξηση των επιτοκίων στις επιλογές των νοικοκυριών μεταξύ των διαφόρων τύπων στεγαστικών δανείων με βάση τη διάρκεια της περιόδου κατά την οποία το επιτόκιο του δανείου παραμένει σταθερό. Έτσι, ενώ τα δάνεια με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του έτους αντιπροσώπευαν κατά μέσον όρο το 36,6% των νέων στεγαστικών δανείων το 2006, τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007 το ποσοστό αυτό αυξήθηκε σημαντικά σε 72,4%.¹⁹ Μεταξύ των δανείων αυτών, η προτίμηση των νοικοκυριών στρέφεται κυρίως στα δάνεια με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του ενός και έως πέντε έτη (μέσος όρος οκταμήνου 2007: 58,3% του συνόλου των νέων στεγαστικών δανείων).

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταναλωτικών δανείων, που είχε επιβραδυνθεί στη διάρκεια του 2006, επιβραδύνθηκε μόνο ελαφρά κατά τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007 (Αύγουστος 2007: 22,6%, δ' τρίμηνο 2006: 23,7%), παρά την αύξηση των επιτοκίων και την εφαρμογή αυστηρότερων κριτηρίων χορήγησης νέων δανείων από τις τράπεζες. Ο ρυθμός αύξησης των καταναλωτικών δανείων εξακολουθεί να είναι υψηλός, κυρίως λόγω της δυναμικής εξέλιξης των "λοιπών" καταναλωτικών δανείων (προσωπικών δανείων και δανείων έναντι δικαιολογητικών), ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των οποίων, αν και επιβραδύνθηκε (Αύγουστος 2007: 29,2%, δ' τρίμηνο 2006: 33,9%), παραμένει σε πολύ υψηλό επίπεδο – βλ. Πίνακα ΙΙΙ.4. (Τα προσωπικά δάνεια αποτελούν τη σημαντικότερη κατηγορία καταναλωτικών δανείων, με μερίδιο 50% τον Αύγουστο του 2007, έναντι 47,9% το Δεκέμβριο του 2006.) Η αύξηση των δανείων μέσω πιστωτικών καρτών, τα οποία στο παρελθόν αποτελούσαν τη σημαντικότερη κατηγορία καταναλωτικών δανείων, παρουσιάζει επιβράδυνση (Αύγουστος 2007: 3,6%, δ' τρίμηνο 2006: 4,6% – συμπεριλαμβανομένων των δανείων που έχουν τιτλοποιηθεί). Η σημαντική διαφορά που παρατηρείται στην εξέλιξη των δύο αυτών κατηγοριών καταναλωτικών δανείων οφείλεται στην υποκατάσταση δανεισμού μέσω πιστωτικών καρτών με τα "λοιπά" καταναλωτικά δάνεια, τα οποία κατά κανόνα φέρουν χαμηλότερο επιτόκιο (βλ. επόμενο τμήμα του παρόντος κεφαλαίου): αυτό αποτελεί ένδειξη ότι τα νοικοκυριά διαχειρίζονται ορθολογικότερα το χρέος τους.

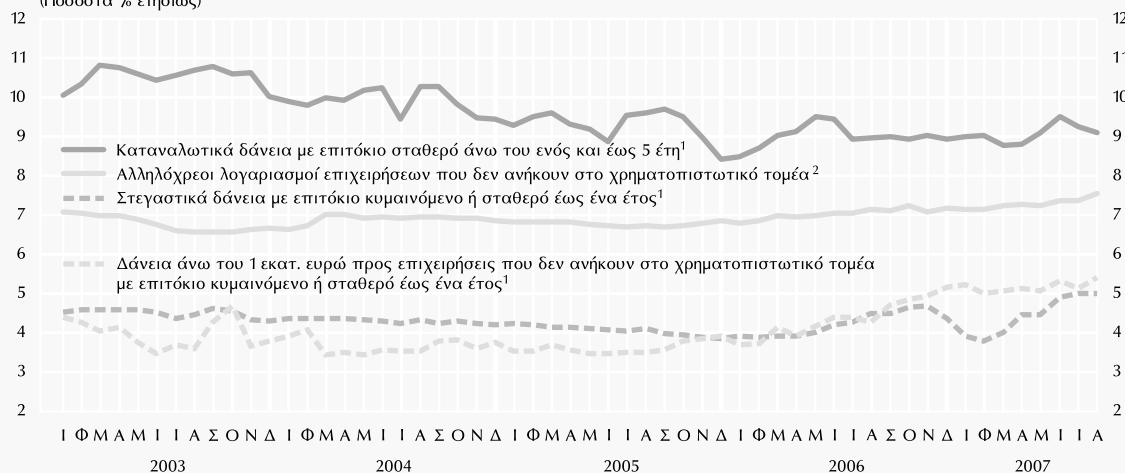
¹⁸ Όπως πάντως έχει σημειωθεί και σε προηγούμενες Εκθέσεις, η διαφορά αυτή πρέπει να αξιολογείται με προσοχή, καθώς τα δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί αντιπροσωπεύουν διαφορετικό ποσοστό του ΑΕΠ στην Ελλάδα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ.

¹⁹ Στη ζώνη του ευρώ το ποσοστό των νέων στεγαστικών δανείων με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του έτους ήταν 58% τον Ιούλιο του 2007.

Διάγραμμα III.5

Επιτόκια νέων δανείων στην Ελλάδα (Ιανουάριος 2003 - Αύγουστος 2007)

(Ποσοστά % ετησίως)



1 Μέσο επιτόκιο μηνός.

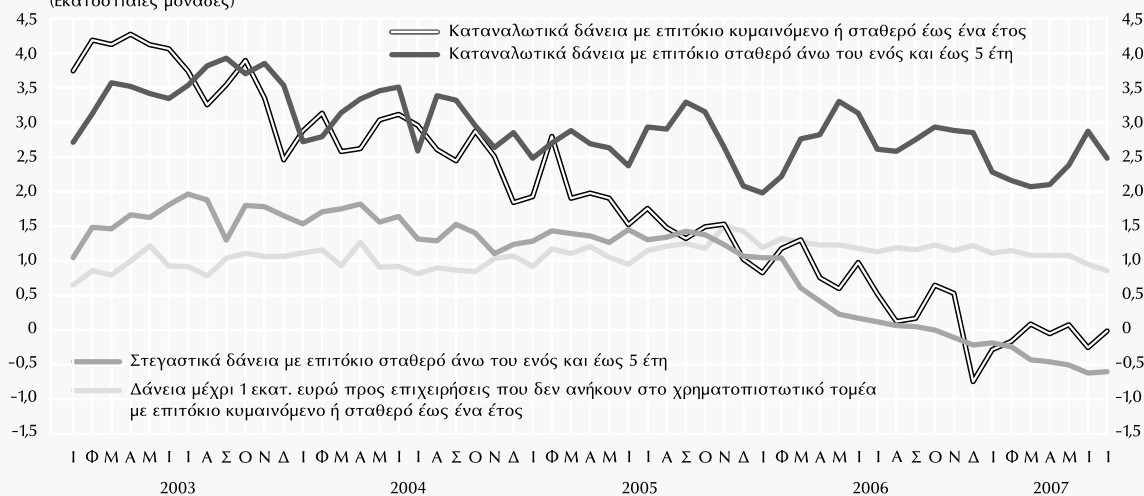
2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα III.6

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

(Εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

2.2 Επιτόκια τραπεζικών δανείων

Τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα αυξήθηκαν περαιτέρω το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 στις περισσότερες κατηγορίες δανείων (βλ. Πίνακες III.5Α-Β και Διά-

γραμμα III.5), ακολουθώντας την ανοδική πορεία των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ την ίδια περίοδο. Μεγαλύτερη ήταν η αύξηση των επιτοκίων στα καταναλωτικά δάνεια και μικρότερη στα στεγαστικά και τα επιχειρηματικά δάνεια. Η αύξηση των ελληνικών επιτοκίων χορηγή-

σεων ήταν στις περισσότερες περιπτώσεις μικρότερη από εκείνη των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Τα επιτόκια των δανείων στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκαν, όπως και το προηγούμενο έτος, περισσότερο από ό,τι τα ελληνικά στις περισσότερες κατηγορίες δανείων. Ως αποτέλεσμα της μικρότερης αύξησης των επιτοκίων στην Ελλάδα, η θετική διαφορά μεταξύ των ελληνικών επιτοκίων και των αντίστοιχων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ περιορίστηκε περαιτέρω για τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις και τα καταναλωτικά δάνεια,²⁰ ενώ τα ελληνικά επιτόκια παρέμειναν σε επίπεδο χαμηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ στις σπουδαιότερες κατηγορίες στεγαστικών δανείων (βλ. Πίνακα ΙΙΙ.5Α και Διάγραμμα ΙΙΙ.6).

Το μέσο επιτόκιο των διαφόρων κατηγοριών στεγαστικών δανείων στην Ελλάδα αυξήθηκε ελαφρά το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 (Αύγουστος 2007: 4,58%, Δεκέμβριος 2006: 4,41%). Ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών συνέχισε να είναι έντονος στην αγορά των στεγαστικών δανείων (τα οποία έχουν το μεγαλύτερο βαθμό εξασφάλισης), καθώς οι τράπεζες – στην προσπάθειά τους να αυξήσουν τα μερίδιά τους – άφησαν σχεδόν αμετάβλητο το επιτόκιο στη σημαντικότερη πλέον κατηγορία δανείων (αυτών με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του ενός και έως πέντε έτη,²¹ βλ. Πίνακα ΙΙΙ.5Α και Διάγραμμα ΙΙΙ.5). Αντίθετα, στην εξεταζόμενη περίοδο αυξήθηκε το επιτόκιο στη δεύτερη σε σπουδαιότητα κατηγορία στεγαστικών δανείων (αυτών με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος).²² Τα ελληνικά επιτόκια στις ανωτέρω δύο κατηγορίες δανείων παρέμειναν χαμηλότερα των αντίστοιχων μέσων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ και η αρνητική διαφορά τους από αυτά (η οποία μάλιστα διευρύνθηκε για την πρώτη κατηγορία) διαμορφώθηκε τον Ιούλιο σε 60 και 6 μονάδες βάσης αντίστοιχα.

Το μέσο επιτόκιο των διαφόρων κατηγοριών καταναλωτικών δανείων (με καθορισμένη διάρκεια) αυξήθηκε το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 κατά 96 μονάδες βάσης (Αύγουστος 2007: 8,78%), καθώς το επιτόκιο της κυριότερης κατηγορίας αυτών των δανείων (με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος) αυξήθηκε αρκετά (κατά 156 μονάδες βάσης), ενώ το επιτόκιο των δανείων με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του ενός και έως πέντε έτη αυξήθηκε πολύ λιγότερο (βλ. Πίνακα ΙΙΙ.5Α). Όσον αφορά τις αποκλίσεις των ανωτέρω επιτοκίων από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, στα δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος το ελληνικό επιτόκιο ήταν τον Ιούλιο στο ίδιο επίπεδο περίπου με αυτό στη ζώνη του ευρώ (βλ. Πίνακα ΙΙΙ.5Α και Διάγραμμα ΙΙΙ.6), ενώ περαιτέρω σύγκλιση και μάλιστα σημαντική σημειώθηκε στο επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του ενός και έως πέντε έτη, επειδή κατά τους πρώτους επτά μήνες του 2007 η αύξηση του ελληνικού επιτοκίου ήταν το ήμισυ περίπου εκείνης του αντί-

20 Εξαίρεση αποτελεί το επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος, του οποίου η αύξηση στην Ελλάδα το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007 ήταν μεγαλύτερη από ό,τι στη ζώνη του ευρώ. Αυτό όμως οφείλεται στην προσαρμογή του ελληνικού επιτοκίου στα επίπεδα που επικρατούσαν πριν από το Δεκέμβριο του 2006, καθώς το μήνα εκείνο ορισμένες τράπεζες είχαν προβεί σε ειδικές προσφορές, μειώνοντας σημαντικά τα επιτόκιά τους και επηρεάζοντας κατ' αυτόν τον τρόπο πτωτικά το μέσο όρο του ελληνικού επιτοκίου. Παρατηρείται ωστόσο ότι, παρά τη μεγαλύτερη αύξησή του στην εξεταζόμενη περίοδο, το επιτόκιο σ' αυτή την κατηγορία δανείων ήταν τον Ιούλιο του 2007 περίπου στο ίδιο επίπεδο με το αντίστοιχο επιτόκιο της ζώνης του ευρώ, δηλαδή έχει συγκλίνει πλήρως προς αυτό.

21 Η συμμετοχή των δανείων της κατηγορίας αυτής στο σύνολο των νέων στεγαστικών δανείων αυξήθηκε το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 σε 58% (από 25% το 2006) και τα δάνεια αυτά αποτελούν πλέον τη σημαντικότερη κατηγορία στεγαστικών δανείων, καθώς οι δανειολήπτες, οι οποίοι προσδοκούν αυξήσεις επιτοκίων στο μέλλον, στρέφονται σε αυξανόμενο βαθμό προς αυτά.

22 Η αύξηση αντανακλά εν μέρει και το ότι ορισμένες τράπεζες είχαν προβεί (προς το τέλος του 2006 και τους πρώτους μήνες του 2007) σε ειδικές προσφορές, μειώνοντας σημαντικά τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων αυτής της κατηγορίας και επηρεάζοντας έτσι πτωτικά το μέσο όρο του αντίστοιχου ελληνικού επιτοκίου.

Πίνακας III.5Α

Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στη ζώνη του ευρώ¹ και την Ελλάδα

(Ποσοστά % ετησίως)

Α. Δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή επιτόκιο σταθερό έως 1 έτος²

	Δεκέμβριος 2006	Ιούλιος 2007	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2006 και Ιουλ. 2007 (σε εκατ. μονάδες)	Αύγουστος 2007	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2006 και Αυγ. 2007 (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	5,08	5,58	0,50	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	6,52	6,87	0,35	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	4,57	5,01	0,44	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	6,30	6,44	0,14	6,76	0,46
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	1,22	0,86	-0,36	...	...
A.2. Δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	4,50	4,88	0,38	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	5,50	5,94	0,44	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	4,24	4,56	0,32	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	5,16	5,12	-0,04	5,48	0,32
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,66	0,24	-0,42	...	...
A.3. Στεγαστικά δάνεια					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	4,56	5,07	0,51	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	5,23	6,11	0,88	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	4,15	4,55	0,40	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	4,36	5,01	0,65	5,00	0,64
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	-0,20	-0,06	0,14	...	...
A.4. Καταναλωτικά δάνεια					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	7,56	8,01	0,45	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	10,62	10,60	-0,02	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	4,28	5,64	1,36	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	6,82	8,00	1,18	8,38	1,56
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	-0,74	-0,01	0,73	...	...

Β. Δάνεια με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως 5 έτη²

B.1 Στεγαστικά δάνεια					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	4,58	4,93	0,35	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	7,00	6,48	-0,52	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	3,47	3,95	0,48	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	4,37	4,33	-0,04	4,38	0,01
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	-0,21	-0,60	-0,39	...	...
B.2 Καταναλωτικά δάνεια					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	6,05	6,77	0,72	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	10,29	10,90	0,61	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	4,85	5,60	0,75	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	8,93	9,25	0,32	9,07	0,14
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	2,88	2,48	-0,40	...	...

¹ Βλ. υποσημείωση 7 του παρόντος κεφαλαίου.

² Μέσο επιτόκιο μηνός.

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

Πίνακας III.5B

Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στις χώρες της ζώνης του ευρώ¹

	Δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως 1 έτος ²						Δάνεια με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως 5 έτη ²			
	Προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις						Στεγαστικά		Καταναλωτικά	
	Δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ						Καταναλωτικά		Καταναλωτικά	
	Δεκ. 2006	Ιουλ. 2007	Δεκ. 2006	Ιουλ. 2007	Δεκ. 2006	Ιουλ. 2007	Δεκ. 2006	Ιουλ. 2007	Δεκ. 2006	Ιουλ. 2007
Αυστρία	4,57	5,16	4,24	4,68	4,79	5,24	5,89	6,28	3,47	3,95
Βέλγιο	5,02	5,54	4,39	4,72	4,47	5,01	6,49	7,13	4,44	5,04
Γαλλία	4,93	5,48	4,33	4,56	4,22	4,55	7,02	6,91	4,04	4,26
Γερμανία	5,67	6,08	4,58	5,12	5,23	5,69	5,31	6,07	4,86	5,37
Ελλάδα	6,30	6,44	5,16	5,12	4,36	5,01	6,82	8,00	4,37	4,33
Ιρλανδία	5,68	6,24	5,50	5,94	4,57	4,93	5,89	6,55	... ⁴	... ⁴
Ισπανία	4,83	5,41	4,43	4,89	4,53	5,11	9,48	9,73	4,78	5,48
Ιταλία	5,03	5,50	4,47	4,61	4,71	5,26	10,62	10,60	4,09	4,67
Λουξεμβούργο	... ³	5,50	... ³	5,09	4,51	4,83	... ³	... ³	... ³	... ³
Ολλανδία	4,69	5,01	4,34	4,88	4,51	5,06	8,64	9,29	4,65	5,17
Πορτογαλία	6,52	6,87	5,03	5,25	4,40	4,72	7,29	7,81	... ⁴	... ⁴
Σλοβενία	... ⁵	5,88	... ⁵	5,11	... ⁵	6,11	... ⁵	6,98	... ⁵	... ⁵
Φινλανδία	4,92	5,40	4,42	4,80	4,15	4,84	4,90	5,86	4,53	5,22

1 Παρά την προσπάθεια εναρμόνισης της μεθοδολογίας συλλογής των στατιστικών στοιχείων στη ζώνη του ευρώ, υπάρχουν σημαντική ανομοιογένεια ως προς τα χαρακτηριστικά και τη σχετική βαρύτητα των προϊόντων σε κάθε κατηγορία επιτοκίων, η οποία εν μέρει αντανακλά διαφορές μεταξύ των καθιερωμένων εθνικών πρακτικών καθώς και μεταξύ των κανονιστικών και δημοσιονομικών ρυθμίσεων (βλ. π.χ. EKT, "Differences in MFI interest rates across euro area countries", Σεπτέμβριος 2006, Πίνακας 2, από τον οποίο προκύπτει ότι η κατηγορία των καταναλωτικών δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια, 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.

4 Στις χώρες αυτές δεν δημοσιεύονται στοιχεία για τα εν λόγω επιτόκια.

5 Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για την περίοδο πριν από το Δεκέμβριο του 2006.

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

στοιχου επιτοκίου στη ζώνη του ευρώ. Μικρότερη ήταν η σύγκλιση που παρατηρήθηκε στο επιτόκιο των δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια, καθώς η θετική διαφορά μεταξύ του ελληνικού επιτοκίου και εκείνου της ζώνης του ευρώ περιορίστηκε μόνο κατά 3 μονάδες βάσης, παραμένοντας η υψηλότερη μεταξύ όλων των κατηγοριών δανείων (Ιούλιος 2007: 374 μονάδες βάσης). Στην Ελλάδα τα δάνεια της κατηγορίας αυτής αποτελούνται κυρίως από δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών,²³ τα οποία έχουν υψηλό επιτόκιο (Αύγουστος 2007: 14,73%), κυρίως λόγω του μεγάλου διαχειριστικού κόστους και του υψηλού πιστωτικού τους κινδύνου.

Το μέσο σταθμικό επιτόκιο των διαφόρων κατηγοριών δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα αυξήθηκε το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου κατά 34 μονάδες βάσης (Αύγουστος 2007: 6,53%). Άνοδο σημείωσε το επιτόκιο σε όλες τις επιμέρους κατηγορίες δανείων, αλλά η άνοδος ήταν σχετικά μικρότερη στα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος. Το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου παρατηρήθηκε περαιτέρω σύγκλιση των επιτοκίων όλων των κατηγοριών δανείων που χορηγούνται σε μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις προς τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ, καθώς τα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκαν ταχύτερα. Μεγαλύτερη σύγκλιση σημειώθηκε στο επιτόκιο των δανείων άνω του 1 εκατ. ευρώ με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος (τον Ιούλιο η διαφορά είχε περιοριστεί σχεδόν στο 1/3, βλ. Πίνακα III.5A). Παρά τη σύγκλιση που σημειώθηκε, οι διαφορές των επιτοκίων στα δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια²⁴ και στα δάνεια μέχρι 1 εκατ. ευρώ με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος παραμένουν σε υψηλό επίπεδο. Σημειώνεται ότι στην περίπτωση της Ελλάδος το μέσο μέγεθος των επιχειρήσεων είναι σημαντικά μικρότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, με αποτέλεσμα ο δανει-

σμός επιχειρήσεων να ενέχει γενικά υψηλότερους κινδύνους, υποχρεώνοντας τις τράπεζες να εφαρμόζουν αυστηρότερα πιστοδοτικά κριτήρια.

Το περιθώριο επιτοκίου, δηλ. η διαφορά μεταξύ του μέσου σταθμικού επιτοκίου των νέων τραπεζικών δανείων και του αντίστοιχου επιτοκίου των νέων καταθέσεων, μειώθηκε περαιτέρω (κατά 14 μονάδες βάσης) το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 και διαμορφώθηκε τον Αύγουστο σε 4,33%. Ωστόσο, το περιθώριο αυτό παραμένει σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (4,19% τον Ιούλιο έναντι 3,05% στη ζώνη του ευρώ,²⁵ βλ. Πίνακα III.6). Οι λόγοι για τους οποίους το περιθώριο επιτοκίου είναι στην Ελλάδα υψηλότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (οι οποίοι έχουν αναφερθεί και σε προηγούμενες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος) αφορούν εγγενή χαρακτηριστικά του εγχώριου τραπεζικού συστήματος: το υψηλότερο λειτουργικό κόστος των ελληνικών τραπεζών, το σχετικά μεγάλο αριθμό μικρών καταθετών και δανειοληπτών (που συμβάλλει ώστε να διατηρείται υψηλό το λειτουργικό κόστος), το υψηλότερο κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών στη διατραπεζική αγορά, το μεγαλύτερο σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ ποσοστό των καθυστερήσεων επί του συνολικού ποσού των δανείων (και

23 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 NXI και γι' αυτό τα επιτόκιά τους δεν περιλαμβάνονται στα τραπεζικά επιτόκια.

24 Ιούλιος 2007: 127 μονάδες βάσης, Δεκέμβριος 2006: 155 μονάδες βάσης. Σημειώνεται ότι τα δάνεια αυτής της κατηγορίας (όπου το επιτόκιο ήταν τον Αύγουστο 7,74%) χορηγούνται κυρίως μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και αποτελούν το 1/3 περίπου των δανείων προς τις επιχειρήσεις.

25 Όπως υπολογίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος. Για ανάλογους υπολογισμούς της ΕΚΤ, βλ. τη μελέτη "Differences in MFI interest rates across euro area countries", Σεπτέμβριος 2006.

Πίνακας III.6

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

(Ποσοστά % ετησίως)

	Μέσο επιτόκιο νέων δανείων στην Ελλάδα	Μέσο επιτόκιο νέων καταθέσεων στην Ελλάδα	Περιθώριο επιτοκίου στην Ελλάδα (σε εκατ. μονάδες)	Περιθώριο επιτοκίου στην Ελλάδα με στάθμιση ζώνης ευρώ (σε εκατ. μονάδες)	Περιθώριο επιτοκίου στη ζώνη του ευρώ (σε εκατ. μονάδες)
Δεκ. 1998	16,21	8,12	8,09	...	...
Δεκ. 1999	14,02	6,98	7,04	...	...
Δεκ. 2000	9,68	4,00	5,68	...	...
Δεκ. 2001	7,26	1,96	5,3	...	...
Δεκ. 2002	6,38	1,64	4,74	...	...
Δεκ. 2003	5,95	1,15	4,80	4,45	2,77
Δεκ. 2004	5,98	1,19	4,79	4,18	2,53
Δεκ. 2005	5,73	1,28	4,45	3,59	2,56
Δεκ. 2006	6,36	1,89	4,47	3,63	2,89
Ιούλ. 2007	6,49	2,30	4,19	3,41	3,05
Αύγ. 2007	6,70	2,37	4,33	...	...

1 Βλ. υποσημείωση 7 του παρόντος κεφαλαίου.

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

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

επομένως το αντίστοιχα υψηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου που ενσωματώνεται στα συναφή επιτόκια), καθώς και το μεγαλύτερο χρονικό διάστημα που απαιτείται στην Ελλάδα μέχρι την εκποίηση των ασφαλειών. Επίσης, αφορούν διαφορές ως προς τις ακολουθούμενες εθνικές πρακτικές. Επιπλέον, το υψηλότερο περιθώριο στην Ελλάδα συνδέεται με τη διαφορετική σύνθεση – σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ – τόσο των καταθέσεων όσο και των δανείων. Αν η σύνθεση των δανείων και των καταθέσεων ήταν η ίδια με εκείνη της ζώνης του ευρώ, το περιθώριο του επιτοκίου στην Ελλάδα θα περιοριζόταν τον Ιούλιο σε 3,41% (δηλ. θα ήταν μικρότερο κατά 78 μονάδες βάσης) και θα μειωνόταν η διαφορά του από αυτό στη ζώνη του ευρώ περίπου στο 1/3 (στις 36 μονάδες βάσης).

Πάντως το περιθώριο επιτοκίου στην Ελλάδα μειώθηκε σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Μεταξύ Δεκεμβρίου του 1998 και Δεκεμβρίου του 2006 περιορίστηκε κατά 362 μονάδες βάσης και η πτωτική αυτή τάση συνεχίστηκε, όπως προαναφέρθηκε, το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου του τρέχοντος έτους, καθώς το μέσο επιτόκιο των δανείων αυξήθηκε λιγότερο από το μέσο επιτόκιο των καταθέσεων. Αντίθετα, στη ζώνη του ευρώ το περιθώριο επιτοκίου διευρύνθηκε²⁶ (κατά 16 μονάδες βάσης) τους πρώτους επτά μήνες του 2007: η εξέλιξη

²⁶ Το γεγονός αυτό, σε αντίθεση με ό,τι συμβαίνει στην Ελλάδα την ίδια περίοδο, οφείλεται στη μεγαλύτερη αύξηση του μέσου επιτοκίου των δανείων από ό,τι εκείνου των καταθέσεων στη ζώνη του ευρώ.

αυτή, σε συνδυασμό με τη μείωση του ελληνικού περιθωρίου, υποδηλώνει ότι συνεχίστηκε το τρέχον έτος η σύγκλιση των ελληνικών επιτοκίων προς τα επιτόκια της ζώνης του ευρώ.

Η μείωση του περιθωρίου επιτοκίου στην Ελλάδα συνδέεται κυρίως με τη σταδιακή ενσωμάτωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος στο ευρύτερο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ, αλλά και την αύξηση της παραγωγικότητας στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα.²⁷ Επίσης, στη σύγκλιση των ελληνικών επιτοκίων προς τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ έχει συμβάλει και ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών, ο οποίος μάλιστα έχει ενταθεί τα τελευταία χρόνια.

Ωστόσο, επισημαίνεται ότι η ενοποίηση των αγορών λιανικής τραπεζικής δεν έχει επιτευχθεί ακόμη σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Γι' αυτό, ο ανταγωνισμός σε αυτό το τμήμα της αγοράς δεν είναι τόσο έντονος όσο στις αγορές χρημάτων και κεφαλαίων (π.χ. αγορά ομολόγων), καθώς οι διαφορές ως προς τη γλώσσα, τις αντιλήψεις των καταναλωτών για τον τρόπο χρηματοδότησης των αναγκών τους, καθώς και ως προς το θεσμικό πλαίσιο, δυσχεραίνουν την προσφορά υπηρεσιών λιανικής τραπεζικής σε διασυννοριακή βάση στη ζώνη του ευρώ, ενώ η εγγύτητα προς τον πελάτη προσδίδει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στις ελληνικές τράπεζες.

Οι ανωτέρω συγκρίσεις αναφέρονται στα επιτόκια των νέων δανείων. Ενδιαφέρον όμως παρουσιάζουν και τα επιτόκια τα οποία αφορούν τα υπόλοιπα των υφιστάμενων δανείων, καθώς παρέχουν πρόσθετες πληροφορίες για τη συνολική εξέλιξη των τραπεζικών επιτοκίων και την επιβάρυνση των δανειοληπτών (επιχειρήσεων και νοικοκυριών) από το συνολικό τους δανεισμό. Το μέσο επιτόκιο που αφορά το

συνολικό υπόλοιπο των δανείων σε ευρώ (δηλαδή τόσο των νέων όσο και των παλαιότερων δανείων) και επηρεάζει τα οργανικά έσοδα των τραπεζών αυξήθηκε το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 κατά 19 μονάδες βάσης, αντανakλώντας και αυτό την ανοδική πορεία των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Ειδικότερα, το μέσο επιτόκιο των υφιστάμενων δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αυξήθηκε κατά 32 μονάδες βάσης, ενώ αρκετά μικρότερη ήταν η αύξηση του αντίστοιχου επιτοκίου των δανείων προς τα νοικοκυριά (κατά 8 μονάδες βάσης). Σχεδόν αμετάβλητο παρέμεινε το επιτόκιο στη σημαντικότερη κατηγορία στεγαστικών δανείων (με διάρκεια άνω των πέντε ετών), ενώ αυξήθηκε αισθητά (κατά 58 μονάδες βάσης) το μέσο επιτόκιο της σημαντικότερης κατηγορίας καταναλωτικών δανείων (με διάρκεια έως ένα έτος).

3. Οι αγορές κεφαλαίων

3.1 Η αγορά ομολόγων

Κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2007 οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στη δευτερογενή αγορά παρουσίασαν άνοδο σε όλες τις διάρκειες, ενώ η αξία των συναλλαγών στην αγορά αυτή διατηρήθηκε περίπου στο ίδιο επίπεδο με την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

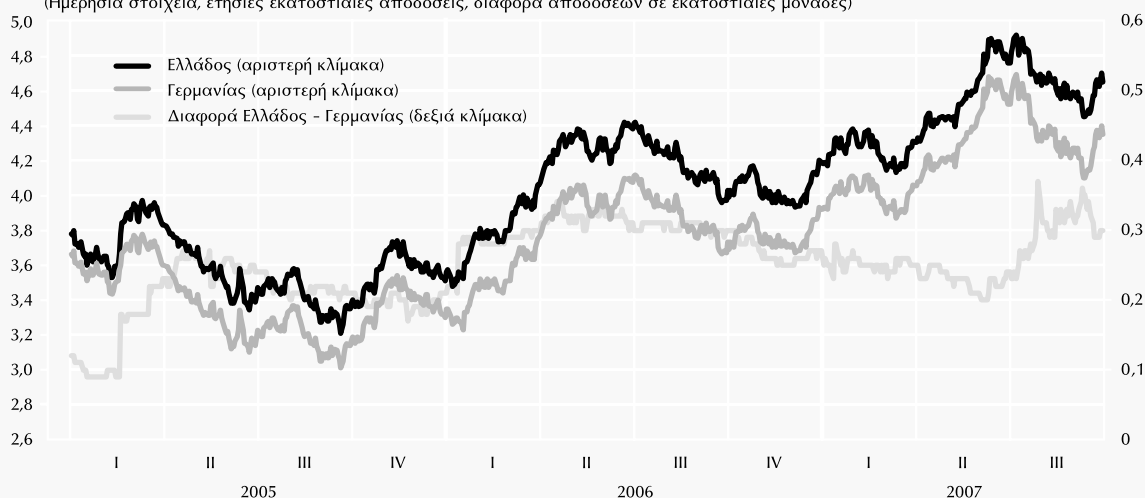
Οι εξελίξεις στις αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων αντανakλούν σε μεγάλο βαθμό την πορεία των αποδόσεων των αντίστοιχων τίτ-

²⁷ Σημειώνεται σχετικά ότι ο δείκτης αποτελεσματικότητας (λειτουργικά έξοδα/λειτουργικά έσοδα) βελτιώθηκε ταχύτερα στην Ελλάδα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ την περίοδο 2002-2006.

Διάγραμμα III.7

Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Ελληνικού και του Γερμανικού Δημοσίου
(Ιανουάριος 2005 – Σεπτέμβριος 2007)

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



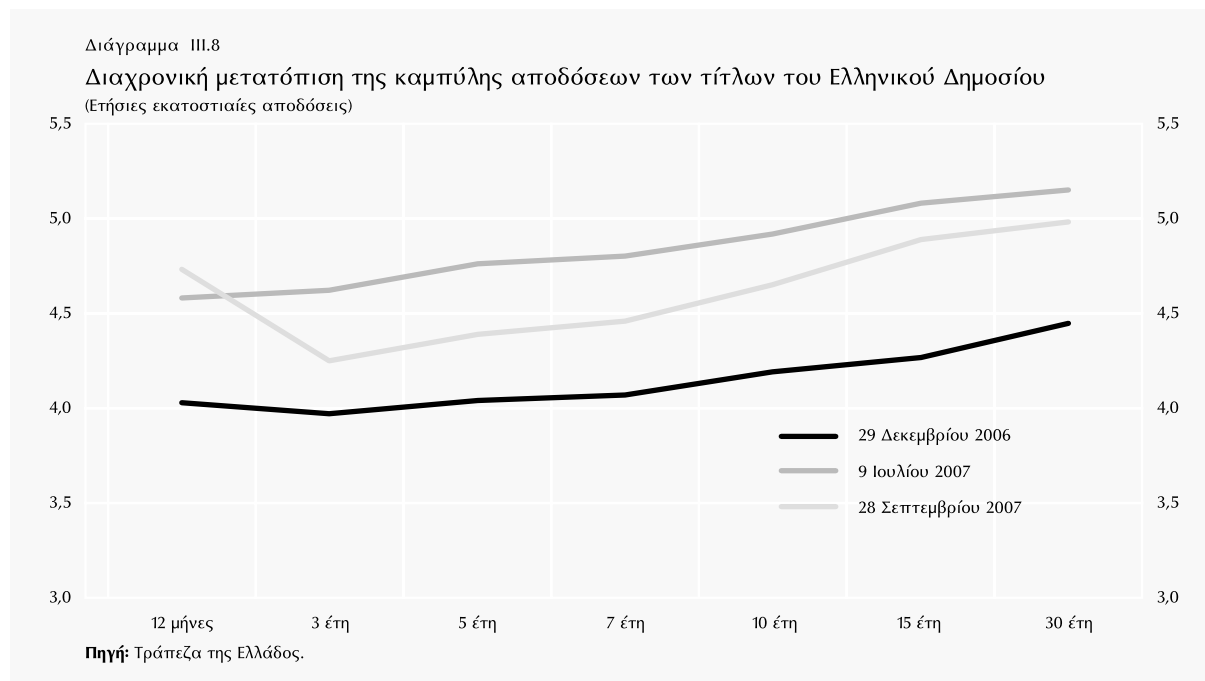
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

λων στις αγορές ομολόγων της ζώνης του ευρώ, οι οποίες χαρακτηρίζονται από πολύ υψηλό βαθμό ενοποίησης.²⁸ Οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου ακολούθησαν έντονα ανοδική πορεία από το Δεκέμβριο του 2006 μέχρι το πρώτο δεκαήμερο του Ιουλίου του 2007, οπότε διαμορφώθηκαν στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων 5 περίπου ετών (βλ. Διάγραμμα III.7). Η εξέλιξη αυτή μπορεί να αποδοθεί στην περαιτέρω βελτίωση των προοπτικών για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ. Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, η ΕΚΤ προχώρησε δύο φορές σε αύξηση των βασικών της επιτοκίων, γεγονός που επηρέασε αυξητικά κυρίως τις αποδόσεις των ομολόγων βραχείας διάρκειας, ενώ οι αποδόσεις των ομολόγων μακράς διάρκειας εκτιμάται ότι επηρεάστηκαν από την αύξηση του ασφαλιστρου κινδύνου²⁹ που ενσωματώνεται σε αυτές, το οποίο είχε μειωθεί σημαντικά τα τελευταία έτη. Στη συνέχεια ωστόσο και μέχρι το τέλος Σεπτεμβρίου, η κρίση που εκδηλώθηκε στην αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής φερεγγυότητας

στις ΗΠΑ και η συνακόλουθη αύξηση της αβεβαιότητας στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων διεθνώς ενίσχυσαν τη ζήτηση των επενδυτών για σχετικά ασφαλείς τοποθετήσεις, όπως τα κρατικά ομόλογα, με αποτέλεσμα οι αποδόσεις των τελευταίων να παρουσιάσουν πτώση (καθώς αυξήθηκαν οι τιμές τους).

²⁸ Επιπρόσθετα, από την εξέταση στοιχείων της τελευταίας 20ετίας φαίνεται ότι οι εξελίξεις στις αποδόσεις των ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ αποκτούν ολοένα και μεγαλύτερη αλληλεξάρτηση, κυρίως λόγω της αυξανόμενης οικονομικής και χρηματοπιστωτικής ενοποίησης των εθνικών αγορών, αλλά και λόγω της ομοιόμορφης αντίδρασης των δύο αυτών οικονομιών σε εξωτερικές διαταραχές, όπως π.χ. σε άνοδο της τιμής του πετρελαίου. Σχετικά βλ. "The development of international linkages between government bond yield curves in the euro area and the United States", ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Μάρτιος 2007.

²⁹ Σύμφωνα με εκτιμήσεις της ΕΚΤ και της ΤΔΔ, το μεγαλύτερο μέρος της ανόδου του ασφαλιστρου αυτού οφείλεται στις εκτιμήσεις των επενδυτών για αύξηση του κινδύνου ως προς τα πραγματικά επιτόκια (real term premium). Αντίθετα, το ασφαλιστρο που συνδέεται με τον πληθωρισμό (inflation risk premium) διατηρείται σε χαμηλά επίπεδα τα τελευταία έτη, αντανakλώντας τις σταθερές προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό μακροπρόθεσμα και την υψηλή αξιοπιστία της ΕΚΤ όσον αφορά την επίτευξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών. Σχετικά βλ. "Long-term real and inflation risk premia in the euro area bond market", ECB, *Monthly Bulletin*, Απρίλιος 2007, και BIS, *Quarterly Review*, "International banking and financial market developments", Ιούνιος 2007.



Με βάση τις ανωτέρω εξελίξεις, η καμπύλη αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου μετατοπίστηκε κατά την εξεταζόμενη περίοδο προς τα πάνω, φθάνοντας στα υψηλότερα επίπεδα του έτους στις αρχές Ιουλίου, ενώ στο τέλος Σεπτεμβρίου υποχώρησε, παραμένοντας ωστόσο σε επίπεδο σημαντικά υψηλότερο σε σχέση με το τέλος του 2006 (βλ. Διάγραμμα III.8). Σημειώνεται ότι η καμπύλη αποδόσεων το Σεπτέμβριο του 2007 είχε αρνητική κλίση στο τμήμα από 12 μήνες έως 3 έτη, η οποία αντανάκλα τις αυξήσεις των επιτοκίων πολιτικής από την ΕΚΤ, ενώ στο τμήμα από 3 έτη και άνω η θετική της κλίση αυξήθηκε ελαφρά.³⁰ Η αύξηση αυτή αποτελεί μικρή αντιστροφή της σημαντικής μείωσης της κλίσης που παρατηρήθηκε τα τελευταία τρία έτη,³¹ τόσο στην Ελλάδα όσο και στη ζώνη του ευρώ.

Η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου ανήλθε σε 4,65% στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2007 (αύξηση κατά 46 μονάδες βάσης σε σύγκριση με το τέλος Δεκεμβρίου του 2006 – βλ. Διάγραμμα III.7).³² Η διαφορά απόδο-

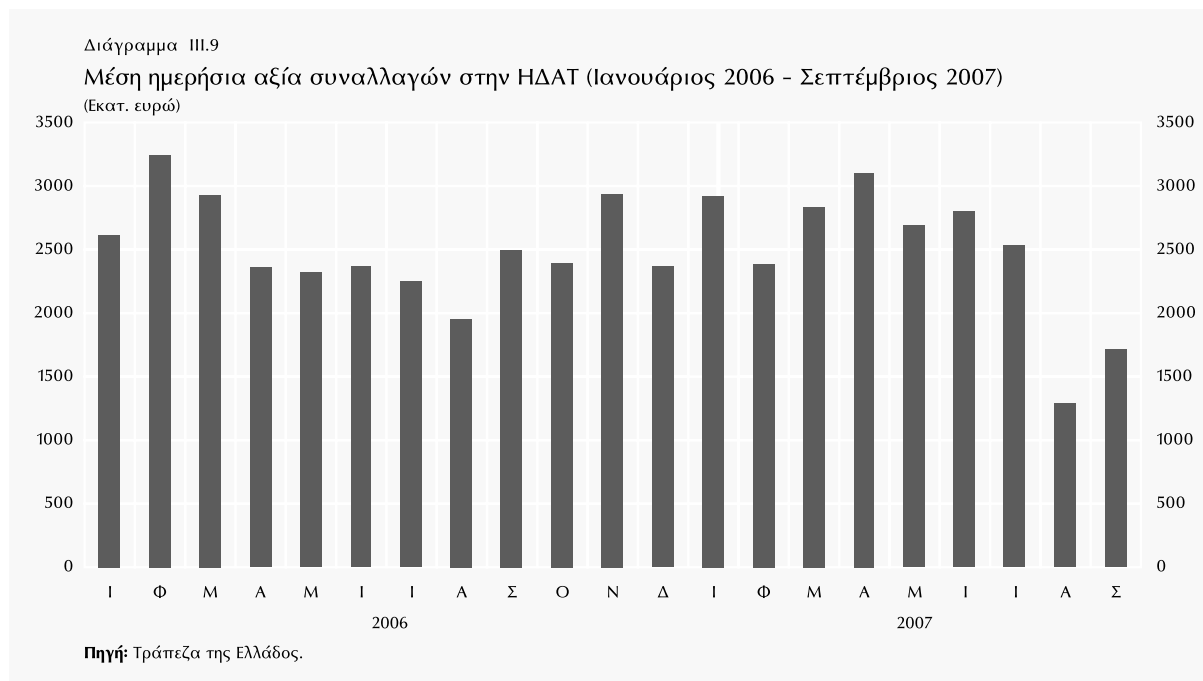
σης μεταξύ του 10ετούς ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού διευρύνθηκε ελαφρά και στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2007 διαμορφώθηκε σε 30 μονάδες βάσης, έναντι 27 μονάδων βάσης στο τέλος του 2006 (βλ. Διάγραμμα III.7).³³ Η αύξηση αυτή σημειώθηκε την περίοδο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 2007, καθώς, εξαιτίας της κρίσης που προαναφέρθηκε, οι επενδυτές στράφηκαν στις αγορές κρατικών ομολόγων και ειδικότερα σε αυτές με την υψηλότερη πιστοληπτική αξιολόγηση. Έτσι, οι διαφορές απόδοσης μεταξύ των 10ετών ομολόγων με μικρότερη πιστοληπτική

³⁰ Η διαφορά απόδοσης μεταξύ του 10ετούς και του 3ετούς ομολόγου αυξήθηκε σε 40 μονάδες βάσης στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2007, από 22 μονάδες βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2006.

³¹ Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2005-2006*, Φεβρουάριος 2006, Πλαίσιο II.1.

³² Η ανώτατη απόδοση (4,92%) σημειώθηκε στις 9 Ιουλίου και η κατώτατη (4,13%) στις 14 Μαρτίου.

³³ Τον Ιανουάριο του 2007 η διαφορά αυτή αυξήθηκε πρόσκαιρα, λόγω της έκδοσης του νέου ελληνικού ομολόγου αναφοράς, το οποίο λήγει στις 20.7.2017, δηλαδή 6,5 μήνες αργότερα από το αντίστοιχο γερμανικό. Αν τα δύο αυτά ομόλογα είχαν την ίδια ημερομηνία λήξης, η μεταξύ τους διαφορά απόδοσης θα διαμορφωνόταν σε 28 μονάδες βάσης στο τέλος Αυγούστου του 2007, από 27 μονάδες βάσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2006.



αξιολόγηση και του αντίστοιχου γερμανικού ομολόγου διευρύνθηκαν, όπως συνέβη και στην περίπτωση των 10ετών ομολόγων της Ιταλίας και της Πορτογαλίας.

Η μεταβλητότητα των αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ)³⁴ αλλά και στις αγορές ομολόγων της ζώνης του ευρώ, παρά την άνοδο που σημείωσε τους τελευταίους μήνες, διατηρήθηκε σε επίπεδα κοντά στο μέσο όρο της τελευταίας πενταετίας.

Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών στην ΗΔΑΤ παρέμεινε υψηλή κατά την εξεταζόμενη περίοδο και ανήλθε σε 2,5 δισεκ. ευρώ, δηλαδή περίπου στο ίδιο επίπεδο με την αντίστοιχη περίοδο του 2006 (βλ. Διάγραμμα III.9).³⁵ Η μεγαλύτερη συναλλακτική δραστηριότητα σημειώθηκε στα ομόλογα διάρκειας 10 ετών και άνω και ειδικότερα στα 10ετή ομόλογα, τα οποία απορρόφησαν, όπως και το 2006, τα 3/4 περίπου της συνολικής αξίας των συναλλαγών. Λόγω των αυξημένων συναλλαγών σε τίτλους

μακράς διάρκειας, η διαφορά μεταξύ προσφερόμενων και ζητούμενων τιμών των ομολογιακών τίτλων αυξήθηκε σε 11,9 μονάδες βάσης το Σεπτέμβριο του 2007 από 7,4 μονάδες βάσης το Δεκέμβριο του 2006.³⁶

Η δραστηριότητα στην πρωτογενή αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου κατά την εξεταζόμενη περίοδο χαρακτηρίστηκε από την άνοδο των επιτοκίων δανεισμού, τα οποία ακολούθησαν την τάση των αποδόσεων της δευτερογενούς αγοράς, καθώς και από την αύξηση των κεφαλαίων που αντλήθηκαν σε σχέση με την

³⁴ Όπως μετρείται με βάση την τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων του 10ετούς ομολόγου για το εννιάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2007.

³⁵ Εξάλλου, η μέση ημερήσια αξία των αγοραπωλησιών τίτλων στο Σύστημα Άυλων Τίτλων της Τράπεζας της Ελλάδος (που, εκτός από την ΗΔΑΤ, περιλαμβάνει και τις αγοραπωλησίες μεταξύ τραπεζών και πελατών τους στην εξωχρηματιστηριακή αγορά) ανήλθε σε 19,5 δισεκ. ευρώ το εννιάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007, από 16,2 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

³⁶ Η διαφορά μεταξύ προσφερόμενων και ζητούμενων τιμών συνδέεται θετικά με τη διάρκεια των τίτλων και συνεπώς η διαπραγμάτευση τίτλων μακράς διάρκειας γίνεται με υψηλότερη διαφορά σε σχέση με τα ομόλογα μέσης και βραχείας διάρκειας.

Πίνακας III.7

Εκδόσεις τίτλων Ελληνικού Δημοσίου

Τίτλοι	Ιανουάριος - Σεπτέμβριος			
	2006		2007	
	Εκατ. ευρώ	Ποσοστό (%) του συνόλου	Εκατ. ευρώ	Ποσοστό (%) του συνόλου
Έντοκα γραμμάτια	1.700	6,3	1.176	3,9
Ομόλογα ¹	25.210	93,7	29.314	96,1
3ετή	3.931	15,6	–	–
5ετή	6.828	27,1	6.178	21,1
10ετή	7.842	31,1	9.222	31,5
15ετή	–	–	6.460	22,0
23ετή	2.363	9,4	3.470	11,8
30ετή	4.246	16,8	3.984	13,6
Σύνολο	26.910	100,0	30.490	100,0

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

αντίστοιχη περίοδο του 2006. Στην αύξηση των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων συνετέλεσαν αφενός η άνοδος των καθαρών δανειακών αναγκών του Δημοσίου και αφετέρου οι αυξημένες εξοφλήσεις τίτλων³⁷ εντός της περιόδου αυτής, με αποτέλεσμα η συνολική αξία των αντληθέντων κεφαλαίων να ανέλθει σε 30,5 δισεκ. ευρώ (αύξηση κατά 13% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006 – βλ. Πίνακα III.7).

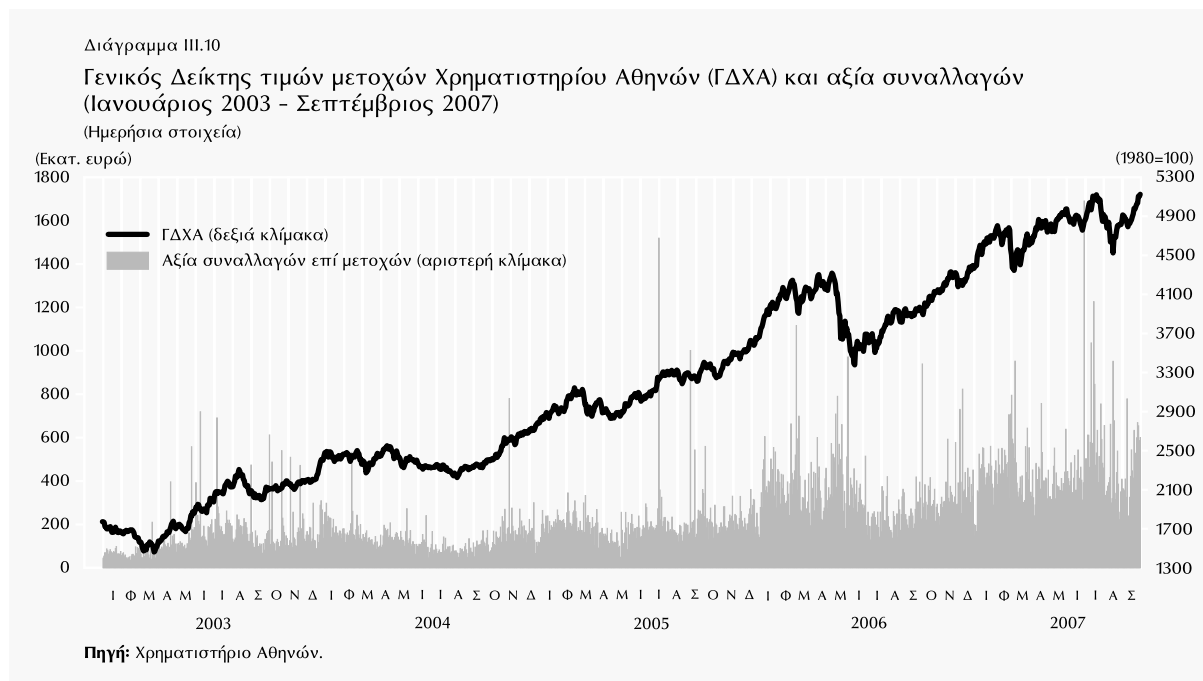
Το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2007 εκδόθηκε νέο 10ετές ομόλογο αναφοράς με τη μέθοδο της κοινοπραξίας και νέο 5ετές ομόλογο αναφοράς με τη μέθοδο της δημοπρασίας, ενώ για την ενίσχυση της ρευστότητας των εκδόσεων αυτών πραγματοποιήθηκαν επιπλέον δημοπρατούμενες επανεκδόσεις τους. Επιπρόσθετα, εκδόθηκαν νέα ομόλογα αναφοράς 15ετούς, 23ετούς και 30ετούς διάρκειας, με τη μέθοδο της κοινοπραξίας.³⁸ Από το σύνολο των ομολογιακών εκδόσεων, το 79% (2006: 57%) αφορούσε ομόλογα διάρκειας 10 ετών και άνω, με αποτέλεσμα η μέση σταθμική διάρκεια του συνόλου των τίτλων που εκδόθηκαν να

ανέλθει σε 15,8 έτη³⁹ (2006: 10,5 έτη). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με το ότι το Ελληνικό Δημόσιο προτιμά εκδόσεις τίτλων με μακρά διάρκεια προκειμένου να επωφεληθεί από τη σημαντική μείωση της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων τα τελευταία έτη. Εξάλλου, οι εκδόσεις έντοκων γραμματίων κυμάνθηκαν σε χαμηλά επίπεδα, καλύπτοντας το 4% περίπου της αξίας του συνόλου των εκδόσεων κατά την εξεταζόμενη περίοδο (βλ. Πίνακα III.7).

37 Συγκεκριμένα, οι εξοφλήσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου διαμορφώθηκαν σε 19 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2007, έναντι 15 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

38 Σημειώνεται ότι στις αρχές Μαρτίου εκδόθηκε με ιδιωτική τοποθέτηση το πρώτο ελληνικό 50ετές ομόλογο, ποσού 1 δισεκ. ευρώ. Το ομόλογο αυτό (το οποίο λήγει στις 25 Ιουλίου 2057 και έχει τοκομερίδιο 2,085%) είναι συνδεδεμένο με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (εκτός των τιμών του καπνού) της ζώνης του ευρώ. Λόγω των χαμηλών μακροπρόθεσμων επιτοκίων που επικράτησαν την τελευταία τριετία, πολλές χώρες εξέδωσαν υπερμακροπρόθεσμα ομόλογα (με διάρκεια άνω των 30 ετών), ώστε να εξασφαλίσουν χαμηλό κόστος εξυπηρέτησης των δανείων για μεγάλο χρονικό διάστημα. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι 50ετή ομόλογα έχουν εκδώσει επίσης η Γαλλία, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ιταλία, για τα οποία εκδηλώθηκε υψηλή ζήτηση από ταμεία συντάξεων και ασφαλιστικές εταιρίες με σκοπό την κάλυψη των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεών τους.

39 Αφορά την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2007.



Τέλος, το ενδιαφέρον των επενδυτών για τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου ήταν και στην περίοδο αυτή ιδιαίτερα έντονο και είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική υπερκάλυψη των εκδόσεων που πραγματοποιήθηκαν.⁴⁰

3.2 Χρηματιστηριακές εξελίξεις

Οι θετικές επιδόσεις της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς συνεχίστηκαν και κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007, καθώς παρατηρήθηκε άνοδος των τιμών των μετοχών αλλά και των συναλλαγών, ενώ σημαντική ήταν και η αύξηση των αντληθέντων κεφαλαίων, η οποία ωστόσο προήλθε κυρίως από τον τραπεζικό κλάδο (βλ. Διάγραμμα III.10 και Πίνακα III.8).

Η ανοδική πορεία του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ) κατά τα τελευταία έτη συνεχίστηκε και κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007,⁴¹ εξέλιξη που συνδέεται με τις θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας αλλά και των

οικονομιών των χωρών της ζώνης του ευρώ και των χωρών των Βαλκανίων, όπου δραστη-

40 Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στη δημοπρασία που πραγματοποιήθηκε για τη διάθεση του νέου 5ετούς ομολόγου η συνολική προσφορά κεφαλαίων υπερκάλυψε τη ζήτηση κατά τέσσερις φορές περίπου. Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τα στοιχεία της στατιστικής του ισοζυγίου πληρωμών, η καθαρή εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό για αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου ανήλθε σε 11,7 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007, έναντι 6,7 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

41 Σημειώνεται ότι κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου παρατηρήθηκε έντονη αλλά μικρής διάρκειας υποχώρηση των τιμών των μετοχών του ΧΑ μεταξύ τέλους Φεβρουαρίου και πρώτου δεκαημέρου του Μαρτίου αλλά και κατά το πρώτο δεκαπενθήμερο του Αυγούστου. Η εξέλιξη αυτή, που παρατηρήθηκε στο σύνολο των χρηματιστηριακών αγορών διεθνώς, ήταν αποτέλεσμα των ανησυχιών των επενδυτών για πιθανή μετάδοση και στις υπόλοιπες αγορές της αστάθειας που επικράτησε στη χρηματιστηριακή αγορά των ΗΠΑ λόγω των αρνητικών εξελίξεων στην αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής φερεγγυότητας. Επίσης, στην υποχώρηση των τιμών των μετοχών την περίοδο Φεβρουαρίου-Μαρτίου συνέβαλε και η εκτίμηση των επενδυτών για αυξημένο επίπεδο κινδύνου στη χρηματιστηριακή αγορά της Κίνας, μετά την ταχεία άνοδο των τιμών των μετοχών στην αγορά αυτή, καθώς και για την ενδεχόμενη επίδραση του κινδύνου αυτού σε άλλες αγορές. Σημειώνεται ωστόσο ότι και στις δύο αυτές περιόδους η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά εμφάνισε σημαντικά ηπιότερη αντίδραση σε σχέση με τις μεγάλες διεθνείς αγορές, καθώς η κερδοφορία των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ παρέμεινε υψηλή. Επίσης η έκθεση των ελληνικών εταιριών σε κινδύνους που σχετίζονται με τα προαναφερθέντα στεγαστικά δάνεια ήταν αμελητέα.

Πίνακας III.8

Αντληθέντα κεφάλαια μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών

(Εκατ. ευρώ)

Κλάδοι επιχειρήσεων	Αριθμός επιχειρήσεων		Αντληθέντα κεφάλαια ¹	
	Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		Ιανουάριος-Σεπτέμβριος	
	2006	2007*	2006	2007*
Εταιρίες με ήδη εισηγμένες μετοχές	10	18	3.284,2	8.974,7
Νέες εταιρίες	1	2	86,0	146,6
Σύνολο	11	20	3.370,2	9.121,3
– Τράπεζες	1	4	3.000,0	7.837,6
– Επενδυτικές	2	–	56,5	
– Ασφάλειες	–	1		18,6
– Κατασκευές	2	–	17,1	
– Χημικά	1	1	19,7	2,1
– Εμπόριο	–	1		1,6
– Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες	1	–	6,9	
– Προσωπικά και οικιακά αγαθά	1	3	10,8	48,2
– Υγεία	–	4		920,2
– Διαχ/ση ακίνητης περιουσίας	1	–	86,0	
– Τεχνολογία	2	1	173,2	6,0
– Ταξίδια και αναψυχή	–	2		236,8
– Λοιπές	–	3		50,2

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

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγές: Χρηματιστήριο Αθηνών και Τράπεζα της Ελλάδος.

ριοποιείται ένας μεγάλος αριθμός ελληνικών επιχειρήσεων. Παράλληλα, θετικά επέδρασαν οι επιχειρηματικές συμφωνίες που ανακοινώθηκαν την περίοδο αυτή, κυρίως στην Ελλάδα αλλά και διεθνώς, ενώ αυξημένη (κατά 31%) ήταν η κερδοφορία των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007.⁴²

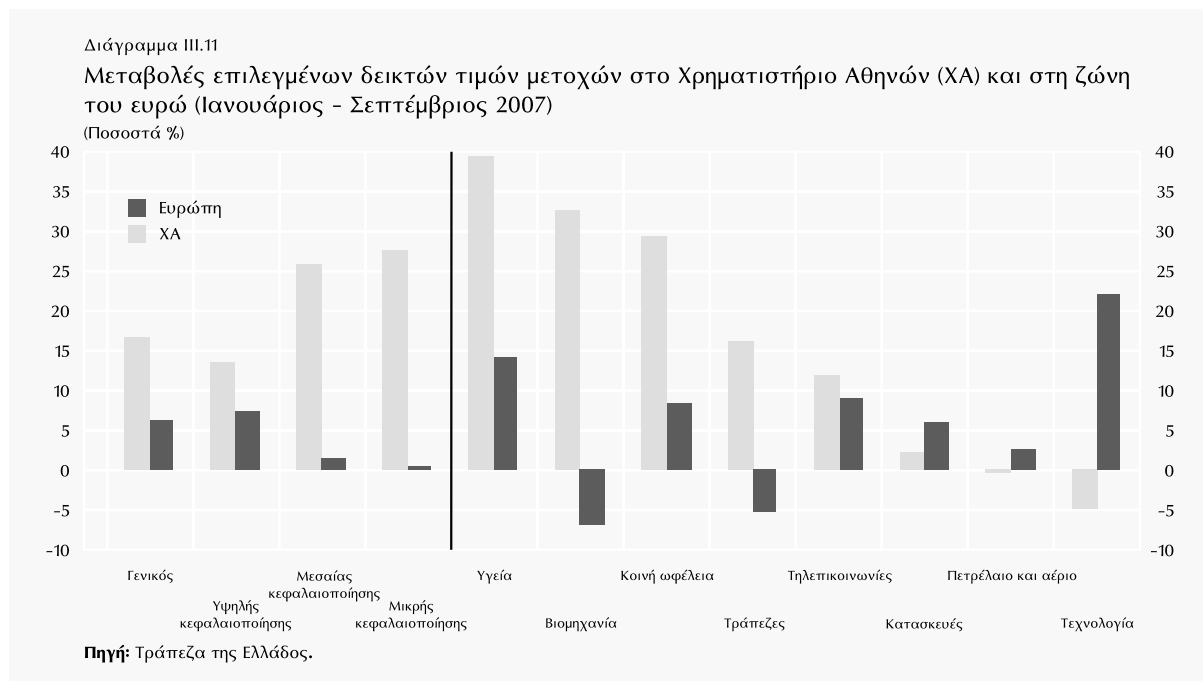
Αναλυτικότερα, μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου του 2006 και τέλους Σεπτεμβρίου του 2007, ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) εμφάνισε άνοδο 16,6%.⁴³ Όπως και το 2006, σημαντικά μεγαλύτερη από την άνοδο του ΓΔΧΑ ήταν η άνοδος των δεικτών τιμών των μετοχών των εταιριών μικρής (27,7%) και μεσαίας κεφαλαιοποίησης (25,9%), ενώ μικρότερη ήταν η άνοδος του δείκτη τιμών των μετοχών των εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης (13,7%). Όσον αφορά τις

επιδόσεις επιλεγμένων κλαδικών δεικτών, καλύτερη επίδοση από εκείνη του ΓΔΧΑ εμφάνισαν οι τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων των κλάδων της κοινής ωφέλειας, της υγείας και της βιομηχανίας, και χειρότερη εκείνες των κλάδων των τραπεζών, των τηλεπικοινωνιών, του πετρελαίου-αερίου, των κατασκευών και της τεχνολογίας (βλ. Διάγραμμα III.11).

Συγκρίνοντας τις ανωτέρω επιδόσεις με εκείνες των τιμών των μετοχών της ζώνης του

⁴² Τα καθαρά κέρδη (σε ενοποιημένη βάση) του συνόλου των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ αυξήθηκαν κατά 31% περίπου το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους. Στην άνοδο αυτή συνέβαλε κυρίως ο τραπεζικός κλάδος, η συμμετοχή του οποίου στα συνολικά κέρδη ανέρχεται σε 50%. Αν εξαιρεθεί ο κλάδος των τραπεζών, τα κέρδη των υπολοίπων εταιριών του ΧΑ εμφανίζουν αύξηση κατά 11,4%.

⁴³ Το μέσο επίπεδο του ΓΔΧΑ κατά την υπό εξέταση περίοδο ήταν υψηλότερο κατά 22,2% από ό,τι στην αντίστοιχη περίοδο του 2006. Η υψηλότερη τιμή του δείκτη (5.123,4 μονάδες) καταγράφηκε στις 28 Σεπτεμβρίου 2007 και η χαμηλότερη (4.344,8 μονάδες) στις 5 Μαρτίου 2007.



ευρώ⁴⁴ διαπιστώνεται ότι η επίδοση του ΓΔΧΑ ήταν σημαντικά καλύτερη εκείνης του ευρέος δείκτη τιμών μετοχών Dow Jones Euro Stoxx (6,1%),⁴⁵ εξέλιξη που παρατηρείται και για τις επιμέρους κατηγορίες μετοχών εταιριών υψηλής, μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης (βλ. Διάγραμμα III.11). Εξάλλου, όπως διαπιστώνεται από το Διάγραμμα III.11, στο ΧΑ μόνο οι τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων των κλάδων του πετρελαίου-αερίου, των κατασκευών και της τεχνολογίας υστέρησαν των αντίστοιχων ευρωπαϊκών.⁴⁶

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο παρατηρήθηκε αξιολογή άνοδος του συντελεστή συσχέτισης⁴⁷ μεταξύ των τιμών των μετοχών της ελληνικής και των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών τόσο σε σύγκριση με το 2006 όσο και με το μέσο όρο της περιόδου 2003-2006, η οποία χαρακτηριζόταν από ανοδική τάση των τιμών των μετοχών διεθνώς – βλ. Πίνακα III.9.

Ο λόγος της τιμής προς τα κέρδη ανά μετοχή (P/E) στο τέλος Ιουνίου του 2007 διαμορφώθηκε

για τον ΓΔΧΑ σε υψηλότερο επίπεδο από εκείνο του Dow Jones Euro Stoxx (περίπου 20 και 14 αντίστοιχα).⁴⁸ Η εξέλιξη αυτή αντανακλά τις προοπτικές υψηλότερης κερδοφορίας των ελληνικών επιχειρήσεων σε σχέση με εκείνες της ζώνης του ευρώ ως σύνολο για το τρέχον έτος.⁴⁹

Η μεταβλητότητα⁵⁰ (κίνδυνος) των αποδόσεων των μετοχών του ΧΑ διατηρήθηκε σε σχετικές

⁴⁴ Για τον υπολογισμό των επιδόσεων των ευρωπαϊκών μετοχών χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες τιμών μετοχών Dow Jones Euro Stoxx.

⁴⁵ Σημειώνεται επίσης ότι η τιμή του δείκτη τιμών μετοχών Standard and Poor's 500 στις ΗΠΑ εμφάνισε άνοδο κατά 12,2% (-0,2% σε όρους ευρώ).

⁴⁶ Κριτήρια για την επιλογή των κλάδων αποτέλεσαν η σχετική επιλογή που παραθέτει η ΕΚΤ στο *Μηνιαίο Δελτίο* της, καθώς και η διαθεσιμότητα των στοιχείων για άμεση σύγκριση.

⁴⁷ Για τον υπολογισμό του συντελεστή συσχέτισης χρησιμοποιήθηκαν ημερήσιες εκατοστιαίες μεταβολές των τιμών των μετοχών.

⁴⁸ Πηγή: Bloomberg.

⁴⁹ Σύμφωνα με τις μέσες εκτιμήσεις των αναλυτών, τα κέρδη ανά μετοχή των ελληνικών εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ θα αυξηθούν το 2007 με ρυθμό διπλάσιο εκείνου των αντίστοιχων ευρωπαϊκών.

⁵⁰ Η εκτίμηση της μεταβλητότητας έγινε με βάση ένα ευρέως χρησιμοποιούμενο οικονομετρικό υπόδειγμα (GARCH), το οποίο εκτιμήθηκε με ημερήσιες παρατηρήσεις της περιόδου Ιανουαρίου 2003-Σεπτεμβρίου 2007.

Πίνακας III.9

Συντελεστές συσχέτισης του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών του ΧΑ και δεικτών βασικών ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών

Περίοδος	Ιανουάριος-Σεπτέμβριος 2007				
	ΓΔΧΑ	DAX-30	CAC-40	FTSE-100	DJ EURO STOXX
ΓΔΧΑ	1,00				
DAX-30	0,68	1,00			
CAC-40	0,67	0,92	1,00		
FTSE-100	0,69	0,87	0,93	1,00	
DJ EURO STOXX	0,72	0,95	0,98	0,94	1,00

Περίοδος	2003-2006				
	ΓΔΧΑ	DAX-30	CAC-40	FTSE-100	DJ EURO STOXX
ΓΔΧΑ	1,00				
DAX-30	0,42	1,00			
CAC-40	0,46	0,88	1,00		
FTSE-100	0,43	0,76	0,85	1,00	
DJ EURO STOXX	0,49	0,93	0,98	0,86	1,00

Σημείωση: Για τον υπολογισμό των συντελεστών συσχέτισης χρησιμοποιήθηκαν οι ημερήσιες μεταβολές των δεικτών τιμών μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ), του χρηματιστηρίου της Φρανκφούρτης (DAX-30), του χρηματιστηρίου του Παρισιού (CAC-40), του χρηματιστηρίου του Λονδίνου (FTSE-100) και του ευρέος δείκτη τιμών των μετοχών της ζώνης του ευρώ Dow Jones Euro Stoxx (DJ Euro Stoxx).

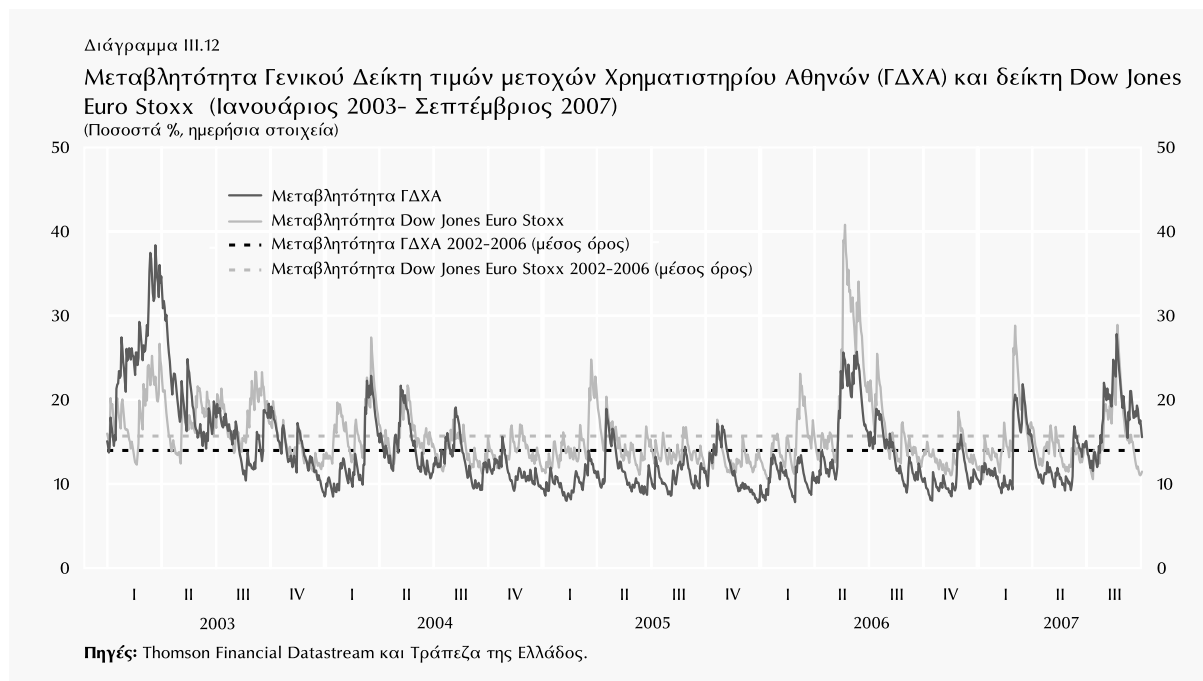
χαμηλά επίπεδα κατά τη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2007, με εξαίρεση την προσωρινή άνοδο που παρατηρήθηκε στο τέλος Φεβρουαρίου και πάλι στις αρχές Αυγούστου. Η τάση της μεταβλητότητας έγινε πτωτική στα τέλη Αυγούστου και στο τέλος Σεπτεμβρίου το επίπεδό της διαμορφώθηκε χαμηλότερα από το μέσο όρο της περιόδου Ιανουαρίου 2003-Αυγούστου 2007 (βλ. Διάγραμμα III.12). Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα την εξασθένηση της αβεβαιότητας των επενδυτών στις χρηματιστηριακές αγορές μετά την πρόσφατη κρίση στην αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής φερεγγυότητας στις ΗΠΑ.

Σημειώνεται ωστόσο ότι, αν και κατά την περίοδο Ιανουαρίου 2003-Σεπτεμβρίου 2007 ο ΓΔΧΑ εμφανίζει γενικά υψηλότερη μεταβλητότητα σε σχέση με εκείνη του δείκτη Dow Jones Euro Stoxx, ο λόγος (συντελεστής μεταβλητότητας) κινδύνου-απόδοσης του ΓΔΧΑ (0,7)

ήταν χαμηλότερος από εκείνον του Dow Jones Euro Stoxx (1,0) και η διαφορά μεταξύ των δύο λόγων διευρύνθηκε σημαντικά το πρώτο οκτάμηνο του 2007 (ΓΔΧΑ: 0,8, Dow Jones Euro Stoxx: 1,9), καθώς κατά την πρόσφατη κρίση η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά επέδειξε σημαντικά καλύτερη συμπεριφορά σε σχέση με τις ευρωπαϊκές αγορές. Επίσης, τα τελευταία έτη παρατηρείται σημαντική βελτίωση της σχέσης κινδύνου προς απόδοση σε σύγκριση με τη δεκαετία του 1990 τόσο για τις ελληνικές όσο και για τις ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές.⁵¹

Κατά την υπό εξέταση περίοδο, το ΧΑ παρουσίασε αυξημένη δραστηριότητα, δεδομένου ότι

⁵¹ Στην περίοδο 1990-1999 και 1990-2001 ο συντελεστής μεταβλητότητας για το ΧΑ ήταν 1,7 και 3 αντίστοιχα, έναντι 1,2 και 3,5 αντίστοιχα για τις ευρωπαϊκές αγορές (βλ. Π. Π. Αθανάσoglou, *Οργάνωση και λειτουργία της Ελληνικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων*, Αθήνα, 2004).



η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών (463,2 εκατ. ευρώ) εμφάνισε άνοδο κατά 35,7% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Σημαντική συμβολή στην εξέλιξη αυτή είχε η δραστηριότητα των επενδυτών του εξωτερικού, οι οποίοι συνέχισαν και κατά το 2007 να διευρύνουν τη συμμετοχή τους στη χρηματιστηριακή αξία του ΧΑ.⁵²

Τα νέα κεφάλαια που αντλήθηκαν από τη χρηματιστηριακή αγορά την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 ήταν υπερδιπλάσια (αυξήθηκαν κατά 170%) σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006 και ανήλθαν σε 9.121,3 εκατ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στον τραπεζικό κλάδο, ο οποίος άντλησε περίπου το 86% του συνόλου των κεφαλαίων. Τα κεφάλαια που άντλησαν οι εταιρίες των λοιπών κλάδων σχεδόν τριπλασιάστηκαν (βλ. Πίνακα III.8).⁵³ Από τις 20 εταιρίες που άντλησαν νέα κεφάλαια από το ΧΑ στο εννεάμηνο του 2007 (2006: 11 εταιρίες), οι δύο εισήγαγαν τις μετοχές τους για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο, αντλώντας 146,6 εκατ. ευρώ (έναντι μίας νέας εται-

ρίας, που είχε αντλήσει 86 εκατ. ευρώ στην αντίστοιχη περίοδο του 2006).

Όσον αφορά τον τραπεζικό κλάδο, την εξεταζόμενη περίοδο ο ρυθμός ανόδου τόσο του δείκτη τιμών των μετοχών (16%) όσο και της μέσης ημερήσιας αξίας των συναλλαγών σε τραπεζικές μετοχές (43,1%) ήταν υψηλότερος από εκείνον του ΓΔΧΑ και των συνολικών συναλλαγών αντίστοιχα. Οι εξελίξεις αυτές οφείλονται στη διατήρηση της κερδοφορίας

⁵² Σύμφωνα με τα στοιχεία του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών, στο τέλος Αυγούστου του 2007 οι επενδυτές του εξωτερικού αντιπροσώπευαν το 52,2% της χρηματιστηριακής αξίας (σε μετοχές) του ΧΑ, από 46,6% στο τέλος του 2006. Οι θεσμικοί επενδυτές του εξωτερικού αντιπροσώπευαν το 39,8%, από 35,1% στο τέλος του 2006. Η συμμετοχή των επενδυτών του εξωτερικού ήταν μεγαλύτερη σε μετοχές εταιριών του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης (57,8%), και μικρότερη σε μετοχές εταιριών του δείκτη μεσαίας κεφαλαιοποίησης (42,5%), ενώ σχετικά μικρή παραμένει η συμμετοχή τους σε μετοχές εταιριών του δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης (22,4%). Τέλος, το μεγαλύτερο μέρος των επενδυτών εξωτερικού προέρχεται από την ΕΕ (62,1%) και τις ΗΠΑ (18,5%).

⁵³ Μειωμένη άντληση κεφαλαίων από τις χρηματιστηριακές αγορές παρατηρήθηκε διεθνώς, καθώς το μεγαλύτερο μέρος των επιχειρηματικών συμφωνιών χρηματοδοτήθηκε με δανεισμό (βλ. BIS, *Quarterly Review*, Ιούνιος 2007).

των τραπεζικών ομίλων σε ικανοποιητικά επίπεδα κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους (αύξηση των κερδών μετά από τους φόρους κατά 45,3%)⁵⁴ και τη συνεχή επέκταση των δραστηριοτήτων τους στο εξωτερικό, κυρίως στην περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, της Τουρκίας και της Αιγύπτου.

Σε θεσμικό επίπεδο, τον Ιούλιο του 2007 τέθηκε σε ισχύ ο νέος νόμος που αναφέρεται στις προϋποθέσεις διαφάνειας σχετικά με την πληροφόρηση για εκδότες κινητών αξιών οι οποίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά.⁵⁵ Οι διατάξεις του νόμου για τη διαφάνεια προβλέπουν μεταξύ άλλων ότι οι εκδότες κινητών αξιών, οι μέτοχοι, καθώς και τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που έχουν δικαίωμα ψήφου ή είναι κάτοχοι άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων που ενσωματώνουν δικαίωμα απόκτησης υφιστάμενων μετοχών μαζί με δικαίωμα ψήφου, υποχρεούνται να παρέχουν τακτική ροή στοιχείων για την καλύτερη και πιο διαφανή ενημέρωση του επενδυτικού κοινού.⁵⁶ Επίσης, την ίδια περίοδο άρχισε να επιτρέπεται η δημιουργία Κοινών Επενδυτικών Μεριδίων,⁵⁷ ενώ η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενέκρινε τη δυνατότητα να εισάγονται σε οργανωμένη αγορά τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (Exchange Traded Funds).⁵⁸ Τον Αύγουστο του 2007 εκδόθηκε ο Ν. 3606/2007, που ενσωματώνει στο εθνικό δίκαιο την Οδηγία 2004/39/EK για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων (MiFID).⁵⁹ Η Οδηγία αυτή καθορίζει ένα ολοκληρωμένο ρυθμιστικό πλαίσιο για τις επενδυτικές υπηρεσίες και τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων στην ΕΕ. Η παροχή επενδυτικών συμβουλών αναβαθμίζεται από παρεπόμενη σε κύρια υπηρεσία, ενώ εισάγεται η δημιουργία εναλλακτικών τόπων διενέργειας συναλλαγών για τα χρηματοπιστωτικά μέσα.⁶⁰ Επιπρόσθετα, με την εφαρμογή των διατάξεων της Οδηγίας ενισχύε-

ται η προστασία των επενδυτών, καθώς θεσπίζονται συγκεκριμένες απαιτήσεις διαφάνειας.⁶¹

Τέλος, στις αρχές Σεπτεμβρίου το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ενέκρινε, σύμφωνα με το άρθρο 29 του Ν. 3556/2007, τη λειτουργία νέας αγοράς στο Χρηματιστήριο Αθηνών με την επωνυμία “Εναλλακτική Αγορά”. Στην αγορά αυτή θα αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μετοχές εταιριών μικρού και μεσαίου μεγέθους, για την εισαγωγή των οποίων θα ισχύουν ελαστικότερα κριτήρια σε σχέση με εκείνα που ισχύουν για τις υπόλοιπες αγορές του ΧΑ.

54 Αναλυτικότερα για την κερδοφορία των ελληνικών εμπορικών τραπεζών βλ. Τμήμα 4 του παρόντος κεφαλαίου.

55 Ν. 3556/2007. Σκοπός του νόμου είναι η προσαρμογή της νομοθεσίας προς τις διατάξεις της Οδηγίας 2004/109/EK για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Στόχοι της εν λόγω Οδηγίας είναι η εξασφάλιση της εμπιστοσύνης του επενδυτή με την επίτευξη ισοδύναμου βαθμού διαφάνειας σε ολόκληρη την Κοινότητα και, μέσω αυτής, η ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς.

56 Ενδεικτικά αναφέρεται η υποχρέωση των βασικών μετόχων να ενημερώνουν την εταιρία στην οποία είναι μέτοχοι για τυχόν σημαντικές αλλαγές του ποσοστού των μετοχών που διακρατούν, η οποία με τη σειρά της οφείλει να ενημερώνει το επενδυτικό κοινό. Επίσης θεσπίζεται η υποχρέωση δημοσιοποίησης εξαμηνιαίας οικονομικής έκθεσης και τριμηνιαίων οικονομικών καταστάσεων, καθώς και η δυνατότητα δημοσίευσης μιας ενδιάμεσης ανακοίνωσης του διοικητικού συμβουλίου του εκδότη κατά το πρώτο και το δεύτερο εξάμηνο της οικονομικής χρήσης.

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

58 Το ενεργητικό αυτών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αναπαράγει τη σύνθεση χρηματιστηριακών δεικτών και τα μερίδιά τους αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές.

59 Markets in Financial Instruments Directive.

60 Με τον τρόπο αυτό δίνεται η δυνατότητα σε τράπεζες και εταιρίες επενδύσεων να διενεργούν συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα και εκτός οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών.

61 Ενδεικτικά αναφέρεται ότι οι εταιρίες επενδύσεων θα πρέπει να επιδιώκουν τη βέλτιστη εκτέλεση των εντολών για τους πελάτες τους, λαμβάνοντας υπόψη, εκτός από την τιμή εκτέλεσης της συναλλαγής, και άλλους παράγοντες, όπως π.χ. την ταχύτητα, το κόστος και την πιθανότητα εκτέλεσης και διακανονισμού της εντολής συναλλαγής.

4. Η σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος

4.1 Εισαγωγή

Οι δείκτες σταθερότητας του πιστωτικού συστήματος διατηρήθηκαν σε ικανοποιητικό επίπεδο κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007. Ειδικότερα, το επίπεδο του πιστωτικού κινδύνου εμφανίζεται να έχει υποχωρήσει, ενώ οι κίνδυνοι αγοράς και ρευστότητας παρέμειναν περιορισμένοι. Ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας, αν και μειώθηκε, γενικά διατηρήθηκε σε ικανοποιητικό επίπεδο, υψηλότερο του απαιτούμενου ελάχιστου ορίου. Επιπρόσθετα, ευνοϊκά αναμένεται να επιδράσει στον εν λόγω δείκτη η ολοκλήρωση των διαδικασιών αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου ορισμένων τραπεζών, οι οποίες κατέχουν σημαντικό μερίδιο αγοράς. Τα ανωτέρω δεδομένα, σε συνδυασμό με τη διατήρηση της αποδοτικότητας σε σχετικά υψηλό επίπεδο, εξακολουθούν να παρέχουν ικανοποιητικό περιθώριο για τη διασφάλιση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Επισημαίνεται όμως ότι ο υψηλότερος – σε σχέση με το μέσο όρο της ΕΕ – λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων των ελληνικών τραπεζών και η συνεχής επέκταση των δραστηριοτήτων τους στο εξωτερικό καθιστούν αναγκαία τόσο την αυξημένη επαγρύπνηση από την πλευρά τους κατά τη διαχείριση των τραπεζικών κινδύνων όσο και την περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου των δανείων.

4.2 Τραπεζικοί κίνδυνοι

4.2.1 Πιστωτικός κίνδυνος

Ο πιστωτικός κίνδυνος αποτελεί τη σημαντικότερη μορφή κινδύνου για το τραπεζικό σύστημα, καθώς το σύνολο των δανείων απο-

τελεί το 64,6% του ενεργητικού των ελληνικών τραπεζικών ομίλων, ενώ το σταθμισμένο ως προς τον πιστωτικό κίνδυνο ενεργητικό αποτελεί το 95,2% του συνολικού σταθμισμένου ενεργητικού τους. Για το λόγο αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος αποδίδει ιδιαίτερη σημασία όχι μόνο στην περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών και την αύξηση του ποσοστού κάλυψης των καθυστερήσεων με προβλέψεις,⁶² αλλά και στην αύξηση της αποτελεσματικότητας του συστήματος διαχείρισης κινδύνων και τη βελτίωση των μεθόδων υπολογισμού των προβλέψεων.

Το πρώτο εξάμηνο του 2007 παρατηρήθηκε βελτίωση του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων των ελληνικών εμπορικών τραπεζών, ο οποίος ωστόσο παρέμεινε σε υψηλό επίπεδο (Ιούνιος 2007: 5,1%, Δεκέμβριος 2006: 5,4% – βλ. Διάγραμμα III.13). Επιπλέον, μειώθηκε το ποσοστό κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από προβλέψεις (Ιούνιος 2007: 58,1%, Δεκέμβριος 2006: 61,8%), ενώ αυξήθηκε ο λόγος των καθαρών καθυστερήσεων⁶³ προς τα εποπτικά ίδια κεφάλαια (Ιούνιος 2007: 17,2%, Δεκέμβριος 2006: 15,4% – βλ. Διάγραμμα III.14). Ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση και το ποσοστό κάλυψης από προβλέψεις των δανείων σε καθυστέρηση διαμορφώνονται σε δυσμενέστερα επίπεδα για τις ελληνικές εμπορικές τράπεζες από ό,τι για τις (μεσαίου μεγέθους) τράπεζες της ΕΕ-25 (Δεκέμβριος 2005: 2,9% και 68,9% αντίστοιχα),⁶⁴ ενώ ο λόγος των καθαρών καθυστερήσεων προς τα εποπτικά

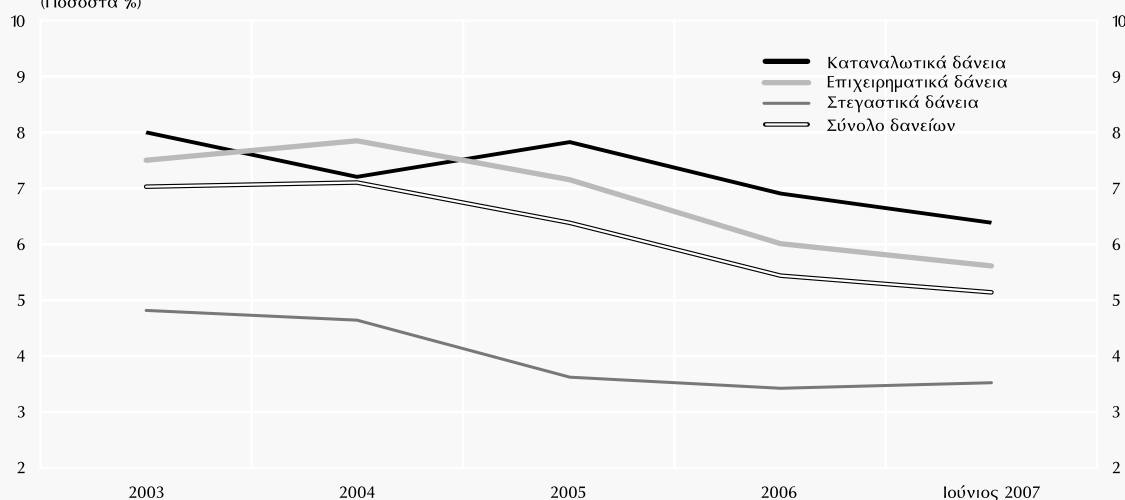
⁶² Τα συγκεκριμένα μέτρα αναλύονται διεξοδικά στην Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006.

⁶³ Οι καθαρές καθυστερήσεις ορίζονται ως το σύνολο των δανείων που βρίσκονται σε καθυστέρηση άνω των 90 ημερών μειωμένο κατά τις σωρευμένες προβλέψεις.

⁶⁴ ΕΚΤ, *Financial Stability Review*, Δεκέμβριος 2006. Επισημαίνεται ότι, λόγω διαφορών ως προς το ρυθμιστικό πλαίσιο και τις πρακτικές των επιμέρους χωρών, τα στοιχεία για την ποιότητα του χαρτοφυλακίου και την επάρκεια των προβλέψεων δεν είναι απολύτως συγκρίσιμα.

Διάγραμμα III.13

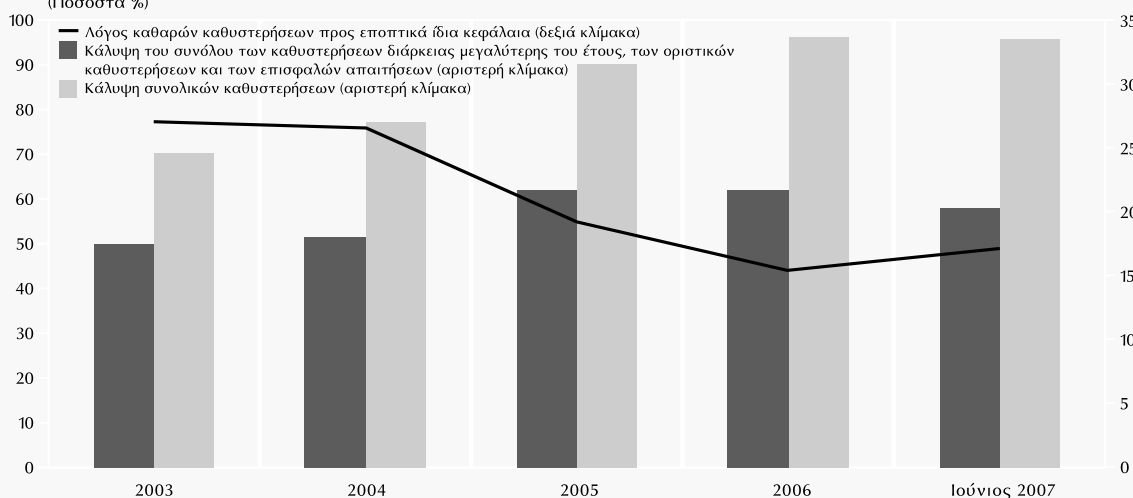
Εξέλιξη του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων, κατά κατηγορία δανείων των ελληνικών εμπορικών τραπεζών (Ποσοστά %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα III.14

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



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

ίδια κεφάλαια είναι οριακά καλύτερος (ΕΕ-25, Δεκέμβριος 2005: 17,8%).

Σε ό,τι αφορά τη συγκέντρωση των κινδύνων, ο λόγος των καθαρών μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων των ελληνικών τραπεζικών ομίλων προς το υπερβάλλον κεφάλαιο (excess capital)⁶⁵

⁶⁵ Το υπερβάλλον κεφάλαιο είναι το επιπλέον του ελάχιστου αποδεκτού ύψους των εποπτικών κεφαλαίων (8%). Συνεπώς, ο λόγος των καθαρών μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων (δηλαδή των μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων προς επιχειρήσεις ή ομίλους τα οποία υπερβαίνουν αθροιστικά το 10% των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων μείον τις εξασφαλίσεις) προς το υπερβάλλον κεφάλαιο παρέχει ένδειξη κατά πόσον τα ανοίγματα αυτά υπερβαίνουν τα αποθεματικά των τραπεζικών ομίλων πέραν των ελάχιστων απαιτούμενων.

αυξήθηκε σε 2,9 το πρώτο εξάμηνο του 2007 από 1,5 στο τέλος του 2006, ενώ σε ορισμένους ομίλους ο δείκτης αυτός είναι σημαντικά υψηλότερος.

Σημειώνεται ότι στη ζώνη του ευρώ, λόγω της ανάπτυξης της τιτλοποίησης δανείων και των άλλων προϊόντων μετάθεσης κινδύνου, και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εκτός από τις τράπεζες μπορούν να αναλαμβάνουν πιστωτικό κίνδυνο. Στην Ελλάδα όμως, η έκταση του φαινομένου αυτού είναι περιορισμένη.

4.2.1.1 Πιστωτικός κίνδυνος από δάνεια προς νοικοκυριά

Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007 βελτίωση εμφάνισε η ποιότητα του χαρτοφυλακίου των δανείων προς τα νοικοκυριά, παρά το ότι ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά, αν και επιβραδύνθηκε, διατηρείται σε υψηλό επίπεδο, τόσο στα στεγαστικά δάνεια (Ιούνιος 2007: 24,5%, Ιούνιος 2006: 32,3%) όσο και στα καταναλωτικά (Ιούνιος 2007: 22,2%, Ιούνιος 2006: 25,9%).⁶⁶ Ειδικότερα, παρατηρήθηκε μείωση του λόγου των καταναλωτικών δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των καταναλωτικών δανείων (Ιούνιος 2007: 6,4%, Δεκέμβριος 2006: 6,9%), ενώ αυξήθηκε οριακά ο αντίστοιχος λόγος για τα στεγαστικά δάνεια (Ιούνιος 2007: 3,5%, Δεκέμβριος 2006: 3,4%). Αξιοσημείωτη εξέλιξη αποτελεί η αύξηση των στεγαστικών δανείων που έχουν συναφθεί σε ξένο νόμισμα (κυρίως σε ελβετικά φράγκα) ως ποσοστό του συνόλου των στεγαστικών δανείων (Ιούνιος 2007: 5,2%, Δεκέμβριος 2006: 1,7%). Τα δάνεια αυτά ενέχουν, πέραν του πιστωτικού, και συναλλαγματικό κίνδυνο. Για το λόγο αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος δίνει ιδιαίτερη έμφαση στην ενημέρωση που πρέπει να παρέχουν οι τράπεζες στους πελάτες τους σχετικά με τους κινδύνους που συνεπάγεται ο δανεισμός σε ξένο νόμισμα.

4.2.1.2 Πιστωτικός κίνδυνος από δάνεια προς επιχειρήσεις

Ο λόγος των επιχειρηματικών δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των επιχειρηματικών δανείων βελτιώθηκε περαιτέρω το πρώτο εξάμηνο του 2007 (Ιούνιος 2007: 5,6%, Δεκέμβριος 2006: 6%). Η εξέλιξη αυτή σημειώθηκε σε περιβάλλον που χαρακτηριζόταν από θετικές επιχειρηματικές προσδοκίες⁶⁷ αλλά και διατήρηση σε ικανοποιητικό επίπεδο της κερδοφορίας των επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ.⁶⁸ Τα στοιχεία οικονομικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων που συγκεντρώνει η "Τειρεσίας Α.Ε." και συνδέονται με τον πιστωτικό κίνδυνο των τραπεζών⁶⁹ παρέχουν επίσης θετικές ενδείξεις, καθώς την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουνίου 2007 παρατηρήθηκε μείωση τόσο της αξίας των ακάλυπτων επιταγών (-17% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006) όσο και του αριθμού αιτήσεων πτώχευσης (-13%), ενώ σχεδόν αμετάβλητη παρέμεινε η αξία των απλήρωτων συναλλαγματικών. Αύξηση (15%) εμφάνισε μόνο η αξία των διαταγών πληρωμής.

4.2.2 Κίνδυνοι αγοράς και ρευστότητας

Κατά την υπό εξέταση περίοδο, μικρή αύξηση παρατηρήθηκε στο γενικό κίνδυνο επενδυτικής θέσης και μεταβολής συναλλαγματικών ισοτιμιών, όπως προκύπτει από τα εσωτερικά υποδείγματα μέτρησης δυνητικής ζημίας (Value-at-

⁶⁶ Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής, οι οποίοι υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη τα δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί και οι διαγραφές δανείων.

⁶⁷ Βλ. IOBE, Έρευνες Οικονομικής Συγκυρίας, Ιούλιος 2007.

⁶⁸ Για τα κέρδη των εταιριών του μη χρηματοπιστωτικού τομέα με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ, βλ. Τμήμα 3.2 του παρόντος κεφαλαίου.

⁶⁹ Σημειώνεται ωστόσο ότι τα στοιχεία αυτά εμφανίζουν κατά κανόνα μεγάλη μεταβλητότητα και πρέπει να ερμηνεύονται με προσοχή.

Risk) ορισμένων τραπεζών.⁷⁰ Η αύξηση αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αύξηση της επενδυτικής τους θέσης, ιδίως σε μετοχικούς τίτλους, καθώς η μεταβλητότητα των τιμών στις αγορές κεφαλαίων, με εξαίρεση μια βραχύβια αύξησή της στο τέλος Φεβρουαρίου του 2007, παραμένει σε χαμηλό επίπεδο. Ωστόσο, το σταθμισμένο ως προς τον κίνδυνο αγοράς ενεργητικό των ελληνικών τραπεζικών ομίλων παρέμεινε και κατά την εξεταζόμενη περίοδο μικρό ως ποσοστό του συνολικού σταθμισμένου ενεργητικού (4,8%), διατηρούμενο χαμηλότερο του αντίστοιχου ποσοστού της ΕΕ-25 (Δεκέμβριος 2005: 7,5%).

Όσον αφορά τον κίνδυνο ρευστότητας, οι δείκτες ρευστών διαθεσίμων (Ιούνιος 2007: 22,3%, Δεκέμβριος 2006: 24%)⁷¹ και ασυμφωνίας ληκτότητας απαιτήσεων-υποχρεώσεων (σχεδόν αμετάβλητος στο 0,7%)⁷² παραμένουν σε ικανοποιητικό επίπεδο σε σχέση με τα ελάχιστα απαιτούμενα όρια του 20% και -20% αντίστοιχα.⁷³ Εκτός από την παρακολούθηση των ποσοτικών δεικτών, οι τράπεζες οφείλουν να τηρούν τις βασικές αρχές διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας⁷⁴ και να διενεργούν ασκήσεις προσομοίωσης καταστάσεων κρίσης (stress testing), εφαρμόζοντας διάφορα σενάρια (όπως π.χ. απόσυρσης καταθέσεων πελατών, διακοπής ορίων διατραπεζικού δανεισμού, μείωσης αξίας ρευστοποιήσιμων στοιχείων). Παράλληλα, μικρή αύξηση παρατηρήθηκε στο λόγο χορηγήσεων προς καταθέσεις (Ιούνιος 2007: 101,8%, Δεκέμβριος 2006: 99,4%), ενώ αυξήθηκε ο συνολικός καθαρός διατραπεζικός δανεισμός ως ποσοστό του ενεργητικού των τραπεζών (Ιούνιος 2007: 5,8%, Δεκέμβριος 2006: 4,9%).

Η επίδραση που έχουν στο κόστος άντλησης κεφαλαίων και στη ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών οι πρόσφατες αρνητικές εξελίξεις

στην αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής φερεγγυότητας στις ΗΠΑ εκτιμάται ότι είναι οριακή. Οι ελληνικές τράπεζες δεν έχουν άμεση έκθεση σε προϊόντα που σχετίζονται με την αγορά αυτή, ενώ και η έμμεση έκθεσή τους είναι περιορισμένη. Ωστόσο, οι συνθήκες που επικρατούν στις διεθνείς αγορές υπαγορεύουν αυξημένη εγρήγορση από την πλευρά των τραπεζών.

4.3 Αποδοτικότητα και κεφαλαιακή επάρκεια

Η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών και των ομίλων τους αποτελούν τους βασικούς παράγοντες που προσδιορίζουν τη δυνατότητά τους να απορροφούν χωρίς κλυδωνισμούς πιθανές δυσμενείς εξελίξεις στο οικονομικό περιβάλλον. Η αποδοτικότητα των ελληνικών τραπεζικών ομίλων με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) διατηρήθηκε σε υψηλό επίπεδο και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007. Σ' αυτήν την εξέλιξη σημαντική συμβολή είχαν τα έσοδα από τις δραστηριότητες των ελληνικών τραπεζικών ομίλων στο εξωτερικό και κυρίως στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και την Τουρκία. Αντίστοιχα με τους ομίλους, αλλά σε μικρότερο βαθμό, θετική μεταβολή εμφάνισε η αποδοτικότητα των τραπεζών. Μείωση εμφάνισε κατά την υπό εξέταση περίοδο ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζικών ομίλων, παραμένοντας ωστόσο σε ικανοποιητικό επίπεδο.

⁷⁰ Τα υποδείγματα αυτά έχουν εγκριθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων.

⁷¹ Λόγος των ρευστών και άμεσα ρευστοποιήσιμων διαθέσιμων στοιχείων του ενεργητικού με ληκτότητα μέχρι 30 ημέρες προς το σύνολο των δανειακών κεφαλαίων με ληκτότητα μέχρι ένα έτος.

⁷² Λόγος της διαφοράς μεταξύ των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων με ληκτότητα μέχρι 30 ημέρες προς το σύνολο των δανειακών κεφαλαίων με ληκτότητα μέχρι ένα έτος.

⁷³ Εκτιμάται ότι έχει υπάρξει μικρή πτώση των δεικτών λόγω των πρόσφατων εξελίξεων στην αμερικανική αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής φερεγγυότητας.

⁷⁴ Αναλυτικά βλ. ΠΔ/ΤΕ 2560/1.4.2005, Παράρτημα II.

4.3.1 Αποδοτικότητα

Το πρώτο εξάμηνο του 2007 τα κέρδη (μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας) των ελληνικών τραπεζικών ομίλων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ αυξήθηκαν κατά 45,3% (Ιανουάριος-Ιούνιος 2007: 2.488 εκατ. ευρώ, Ιανουάριος-Ιούνιος 2006: 1.712 εκατ. ευρώ), κυρίως λόγω της σημαντικής αύξησης των καθαρών εσόδων από τόκους και προμήθειες, αλλά και των σημαντικών μη επαναλαμβανόμενων κερδών από τη ρευστοποίηση συμμετοχών. Παράλληλα, βελτιώθηκε, σε μικρότερο όμως βαθμό, τόσο η μετά από φόρους αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (Ιανουάριος-Ιούνιος 2007: 22,7%, Ιανουάριος-Ιούνιος 2006: 21,3%) όσο και η αποδοτικότητα του ενεργητικού (Ιανουάριος-Ιούνιος 2007: 1,7%, Ιανουάριος-Ιούνιος 2006: 1,5%). Επίσης, η αποδοτικότητα του σταθμισμένου με βάση τον κίνδυνο ενεργητικού αυξήθηκε το πρώτο εξάμηνο του 2007 σε 2,8%, από 2,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2006, και διαμορφώθηκε σε σημαντικά υψηλότερο επίπεδο σε σύγκριση με τους μεγάλου μεγέθους τραπεζικούς ομίλους των χωρών της ζώνης του ευρώ (Δεκέμβριος 2006: 1,5%).⁷⁵

Στην άνοδο της κερδοφορίας των τραπεζικών ομίλων συνέβαλε σε μεγάλο βαθμό η αύξηση (κατά 27,8%) των καθαρών εσόδων από τόκους, τα οποία αποτελούν τα 2/3 περίπου του συνόλου των εσόδων.⁷⁶ Τα καθαρά έσοδα από τόκους και το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο⁷⁷ (Ιανουάριος-Ιούνιος 2007: 3,1%, Ιανουάριος-Ιούνιος 2006: 3,0%) ενισχύθηκαν αφενός μεν από τη διατήρηση του υψηλού ρυθμού πιστωτικής επέκτασης στην εγχώρια αγορά, με έμφαση στα νοικοκυριά και τις μικρού και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις, αφετέρου δε από τη διεύρυνση του χαρτοφυλακίου δανείων των ελληνικών τραπεζών στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και την Τουρκία τόσο μέσω εξαγορών

όσο και μέσω οργανικής ανάπτυξης (τα ανωτέρω δάνεια αποτελούν πλέον το 9,7% των συνολικών χορηγήσεων των ελληνικών τραπεζικών ομίλων). Οι ίδιοι παράγοντες συνετέλεσαν και στη σημαντική αύξηση, κατά 23%, των καθαρών εσόδων από προμήθειες. Τα έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις και από το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο αυξήθηκαν κατά 67%, κυρίως επειδή ορισμένοι τραπεζικοί όμιλοι κατέγραψαν μη επαναλαμβανόμενα κέρδη από τη ρευστοποίηση συμμετοχών τους,⁷⁸ ενώ τα έσοδα από λοιπές εργασίες αυξήθηκαν κατά 10,1%. Τα ανωτέρω είχαν ως αποτέλεσμα την ενίσχυση των λειτουργικών εσόδων κατά 29,0%. Επισημαίνεται ότι οι δραστηριότητες στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και την Τουρκία συνέβαλαν το πρώτο εξάμηνο του 2007 κατά 11% περίπου στα συνολικά κέρδη (πριν από φόρους) των τραπεζικών ομίλων.

Η αύξηση των λειτουργικών εξόδων (25,5%) (η οποία οφείλεται κυρίως στην επέκταση των δραστηριοτήτων των ελληνικών τραπεζικών ομίλων στο εξωτερικό) με ρυθμό βραδύτερο από εκείνον των λειτουργικών εσόδων είχε ως αποτέλεσμα τη βελτίωση του δείκτη αποτελεσματικότητας των τραπεζικών ομίλων (λειτουργικά έξοδα προς λειτουργικά έσοδα – Ιανουάριος-Ιούνιος 2007: 49%, Ιανουάριος-Ιούνιος 2006: 50,6%). Αναλυτικότερα, οι δαπάνες προσωπικού αυξήθηκαν κατά 24,7%,⁷⁹ τα διοικητικά έξοδα κατά 26,8% και οι αποσβέσεις κατά 24,5%.

⁷⁵ EKT, *Financial Stability Review*, Ιούνιος 2007.

⁷⁶ Ιανουάριος-Ιούνιος 2007: 65,1%, Ιανουάριος-Ιούνιος 2006: 65,8%.

⁷⁷ Το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο υπολογίζεται ως ο λόγος των καθαρών εσόδων από τόκους προς το μέσο ύψος του ενεργητικού.

⁷⁸ Σημαντικά μη επαναλαμβανόμενα κέρδη είχαν πραγματοποιηθεί και το πρώτο εξάμηνο του 2006.

⁷⁹ Επισημαίνεται ότι οι δαπάνες προσωπικού έχουν επιβαρυνθεί και από την εφαρμογή της νέας συλλογικής σύμβασης εργασίας.

Τέλος, οι προβλέψεις χρήσεως⁸⁰ οι οποίες αποσκοπούν στην κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου αυξήθηκαν κατά 11%. Αξίζει ακόμη να σημειωθεί ότι οι προβλέψεις, αν και αυξήθηκαν ως απόλυτο μέγεθος, μειώθηκαν ως ποσοστό των λειτουργικών εσόδων (Ιανουάριος-Ιούνιος 2007: 10,3%, Ιανουάριος-Ιούνιος 2006: 12%), αντανakλώντας τις επιπτώσεις της εφαρμογής των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ) και τον υψηλό ρυθμό μεγέθυνσης των λειτουργικών εσόδων.

Θετική εικόνα εμφανίζεται και σε επίπεδο τραπεζών, όπου τα κέρδη μετά από φόρους αυξήθηκαν κατά 28,2%, ενώ μειώθηκε η μετά από φόρους αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (Ιανουάριος-Ιούνιος 2007: 20,1%, Ιανουάριος-Ιούνιος 2006: 21,7%).⁸¹ Αντίθετα, η αποδοτικότητα του ενεργητικού αυξήθηκε (Ιανουάριος-Ιούνιος 2007: 1,3%, Ιανουάριος-Ιούνιος 2006: 1,2%). Σχετικά περιορισμένη ήταν η αύξηση των λειτουργικών εσόδων (14,7%), κυρίως επειδή επιβραδύνθηκε η αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους (12,9%), ενώ τα έσοδα από τις λοιπές δραστηριότητες εμφάνισαν άνοδο κατά 18,9%. Επιπρόσθετα, το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο υποχώρησε (Ιανουάριος-Ιούνιος 2007: 2,6%, Ιανουάριος-Ιούνιος 2006: 2,8%), αντανakλώντας τον αυξανόμενο ανταγωνισμό στις χορηγήσεις δανείων και τη σταδιακή στροφή των καταθετών προς τις καταθέσεις προθεσμίας, οι οποίες έχουν υψηλότερο επιτόκιο.

Ελαφρά χαμηλότερος των λειτουργικών εσόδων ήταν ο ρυθμός αύξησης των λειτουργικών εξόδων των τραπεζών (14,1%), όπου οι δαπάνες προσωπικού αυξήθηκαν κατά 16,3% και τα διοικητικά έξοδα κατά 13,7%, εξελίξεις που ως ένα βαθμό συνδέονται με την επέκταση των τραπεζών σε νέες αγορές του εξωτερικού. Έτσι, ο δείκτης αποτελεσματικότητας εμφάνισε οριακή βελτίωση (Ιανουάριος-Ιούνιος 2007:

47,7%, Ιανουάριος-Ιούνιος 2006: 48%). Όσον αφορά την πολιτική προβλέψεων, οι προβλέψεις χρήσεως αυξήθηκαν ελαφρά σε απόλυτους όρους (4,1%), ενώ μειώθηκαν ως ποσοστό των λειτουργικών εσόδων (Ιανουάριος-Ιούνιος 2007: 12,2%, Ιανουάριος-Ιούνιος 2006: 13,4%).

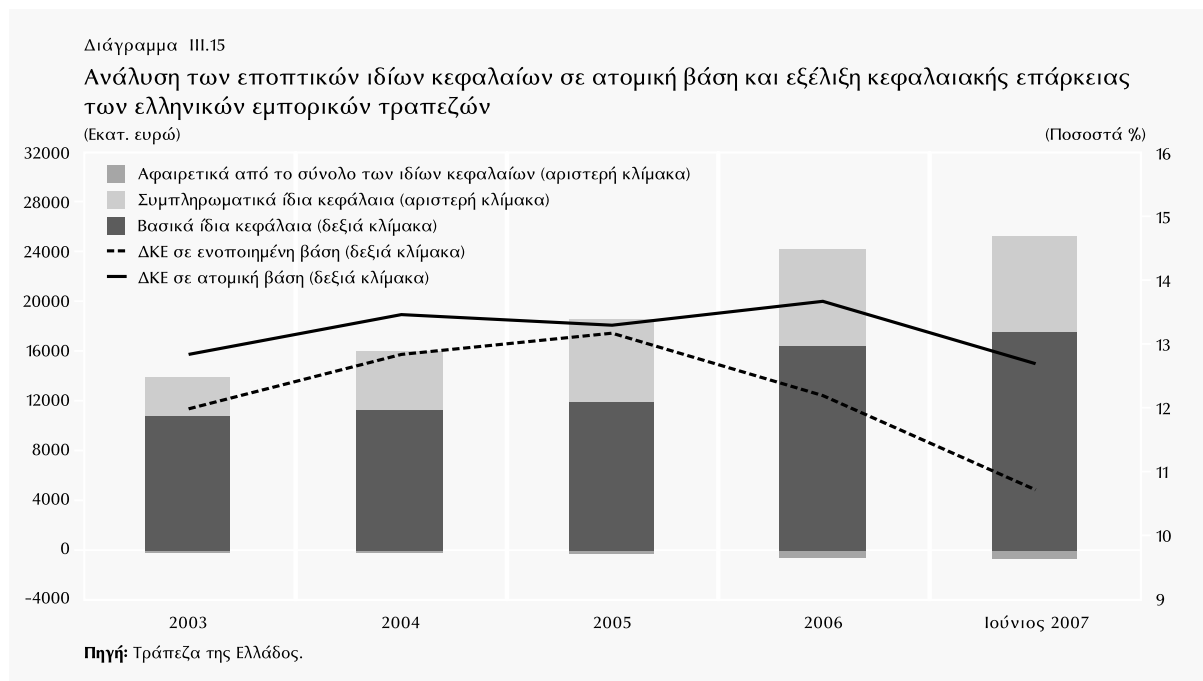
4.3.2 Κεφαλαιακή επάρκεια

Ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζικών ομίλων υποχώρησε κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007, παραμένοντας όμως σε ικανοποιητικό επίπεδο. Η υποχώρηση αυτή αποδίδεται κυρίως σε δύο παράγοντες: πρώτον, στην αύξηση του σταθμισμένου για τον πιστωτικό κίνδυνο ενεργητικού λόγω της συνεχιζόμενης ταχείας πιστωτικής επέκτασης, και, δεύτερον, στην επίπτωση που είχε στα εποπτικά ίδια κεφάλαια των τραπεζικών ομίλων η αφαίρεση της υπεραξίας που προέκυψε από την πραγματοποίηση εξαγορών στο εξωτερικό.⁸² Ωστόσο, κατά το δίμηνο Αυγούστου-Σεπτεμβρίου ορισμένες τράπεζες που κατέχουν σημαντικό μερίδιο αγοράς ολοκλήρωσαν τις διαδικασίες αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου, γεγονός που θα έχει ευνοϊκή επίδραση στη διαμόρφωση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας. Αναλυτικότερα, σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων, ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας (ΔΚΕ) και ο Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων (ΔΒΚ) διαμορφώθηκαν τον Ιούνιο του 2007 σε 10,7% (έναντι ελάχιστου απαιτούμενου ορίου 8%) και 8,5% αντίστοιχα, εμφανίζοντας

⁸⁰ Ο λογαριασμός “προβλέψεις χρήσεως” αντικαταστάθηκε με το λογαριασμό “ζημιές απομείωσης”, σύμφωνα με την ορολογία των ΔΠΧΠ.

⁸¹ Η μείωση αυτή οφείλεται στη σημαντική αύξηση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων.

⁸² Ως υπεραξία (goodwill) κατά την εξαγορά εταιριών θεωρείται η διαφορά μεταξύ του τιμήματος που καταβάλλει η εξαγοράζουσα εταιρία και της λογιστικής αξίας της καθαρής θέσης της εταιρίας που εξαγοράζεται. Η διαφορά αυτή αφαιρείται από τα εποπτικά ίδια κεφάλαια των τραπεζών κατά τον υπολογισμό των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας.



μείωση σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2006 (ΔΚΕ: 12,2%, ΔΒΚ: 9,9% – βλ. Διάγραμμα III.15).⁸³ Παράλληλα, αύξηση κατά 12,7% εμφάνισε το σταθμισμένο για τον πιστωτικό κίνδυνο ενεργητικό⁸⁴ των ελληνικών τραπεζικών ομίλων στο τέλος του πρώτου εξαμήνου του 2007 σε σύγκριση με το τέλος του 2006.

Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας υποχώρησαν και σε επίπεδο τραπεζών (ΔΚΕ: Ιούνιος 2007: 12,7%, Δεκέμβριος 2006: 13,7%, ΔΒΚ: Ιούνιος 2007: 9%, Δεκέμβριος 2006: 9,5%), σε μικρότερο όμως βαθμό από ό,τι σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων. Η προαναφερθείσα μείωση αποδίδεται στο ότι το σταθμισμένο ως προς τον κίνδυνο ενεργητικό αυξήθηκε ταχύτερα (12,7%) από τα εποπτικά ίδια κεφάλαια (5%) κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007.

Όσον αφορά τις επιπτώσεις στην κεφαλαιακή επάρκεια από την επικείμενη εφαρμογή των διατάξεων του νέου πλαισίου “Βασιλεία II”, μετά και την ενσωμάτωσή τους στην εγχώρια νομοθεσία,⁸⁵ εκτιμάται ότι, λόγω της μεγαλύτε-

ρης ευαισθησίας του νέου πλαισίου στον πιστωτικό κίνδυνο, οι συνολικές κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις ελληνικές τράπεζες θα αυξηθούν, αν δεν μειωθούν περαιτέρω τα δάνεια σε καθυστέρηση (τα οποία θα σταθμίζονται με υψηλότερους συντελεστές) και αν δεν βελτιωθεί η μέση ποιότητα του ενήμερου χαρτοφυλακίου τους. Αυτό θα συμβεί και λόγω της υιοθέτησης για πρώτη φορά κεφαλαιακών απαιτήσεων για το λειτουργικό κίνδυνο, οι οποίες δεν θα αντισταθμιστούν πλήρως από τη μείωση των κεφαλαιακών απαιτήσεων για τον πιστωτικό κίνδυνο.⁸⁶ Επίσης, με βάση τον “Πυλώνα 2”

⁸³ Η εξέλιξη αυτή οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη μείωση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων της Εθνικής Τράπεζας λόγω της αφαίρεσης της υπεραξίας που προέκυψε από την ολοκλήρωση της εξαγοράς της Finansbank τον Ιανουάριο του 2007.

⁸⁴ Η εκτίμηση του σταθμισμένου για τον πιστωτικό κίνδυνο ενεργητικού (Risk-Weighted Assets for Credit Risk) πραγματοποιείται για τον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας και προκύπτει από τη στάθμιση των επιμέρους στοιχείων του ενεργητικού με συντελεστές οι οποίοι προσδιορίζονται βάσει του πιστωτικού κινδύνου που ενέχουν τα εν λόγω στοιχεία ενεργητικού.

⁸⁵ Βλ. Τμήμα 4.4 του παρόντος κεφαλαίου.

⁸⁶ Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση, Κεφ. 4, Οκτώβριος 2006.

του νέου πλαισίου, κατά την αξιολόγηση της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων θα συνεκτιμάται το ύψος και η διατηρησιμότητα της κερδοφορίας τους.

4.4 Εξελίξεις στο εγχώριο θεσμικό πλαίσιο

Με τον Ν. 3601/1.8.2007 ενσωματώθηκαν στην ελληνική τραπεζική νομοθεσία οι γενικές διατάξεις των Οδηγιών του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου υπ. αριθ. 2006/48/ΕΚ, σχετικά με την ανάληψη και άσκηση δραστηριότητας από τα πιστωτικά ιδρύματα, και 2006/49/ΕΚ για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των εταιριών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) και των πιστωτικών ιδρυμάτων. Παράλληλα, με το νόμο αυτό αντικαταστάθηκαν και αναθεωρήθηκαν διατάξεις της τραπεζικής νομοθεσίας (Ν. 5076/1931, 1665/1951, 2076/1992, Π.Δ. 267/1995), αφού λήφθηκαν υπόψη οι εξελίξεις στις αγορές και η αποκτηθείσα μέχρι σήμερα εμπειρία. Εξάλλου, η συγκέντρωση των σχετικών διατάξεων σε ενιαίο κείμενο νόμου ενισχύει την ασφάλεια δικαίου, καθώς διευκολύνει το έργο των εποπτευομένων και των εποπτικών αρχών.

Παράλληλα, με τις ΠΔ/ΤΕ 2587, 2588, 2589, 2590, 2591, 2592, 2593, 2594, 2595 και 2596/20.8.2007⁸⁷ ενσωματώνονται οι εξειδικευμένες διατάξεις των ανωτέρω Οδηγιών που αφορούν τα πιστωτικά ιδρύματα, σύμφωνα με εξουσιοδότηση που παρέχεται από τον προαναφερθέντα νόμο. Το νέο αυτό πλαίσιο, γνωστό και ως “Βασιλεία II”, καθιερώνει τους ακόλουθους τρεις θεμελιώδεις άξονες εποπτείας, ή “Πυλώνες”:

“Πυλώνας 1”:⁸⁸ Θεσπίζονται νέες μέθοδοι προσδιορισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων έναντι των κινδύνων που τα πιστωτικά ιδρύματα, κατά κανόνα, αντιμετωπίζουν κατά την

άσκηση των δραστηριοτήτων τους και καθιερώνονται για πρώτη φορά κεφαλαιακές απαιτήσεις και για το λειτουργικό κίνδυνο.⁸⁹ Γενικό χαρακτηριστικό του νέου πλαισίου είναι η μεγαλύτερη ευαισθησία των κεφαλαιακών απαιτήσεων έναντι του αναλαμβανόμενου πιστωτικού κινδύνου, ενώ παρέχονται στις τράπεζες εναλλακτικές προσεγγίσεις για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων (όπως η τυποποιημένη προσέγγιση και η προσέγγιση των εσωτερικών διαβαθμίσεων).

“Πυλώνας 2”:⁹⁰ Καθορίζονται οι αρχές, η διαδικασία και τα κριτήρια με τα οποία κατ’ αρχήν τα ίδια τα πιστωτικά ιδρύματα και κατ’ ακολουθίαν η εποπτική αρχή (Τράπεζα της Ελλάδος) αξιολογούν την επάρκεια των κεφαλαίων και των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων κάθε πιστωτικού ιδρύματος χωριστά σε σχέση με τους πάσης φύσεως κινδύνους στους οποίους αυτό εκτίθεται ή ενδέχεται να εκτεθεί, πέρα από εκείνους που αντιμετωπίζονται στον “Πυλώνα 1”.

“Πυλώνας 3”:⁹¹ Καθιερώνονται υποχρεώσεις δημοσιοποίησης στοιχείων για την ενίσχυση της διαφάνειας και της πειθαρχίας της αγοράς, ώστε να δίνεται στους ενδιαφερομένους η δυνατότητα σύγκρισης τόσο της πολιτικής διαχείρισης κινδύνων και της κεφαλαιακής και οργανωτικής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων (έτσι δημιουργείται κίνητρο για τη βελτίωσή τους) όσο και των μεθόδων και πρακτικών που εφαρμόζουν οι εποπτικές αρχές.

⁸⁷ Βλ. αναλυτικότερα το σχετικό δελτίο τύπου στο δικτυακό τόπο της Τράπεζας της Ελλάδος.

⁸⁸ ΠΔ/ΤΕ 2588, 2589, 2590, 2591, 2593 και 2594/20.8.2007.

⁸⁹ Λειτουργικός κίνδυνος: ο κίνδυνος επέλευσης ζημιών οφειλόμενων είτε στην ανεπάρκεια ή στην αστοχία εσωτερικών διαδικασιών, φυσικών προσώπων και συστημάτων είτε σε εξωτερικά γεγονότα, ο οποίος περιλαμβάνει και το νομικό κίνδυνο (Ν. 3601/1.8.2007, άρθρο 2).

⁹⁰ ΠΔ/ΤΕ 2595/20.8.2007.

⁹¹ ΠΔ/ΤΕ 2592/20.8.2007.

IV. Οι μακροοικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στην Ελλάδα

1. Εξελίξεις, προοπτικές και προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού

1.1 Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές του πληθωρισμού για ολόκληρο το έτος

Τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007 ο πληθωρισμός στην Ελλάδα υποχώρησε αισθητά σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ – βλ. Διάγραμμα IV.1) ήταν 2,7% τον Αύγουστο και εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε στο 2,7% και το τρίτο τρίμηνο, έναντι 3,2% το τελευταίο και 3,5% το τρίτο τρίμηνο του 2006. Η υποχώρηση αυτή αντανακλά κυρίως τη μείωση των τιμών των καυσίμων (από τον Αύγουστο του 2006 έως και τον Ιανουάριο του 2007) και γενικότερα του εισαγόμενου πληθωρισμού, καθώς και την επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής.¹

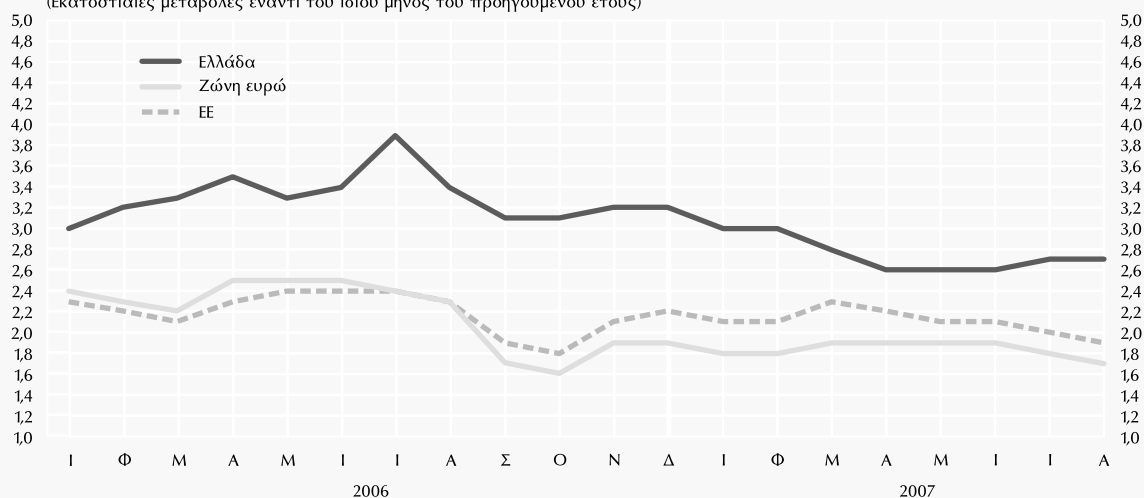
Αντίθετα, ο πυρήνας του πληθωρισμού, όπως μετρείται με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, παρουσίαζε ανοδική τάση ήδη από το Σεπτέμβριο του 2006, η οποία συνεχίστηκε τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους. Από το Μάρτιο έως τον Ιούνιο ο πυρήνας εμφάνισε υποχώρηση, αλλά τον Ιού-

¹ Στο οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου εφέτος, το μέσο ετήσιο επίπεδο του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) ήταν 2,8% (έναντι 3,4% την αντίστοιχη περυσινή περίοδο), ενώ του πυρήνα του πληθωρισμού ήταν 3,4% (έναντι 2,7% την αντίστοιχη περυσινή περίοδο). Όπως αναφέρθηκε, μείωση (κατά 2,0%) εμφάνισαν οι τιμές της ενέργειας (έναντι αύξησης κατά 13,7% την αντίστοιχη περυσινή περίοδο) και επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου οι τιμές των επεξεργασμένων ειδών διατροφής (στο 3,9% από 4,8%). Αντίθετα, επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου (στο 1,8% από 1,0%) εμφάνισαν οι τιμές των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής (που περιλαμβάνουν και τα νωπά οπωροκηπευτικά), οι τιμές των βιομηχανικών αγαθών εκτός ειδών διατροφής και ενέργειας (στο 2,4% από 1,4%) και οι τιμές των υπηρεσιών (στο 3,8% από 3,0%).

Διάγραμμα IV.1

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

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)

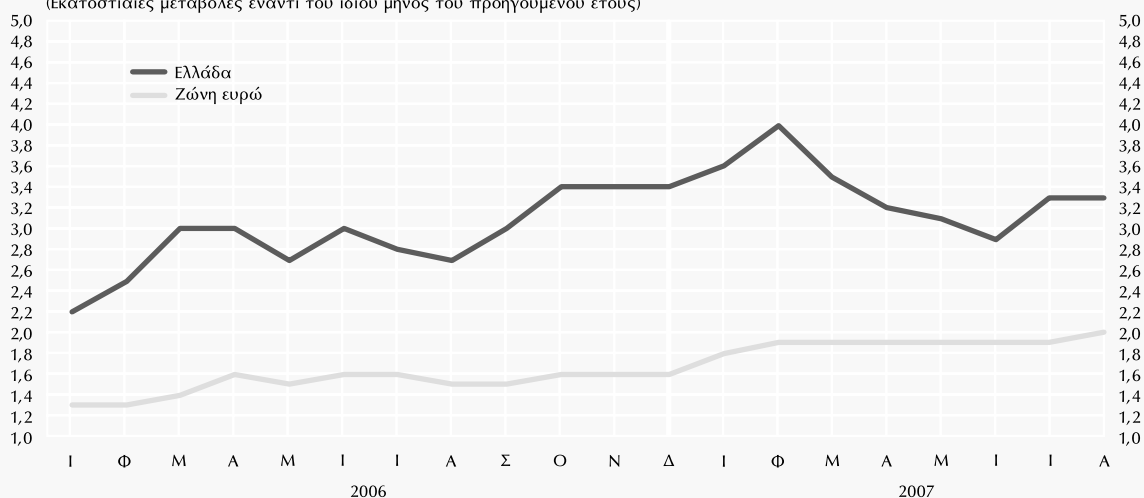


Πηγές: ΕΣΥΕ και Eurostat.

Διάγραμμα IV.2

Ο πυρήνας του πληθωρισμού στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής (Ιανουάριος 2006 – Αύγουστος 2007)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



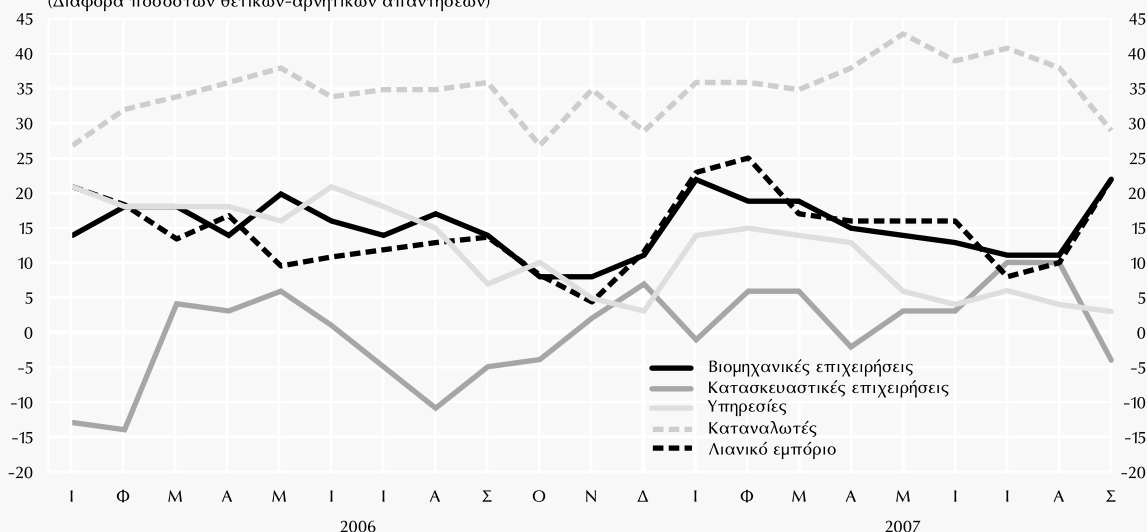
Πηγές: ΕΣΥΕ και Eurostat.

λιο και τον Αύγουστο αυξήθηκε και πάλι και διαμορφώθηκε στο 3,3% (βλ. Διάγραμμα IV.2). Η αύξηση του πυρήνα αρχικά αντανακλούσε κυρίως την επίδραση που ασκούσε στο επίπεδο των τιμών — με χρονική υστέρηση— η μεγάλη αύξηση των τιμών του πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων έως το τρίτο

τρίμηνο του 2006. Γενικότερα όμως, η άνοδος του πυρήνα του πληθωρισμού συνδέεται με το γεγονός ότι οι πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της συνολικής ζήτησης, η οποία εξακολουθεί να αυξάνεται με υψηλό ρυθμό, παραμένουν ισχυρές. Ταυτόχρονα, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι

Διάγραμμα IV.3

Πληθωριστικές προσδοκίες¹ καταναλωτών και επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2006 - Σεπτέμβριος 2007)
(Διαφορά ποσοστών θετικών-αρνητικών απαντήσεων)



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

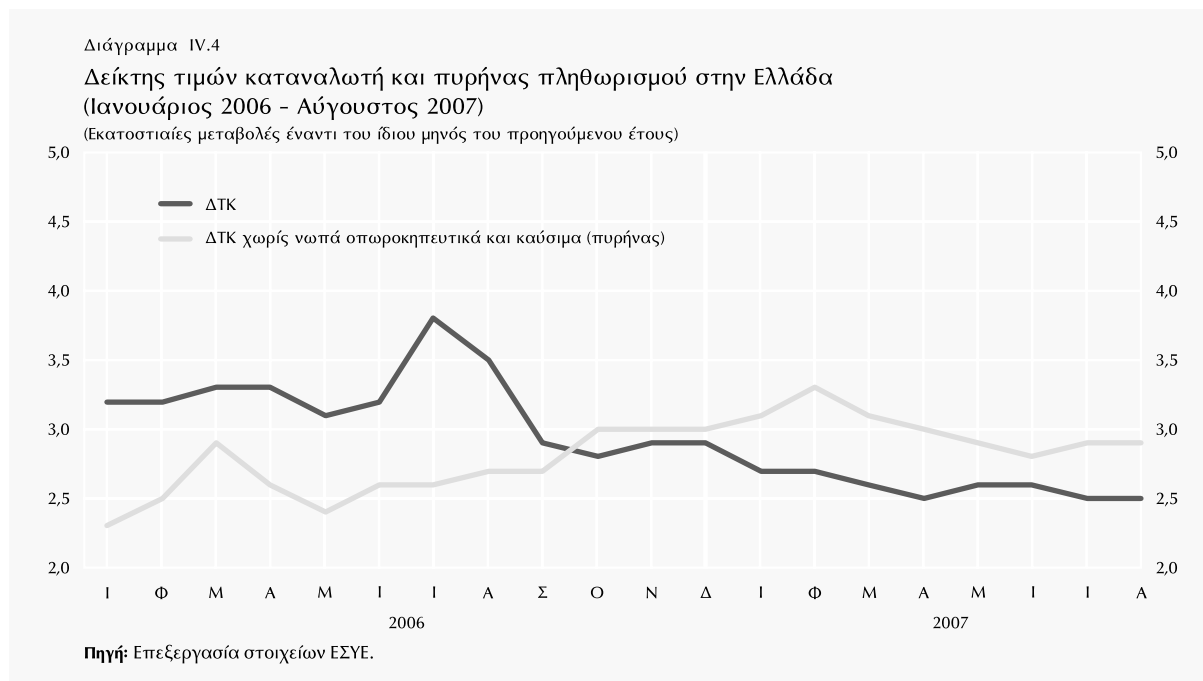
Πηγές: IOBE και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Business and consumer survey results*.

αυξάνεται ταχύτερα από ό,τι το 2006. Από την άλλη πλευρά, η σημαντική αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ από το Δεκέμβριο του 2005 έως σήμερα και η επιδιωκόμενη περαιτέρω μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων συμβάλλουν στη συγκράτηση των πληθωριστικών προσδοκιών.

Ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) προβλέπεται ότι θα αυξηθεί ελαφρά και θα διαμορφωθεί στο 2,9% το τελευταίο τρίμηνο του τρέχοντος έτους (κυρίως επειδή οι τιμές των καυσίμων θα συγκρίνονται με τις σχετικά χαμηλές τιμές του αντίστοιχου τριμήνου του 2006), ενώ για ολόκληρο το 2007 θα υποχωρήσει στο 2,8%, από 3,3% το 2006. Αντίθετα, ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να υποχωρήσει στο 2,6% το τελευταίο τρίμηνο του 2007 (από 3,4% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2006), κυρίως λόγω της συγκράτησης του αυξητικού ρυθμού των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής

και της ανατίμησης του ευρώ.² Σε μέση ετήσια βάση όμως, εκτιμάται ότι ο πυρήνας του πληθωρισμού θα αυξηθεί στο 3,1% από 2,9% το 2006, για τους λόγους που ήδη αναφέρθηκαν. Οι προβλέψεις αυτές λαμβάνουν υπόψη τις εξελίξεις που παρατέθηκαν πιο πάνω, καθώς και τις εκτιμήσεις και υποθέσεις που παρουσιάζονται αναλυτικότερα πιο κάτω – 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 οικονο-

² Η εκτίμηση ότι ο πυρήνας του πληθωρισμού θα υποχωρήσει έως το τέλος του τρέχοντος έτους ενισχύεται και από το ότι η αύξηση των τιμών παραγωγού για τη βιομηχανία στην εγχώρια αγορά (τιμές χονδρικής πώλησης), οι οποίες αποτελούν προπορευόμενο δείκτη όσον αφορά τις τιμές καταναλωτή, εμφανίζει σημαντική επιβράδυνση: ο σχετικός δείκτης (εκτός ενέργειας) αυξήθηκε τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007 με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,6%, έναντι 7,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2006.



μίας).³ Όπως πάντοτε, οι προβλέψεις εμπεριέχουν αβεβαιότητα, στο βαθμό που εξαρτώνται από τη διαμόρφωση, κατά τους υπόλοιπους μήνες του τρέχοντος έτους, των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των άλλων πρώτων υλών, της ισοτιμίας του δολαρίου έναντι του ευρώ, καθώς και των τιμών των νωπών σπωροκηπευτικών.

Υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού του πληθωρισμού βάσει του ΕνΔTK και αύξηση του πυρήνα του πληθωρισμού παρατηρήθηκε και στη ζώνη του ευρώ τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007, αλλά σε μικρότερο βαθμό από ό,τι στην Ελλάδα (βλ. Πίνακα IV.1). Έτσι, κατά την περίοδο αυτή η απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο μειώθηκε ελαφρά (σε 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας κατά μέσον όρο, από 1,1 εκατοστιαία μονάδα το 2006), ενώ η απόκλιση του πυρήνα του πληθωρισμού αυξήθηκε ελαφρά (σε 1,5 εκατοστιαία μονάδα, από 1,4 εκατοστιαία μονάδα το 2006).⁴

Η εμμονή του πληθωρισμού και ιδίως του πυρήνα του πληθωρισμού σε επίπεδα υψηλότερα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο

3 Επίσης, λαμβάνονται υπόψη οι προβλέψεις των ιδίων των επιχειρήσεων για τις τιμές των προϊόντων ή των υπηρεσιών τους, καθώς και οι πληθωριστικές προσδοκίες των καταναλωτών (βλ. Διάγραμμα IV.3). Οι έρευνες συγκυρίας του IOBE που διεξήχθησαν τους πρώτους εννέα μήνες του 2007 δείχνουν ότι το τρίτο τρίμηνο υποχώρησε (σε σύγκριση με το δεύτερο τρίμηνο του έτους) το ποσοστό των επιχειρήσεων στο λιανικό εμπόριο και τις υπηρεσίες (εκτός λιανικού εμπορίου και τραπεζών) 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: υποχώρησε η θετική διαφορά του ποσοστού των επιχειρήσεων που προβλέπουν άνοδο των τιμών τους από το ποσοστό εκείνων που προβλέπουν μείωση). Στη μεταποίηση το ποσοστό έμεινε ουσιαστικά αμετάβλητο, ενώ στον τομέα κατασκευής κατοικιών οι επιχειρήσεις προβλέπουν μείωση των τιμών. 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 μικρή υποχώρηση των προσδοκιών το τρίτο τρίμηνο σε σύγκριση με το δεύτερο τρίμηνο του έτους.

4 Όσον αφορά τις τιμές των επιμέρους ομάδων αγαθών και υπηρεσιών που απαρτίζουν το “καλάθι” του πυρήνα του πληθωρισμού, τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007 (σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006) μειώθηκε η θετική απόκλιση του πληθωρισμού για τα επεξεργασμένα είδη διατροφής, αλλά αυξήθηκε για τα βιομηχανικά αγαθά εκτός ειδών διατροφής και ενέργειας και –σε πολύ μικρότερο βαθμό– για τις υπηρεσίες. Βλ. Πίνακα IV.2 και Διάγραμμα IV.5.

Πίνακας IV.1

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: Ελλάδα και ΕΕ (2005-2007)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

Χώρα	Μέσος όρος έτους 2005	Μέσος όρος έτους 2006	Αύγουστος 2006	Αύγουστος 2007
Αυστρία	2,1	1,7	2,1	1,7
Βέλγιο	2,5	2,3	2,3	1,2
Βουλγαρία	6,0	7,4	7,0	9,3
Γαλλία	1,9	1,9	2,1	1,3
Γερμανία	1,9	1,8	1,8	2,0
Δανία	1,7	1,9	1,9	0,9
Ελλάδα	3,5	3,3	3,4	2,7
Εσθονία	4,1	4,4	5,0	6,1
Ηνωμένο Βασίλειο	2,1	2,3	2,5	1,8
Ιρλανδία	2,2	2,7	3,2	2,3
Ισπανία	3,4	3,6	3,8	2,2
Ιταλία	2,2	2,2	2,3	1,7
Κύπρος	2,0	2,2	2,7	2,2
Λεττονία	6,9	6,6	6,8	10,2
Λιθουανία	2,7	3,8	4,3	5,6
Λουξεμβούργο	3,8	3,0	3,1	1,9
Μάλτα	2,5	2,6	3,0	0,6
Ολλανδία	1,5	1,7	1,9	1,1
Ουγγαρία	3,5	4,0	4,7	7,1
Πολωνία	2,2	1,3	1,7	2,1
Πορτογαλία	2,1	3,0	2,7	1,9
Ρουμανία	9,1	6,6	6,1	5,0
Σλοβακία	2,8	4,3	5,0	1,2
Σλοβενία	2,5	2,5	3,1	3,4
Σουηδία	0,8	1,5	1,6	1,2
Τσεχία	1,6	2,1	2,6	2,6
Φινλανδία	0,8	1,3	1,3	1,3
Ευρωπαϊκή Ένωση	2,2	2,2	2,3	1,9
Ζώνη ευρώ	2,2	2,2	2,3	1,7

Πηγή: Eurostat.

Πίνακας IV.2

Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (2002-2007)

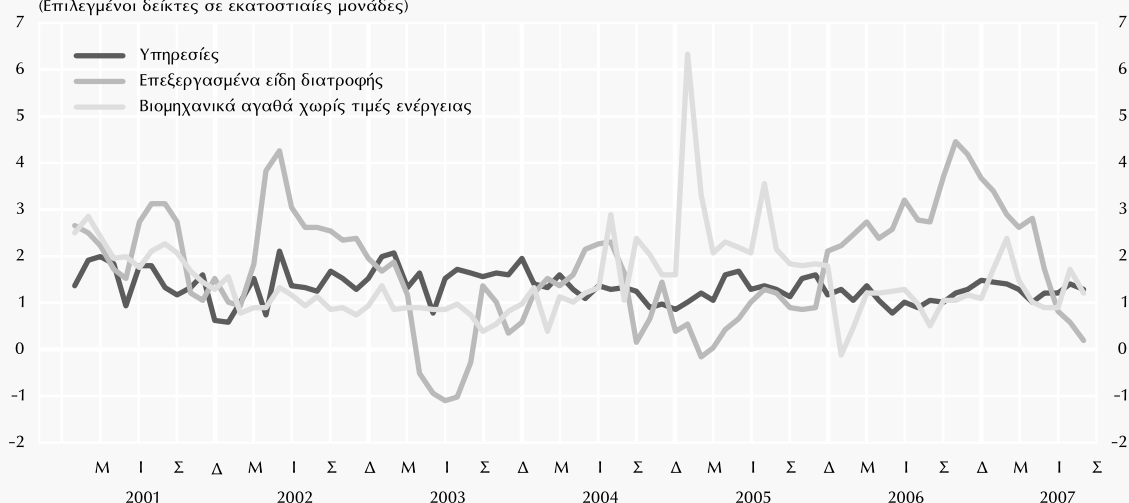
(Εκατοστιαίες μονάδες)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (Ιαν.-Αύγ.)
Διαφορά μέσων ετήσιων ρυθμών μεταβολής ΕνΔΤΚ	1,6	1,3	0,9	1,3	1,1	0,9
Συμβολές:						
Πυρήνας του πληθωρισμού εκ του οποίου:	1,18	0,94	1,16	1,40	1,15	1,22
Υπηρεσίες	0,50	0,60	0,48	0,51	0,43	0,55
Επεξεργασμένα είδη διατροφής	0,36	0,04	0,20	0,10	0,44	0,26
Βιομηχανικά αγαθά χωρίς τιμές ενέργειας	0,32	0,30	0,48	0,79	0,28	0,41
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	0,39	0,36	-0,36	-0,30	-0,12	-0,11
Ενέργεια	0,03	0,00	0,10	0,20	0,11	-0,18

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Διάγραμμα IV.5

Διαφορές ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού Ελλάδος και ζώνης του ευρώ
(Ιανουάριος 2001 – Αύγουστος 2007)
(Επιλεγμένοι δείκτες σε εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

οφείλεται τόσο σε μακροοικονομικούς παράγοντες (τις εξελίξεις της ζήτησης και του κόστους παραγωγής) όσο και στις συνθήκες λειτουργίας των αγορών. Συγκεκριμένα, οι πληθωριστικές πιέσεις που οφείλονται στην υπερβάλλουσα ζήτηση που υπάρχει στην Ελλάδα αλληλεπιδρούν με την αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, που είναι στην Ελλάδα ταχύτερη από ό,τι στη ζώνη του ευρώ. Επίσης, ορισμένες αγορές δεν λειτουργούν αποτελεσματικά, καθώς δεν είναι ικανοποιητικές οι συνθήκες ανταγωνισμού.

Λόγω της διαφοράς του πληθωρισμού, συνεχίζεται η υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας ως προς τις τιμές.⁵ Η μείωση αυτή προκύπτει αν ληφθεί υπόψη η εξέλιξη τόσο των τιμών καταναλωτή όσο και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα και στους κυριότερους εμπορικούς εταίρους της, σε συνδυασμό με την εξέλιξη της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ (σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος με τις ίδιες

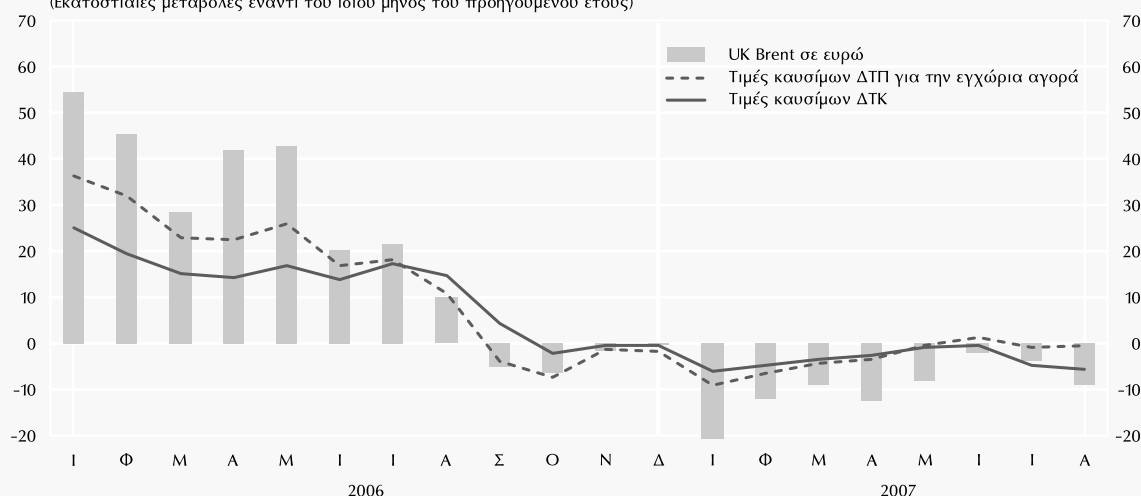
χώρες). Υπολογίζεται ότι η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (έναντι 28 εμπορικών εταίρων της χώρας) με βάση τις τιμές καταναλωτή (δηλαδή οι σχετικές τιμές καταναλωτή εκφρασμένες σε κοινό νόμισμα) αυξήθηκε σωρευτικά μεταξύ του 2000 και του 2006 κατά 13%, ενώ το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, εκφρασμένο σε κοινό νόμισμα, αυξήθηκε σωρευτικά κατά 35,0% στη μεταποίηση και κατά 15,2% στο σύνολο της οικονομίας. Οι αυξήσεις αυτές συνεχίζονται εφέτος (το πρώτο εξάμηνο του 2007 η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τις τιμές καταναλωτή αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 1,9%) και ισοδυναμούν με απώλειες ανταγωνιστικότητας (βλ. το Παράρτημα του Κεφαλαίου V). Στην εξαιτία 2001-2006 η ονομαστική συναλλαγματική ισο-

⁵ Βεβαίως, όπως έχει επισημανθεί και στο παρελθόν, στο βαθμό που η διαδικασία σύγκλισης του επιπέδου των τιμών στην Ελλάδα προς το μέσο επίπεδο των τιμών στη ζώνη του ευρώ αφορά και μη διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες, η διαφορά πληθωρισμού δεν υποδηλώνει κατ' ανάγκην ίσης έκτασης επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας.

Διάγραμμα IV.6

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

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



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

τιμιά του ευρώ (σταθμισμένη με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος) αυξήθηκε σωρευτικά κατά 8,4% (ανατίμηση του ευρώ), ενώ τους πρώτους εννέα μήνες του 2007 αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 1,2%.

1.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού το 2007

Αναφέρθηκε ήδη ότι στην υποχώρηση του πληθωρισμού εφέτος έχει συμβάλει σημαντικά η μείωση του εισαγόμενου πληθωρισμού. Ειδικότερα, η διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου (σε ευρώ), αφού μειώθηκε αισθητά κατά την περίοδο Αυγούστου 2006-Ιανουαρίου 2007, άρχισε και πάλι να αυξάνεται από το Φεβρουάριο, παραμένοντας πάντως (μέχρι και τον Αύγουστο, όχι όμως το Σεπτέμβριο) σε χαμηλότερο επίπεδο από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2006 (βλ. Διαγράμματα IV.6 και IV.7).⁶ Επίσης, ο ρυθμός ανόδου των τιμών των άλλων πρώτων υλών και βασικών εμπορευμάτων, αν και παραμένει υψηλός σε δολά-

6 Η τιμή του πετρελαίου τύπου Brent σε δολάρια αυξήθηκε σημαντικά στη διάρκεια των πρώτων εννέα μηνών του τρέχοντος έτους (κατά 23%), αλλά ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής της παρέμεινε αρνητικός (-1,3%), ενώ ήταν θετικός κατά μέσον όρο το 2006 (+19,6%). Σε ευρώ, η τιμή του αργού πετρελαίου αυξήθηκε κατά 20,3% μεταξύ Δεκεμβρίου του 2006 και Σεπτεμβρίου του 2007, αλλά μειώθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 8,6% στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 (ενώ είχε αυξηθεί κατά 18,6% το 2006 – βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Στατιστικό Παράρτημα, Πίνακες 5.1.2 και 8.2). Με την τεχνική υπόθεση ότι η τιμή του πετρελαίου και η ισοτιμία ευρώ/δολαρίου θα παραμείνουν τους υπόλοιπους μήνες του έτους στα επίπεδα του δεύτερου 15νημέρου του Σεπτεμβρίου, υπολογίζεται ότι το 2007 η μέση ετήσια τιμή του πετρελαίου τύπου Brent σε δολάρια θα αυξηθεί κατά 5,3% (στα 69,9 δολ.), ενώ σε ευρώ θα μειωθεί κατά 2,8% (λόγω ανατίμησης του ευρώ κατά 8,3% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, σύμφωνα με την ίδια τεχνική υπόθεση). Σύμφωνα με τις κάπως παλαιότερες προβολές-υποθέσεις των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Σεπτέμβριος 2007), η μέση ετήσια τιμή του αργού πετρελαίου αναμενόταν να διαμορφωθεί στα 68,1 δολάρια ΗΠΑ το 2007. Στην Ελλάδα, σύμφωνα με το Δείκτη Τιμών Εισαγωγών στη Βιομηχανία (ΕΣΥΕ), οι τιμές των εισαγόμενων ενεργειακών πρώτων υλών (αργού πετρελαίου και φυσικού αερίου) μειώθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 8,5% τους πρώτους επτά μήνες του 2007, έναντι αύξησης 25,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2006, ενώ οι τιμές των εισαγόμενων τελικών προϊόντων καυσίμων (βενζίνης καθώς και πετρελαίου θέρμανσης, ντίζελ και μαζούτ) μειώθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 6,7% (έναντι αύξησης 20,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2006). Εξάλλου, στην εγχώρια αγορά και σε επίπεδο χονδρικής πώλησης, οι τιμές των καυσίμων (τελικών προϊόντων) που περιλαμβάνονται στο Δείκτη Τιμών Παραγωγού στη Βιομηχανία για την εγχώρια αγορά μειώθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,1% τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007 (έναντι αύξησης 22,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2006). Τέλος, οι λιανικές τιμές των καυσίμων που περιλαμβάνονται στον ΔΤΚ μειώθηκαν τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,7% (έναντι αύξησης 16,7% την αντίστοιχη περίοδο του 2006).

ρια ΗΠΑ, παρουσιάζει αισθητή επιβράδυνση σε ευρώ,⁷ ενώ επιβραδύνεται και ο ρυθμός ανόδου των τιμών των εισαγόμενων καταναλωτικών προϊόντων.⁸ Είναι φανερό ότι στη μείωση του εισαγόμενου πληθωρισμού συμβάλλει σημαντικά η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου και άλλων νομισμάτων στη διάρκεια του τρέχοντος έτους.⁹

Η επιβράδυνση της ανόδου των τιμών των εισαγόμενων καταναλωτικών αγαθών (στα οποία περιλαμβάνονται και τα επεξεργασμένα είδη διατροφής) και η ένταση των ελέγχων στην αγορά συνέβαλαν στην προαναφερθείσα επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των λιανικών τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής στην εγχώρια αγορά.¹⁰

Ωστόσο, όπως ήδη αναφέρθηκε, ο πυρήνας του πληθωρισμού παρουσιάζει άνοδο εφέτος, η οποία συνδέεται με τις ισχυρές πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης και με την αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος με ρυθμό ταχύτερο από ό,τι το 2006. Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας (ο οποίος, όπως υπολογίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος, αποτελεί ικανοποιητική προσέγγιση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο μη αγροτικό τομέα της οικονομίας¹¹) αυξάνεται εφέτος στο 3,8%, από 3,3% το 2006. Στον επιχειρηματικό τομέα (που περιλαμβάνει τις δημόσιες και τις ιδιωτικές επιχειρήσεις και τις τράπεζες, αλλά όχι το Δημόσιο) εκτιμάται ότι το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξάνεται κατά 4,4%, έναντι 4,0% το 2006. Ο ρυθμός αύξησης των μέσων ονομαστικών προ φορολογίας αποδοχών εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε ελαφρώς εφέτος στο 5,9%, από 5,7% το 2006, ενώ ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας

7 Τους πρώτους οκτώ μήνες του 2007 οι τιμές των μη ενεργειακών πρώτων υλών σε δολάρια αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 21,5% (έναντι 25,9% για ολόκληρο το 2006), αλλά σε ευρώ ο ρυθμός επιβραδύνθηκε στο 12,7% (από 24,8% για ολόκληρο το 2006 – βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Στατιστικό Παράρτημα, Πίνακες 5.1.2 και 8.2). Εξάλλου, σύμφωνα με τις πρόσφατες προβολές-υποθέσεις των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (βλ. προηγούμενη υποσημείωση), οι τιμές (σε δολάρια ΗΠΑ) των βασικών εμπορευμάτων εκτός ενέργειας θα αυξηθούν με μέσο ετήσιο ρυθμό 20% το 2007.

8 Ο Δείκτης Τιμών Εισαγωγών στη Βιομηχανία (ΕΣΥΕ) εμφανίζει μέση ετήσια αύξηση μόλις 0,7% το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007 (έναντι 6,7% την αντίστοιχη περίοδο του 2006 – βλ. Διάγραμμα IV.8), αντανakλώντας τη μείωση των τιμών των ενεργειακών αγαθών. Αντίθετα, χωρίς τις τιμές της ενέργειας εμφανίζει επιτάχυνση στο 3,4%, από 2,4% την αντίστοιχη περίοδο του 2006: η επιτάχυνση αυτή αντανakλά την εξέλιξη των τιμών των εισαγόμενων ενδιάμεσων αγαθών (αύξηση 7,7% έναντι 4,2%), ενώ οι τιμές των εισαγόμενων κεφαλαιακών αγαθών αυξήθηκαν με χαμηλό ρυθμό (1,0%, έναντι 0,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2006) και οι τιμές των εισαγόμενων καταναλωτικών αγαθών (οι οποίες επηρεάζουν άμεσα τις τιμές καταναλωτή) εμφάνισαν αισθητή επιβράδυνση (στο 1,4% από 2,2%).

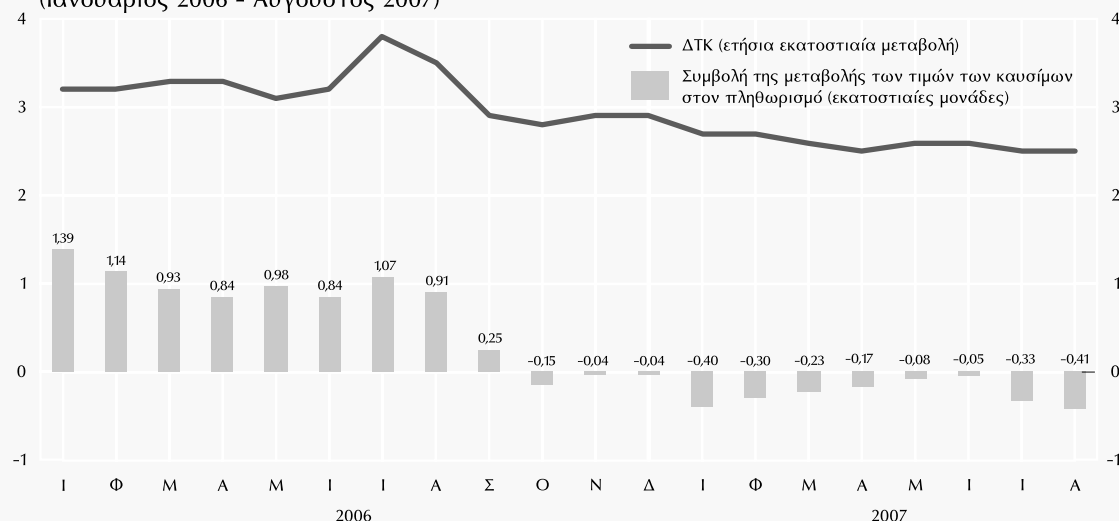
9 Το ευρώ ανατιμήθηκε κατά 5,2% έναντι του δολαρίου μεταξύ Δεκεμβρίου του 2006 και Σεπτεμβρίου του 2007, ενώ την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 ανατιμήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 8,0%. Εάν γίνει η τεχνική υπόθεση ότι η ισοτιμία τους υπόλοιπους μήνες του έτους θα διατηρηθεί στο επίπεδο του δεύτερου 15νθημέρου του Σεπτεμβρίου (1.405), υπολογίζεται ότι για ολόκληρο το 2007 το ευρώ θα εμφανίσει μέση ετήσια ανατίμηση 8,3% έναντι του δολαρίου (2006: 0,9%). Η ονομαστική ισοτιμία του ευρώ έναντι των άλλων νομισμάτων, σταθμισμένη με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος (βλ. Διάγραμμα IV.9), αυξήθηκε κατά 0,9% μεταξύ Δεκεμβρίου του 2006 και Σεπτεμβρίου του 2007, ενώ την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007 αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,2%. Με την υπόθεση ότι η σταθμισμένη ισοτιμία θα παραμείνει τους υπόλοιπους μήνες του έτους στο επίπεδο του δεύτερου 15νθημέρου του Σεπτεμβρίου, η μέση ετήσια αύξησης της θα είναι 1,3% εφέτος, έναντι μόνο 0,1% το 2006.

10 Αντίθετα, οι τιμές των νωπών οπωροκηπευτικών εμφανίζουν αύξηση τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους με μέσο ετήσιο ρυθμό 5,5%, έναντι αύξησης με ρυθμό μόλις 0,4% την αντίστοιχη περίοδο του 2006 και αύξησης κατά 3,3% σε ολόκληρο το 2006 (βλ. Διάγραμμα IV.10).

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

Διάγραμμα IV.7

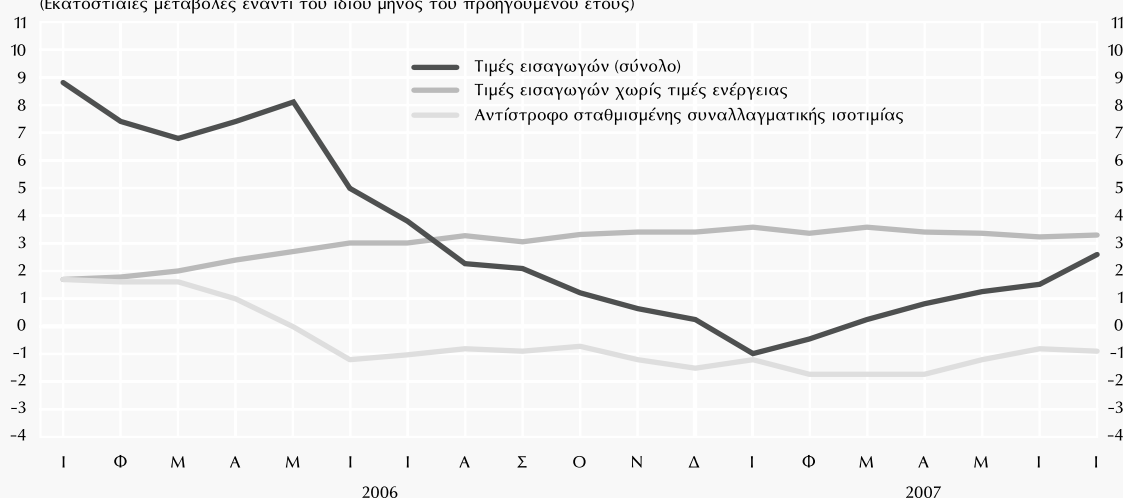
Συμβολή της μεταβολής των τιμών των καυσίμων στον πληθωρισμό
(Ιανουάριος 2006 - Αύγουστος 2007)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Διάγραμμα IV.8

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



Πηγές: ΕΣΥΕ και Τράπεζα της Ελλάδος.

εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί γύρω στο 2%, έναντι 2,5% το 2006.¹²

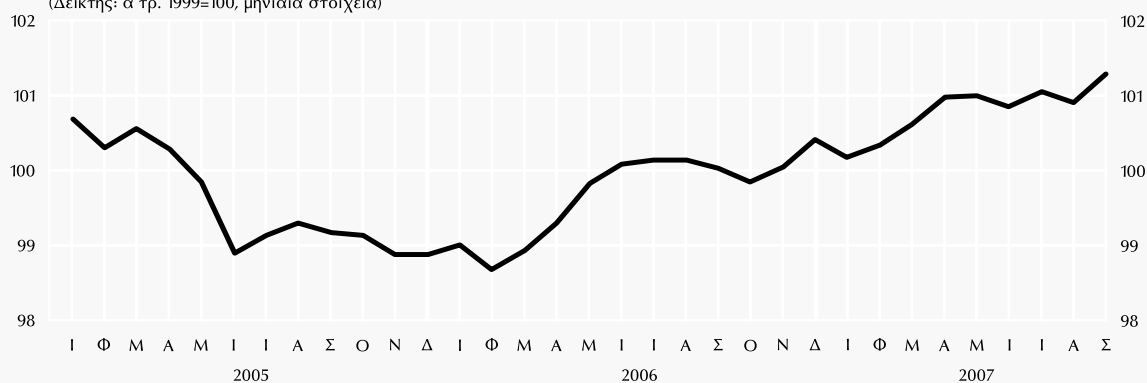
Αναλυτικότερα (βλ. και Πίνακα IV.3), η ακαθάριστη μισθολογική δαπάνη ανά υπάλληλο στο Δημόσιο εκτιμάται –αφού ληφθούν υπόψη οι προσωρινές εκτιμήσεις που περιλαμβάνονται

¹² Η μεταβολή της παραγωγικότητας υπολογίζεται όπως αναφέρεται στην προηγούμενη υποσημείωση. Υπενθυμίζεται ότι 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 την Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004, Απρίλιος 2005, σελ. 85-94).

Διάγραμμα IV.9

Αναθεωρημένος δείκτης ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος (Ιανουάριος 2005 - Σεπτέμβριος 2007)

(Δείκτης: άτρ. 1999=100, μηνιαία στοιχεία)



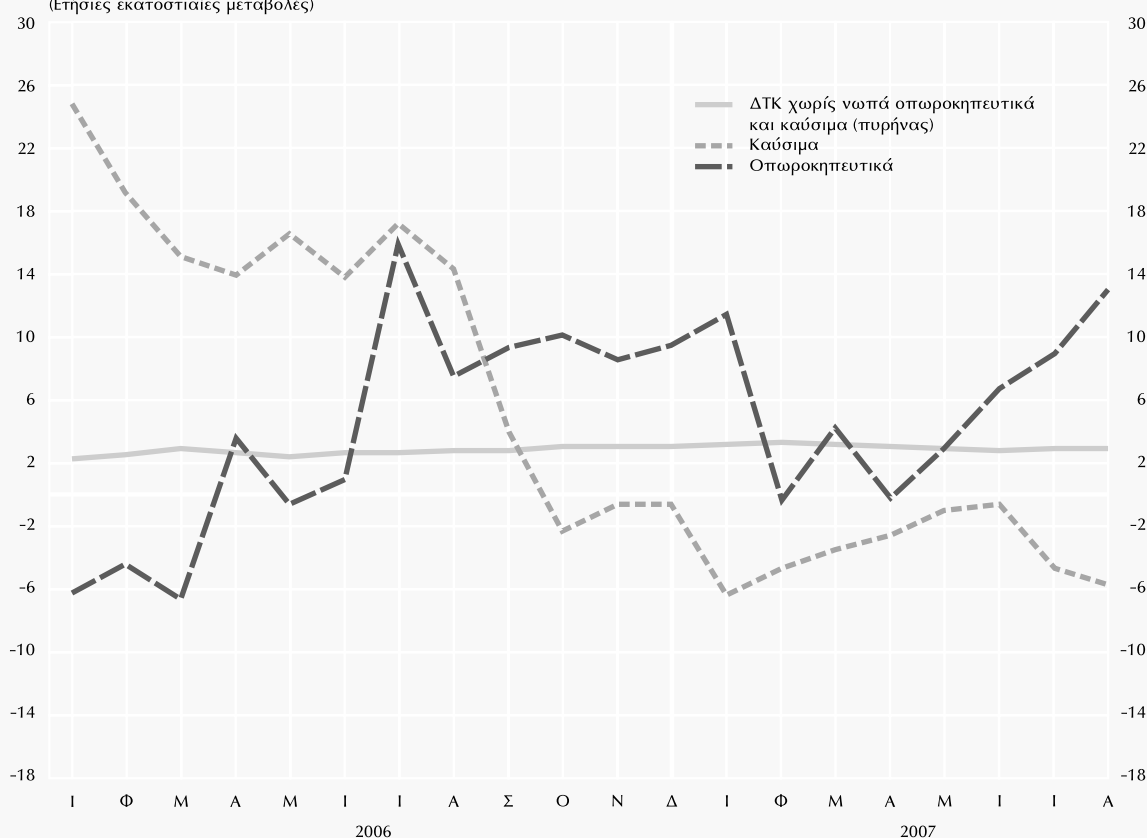
Σημείωση: Ο αναθεωρημένος δείκτης της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας περιλαμβάνει τους 28 κυριότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος (μεταξύ αυτών και τις άλλες 12 χώρες της ζώνης του ευρώ, περιλαμβανομένης πλέον και της Σλοβενίας). Οι συντελεστές στάθμισης υπολογίζονται με βάση τις εισαγωγές 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.

Διάγραμμα IV.10

Πυρήνας πληθωρισμού, τιμές σπωροκηπευτικών και καυσίμων (Ιανουάριος 2006 - Αύγουστος 2007)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας IV.3

Αποδοχές, παραγωγικότητα και κόστος εργασίας (2001-2007)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (εκτίμ.)
Ελλάδα							
Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (ονομαστικές):							
– στο σύνολο της οικονομίας	4,7	6,6	5,6	7,2	4,4	5,7	5,9
– στο Δημόσιο ¹	5,5	7,3	5,9	9,7	2,3	3,1	5,6
– στις επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας	7,0	10,6	10,9	9,9	7,6	7,0	7,1
– στις τράπεζες	6,4	2,9 ⁴	3,1 ⁴	8,0	1,5 ⁴	10,8	12,0
– στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα	5,3	6,5	5,8	5,8	5,6	6,8	6,1
Κατώτατες αποδοχές	3,5	5,4	5,1	4,8	4,9	6,2	5,4
Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (πραγματικές)	1,3	2,9	2,0	4,2	0,9	2,4	3,0
Καθαρό² εισόδημα μισθωτού με μέσες αποδοχές							
(ονομαστικό)	3,4	6,3 ⁵	6,3 ⁷	5,3	3,6	4,3	6,2
(πραγματικό)	0,0	2,6 ⁵	2,7 ⁷	2,3	0,1	1,1	3,3
Συνολική δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές	8,3	9,1⁶	8,3⁷	8,9	5,8	7,8	8,0
Δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό ΑΕΠ⁸	4,8	5,9⁶	5,5⁷	7,6	3,9	5,9	5,9
Παραγωγή ανά ώρα εργασίας στη μεταποίηση	4,6	3,8	4,8	4,7	3,7	4,3	4,0
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος:							
– στο σύνολο της οικονομίας	–0,6	0,6	1,2	1,2	–0,4	2,9	1,4
– στον επιχειρηματικό τομέα ³	3,5	5,1 ⁶	3,4 ⁷	4,1	2,0	3,3	3,8
– στη μεταποίηση	4,4	4,5 ⁶	3,8 ⁷	2,7	2,4	4,0	4,4
	6,1	5,3 ⁶	4,7 ⁷	4,5	6,0	3,8	4,6

1 Μέση μισθολογική δαπάνη.

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

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

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

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

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

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

8 ΕΣΥΕ/Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών για τα έτη 2001-2006 (παλαιά εθνολογιστική σειρά). Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2007.

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

στο Προσχέδιο του Προϋπολογισμού του 2008 – ότι θα αυξηθεί εφέτος κατά 5,6%¹³ (έναντι 3,1% το 2006). Στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα, στις τράπεζες και στις δημόσιες επιχειρήσεις οι μισθολογικές αυξήσεις του 2007 ρυθμίζονται από τις διετούς διάρκειας συλλογικές συμβάσεις που υπογράφηκαν πέρυσι. Ειδικότερα, στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα, οι κατώτατες αποδοχές των ανειδίκευτων εργατοϋπαλλήλων, σύμφωνα με την Εθνική Γενική Συλλογική Σύμβαση, αυξήθηκαν κατά 5,1% από 1.5.2007, με αποτέλεσμα η μέση ετήσια αύξηση των κατώτατων αποδοχών να διαμορφωθεί στο 5,4%, έναντι 6,2% το 2006. Περίπου ανάλογη είναι η αύξηση των συμβατικών αποδοχών σε κλαδικό επίπεδο, ενώ οι μέσες ακαθάριστες αποδοχές (συμπερι-

λαμβανομένης της “ωρίμανσης”) εκτιμάται ότι αυξάνονται κατά 6,1%, έναντι 6,8% το 2006. Στις τράπεζες, η μέση ετήσια αύξηση των συμβατικών αποδοχών βάσει της κλαδικής συλλογικής

13 Ο Προϋπολογισμός του 2007 προέβλεπε ότι η συνολική αύξηση των μισθολογικών δαπανών εκτός συντάξεων θα φθάσει το 6,1%, ενώ η δαπάνη για αποδοχές και συντάξεις θα αυξηθεί κατά 6,4% (τελικά τα μεγέθη αυτά αυξήθηκαν κατά 6,2% και 6,5% αντίστοιχα). Τα δεδομένα του Προϋπολογισμού στηρίζαν την υπόθεση για συγκρατημένη αύξηση του αριθμού των δημοσίων υπαλλήλων (της τάξεως του 0,6%, έναντι 2,4% το 2006). Στο εκτιμώμενο ποσοστό αύξησης της μέσης μισθολογικής δαπάνης (5,6%) περιλαμβάνονται όλες οι επιβαρύνσεις του μισθολογικού κόστους επιπλέον της αύξησης των τακτικών αποδοχών. Σύμφωνα με το άρθρο 1 του Ν. 3554/2007, οι βασικοί μισθοί των δημοσίων υπαλλήλων αυξήθηκαν κατά 3,5% από 1.1.2007, ενώ προβλέπονταν και άλλες ειδικές ρυθμίσεις (για τα στελέχη των Ενόπλων Δυνάμεων, Σωμάτων Ασφαλείας κ.λπ., για τους εκπαιδευτικούς λειτουργούς της πρωτοβάθμιας και της δευτεροβάθμιας εκπαίδευσης, για το προσωπικό των νοσοκομείων κ.λπ.).

Πίνακας IV.4

Μέσες αποδοχές και κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας:
Ελλάδα και ζώνη του ευρώ (2001-2007)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

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

Πηγές: Για την Ελλάδα, εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Για τη ζώνη του ευρώ: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Economic Forecasts-Spring 2007*, *Economic Forecasts-Spring 2006*.

σύμβασης εκτιμάται ότι είναι της τάξεως του 5,3%. Ωστόσο, οι δαπάνες προσωπικού ανά υπάλληλο στις τράπεζες φαίνεται ότι αυξήθηκαν το πρώτο εξάμηνο με ετήσιο ρυθμό της τάξεως του 12% (όπως προκύπτει από τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις, αφού γίνουν ορισμένες κατά προσέγγιση προσαρμογές για να εξασφαλιστεί η συγκρισιμότητα των στοιχείων του 2007 με εκείνα για το προηγούμενο έτος¹⁴), έναντι 10,8% το 2006. Στις επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας¹⁵ εκτιμάται ότι η μέση ετήσια αύξηση των συμβατικών αποδοχών το 2007 είναι της τάξεως του 5,5% και των ακαθάριστων αποδοχών της τάξεως του 7%, δηλαδή περίπου όσο και το 2006.

Αξίζει να σημειωθεί ότι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο εκτιμάται ότι η κατά κεφαλήν μισθολογική δαπάνη (συμπεριλαμβανομένων των εργοδοτικών εισφορών) θα αυξηθεί εφέτος κατά 2,4% (έναντι 2,2% το 2006), η παραγωγικότητα κατά 1,2% (έναντι 1,4% το 2006) και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος κατά 1,2% (έναντι 0,8% το 2006).¹⁶ Δεδομένου ότι το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αποτελεί βασική συνιστώσα του ονομαστικού κόστους παραγωγής, η επί σειράν ετών ταχύτερη άνο-

δος του στην Ελλάδα σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ (στην επταετία 2001-2007 ο μέσος ετήσιος ρυθμός είναι 3,6% και 1,7% αντίστοιχα – βλ. Πίνακα IV.4) αποτελεί –όπως προαναφέρθηκε– μια από τις αιτίες της προς τα άνω απόκλισης του πληθωρισμού και της απώλειας ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές.

Όσον αφορά τα περιθώρια κέρδους, σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, τα καθαρά κέρδη (σε ενοποιημένο επίπεδο) του συνόλου των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ αυξήθηκαν περίπου κατά 31% το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους. Η άνοδος αυτή οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στην αύξηση των κερδών των τραπεζών: εάν εξαιρεθεί ο κλάδος των τραπεζών, τα κέρδη των υπόλοιπων εταιριών του ΧΑ εμφανίζουν αύξηση κατά 11,4% (βλ. Κεφάλαιο III.3.2), ενώ ο κύκλος εργασιών αυξήθηκε κατά 8% περί-

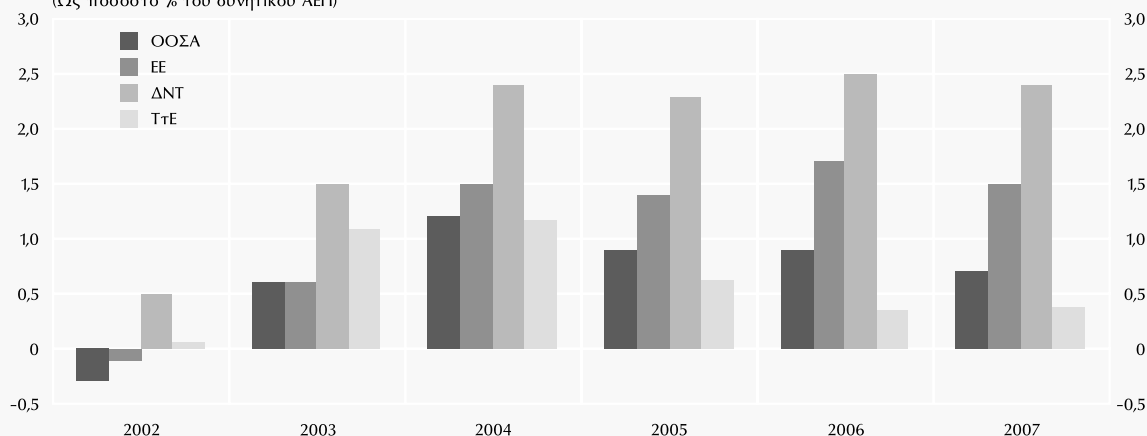
¹⁴ Αν δεν γίνουν προσαρμογές, τα έξοδα προσωπικού σε επίπεδο τραπεζών (όχι τραπεζικών ομίλων) αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 14,8% το πρώτο εξάμηνο του 2007.

¹⁵ 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).

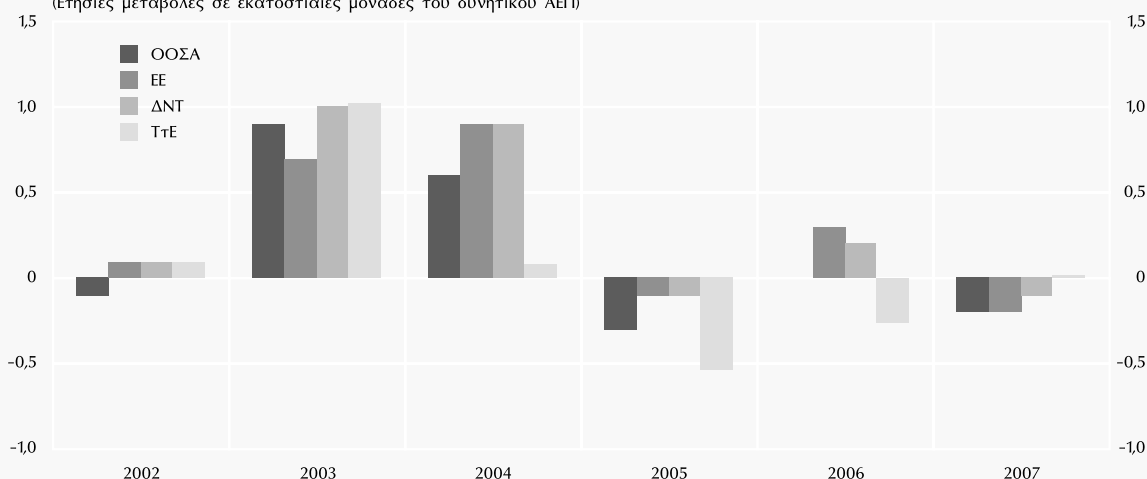
¹⁶ Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Economic Forecasts – Spring 2007*, 8.5.2007, και *Statistical Annex of European Economy*, Μάιος 2007, Πίνακα 33.

Διάγραμμα IV.11

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. 81, Ιούνιος 2007.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Spring 2007 Economic Forecasts*.

ΔΝΤ, *Greece - Staff Report for the 2006 Article IV Consultation*, Ιανουάριος 2007.

Τράπεζα της Ελλάδος: Εκτιμήσεις υπηρεσιών Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών.

που. Βεβαίως, τα στοιχεία αυτά δεν επαρκούν για την εξαγωγή αξιόπιστων γενικών συμπερασμάτων, καθώς δεν είναι κατ' ανάγκην αντιπροσωπευτικά του συνόλου των επιχειρήσεων, ούτε προδικάζουν τη διαμόρφωση των κερδών σε ολόκληρο το έτος.

Η εξέλιξη των κερδών συνδέεται και με τις πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης, οι οποίες παραμένουν ισχυρές. Συγκεκριμένα, τα διαθέσιμα στοιχεία υποδηλώνουν ότι οι ρυθμοί ανόδου της καταναλωτικής και της

επενδυτικής ζήτησης διατηρούνται ισχυροί και το 2007 (βλ. το Τμήμα 2 του παρόντος κεφαλαίου). Επίσης, το “παραγωγικό κενό”¹⁷ της

¹⁷ Το “παραγωγικό κενό” ορίζεται ως η διαφορά του επιπέδου της τρέχουσας παραγωγής (ΑΕΠ) από την παραγωγική δυνατότητα της χώρας (επίπεδο του δυνητικού ΑΕΠ) ως ποσοστό του επιπέδου του δυνητικού ΑΕΠ. Πρόκειται για ένα μέγεθος που δεν είναι άμεσα μετρήσιμο, αλλά εκτιμάται με διάφορες εναλλακτικές μεθόδους. Οι εκτιμήσεις του δυνητικού προϊόντος και του “παραγωγικού κενού” ενέχουν μεγάλη αβεβαιότητα. Οι παράγοντες αυτοί πρέπει να λαμβάνονται υπόψη όταν αξιολογούνται τα συμπεράσματα των σχετικών αναλύσεων. Ενδεχομένως περισσότερο αξιόπιστος δείκτης είναι η μεταβολή του “παραγωγικού κενού”, μετρούμενη σε εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ.



ελληνικής οικονομίας, το οποίο είναι θετικό τα τελευταία χρόνια (δηλαδή το επίπεδο της τρέχουσας παραγωγής υπερβαίνει το επίπεδο της “δυνητικής”), εκτιμάται ότι δεν μεταβάλλεται ουσιαστικά εφέτος (βλ. Διάγραμμα IV.11).¹⁸ Επομένως, η υπερβάλλουσα ζήτηση εξακολουθεί να συμβάλλει – περίπου όσο και πέρυσι – στη διατήρηση του πληθωρισμού σε σχετικά υψηλό επίπεδο. Από την άλλη πλευρά, η σημαντική αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ από το Δεκέμβριο του 2005 έως σήμερα και η επιδιωκόμενη περαιτέρω μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων συμβάλλουν στη συγκράτηση των πληθωριστικών προσδοκιών, όπως ήδη αναφέρθηκε. Τέλος, στη συγκράτηση του πληθωρισμού συντελεί η συνεχιζόμενη ανάπτυξη του ανταγωνισμού στον τομέα του λιανικού εμπορίου (με την εμφάνιση νέων αλυσίδων πολυκαταστημάτων και “εκπτώτικων” καταστημάτων). Επίσης, η συνεχιζόμενη εισαγωγή τελικών καταναλωτικών αγαθών (π.χ. ειδών ένδυσης-υπόδησης, ηλεκτρικών και ηλεκτρονικών συσκευών και ειδών νοικοκυριού) από χώρες με σχετικά χαμηλό κόστος παραγωγής

(ιδίως από τις αναδυόμενες ασιατικές οικονομίες) εξακολουθεί να συμβάλλει, μέσω του ανταγωνισμού, στη συγκράτηση της ανόδου των τιμών των συναφών προϊόντων άλλης γεωγραφικής προέλευσης και επομένως στη συγκράτηση της ανόδου του γενικού επιπέδου των τιμών καταναλωτή.

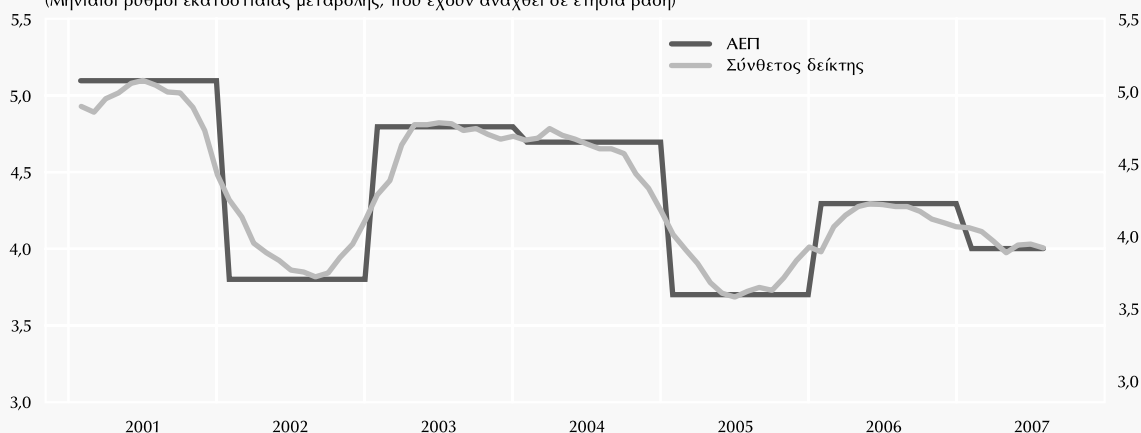
¹⁸ Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (*Economic Forecasts – Spring 2007*, Μάιος 2007), το “παραγωγικό κενό” θα μειωθεί εφέτος στο 1,5, από 1,7 το 2006. Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (*Economic Outlook*, Μάιος 2007), εφέτος μειώνεται στο 0,7, από 0,9 το 2006. Σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ (*Greece: 2006 Article IV Consultation – Staff Report*, Ιανουάριος 2007), εφέτος μειώνεται στο 2,4, από 2,5 το 2006. Οι εκτιμήσεις αυτές των διεθνών οργανισμών στηρίζονται σε προβλέψεις για αύξηση του ΑΕΠ το 2007 μικρότερη από ό,τι τώρα υποδηλώνουν τα στοιχεία για το πρώτο εξάμηνο του έτους. Σύμφωνα με εκτιμήσεις των υπηρεσιών της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος, οι οποίες λαμβάνουν υπόψη αυτά τα πιο πρόσφατα στοιχεία, το παραγωγικό κενό παραμένει εφέτος σταθερό στο 0,4. Σε κάθε περίπτωση, οι παλαιότερες εκτιμήσεις για ελαφρά 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 εφέτος (στο 76,9 κατά μέσον όρο τους πρώτους εννέα μήνες του 2007, από 76,1 την αντίστοιχη περίοδο του 2006 – βλ. Διάγραμμα IV.12) 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.20).

Διάγραμμα IV.13

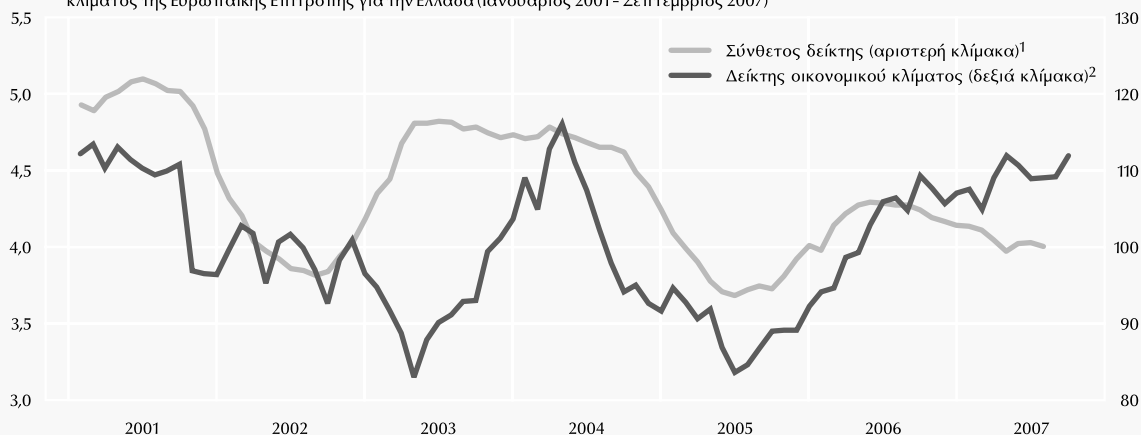
Δείκτες οικονομικής δραστηριότητας

A. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος (Ιανουάριος 2001 - Ιούλιος 2007)

(Μηνιαίοι ρυθμοί εκατοστιαίας μεταβολής, που έχουν αναχθεί σε ετήσια βάση)



B. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος και ο δείκτης οικονομικού κλίματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την Ελλάδα (Ιανουάριος 2001 - Σεπτέμβριος 2007)



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

2 Μηνιαία στοιχεία.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (για το σύνθετο δείκτη, καθώς και για το ΑΕΠ του 2007), ΕΣΥΕ (για το ΑΕΠ 2001-2006) και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (για το δείκτη οικονομικού κλίματος).

2. Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας

Σύμφωνα με τις προσωρινές τριμηνιαίες εθνικο-λογιστικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ,¹⁹ το πρώτο εξάμηνο του 2007 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ, υπερβαίνοντας τις αρχικές προβλέψεις, διαμορφώθηκε στο 4,4% έναντι 4,2% το αντίστοιχο εξάμηνο του 2006. Η πολύ ικανοποιητική εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας το πρώτο εξάμηνο οφείλεται κυρίως στη συμβολή

των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, οι οποίες αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 10,4%, αλλά και στον υψηλό ρυθμό ανόδου των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (9,2%), ο

¹⁹ Τα τριμηνιαία εθνικολογιστικά στοιχεία της ΕΣΥΕ καταρτίζονται και δημοσιεύονται, από το Νοέμβριο του 2006, μόνο με βάση τους αναθεωρημένους Εθνικούς Λογαριασμούς. Ωστόσο, δεδομένου ότι η αναθεώρηση δεν έχει ακόμη επικυρωθεί από την Eurostat, τα ετήσια στοιχεία για το 2006 και τα προηγούμενα έτη που αναφέρονται στην παρούσα έκθεση προέρχονται από την παλαιά σειρά των εθνικών λογαριασμών (Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Απρίλιος 2007).

Πίνακας IV.5

Ζήτηση και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (2005-2007)

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

	2005	2006	2007 (α' εξάμηνο)
Ιδιωτική κατανάλωση	3,4	3,9	2,9
Δημόσια κατανάλωση	1,0	0,6	2,9
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-1,4	12,7	10,4
Κατοικίες	-1,4	32,3	...
Λοιπές κατασκευές	-6,1	15,3	...
Εξοπλισμός	0,5	3,5	...
Λοιπές	14,5	10,9	...
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	0,7	0,9	...
Εγχώρια Ζήτηση	2,3	5,7	...
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	3,0	5,1	9,2
Εξαγωγές αγαθών	8,2	11,0	...
Εξαγωγές υπηρεσιών	-0,1	1,4	...
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-1,2	9,8	9,8
Εισαγωγές αγαθών	-0,1	9,8	...
Εισαγωγές υπηρεσιών	-7,6	9,8	...
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	3,7	4,3	4,4

Πηγές: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών (παλαιά εθνικολογιστικά σειρά, Απρίλιος 2007) για τα έτη 2005 και 2006. Για το 2007, προσωρινά στοιχεία ΕΣΥΕ για το α' εξάμηνο. Για τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2007, βλ. το κυρίως κείμενο.

οποίος σε σημαντικό βαθμό αντανακλά το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον (βλ. τα Τμήματα 2 και 3 του Κεφαλαίου II).

Τόσο οι “άμεσοι” δείκτες δραστηριότητας σε επιμέρους τομείς όσο και τα αποτελέσματα των ερευνών “συγκυρίας” επιβεβαιώνουν την εκτίμηση ότι ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ παραμένει υψηλός εφέτος. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας ο οποίος καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος (και αποτελεί τη συνισταμένη μιας ομάδας βραχυχρόνιων δεικτών που καλύπτουν με ικανοποιητική πληρότητα τους επιμέρους τομείς της ελληνικής οικονομίας) κινήθηκε γύρω στο 4% τους πρώτους έξι μήνες του έτους. Επιπλέον, ο δείκτης οικονομικού κλίματος για την Ελλάδα (που καταρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και στηρίζεται σε αποτελέσματα ερευνών συγκυρίας) διαμορφώθηκε την περίοδο Ιανου-

αρίου-Σεπτεμβρίου σε επίπεδα υψηλότερα από ό,τι το 2006 και τα προηγούμενα έτη (βλ. Διάγραμμα IV.13).

Αν ληφθούν υπόψη τα διαθέσιμα στοιχεία και οι εκτιμήσεις για τις εξελίξεις της οικονομικής δραστηριότητας το δεύτερο εξάμηνο, προβλέπεται ότι για ολόκληρο το 2007 ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ δεν θα απέχει αισθητά από τον περυσινό ρυθμό και θα υπερβεί ελαφρά το 4% (έναντι 4,3% το 2006 – βλ. Πίνακα IV.5).

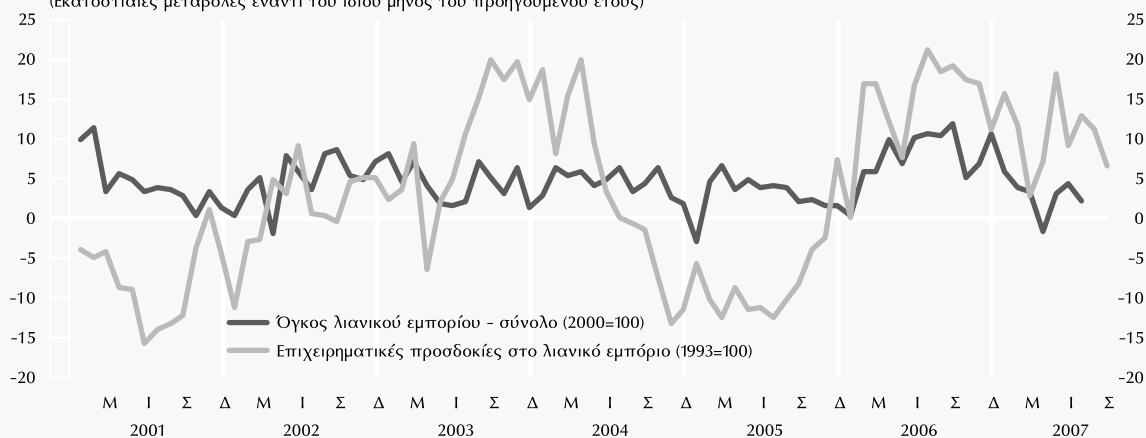
Η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σχεδόν κατά 4%, συνεχίζοντας και εφέτος να στηρίζει την άνοδο του ΑΕΠ. Οι προσωρινές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ για το πρώτο εξάμηνο του 2007 καταγράφουν μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης 2,9%, έναντι 3,5% το αντίστοιχο εξάμηνο του 2006.

Διάγραμμα IV.14

Καταναλωτική ζήτηση (Ιανουάριος 2001 - Σεπτέμβριος 2007)

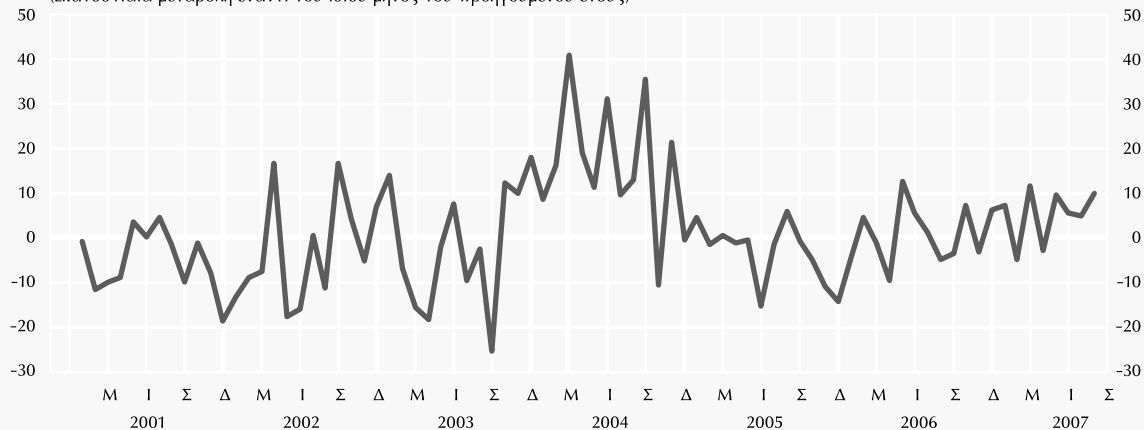
Α. Όγκος λιανικού εμπορίου και επιχειρηματικές προσδοκίες

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Β. Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. αυτοκινήτων

(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: ΕΣΥΕ (για το λιανικό εμπόριο και τα αυτοκίνητα) και 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.

Ο όγκος των λιανικών πωλήσεων (εκτός πωλήσεων αυτοκινήτων και καυσίμων) αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,0% τους πρώτους επτά μήνες του 2007 (έναντι 7,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2006),²⁰ ενώ σημαντική ήταν η αύξηση κατά 5,4% του αριθμού των νέων επιβατικών αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους (βλ. Διάγραμμα IV.14 και Πίνακες IV.6 και IV.7). Η συνεχιζόμενη άνοδος της εγχώριας ζήτησης (τόσο για αγαθά όσο και για υπηρεσίες) με σχετικά υψηλό ρυθμό επιβεβαιώνεται και από

τους βραχυχρόνιους δείκτες που καταγράφουν τις προσδοκίες των επιχειρήσεων στους τομείς του λιανικού εμπορίου (μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου 10,5% τους πρώτους εννέα μήνες του 2007) και των υπηρεσιών (ρυθμός ανόδου 4,6% την ίδια περίοδο). Επίσης, ο γενικός δείκτης απασχόλησης στο λιανικό εμπόριο αυξήθηκε με

²⁰ Ιδιαίτερα σημαντική ήταν η αύξηση του όγκου των λιανικών πωλήσεων των καταστημάτων εκτός ειδών διατροφής (5,4%) – κυρίως των καταστημάτων επίπλων-ηλεκτρικών ειδών και οικιακού εξοπλισμού (10,9%).

Πίνακας IV.6

Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης (2005-2007)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2005	2006	2007 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου ¹	3,0	8,0	3,0 (Ιαν.-Ιουλ.)
Είδη διατροφής-ποτά-καπνός ²	5,6	9,0	0,4 (» »)
Ένδυση-υπόδηση	1,3	0,8	3,9 (» »)
Έπιπλα-ηλεκτρ. είδη-οικιακός εξοπλισμός	0,6	17,7	10,9 (» »)
Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	-1,1	3,7	6,2 (» »)
Έσοδα από ΦΠΑ (σταθερές τιμές)	-0,8	8,5	7,3 (Ιαν.-Ιουλ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-7,7	14,5	10,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
Νέες κυκλοφορίες ΙΧ. επιβατικών αυτοκινήτων	-3,0	0,5	5,4 (Ιαν.-Αύγ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	4,1	3,7	3,2 (Ιαν.-Ιούν.)
Φορολογικά έσοδα από πάγια τέλη κινητής τηλεφωνίας ³	10,8	11,8	114,2 (Ιαν.-Αύγ.)
Υπόλοιπο συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης της κατανάλωσης ⁴	28,7 (Δεκ.)	23,9 (Δεκ.)	22,6 (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 Αναπροσαρμογή των πάγιων μηνιαίων τελών από 1 Νοεμβρίου 2006.

4 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), IOBE (προσδοκίες), ΟΛΠ, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών (τέλη κινητής τηλεφωνίας).

Πίνακας IV.7

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

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

Κατηγορίες	Ιανουάριος-Ιούλιος
1. Μεγάλα καταστήματα τροφίμων	5,2
2. Πολυκαταστήματα	4,5
3. Τρόφιμα-ποτά-καπνός	4,3
4. Φαρμακευτικά-καλλυντικά	1,5
5. Ένδυση-υπόδηση	7,4
6. Έπιπλα-ηλεκτρ. είδη-οικ. εξοπλισμός	11,3
7. Βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη	7,0
8. Πωλήσεις εκτός καταστημάτων	2,0
Γενικός δείκτης κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο	6,4

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

ετήσιο ρυθμό 1,3% το πρώτο εξάμηνο του 2007, έναντι μέσης ετήσιας αύξησης 1,7% το 2006 και 2,2% το 2005.

Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης οφείλεται κατ' αρχάς στη συνεχιζόμενη άνοδο του μέσου πραγματικού εισοδήματος των νοικοκυριών (μάλιστα η αύξηση των μέσων πραγματικών αποδοχών των μισθωτών κατά 3% είναι εφέτος μεγαλύτερη από ό,τι πέρυσι – βλ. Πίνακα IV.3), καθώς και της απασχόλησης (βλ. Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου).²¹ Εξάλλου, όπως και τα προηγούμενα έτη, η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης στηρίζεται και από την επέκταση της

21 Το συνολικό πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα του ιδιωτικού τομέα εκτιμάται ότι αυξάνεται εφέτος σχεδόν κατά 4%, έναντι 3,2% το 2006 (βάσει των παλαιών εθνολογιστικών στοιχείων).

Πίνακας IV.8

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	214,5	10,9	10,9	230,8	8,6	8,6	269,3	13,4	13,4
2006	240,6	12,2	12,2	256,7	11,3	11,3	304,2	13,0	13,0
1997 I	96,2	...	...	95,1	...	...	130,9	3,0	6,1
II	98,2	2,1	...	97,8	2,9	...	132,6	1,3	6,2
III	100,2	2,0	...	100,8	3,1	...	134,0	1,1	4,8
IV	105,4	5,1	...	105,7	4,8	...	141,3	5,5	11,2
1998 I	110,1	4,5	14,4	109,3	3,4	14,9	149,4	5,7	14,1
II	113,9	3,5	16,0	115,4	5,6	18,0	151,6	1,5	14,4
III	115,0	0,9	14,8	116,5	1,0	15,6	153,0	0,9	14,2
IV	118,4	2,9	12,3	120,9	3,7	14,4	156,3	2,1	10,6
1999 I	120,4	1,7	9,3	123,8	2,5	13,3	157,9	1,0	5,7
II	123,6	2,7	8,5	128,1	3,4	11,0	161,0	2,0	6,2
III	125,3	1,3	8,9	130,5	1,9	12,0	162,3	0,8	6,1
IV	128,8	2,9	8,9	136,0	4,2	12,5	164,7	1,5	5,4
2000 I	132,1	2,5	9,7	141,6	4,1	14,3	166,1	0,8	5,2
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	216,9	2,5	12,2	231,5	1,1	9,7	274,5	4,0	15,0
IV	224,1	3,3	13,2	239,0	3,2	8,9	283,8	3,4	17,8
2006 I	232,2	3,6	13,1	247,5	3,6	10,6	294,1	3,6	15,7
II	238,9	2,9	12,9	255,3	3,2	11,6	301,7	2,6	14,2
III	242,5	1,5	11,8	258,1	1,1	11,5	307,4	1,9	12,0
IV	248,6	2,5	11,0	266,0	3,0	11,3	313,7	2,0	10,5
2007 I	...	...	...	...	...	...	315,8	0,7	7,4
II	...	...	...	...	...	...	314,3	-0,5	4,2

* Τα στοιχεία για το 2006 είναι προσωρινά.

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

Πίνακας IV.9

Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2005-2007)

(Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)¹

	2005	2006	2007 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-5,1	1,3	-0,8 (Ιαν.-Ιούλ.)
Επενδυτική δαπάνη (σε τρέχουσες τιμές) των ιδιωτικών βιομηχανικών επιχειρήσεων ²	-11,7 ³	-1,6 ⁴	10,4 ⁴
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	(71,7)	(76,7)	80,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
Υπόλοιπο δανείων διάρκειας μεγαλύτερης του έτους προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα ⁵	18,0 (Δεκ.)	12,1 (Δεκ.)	24,3 (Αύγ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	-21,0	8,9	43,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Όγκος νέων οικοδομών βάσει αδειών	35,2	-19,5	-5,2 (Ιαν.-Ιούν.)
Παραγωγή τσιμέντου	2,4	3,1	-8,8 (Ιαν.-Ιούλ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	-22,7	44,6	5,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
Υπόλοιπο συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης του οικισμού ⁶	33,5 (Δεκ.)	25,8 (Δεκ.)	23,5 (Αύγ.)

1 Με εξαίρεση το βαθμό χρησιμοποίησης.

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

3 Εκτίμηση έρευνας Μαρτίου-Απριλίου 2006.

4 Εκτίμηση ή πρόβλεψη έρευνας Μαρτίου-Απριλίου 2007.

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), ΙΟΒΕ (έρευνα επενδύσεων, βαθμός χρησιμοποίησης, προσδοκίες), Τράπεζα της Ελλάδος (δάνεια προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα, εκταμιεύσεις ΠΔΕ, χρηματοδότηση οικισμού).

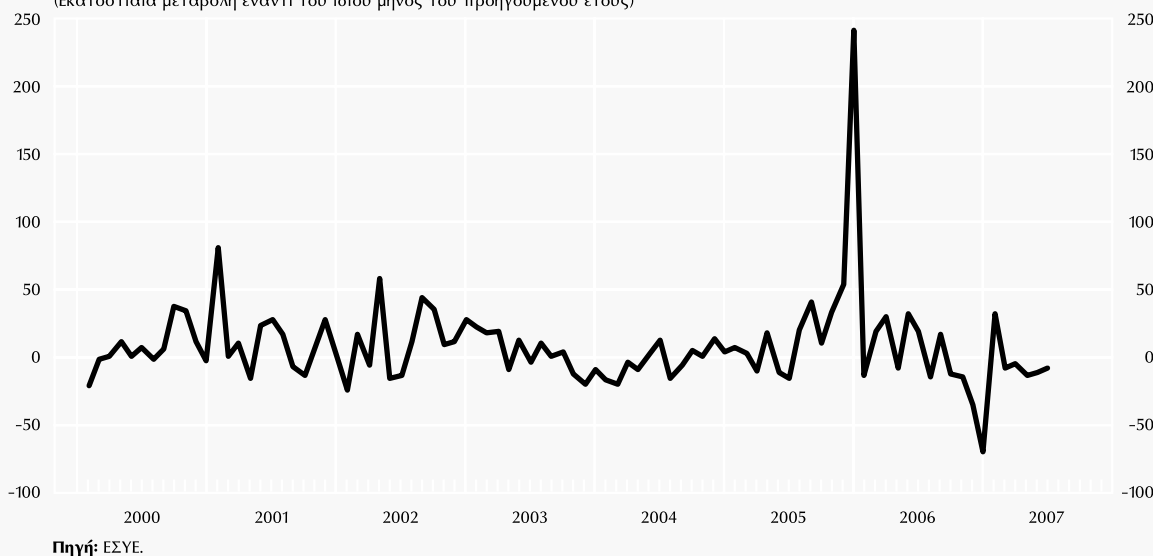
καταναλωτικής πίστης, ενώ αντανακλά και τις θετικές προσδοκίες των νοικοκυριών όσον αφορά τα μελλοντικά τους εισοδήματα. Πράγματι, παρά τη συνεχιζόμενη ελαφρά αύξηση των επιτοκίων των καταναλωτικών δανείων, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της καταναλωτικής πίστης (περιλαμβανομένων των τιτλοποιημένων δανείων) παρέμεινε υψηλός (22,6% τον Αύγουστο του 2007, έναντι 23,9% και 24,3% το Δεκέμβριο και τον Αύγουστο του 2006, αντίστοιχα). Επίσης, υπενθυμίζεται ότι στη διατήρηση του υψηλού ρυθμού ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης την τελευταία δεκαετία εκτιμάται ότι έχει συμβάλει και η

συνεχιζόμενη αύξηση του πληθυσμού λόγω της μεγάλης εισροής οικονομικών μεταναστών.

Μετά την ανάκαμψη των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου το 2006 (όταν αυξήθηκαν περισσότερο από 12%, έναντι μείωσης κατά 1,4% το 2005), ο ρυθμός ανόδου τους παραμένει υψηλός εφέτος (όπως ήδη αναφέρθηκε) και εκτιμάται ότι για ολόκληρο το 2007 θα είναι της τάξεως του 8%. Η εκτίμηση αυτή αντανακλά την εκτιμώμενη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου κυρίως των επενδύσεων σε κατοικίες (στο 3% περίπου, από 32,3% το

Διάγραμμα IV.15

Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών με βάση τις άδειες (Ιανουάριος 2000 - Ιούνιος 2007)
(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγή: ΕΣΥΕ.

2006²²) και δευτερευόντως των επενδύσεων του τομέα της γενικής κυβέρνησης.²³ Αντίθετα, εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών επενδύσεων θα επιταχυνθεί από 8,6% το 2006 στο 10% περίπου το 2007 (βλ. Πίνακα IV.9).²⁴

Η διατήρηση του ρυθμού ανόδου της επενδυτικής ζήτησης της οικονομίας σε υψηλά επίπεδα για δεύτερο επί σειράν έτος συνδέεται με την περαιτέρω βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος αλλά και με την αύξηση της εξωτερικής ζήτησης για ελληνικά προϊόντα και υπηρεσίες.²⁵

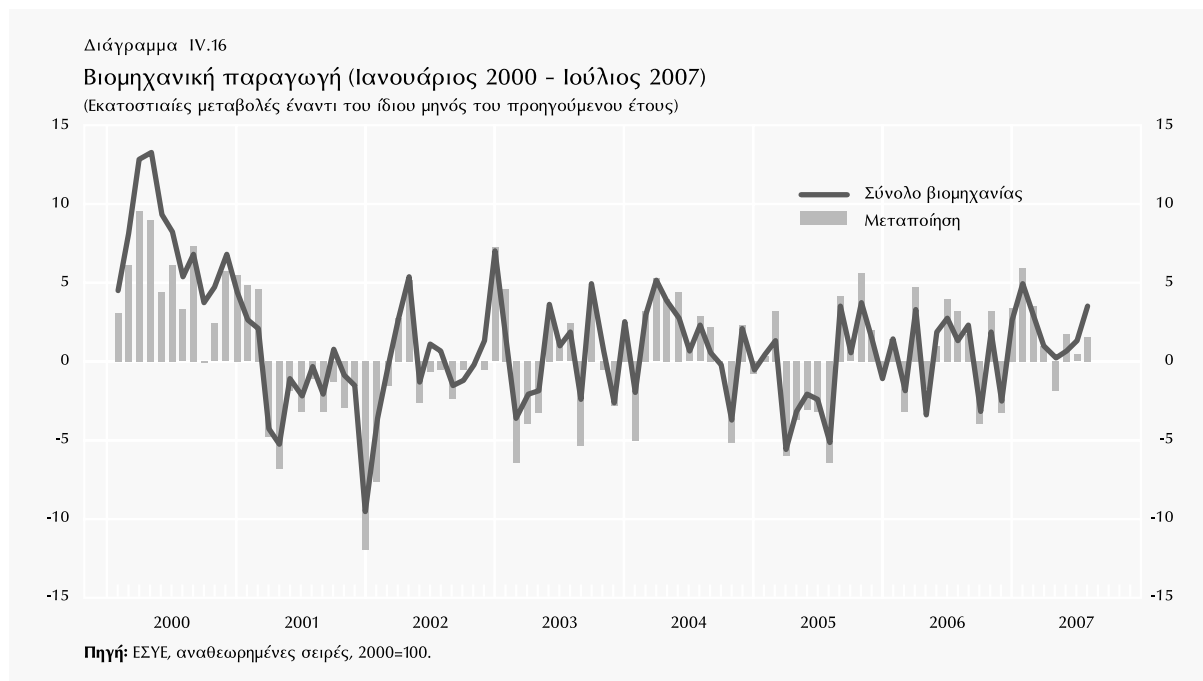
Όσον αφορά τις επενδύσεις σε κατασκευές, σημειώνεται ότι ο ρυθμός ανόδου του δείκτη παραγωγής στις κατασκευές (που αφορά τόσο ιδιωτική όσο και δημόσια κατασκευαστική δραστηριότητα) επιταχύνθηκε στο 20,0% το πρώτο εξάμηνο του 2007, από 5,0% την αντίστοιχη περίοδο του 2006, κυρίως λόγω της κατασκευής δημόσιων έργων. Αν ωστόσο ληφθούν υπόψη η μεγάλη μείωση του όγκου της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότη-

22 Η μεγάλη αύξηση το 2006 επηρεάστηκε από την αναγγελία φορολογικών και διοικητικών παρεμβάσεων που αφορούσαν τον κλάδο των κατασκευών.

23 Αν και σε εθνικολογιστική βάση αναμένεται επιβράδυνση της ανόδου των επενδύσεων αυτών (από 7,6% το 2006 σε 4,5-5,0% εφέτος), οι εκταμιεύσεις του ΠΔΕ (τρέχουσες τιμές) εμφανίζουν μέχρι στιγμής υψηλότερη αύξηση από ό,τι πέρυσι (ο μέσος ετήσιος ρυθμός τους πρώτους εννέα μήνες του 2007 ήταν 43,0%, έναντι 10,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2006).

24 Σύμφωνα με την έρευνα επενδύσεων του IOBE που διεξήχθη την περίοδο Μαρτίου-Απριλίου 2007, οι βιομηχανικές επιχειρήσεις εκτιμούν ότι οι επενδυτικές τους δαπάνες (σε τρέχουσες τιμές) θα αυξηθούν εφέτος κατά 44,4%, έναντι 3,7% το 2006. Τα στοιχεία αυτά έχουν επηρεαστεί από την έντονη επενδυτική δραστηριότητα, τόσο το 2006 όσο και εφέτος, μιας μεγάλης εταιρίας πετρελαιοειδών του ευρύτερου δημόσιου τομέα. Οι ιδιωτικές βιομηχανικές επιχειρήσεις εκτιμούν ότι οι επενδυτικές τους δαπάνες θα αυξηθούν εφέτος κατά 10,4%, ενώ είχαν μειωθεί κατά 1,6% το 2006 (δελτίο τύπου IOBE, 19.7.2007).

25 Συγκεκριμένα, συνεχίζεται η βελτίωση των επιχειρηματικών προσδοκιών τόσο στη βιομηχανία όσο και στις κατασκευές, αλλά με βραδύτερους ρυθμούς από ό,τι το 2006. Τους πρώτους εννέα μήνες του 2007 ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία (τον οποίο καταρτίζει το IOBE) ήταν 1,9%, έναντι 10,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Την ίδια περίοδο, η αντίστοιχη αύξηση του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές ήταν 5,8% (έναντι 46,8% τους πρώτους εννέα μήνες του 2006). Επίσης, ο βαθμός χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού στον τομέα της παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών αυξήθηκε στο 80,7, κατά μέσον όρο, τους πρώτους εννέα μήνες του 2007, από 76,2 την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Εξάλλου, όσον αφορά τη δυναμική της εξωτερικής ζήτησης επισημαίνεται ότι οι νέες παραγγελίες στη βιομηχανία από την εξωτερική αγορά παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, αν και παρουσιάζουν επιβράδυνση, καθώς αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 9,0% τους πρώτους επτά μήνες του 2007, έναντι 22,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2006.



τας βάσει αδειών (ο οποίος αποτελεί προπο-
ρευόμενο δείκτη) κατά 19,5% το 2006 και η
μείωσή του με μέσο ετήσιο ρυθμό 5,2% το
πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους (βλ. Διά-
γραμμα IV.15), καθώς και η κάμψη της παρα-
γωγής τσιμέντου με μέσο ετήσιο ρυθμό 8,8%
τους πρώτους επτά μήνες του 2007 (έναντι
αύξησης κατά 6,3% την αντίστοιχη περίοδο
του 2006), εκτιμάται ότι ο ρυθμός αύξησης
των συνολικών επενδύσεων στις κατασκευές
θα επιβραδυνθεί εφέτος.

Η κατάρτιση επενδυτικών σχεδίων από την
έναρξη εφαρμογής του επενδυτικού νόμου
3299/2004²⁶ έχει προσδώσει δυναμική στην
επενδυτική ζήτηση, καθώς η υλοποίησή τους
πραγματοποιείται σε βάθος χρόνου. Εκτιμάται
ακόμη ότι οι τροποποιήσεις του Ν. 3299/2004
με το άρθρο 37 του Ν. 3522/2006, καθώς και η
ενεργοποίηση του τέταρτου κύκλου ενίσχυσης
των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων στους
τομείς του εμπορίου και του τουρισμού, θα
ενθαρρύνουν περαιτέρω την επενδυτική δρα-
στηριότητα των ελληνικών επιχειρήσεων.

Η μεγάλη αύξηση των ξένων άμεσων επενδύ-
σεων το 2006 αφορούσε κυρίως μεγάλες εξα-
γορές υφιστάμενων ελληνικών επιχειρήσεων
και επομένως δεν συνέβαλε απευθείας στην
αύξηση του υπάρχοντος πάγιου κεφαλαίου
στην οικονομία. Ωστόσο, εκτιμάται ότι η εξέ-
λιξη αυτή επηρεάζει θετικά το επενδυτικό
κλίμα και είναι δυνατόν να ενισχύσει τις επεν-
δυτικές προοπτικές ισχυρών επιχειρήσεων.

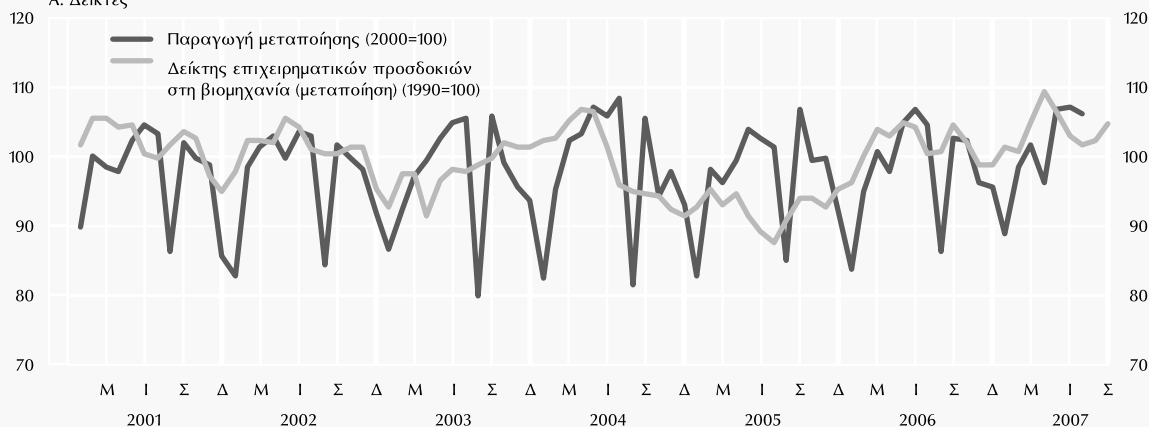
Το 2007 η συμβολή της μεταβολής του πραγμα-
τικού εξωτερικού ισοζυγίου (δηλαδή της διαφο-
ράς μεταξύ εξαγωγών και εισαγωγών αγαθών
και υπηρεσιών σε σταθερές τιμές) στην αύξηση
του ΑΕΠ προβλέπεται να παραμείνει αρνητική

²⁶ Μεταξύ Μαρτίου του 2005 και 20.7.2007 εγκρίθηκαν 3.661 επενδυτικά σχέδια συνολικού ύψους 8,3 δισεκ. ευρώ (ύψος επι-
χορήγησης: 3,4 δισεκ. ευρώ), τα οποία αναμένεται να συμβά-
λουν στη δημιουργία 21.281 νέων θέσεων εργασίας. Ως τάξη
μεγέθους, αυτά τα επενδυτικά σχέδια, που εγκρίθηκαν στη διά-
κρια περίπου δύο ετών, αντιστοιχούν σχεδόν στο 13% των επι-
χειρηματικών επενδύσεων μιας διετίας (όπως αυτές εκτιμώνται
στους εθνικούς λογαριασμούς). Το 47% της σχεδιαζόμενης επεν-
δυτικής δαπάνης αφορά τον τουριστικό τομέα, το 35,6% τη
μεταποίηση, το 14,9% τις υπηρεσίες (εκτός τουρισμού) και το
2,5% τον πρωτογενή τομέα. Βλ. και σχετικές δηλώσεις του
Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών, 26.7.2007.

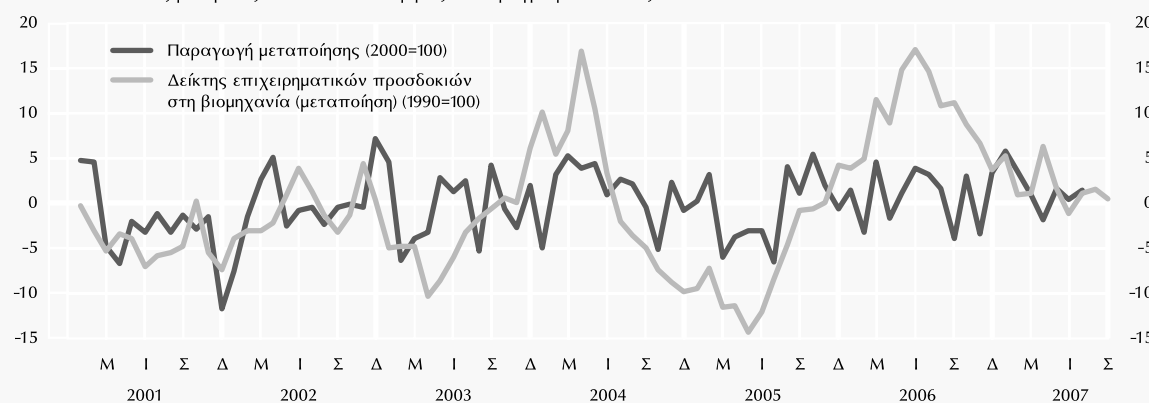
Διάγραμμα IV.17

Παραγωγή και επιχειρηματικές προσδοκίες στη μεταποίηση (Ιανουάριος 2001 - Σεπτέμβριος 2007)

Α. Δείκτες



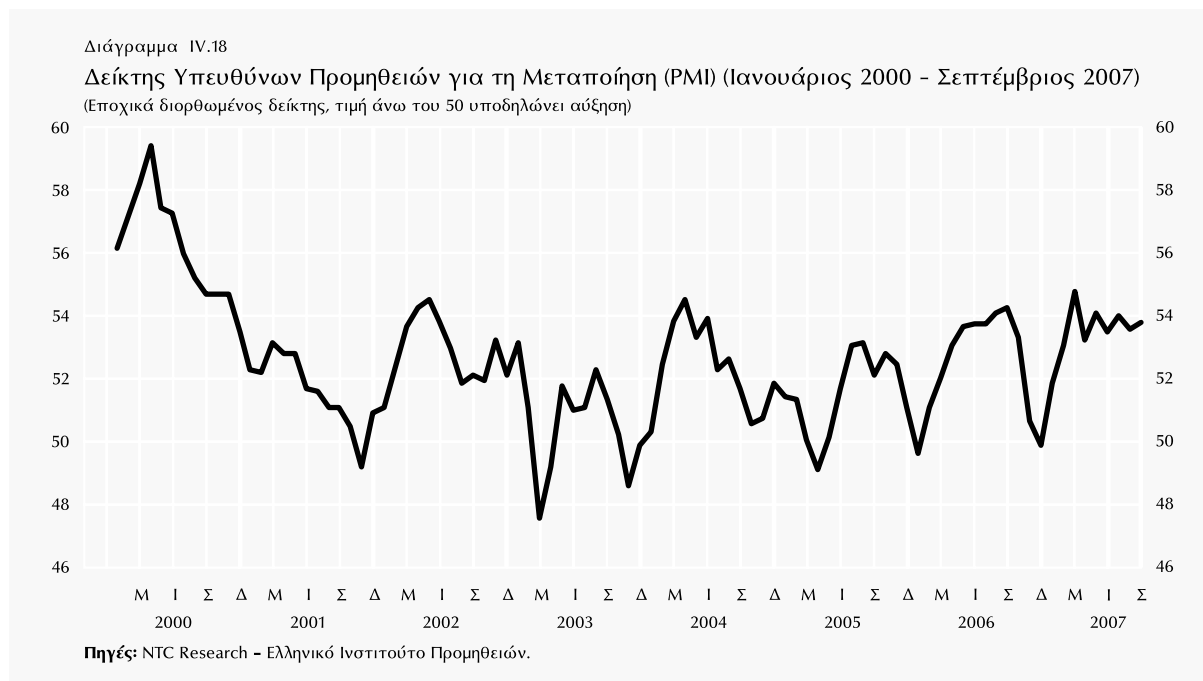
Β. Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους



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.

(της τάξεως της 1,5 εκατοστιαίας μονάδας, έναντι 2 εκατοστιαίων μονάδων το 2006). Η σημαντική άνοδος των εισπράξεων από εξαγωγές εκτιμάται ότι δεν θα είναι επαρκής για να αντισταθμίσει τη μεγάλη άνοδο της αντίστοιχης δαπάνης για εισαγωγές. Ο ρυθμός ανόδου των εξαγωγών αγαθών το 2007 προβλέπεται ότι θα είναι της τάξεως του 4% και θα υπολείπεται του ρυθμού ανόδου της ζήτησης στην παγκόσμια αγορά (η ζήτηση για εισαγωγές στις αγορές προορισμού των ελληνικών εξαγωγών εκτιμάται ότι αυξάνεται κατά 6% το 2007), μεταξύ άλλων και λόγω της σωρευτικής απώλειας διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας ως προς τις τιμές. Οι εξαγωγές υπηρε-

σιών εκτιμάται ότι θα αυξηθούν με ρυθμό υψηλότερο από ό,τι το 2006, καθώς ο ρυθμός ανόδου των εισπράξεων από υπηρεσίες μεταφορών (κυρίως ναυτιλιακών) εμφανίζει επιτάχυνση, ενώ οι εισπράξεις από τον τουρισμό συνεχίζουν την ανοδική τους πορεία. Οι εισαγωγές αναμένεται να εξακολουθήσουν να αυξάνονται, κυρίως λόγω της ανόδου των εισαγωγών αγαθών (εκτός πετρελαιοειδών), ενώ αναμένεται αύξηση και των πληρωμών για αγορές πλοίων (βλ. και Κεφάλαιο V). Σε εθνολογιστική βάση, προβλέπεται ότι ο ρυθμός ανόδου του όγκου των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών θα προσεγγίσει το 6% το 2007 (έναντι 5,1% το 2006), ενώ η άνοδος των εισαγωγών αγαθών



και υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα είναι γύρω στο 8% (έναντι 9,8% το 2006).

Από την πλευρά της προσφοράς, η συνολική βιομηχανική παραγωγή και η μεταποιητική παραγωγή, που είχαν ανακάμψει το 2006, συνέχισαν να κινούνται ανοδικά το πρώτο τρίμηνο του 2007, αλλά το δεύτερο τρίμηνο ο ρυθμός ανόδου επιβραδύνθηκε. Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΣΥΕ, η παραγωγή του συνόλου της βιομηχανίας κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007 αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,0% και η μεταποιητική παραγωγή κατά 1,6% (βλ. Διάγραμμα IV.16), κυρίως λόγω της ανάκαμψης της παραγωγής των μη διαρκών καταναλωτικών αγαθών (+4,4%). Αντίθετα, η παραγωγή των κεφαλαιακών αγαθών μειώθηκε ελαφρά (κατά 0,8%).²⁷

Ανάλογη εικόνα για τη δραστηριότητα της μεταποίησης αποτυπώνεται και στην έρευνα συγκυρίας του IOBE (βλ. Διάγραμμα IV.17).²⁸ Επίσης, αυξημένο είναι και το ποσοστό χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού για το σύνολο της βιομηχανίας (76,9% κατά μέσον

όρο τους πρώτους εννέα μήνες του 2007, έναντι 76,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2006). Εξάλλου, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) από τις αρχές του τρέχοντος έτους κινήθηκε σε επίπεδα που υπερβαίνουν το όριο των 50 μονάδων (53,5 κατά μέσον όρο το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2007, έναντι 52,4 για όλο το 2006), υποδηλώνοντας ότι συνεχίζεται η αύξηση της παραγωγής (βλ. Διάγραμμα IV.18).

Ορισμένοι κλάδοι του τομέα των υπηρεσιών (χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, υπηρεσίες πληροφορικής και επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, διαχείριση ακίνητης περιουσίας, εμπόριο, τηλεπικοινωνίες) παρουσιάζουν γενικά ικανοποιητική δραστηριότητα και συμβάλλουν στη διεύρυνση της συμμετοχής του τομέα στη συνο-

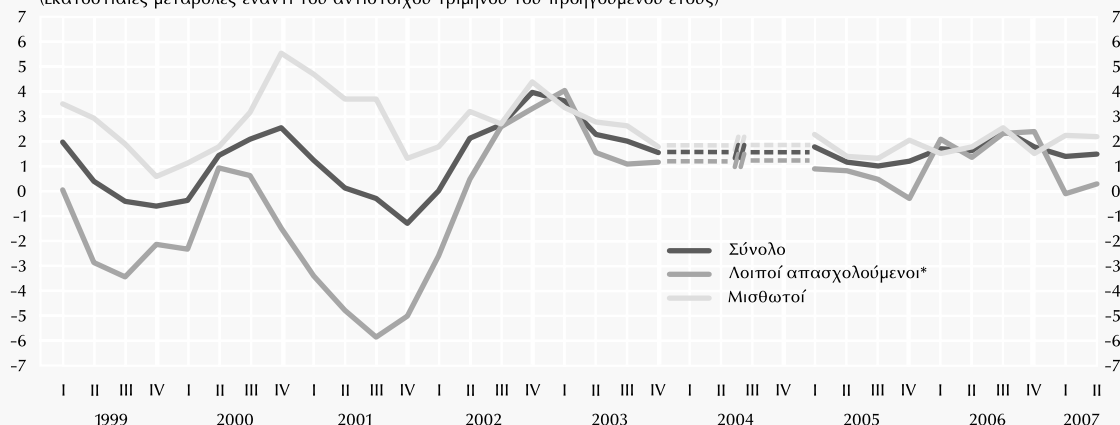
²⁷ Παράλληλα, ανοδικά αλλά με επιβραδυνόμενο ρυθμό κινήθηκε την ίδια περίοδο του 2007 ο κύκλος εργασιών στη βιομηχανία σε όρους αξίας (αύξηση 2,1%, έναντι αύξησης 17,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2006), ως αποτέλεσμα της βραδύτερης ανόδου του κύκλου εργασιών τόσο στην εγχώρια όσο και στην εξωτερική αγορά (κατά 1,1% και 4,8%, έναντι 13,6% και 31,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2006).

²⁸ Βλ. υποσημείωση 25.

Διάγραμμα IV.19

Απασχόληση (1999 - 2007)

(Εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



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

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

λική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία. Όπως ήδη αναφέρθηκε, συνεχίζεται η άνοδος του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες εκτός λιανικού εμπορίου και τραπεζών.

Ειδικότερα, σύμφωνα με στοιχεία της ΕΣΥΕ, το πρώτο εξάμηνο του 2007 ο κύκλος εργασιών (σε τρέχουσες τιμές) αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 14,3% στον κλάδο των υπηρεσιών πληροφορικής, 22,6% στον κλάδο των υπηρεσιών άλλων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων,²⁹ 5,2% στον κλάδο της εμπορίας αυτοκινήτων και 1,8% στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών-ταχυδρομείων. Όσον αφορά τις μεταφορές, η συνολική επιβατική κίνηση (εσωτερικού και εξωτερικού) στο Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 10,1% το πρώτο εξάμηνο του 2007. Η επιβατική κίνηση από και προς το λιμάνι του Πειραιά αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 3,2% το πρώτο εξάμηνο του 2007, σύμφωνα με στοιχεία του ΟΛΠ.

Στον κλάδο του εμπορίου οι εξελίξεις και οι προοπτικές είναι καλές, αν ληφθούν υπόψη η αύξηση του όγκου των λιανικών πωλήσεων, του δείκτη

επιχειρηματικών προσδοκιών και της απασχόλησης στον κλάδο (που ήδη αναφέρθηκαν), καθώς και η αύξηση του κύκλου εργασιών στο χονδρικό εμπόριο (με ετήσιο ρυθμό 13,8% το πρώτο εξάμηνο του 2007, σύμφωνα με στοιχεία της ΕΣΥΕ).

Όσον αφορά τον τραπεζικό τομέα, βλ. Κεφάλαιο III.4.4.1.

3. Απασχόληση και ανεργία: εξελίξεις και προοπτικές

Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας το πρώτο εξάμηνο του 2007 συνοδεύθηκε από αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων και μείωση του αριθμού των ανέργων έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2006.³⁰ Σύμφωνα

²⁹ Αφορά κυρίως δραστηριότητες των αρχιτεκτόνων-μηχανικών, τις νομικές δραστηριότητες και τον κλάδο της διαφήμισης.

³⁰ Η εκτίμηση αυτή στηρίζεται σε στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) για το πρώτο εξάμηνο του 2007, στην έρευνα της ΕΣΥΕ σε επιχειρήσεις λιανικού εμπορίου, καθώς και στις έρευνες συγκυρίας οι οποίες διεξάγονται σε επιχειρήσεις από το IOBE και το Ινστιτούτο Υπευθύνων Προμηθειών.

με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΣΥΕ, ο αριθμός των απασχολουμένων το πρώτο εξάμηνο του 2007 ήταν αυξημένος κατά 1,4% έναντι του αντίστοιχου εξαμήνου του 2006 (βλ. Διάγραμμα IV.19). Λόγω της αύξησης του αριθμού των απασχολούμενων ηλικίας 15-64 ετών με υψηλότερο ρυθμό από ό,τι ο πληθυσμός της ίδιας ηλικιακής ομάδας, το ποσοστό απασχόλησης διαμορφώθηκε σε 61,1% στο πρώτο εξάμηνο του 2007, έναντι 60,7% στο αντίστοιχο διάστημα του 2006.

Καθώς το ΑΕΠ εκτιμάται ότι αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 4,4% το πρώτο εξάμηνο του 2007, η αντίστοιχη αύξηση της απασχόλησης (1,4%) υποδηλώνει ότι η επίδραση της ανόδου της δραστηριότητας στην αύξηση της απασχόλησης ήταν κάπως ασθενέστερη από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2006, όταν το ΑΕΠ είχε αυξηθεί με ετήσιο ρυθμό 4,2% και η απασχόληση με ετήσιο ρυθμό 1,7%.³¹ Η επίδραση που καταγράφεται στην Ελλάδα το πρώτο εξάμηνο του 2007 είναι ασθενέστερη και από την αντίστοιχη στη ζώνη του ευρώ την ίδια περίοδο.³² Πάντως ο ρυθμός ανόδου της απασχόλησης παρέμεινε σχετικά υψηλός το πρώτο εξάμηνο. Επίσης, αν και το μέρος της ανόδου που προήλθε από τον τομέα των μη αγοραίων υπηρεσιών ήταν σημαντικό, μειώθηκε σε σύγκριση με το αντίστοιχο εξάμηνο του 2006.³³

Η άνοδος της απασχόλησης συνδυάστηκε με υποχώρηση των μέσων εβδομαδιαίων ωρών εργασίας. Οι μέσες εβδομαδιαίες ώρες απασχόλησης στη μη αγροτική οικονομία μειώθηκαν κατά 1,2% το πρώτο εξάμηνο του 2007 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006.³⁴

Η ανάλυση των μεταβολών της απασχόλησης και των μέσων εβδομαδιαίων ωρών εργασίας σε συνδυασμό με τις μεταβολές της οικονομικής

δραστηριότητας οδηγεί στην εκτίμηση ότι η παραγωγικότητα βελτιώθηκε.

Στην άνοδο της απασχόλησης το πρώτο εξάμηνο του 2007 συνέβαλε κυρίως η αύξηση του αριθμού των μισθωτών (+2,2%). Επίσης, συνεχίστηκε η αύξηση των απασχολούμενων ως βοηθών στις οικογενειακές επιχειρήσεις, η οποία είχε αρχίσει το 2006, αντιστρέφοντας την πτωτική τάση που καταγραφόταν τα προηγούμενα χρόνια.³⁵

Ο αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε τόσο στο μη αγροτικό επιχειρηματικό τομέα, συμβάλλοντας κατά 1,1 εκατοστιαία μονάδα στη μεταβολή της συνολικής απασχόλησης, όσο και στις μη αγοραίες υπηρεσίες, οι οποίες συνέβαλαν κατά 0,6 της εκατοστιαίας μονάδας στην άνοδο της συνολικής απασχόλησης. Αντίθετα, στον πρωτογενή τομέα η περαιτέρω μείωση του αριθ-

31 Η σχέση μεταξύ των δύο ρυθμών το πρώτο εξάμηνο του 2007 είναι παρόμοια με εκείνη που καταγράφηκε την περίοδο 2000-2005, όταν η άνοδος του ΑΕΠ με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,4% συνοδεύθηκε από άνοδο της απασχόλησης με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,3%.

32 Στη ζώνη του ευρώ το πρώτο εξάμηνο του 2007 ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης 2,8% συνοδεύθηκε από άνοδο της απασχόλησης με ετήσιο ρυθμό 1,7%.

33 Σε όρους της στατιστικής ταξινόμησης των κλάδων οικονομικής δραστηριότητας ΣΤΑΚΟΔ-91, οι “μη αγοραίες υπηρεσίες” περιλαμβάνουν τους εξής κλάδους: Δημόσια Διοίκηση, Άμυνα και Υποχρεωτική Κοινωνική Ασφάλιση (κλάδος 75), Εκπαίδευση (κλάδος 80), Υγεία και Κοινωνική Μέριμνα (κλάδος 85) και Ετερόδοκοι Οργανισμοί και Όργανα (κλάδος 90). Όλοι οι υπόλοιποι κλάδοι, πλην εκείνων του πρωτογενούς τομέα, περιλαμβάνονται στον επιχειρηματικό τομέα. Παρά την αυξανόμενη προσφορά υπηρεσιών εκπαίδευσης και υγείας από τον ιδιωτικό τομέα, οι “μη αγοραίες υπηρεσίες” περιλαμβάνουν – σύμφωνα με την εν λόγω ταξινόμηση – το σύνολο των υπηρεσιών αυτών, ανεξάρτητα από το ιδιοκτησιακό καθεστώς των επιχειρήσεων που τις παρέχουν.

34 Ο υπολογισμός λαμβάνει υπόψη και άτομα τα οποία, ενώ συνήθως εργάζονται, έτυχε την εβδομάδα αναφοράς της έρευνας να μην εργάζονται. Αν τα άτομα αυτά δεν συμπεριληφθούν σε κανένα από τα δύο έτη, τότε η μείωση των μέσων εβδομαδιαίων ωρών εργασίας διαμορφώνεται σε 0,8%.

35 Οι εργαζόμενοι ως βοηθοί στις οικογενειακές επιχειρήσεις το πρώτο εξάμηνο του 2007 αυξήθηκαν κατά 1,3% σε σχέση με το πρώτο εξάμηνο του 2006, αλλά η συμβολή της εξελίξης αυτής στην άνοδο της συνολικής απασχόλησης ήταν χαμηλότερη από 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας, ενώ η αντίστοιχη συμβολή της αύξησης του αριθμού των μισθωτών ήταν 1,4 εκατοστιαία μονάδα.

μού των απασχολουμένων συνέβαλε αρνητικά στη μεταβολή της συνολικής απασχόλησης κατά 0,3 της εκατοστιαίας μονάδας.

Αναλυτικότερα, στον πρωτογενή τομέα συνεχίστηκε η τάση υποχώρησης που καταγράφεται από ετών: η απασχόληση μειώθηκε κατά 2,1% και οι μέσες εβδομαδιαίες ώρες απασχόλησης επίσης μειώθηκαν οριακά. Ως συνέπεια της συρρίκνωσης της απασχόλησης, η συμμετοχή του πρωτογενούς τομέα στη συνολική απασχόληση διαμορφώθηκε στο 11,7% το πρώτο εξάμηνο του 2007, έναντι 12,0% το 2006 (σε σύγκριση με 4,2% στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο) και περίπου 18% στις αρχές της τρέχουσας δεκαετίας.

Αντίθετα, στο δευτερογενή τομέα καταγράφηκε σημαντική άνοδος (3,3%) το πρώτο εξάμηνο του 2007, λόγω της αύξησης του αριθμού των απασχολουμένων στη βιομηχανία (0,3%)³⁶ και κυρίως στις κατασκευές (+8,6%).³⁷ Στη βιομηχανία όμως οι μέσες εβδομαδιαίες ώρες απασχόλησης μειώθηκαν οριακά (κατά 0,5%). Καθώς ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 1,7% το πρώτο εξάμηνο του 2007, εκτιμάται ότι η παραγωγικότητα του κλάδου τόσο ανά ώρα εργασίας όσο και ανά απασχολούμενο βελτιώθηκε. Στις κατασκευές οι μέσες εβδομαδιαίες ώρες εργασίας αυξήθηκαν κατά 1,4%, αντανakλώντας τον αυξημένο όγκο εργασιών, όπως αυτός αποτυπώνεται και στις έρευνες συγκυρίας του IOBE.

Ο αριθμός των απασχολουμένων στον τομέα των μη αγοραίων υπηρεσιών αυξήθηκε κατά 2,7%, συμβάλλοντας κατά 0,6 της εκατοστιαίας μονάδας στην αύξηση της συνολικής απασχόλησης (έναντι 1,3 εκατοστιαίας μονάδας στο πρώτο εξάμηνο του 2006). Η άνοδος της απασχόλησης στις μη αγοραίες υπηρεσίες οφείλεται κυρίως στους κλάδους της υγείας (+7%) και της “δημόσιας διοίκησης”³⁸ (+2,7%).³⁹

Στις υπηρεσίες του επιχειρηματικού τομέα ο αριθμός των απασχολουμένων αυξήθηκε κατά 0,9%, συμβάλλοντας στην αύξηση της συνολικής απασχόλησης κατά 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας. Ειδικότερα, άνοδος σημειώθηκε στο εμπόριο και στα ξενοδοχεία και εστιατόρια. Στο λιανικό εμπόριο, σύμφωνα με την ειδική έρευνα της ΕΣΥΕ, η απασχόληση το πρώτο εξάμηνο του 2007 αυξήθηκε κατά 1,3%, δηλ. με ρυθμό οριακά χαμηλότερο από ό,τι το αντίστοιχο εξάμηνο του 2006 (+1,5%). Σημαντική επίσης άνοδος (4,4%) καταγράφεται, σύμφωνα τόσο με τα στοιχεία της ΕΕΔ όσο και με τις έρευνες συγκυρίας του IOBE για το β' τρίμηνο του 2007, στον αριθμό των απασχολουμένων στα ξενοδοχεία και εστιατόρια, ενώ στο χρηματοπιστωτικό κλάδο τα στοιχεία της ΕΕΔ δείχνουν μείωση κατά περίπου 1,1%, η οποία όμως δεν επιβεβαιώνεται από τα δημοσιευμένα στοιχεία των τραπεζών.

Όσον αφορά τις μορφές απασχόλησης, ο αριθμός των μερικώς απασχολουμένων το πρώτο εξάμηνο του 2007 ήταν κατά περίπου 1% υψηλότερος από ό,τι το αντίστοιχο διάστημα του 2006, ενώ το ποσοστό των μερικώς απασχολουμένων στη συνολική απασχόληση παρέμεινε στο 5,8%, δηλαδή όσο και το πρώτο εξάμηνο του 2006. Τα στοιχεία δεν δείχνουν ουσιαστική μεταβολή στο ποσοστό (επί του συνόλου των απασχολουμένων) των ατόμων που απασχολούνται με συμβάσεις ορισμένου χρόνου.

³⁶ Η άνοδος στη βιομηχανία έχει προέλθει από την αύξηση του αριθμού των απασχολουμένων στη μεταποίηση (0,2%) και στην παροχή ηλεκτρισμού, φωταερίου, νερού (+1,6%).

³⁷ Ο κλάδος των ορυχείων και λατομείων, ο οποίος επίσης περιλαμβάνεται στο δευτερογενή τομέα, παρουσιάζει μείωση του αριθμού των απασχολουμένων (-1,7%), αλλά η μεταβολή του αριθμού των απασχολουμένων στον κλάδο, ο οποίος απασχολεί μόνο 17 χιλιάδες άτομα (1,7% του δευτερογενούς τομέα) αντισταθμίζεται από την αύξηση των απασχολουμένων στη βιομηχανία και τις κατασκευές.

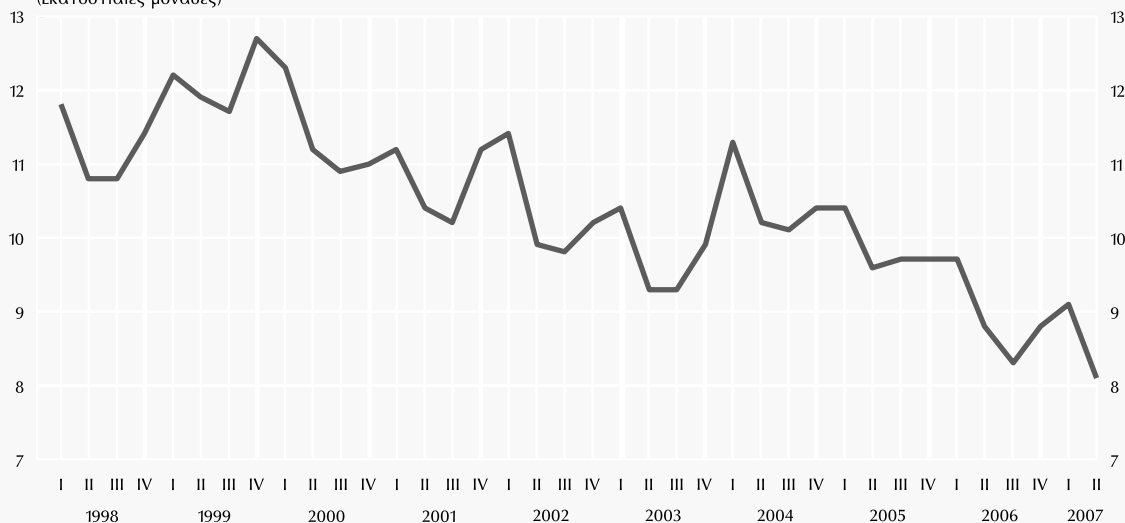
³⁸ Περιλαμβανομένης και της Τοπικής Αυτοδιοίκησης.

³⁹ Η αύξηση του αριθμού των απασχολουμένων στη δημόσια διοίκηση συνέβαλε κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας στη συνολική αύξηση της απασχόλησης, ενώ εκείνη στον κλάδο της υγείας συνέβαλε κατά 0,4 της εκατ. μονάδας.

Διάγραμμα IV.20

Ποσοστό συνολικής ανεργίας (1998 - 2007)

(Εκατοστιαίες μονάδες)



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

Πίνακας IV.10

Προσδοκίες των επιχειρήσεων για την απασχόληση

(Διαφορές σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων)

	Σεπτ. 2007	Μέση τιμή Ιαν. 1998-Σεπτ. 2007	Μέγιστη τιμή Ιαν. 1998-Σεπτ. 2007	Ελάχιστη τιμή Ιαν. 1998-Σεπτ. 2007
Βιομηχανία	-4	-2	14 (Μάιος 2002)	-17 (Δεκ. 2004)
Κατασκευές	-1	20	60 (Μάρτ. 2000)	-64 (Σεπτ. 2004)
Υπηρεσίες (εκτός λιανικού εμπορίου- τραπεζών)	29	4	38 (α' τρ. 2000)	-37 (β' τρ. 2001)
Λιανικό εμπόριο	22	13	56 (Νοέμ. 1998)	-15 (Ιουλ. 2005)

Πηγή: Έρευνες Συγκυρίας IOBE.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΕΔ (για το πρώτο εξάμηνο) και του ΟΑΕΔ (για τον αριθμό των εγγεγραμμένων ανέργων κατά το διάστημα Ιανουαρίου-Μαΐου 2007), ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε σημαντικά σε σύγκριση με το 2006. Βάσει του ορισμού και των στοιχείων της ΕΕΔ, ο μέσος αριθμός των ανέργων το πρώτο εξάμηνο του 2007 ήταν περίπου 422 χιλιάδες άτομα (ποσοστό ανεργίας 8,6%), δηλαδή μικρότερος κατά 28 χιλιάδες περίπου από ό,τι το αντίστοιχο διάστημα του 2006 (ποσοστό ανεργίας 9,2% – βλ. Διάγραμμα IV.20). Η υποχώρηση

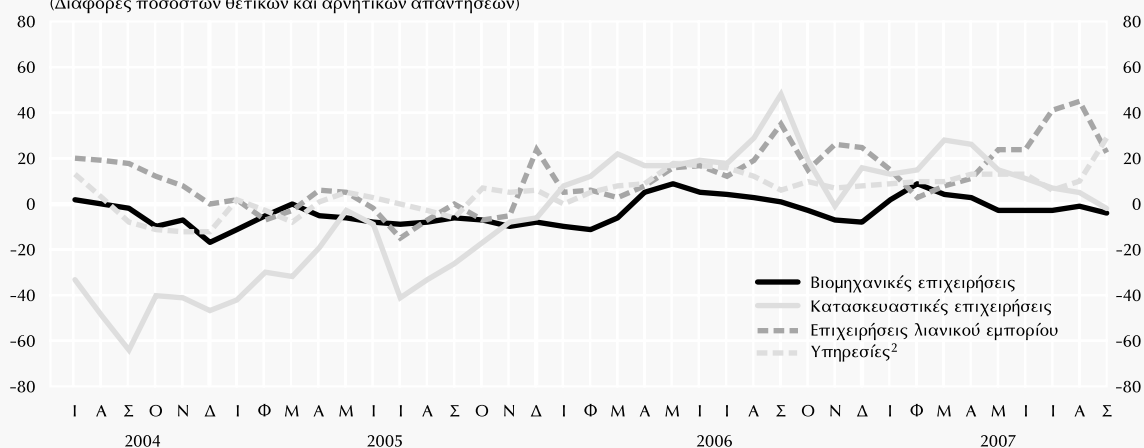
του αριθμού των ανέργων το πρώτο εξάμηνο του 2007 καταγράφεται σε όλες τις ηλικιακές ομάδες και κυρίως στους νέους (άνδρες και γυναίκες) 20-24 ετών. Ταυτόχρονα με τη μείωση της ανεργίας, παρατηρείται ότι, από εκείνους που ήταν άνεργοι το προηγούμενο έτος, ελαφρά υψηλότερο ποσοστό (12,7% σε σύγκριση με 10,5%) κατέστησαν οικονομικά μη ενεργοί το 2007 σε σύγκριση με ό,τι είχε συμβεί το 2006.

Στην περαιτέρω μείωση της ανεργίας μπορεί να συμβάλει και η αναδιοργάνωση των υπηρε-

Διάγραμμα IV.21

Προσδοκίες των επιχειρήσεων¹ για την απασχόληση
(Ιούλιος 2004 – Σεπτέμβριος 2007)

(Διαφορές 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.

σιών του ΟΑΕΔ: ορισμένα μέτρα έχουν ήδη νομοθετηθεί, ενώ άλλα έχουν ανακοινωθεί.⁴⁰

Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές για την απασχόληση, σύμφωνα με τις ίδιες τις επιχειρήσεις, ήταν το Σεπτέμβριο του 2007 οριακά αρνητικές στη βιομηχανία και τις κατασκευές, αλλά θετικές στο λιανικό εμπόριο και τις υπηρεσίες (βλ. Πίνακα IV.10). Συνολικά το τρίτο τρίμηνο παρατηρείται υποχώρηση των προσδοκιών στη βιομηχανία και τις κατασκευές και ενίσχυσή τους στο λιανικό εμπόριο και τις υπηρεσίες, σε σύγκριση με το δεύτερο τρίμηνο (βλ. Διάγραμμα IV.21).

κυβέρνησης μειώθηκε το 2006 στο 2,6% του ΑΕΠ (2,7% του ΑΕΠ σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις), κάτω από την τιμή αναφοράς που ορίζει η Συνθήκη του Μάαστριχτ (3% του ΑΕΠ). Επίσης, το ενοποιημένο ακαθάριστο χρέος της γενικής κυβέρνησης, ως ποσοστό του ΑΕΠ, μειώθηκε από 108,5% το 2004 σε 104,6% το 2006, ενώ, όπως επισήμανε και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, βελτίωση παρουσίασε και η ποιότητα των δημοσιονομικών στοιχείων. Με βάση τις διαπιστώσεις αυτές και λαμβάνοντας υπόψη τους στόχους του Επικαιροποιημένου Προγράμματος Σταθερότητας και Ανάπτυξης της Ελλάδας, η Επιτροπή έκρινε ότι η

4. Δημοσιονομικές εξελίξεις

4.1 Οι δημοσιονομικές εξελίξεις του επταμήνου Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007 με βάση τα δημοσιονομικά στοιχεία

Μετά από δύο έτη προσπαθειών για δημοσιονομική προσαρμογή, το έλλειμμα της γενικής

⁴⁰ Στα μέτρα για τη βελτίωση της λειτουργίας του ΟΑΕΔ περιλαμβάνονται η συγχώνευση των τοπικών υπηρεσιών απασχόλησης με τα υπάρχοντα Κέντρα Προώθησης Απασχόλησης (ΚΠΑ) προκειμένου να λειτουργήσουν ως "υπηρεσίες μίας στάσης" (βλ. Άρθρο 67 του Ν. 3518/2006), η δημιουργία διαδικτυακής πύλης με στόχο, μεταξύ άλλων, την πληροφόρηση για κενές θέσεις εργασίας, η παροχή κινήτρων σε εργοδότες προκειμένου να γνωστοποιούν κενές θέσεις εργασίας στον ΟΑΕΔ, η ηλεκτρονική διασύνδεση των ΚΠΑ με τα Κέντρα Εξυπηρέτησης Πολιτών και η απορρόφηση από τον ΟΑΕΔ των θυγατρικών του εταιριών "Επαγγελματική Κατάρτιση ΑΕ" και "Εθνικό Παρατηρητήριο Απασχόλησης - Ερευνητική - Πληροφορική ΑΕ" (άρθρο 22 του Ν. 3586/2007).

Πίνακας IV.11

Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού

(Εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος - Ιούλιος			Εκατοστιαίες μεταβολές			Ετήσια στοιχεία			Εκατοστιαίες μεταβολές		
	2005	2006	2007*	2006/05	2007*/06	2004	2005	2006	Προϋπίσμος 2007	2005/04	2006/05	Προϋπίσμος 2007/06
I Έσοδα¹	26.190	29.544	31.512	12,8	6,7	44.949	47.446	52.399	55.260	5,6	10,4	5,5
1. Τακτικός προϋπολογισμός (εξ αν έκτακτα έσοδα)	24.964	27.293	28.668	9,3	5,0	42.055	44.760	48.685	51.370	6,4	8,8	5,5
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	1.226	2.251	2.844	83,6	26,3	2.894	2.686	3.714	3.890	-7,2	38,3	4,7
— Έσοδα	...	...	...	...	...	83	63	...	140	-24,1	...	...
— Έσοδα από ΕΕ	...	...	...	...	...	2.811	2.623	...	3.750	-6,7	...	...
II. Δαπάνες²	34.321	35.635	39.436	3,8	10,7	57.810	58.763	60.770	64.310	1,6	3,4	5,8
1. Τακτικός προϋπολογισμός	31.431	32.389	34.901	3,0	7,8	48.288 ⁽⁴⁾	51.239 ⁽⁵⁾	52.586	55.560	6,1	2,6	5,7
— Τόκοι ²	8.576	8.040	8.127	-6,3	1,1	9.464	9.774	9.589	9.750	3,3	-1,9	1,7
— Πρωτογενείς δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού (εξ αν επιστροφές φόρων)	22.855	24.349	26.774	6,5	10,0	38.824 ⁽⁴⁾	41.465 ⁽⁵⁾	42.997	45.810	6,8	3,7	6,5
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	1.506	1.343	1.729	-10,8	28,7	2.799	2.554	2.392	2.200	-8,8	-6,3	-8,0
III. Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ)	-8.131	-6.091	-7.925	12,3	39,7	9.522	7.524	8.184	8.750	-21,0	8,8	6,9
III/ΑΕΠ (%)	-4,5	-3,1	-3,8			-7,6	-6,2	-4,3	-4,3			
1. Τακτικός προϋπολογισμός	-6.467	-5.096	-6.233			-6.233	-6.479	-3.901	-4.190			
2. Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων	-1.664	-995	-1.691			-6.628	-4.838	-4.470	-4.860			
IV. Πρωτογενές πλεόνασμα ΚΠ	445	1.949	202			-3.397	-1.543	1.218	700			
IV/ΑΕΠ (%)	0,2	1,0	0,1			-2,0	-0,9	0,6	0,3			
Χρεολύσια ⁽²⁾	16.852	15.779	20.385	-6,4	29,2	20.356	21.752	17.856	24.247	6,9	-17,9	35,8
Εξοπλιστικά προγράμματα Υπουργείου Εθνικής Άμυνας ⁽²⁾	444	609	572	37,2	-6,1	1.792	1.400	2.067	1.700	-21,9	47,6	-17,8
ΑΕΠ (τρέχουσες τιμές)	181.088	195.278	209.338	7,8	7,2	168.417	181.088	195.278	209.338	7,5	7,8	7,2

- 1 Για λόγους συγκρισιμότητας οι επιστροφές φόρων περιλαμβάνονται στις δαπάνες και δεν έχουν εκπέσει από τα έσοδα, πρακτική που ακολουθείται από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών τα τελευταία έτη.
- 2 Από το 2003 και μετά, οι τόκοι και τα χρεολύσια που εξυπηρετούνται από το εν λόγω υπουργείο εμφανίζονται στην εκτός προϋπολογισμού αλλά υπό κρατική κατηγορία "Εξοπλιστικά προγράμματα Υπ. Εθνικής Άμυνας".
- 3 Περιλαμβάνονται ποσά 149,7 εκατ. ευρώ από εκκαθάριση εσόδων της ΕΕΤΤ, 299,3 εκατ. ευρώ (που δεν είχαν προβλεφθεί στον προϋπολογισμό του 2006) από τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου του Ταχυδρομικού Ταμιετηρίου, 34 εκατ. ευρώ από τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΤΕ και 290 εκατ. ευρώ από πρόσθετα μερίσματα του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων.
- 4 Περιλαμβάνεται επιχορήγηση στο ΤΑΠ-ΟΤΕ ύψους 220 εκατ. ευρώ.
- 5 Περιλαμβάνεται επιχορήγηση στο ΤΑΠ-ΟΤΕ ύψους 330 εκατ. ευρώ, καθώς και εξόφληση 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, όπως αυτές δημοσιεύθηκαν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2006, τελικά, όμως, εμφανίστηκαν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2007.

* Προσαρτημένα στοιχεία.

Πηγή: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

μείωση είναι διατηρήσιμη και στις 16 Μαΐου 2007 εξέδωσε σύσταση προς το Συμβούλιο για την άρση της απόφασης με την οποία η Ελλάδα είχε υπαχθεί στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος. Πράγματι, στις 6 Ιουνίου 2007 το Συμβούλιο, υιοθετώντας τη σύσταση της Επιτροπής, τερμάτισε τη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος για την Ελλάδα. Η εξέλιξη αυτή διευκολύνει την επίτευξη του στόχου για ισοσκελισμένο προϋπολογισμό έως το 2010, τον οποίο υιοθέτησε και η Ελλάδα κατά το άτυπο Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομικών της ζώνης του ευρώ (Eurogroup) στο Βερολίνο τον περασμένο Απρίλιο και ο οποίος επιβεβαιώθηκε και στις προγραμματικές δηλώσεις της κυβέρνησης στις 28 Σεπτεμβρίου.

Σύμφωνα με τον προϋπολογισμό του τρέχοντος έτους, το ετήσιο έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ) προβλεπόταν να διαμορφωθεί σε 4,3% του ΑΕΠ, επίπεδο που είναι συμβατό με το στόχο για έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, σε εθνολογιστική βάση, ίσο με 2,4% του ΑΕΠ. Στο επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου όμως, το έλλειμμα του ΚΠ, σε δημοσιονομική βάση, διαμορφώθηκε στο 3,8% του ΑΕΠ, έναντι 3,1% το αντίστοιχο επτάμηνο του 2006. Την ίδια περίοδο, το πρωτογενές πλεόνασμα μειώθηκε από 1,0% του ΑΕΠ το 2006 σε 0,1% το 2007 (βλ. Πίνακα IV.11). Εξάλλου, μετά τον Ιούλιο έγιναν έκτακτες δαπάνες για την αντιμετώπιση των πυρκαγιών και την ανακούφιση των πυροπαθών, καθώς και για τη διεξαγωγή των βουλευτικών εκλογών. Τελικά όμως, όπως εκτιμάται στο Προσχέδιο του Προϋπολογισμού, που κατατέθηκε στη Βουλή την 1η Οκτωβρίου, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης θα διαμορφωθεί εφέτος σε 2,5% του ΑΕΠ.

Στο επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007, το έλλειμμα του ΚΠ διευρύνθηκε κατά 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας του ΑΕΠ σε σύγκριση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο. Η αύξηση αυτή

προέρχεται κατά 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας από τον τακτικό προϋπολογισμό (ΤΠ) και κατά 0,3 της εκατοστιαίας μονάδας από τον προϋπολογισμό δημόσιων επενδύσεων (ΠΔΕ) και οφείλεται κυρίως στην υπέρβαση των πρωτογενών δαπανών του ΤΠ και στην επιτάχυνση της αύξησης των επενδύσεων.

Τα έσοδα του ΤΠ αυξήθηκαν στο επτάμηνο κατά 5,0%, έναντι ανόδου 9,3% το αντίστοιχο επτάμηνο του 2006 και πρόβλεψης του προϋπολογισμού για αύξηση 5,5%. Από τα διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία προκύπτει ότι η αύξηση των εσόδων οφείλεται αποκλειστικά στις εισπράξεις από τους έμμεσους φόρους, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 11,2%. Αντίθετα, τα έσοδα από την άμεση φορολογία μειώθηκαν κατά 0,7% και τα μη φορολογικά έσοδα κατά 9,5%, επειδή το αντίστοιχο επτάμηνο του προηγούμενου έτους είχαν εισπραχθεί έκτακτα έσοδα⁴¹ ύψους 483 εκατ. ευρώ (“επίδραση της βάσης σύγκρισης”).

Η σημαντική αύξηση των εσόδων από την έμμεση φορολογία (11,2%) στο επτάμηνο αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την επίδραση των φορολογικών μέτρων⁴² τα οποία ελήφθησαν το δεύτερο εξάμηνο του 2006, καθώς και τις δύο αυξήσεις των αντικειμενικών τιμών των ακινήτων.⁴³ Έτσι, στο επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου αυξήθηκαν:

⁴¹ Πρόκειται για έσοδα από τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου (299,3 εκατ. ευρώ) και της Αγροτικής Τράπεζας (34 εκατ. ευρώ) και από την Εθνική Επιτροπή Τηλεπικοινωνιών και Ταχυδρομείων (149,7 εκατ. ευρώ).

⁴² Τα μέτρα αυτά περιελάμβαναν την αύξηση της φορολογίας υγρών καυσίμων κατά 5,7% την 1.7.2006 και κατά 5,8% την 1.1.2007, την αύξηση του “ελάχιστου ειδικού φόρου κατανάλωσης” καπνού στις 27.7.2006 και την αύξηση των τελών κινητής τηλεφωνίας από 1.10.2006.

⁴³ Η πρώτη αύξηση, 30% κατά μέσον όρο, έγινε την 1.1.2006 και η δεύτερη αύξηση, 16% κατά μέσον όρο, την 1.3.2007. Ενόψει της δεύτερης αύξησης, επισπεύσθηκαν οι συναλλαγές στα ακίνητα, ιδίως το Δεκέμβριο του 2006 και το πρώτο δίμηνο του 2007, ενώ παράλληλα δόθηκε σιωπηρή παράταση έως και το Φεβρουάριο του 2007 για την είσπραξη του φόρου που αντιστοιχούσε στις μεταβιβάσεις ακινήτων του Δεκεμβρίου.

- κατά 13,5% τα έσοδα από τη φορολογία υγρών καυσίμων,
- κατά 8,1% οι εισπράξεις από τη φορολογία καπνού,
- κατά 114,1% τα έσοδα από το τέλος κινητής τηλεφωνίας,
- κατά 10,0% οι εισπράξεις από τον ΦΠΑ εγχώριων αγαθών και υπηρεσιών,⁴⁴
- κατά 30,7% τα έσοδα από το φόρο μεταβίβασης ακινήτων, και
- τέλος, κατά 20,7% τα έσοδα από τη φορολόγηση των χρηματιστηριακών συναλλαγών, λόγω της ανόδου των τιμών των μετοχών και του όγκου των συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Όσον αφορά τα έσοδα από τους άμεσους φόρους, η κάμψη (–0,7%) οφείλεται κυρίως στη μείωση των εισπράξεων από τη φορολογία εισοδήματος νομικών προσώπων κατά 13,7%, έναντι πρόβλεψης του προϋπολογισμού για (ετήσια) αύξηση 4,1%. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν τρεις παράγοντες: (α) η μείωση του σχετικού φορολογικού συντελεστή στο 29% για τη χρήση του 2006, από 32% που ίσχυε για τη χρήση του 2005, (β) η αύξηση της “προκαταβολής”⁴⁵ αυτού του φόρου το 2006, με αποτέλεσμα εφέτος να αφαιρείται αυξημένο ποσό προκαταβολής, και (γ) η κατάργηση της έκπτωσης για εφάπαξ πληρωμή του φόρου⁴⁶ (1,5% επί του ποσού του φόρου). Σημειώνεται πάντως ότι τα κέρδη της χρήσεως του 2006 τα οποία δηλώθηκαν από τις ανώνυμες εταιρίες και τις ΕΠΕ το 2007 ήταν σημαντικώς αυξημένα⁴⁷ και το γεγονός αυτό θα μετριάσει τις επιπτώσεις που θα έχει στα έσοδα από αυτό το φόρο η δεύτερη μείωση του φορολογικού συντελεστή. Μεγάλη

υστέρηση παρατηρείται και στις εισπράξεις από άμεσους φόρους παρελθόντων οικονομικών ετών (μείωση 15,9%, έναντι στόχου του προϋπολογισμού για αύξηση 12,5%), καθώς η απόδοση των μέτρων του Ιουλίου του 2004 (για την περαίωση των εκκρεμών φορολογικών υποθέσεων και την εξόφληση ληξιπρόθεσμων οφειλών προς το Δημόσιο) είναι πλέον πολύ χαμηλή. Αντίθετα με τις παραπάνω εξελίξεις, τα έσοδα από την παρακράτηση στην πηγή του φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων αυξήθηκαν στο επτάμηνο κατά 10,3%, δηλαδή με ρυθμό ελαφρά χαμηλότερο από τον αντίστοιχο του 2006 (11,9%), παρά τη μικρή μείωση των συντελεστών και τη διεύρυνση των κλιμακίων της φορολογικής κλίμακας από 1.1.2007. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται εν μέρει με την αύξηση της απασχόλησης και των ονομαστικών αποδοχών, αλλά και με την κατάργηση του φορολογικού συντελεστή 15% και την ενοποίηση του σχετικού κλιμακίου με το αμέσως επόμενο της κλίμακας.

Τέλος, τα μη φορολογικά έσοδα μειώθηκαν στο εξάμηνο κατά 9,5%, επειδή την αντίστοιχη περίοδο του 2006 είχαν εισπραχθεί σημαντικά έκτακτα έσοδα. Εάν γίνουν οι σχετικές προσαρμογές, τότε η μείωση των μη φορολογικών εσόδων μεταστρέφεται σε αύξηση 15,7%. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην είσπραξη αυξημένων εσόδων από το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων (51,4%), μερίσματος από τον ΟΤΕ

⁴⁴ Ο ΦΠΑ επιβάλλεται στο άθροισμα της “τιμής εργοστασίου” και του ειδικού φόρου κατανάλωσης. Έτσι, η προαναφερθείσα (στην υποσημ. 42) αύξηση των ειδικών φόρων κατανάλωσης οδηγεί και σε “αυτόματη” αύξηση των αντίστοιχων εσόδων από τον ΦΠΑ.

⁴⁵ Η “προκαταβολή” προσδιορίζεται με βάση το ποσό του φόρου του τρέχοντος έτους και εκπίπτει από το ποσό του φόρου το επόμενο έτος.

⁴⁶ Η επίπτωση στα έσοδα από το λόγο αυτό είναι προσωρινή και θα εξαλειφθεί έως το τέλος του έτους.

⁴⁷ Τα καθαρά κέρδη προ φόρων δείγματος 472 επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα ήταν αυξημένα κατά 15,9%, ενώ ακόμη μεγαλύτερη ήταν η αύξηση των κερδών του χρηματοπιστωτικού τομέα (βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, σελ. 172).

ύψους 62,4 εκατ. ευρώ (ενώ το 2005 και το 2006 δεν είχε εισπραχθεί μέρισμα) και αυξημένων τόκων (133,7%) από καταθέσεις του Δημοσίου.

Παρά τη μικρή υστέρηση των εσόδων στο επτάμηνο σε σχέση με την πρόβλεψη του προϋπολογισμού (άνοδος 5,0% έναντι προβλεπόμενης αύξησης 5,5%), στο Προσχέδιο του Προϋπολογισμού για το 2008 εκτιμάται ότι τα έσοδα του 2007 θα αυξηθούν σε ετήσια βάση κατά 6,9% και θα υπερβούν το στόχο κατά 680 εκατ. ευρώ. Η ευνοϊκή αυτή εξέλιξη συνδέεται με την τακτοποίηση των οφειλών της Ολυμπιακής Αεροπορίας προς το Δημόσιο.⁴⁸

Οι δαπάνες του ΤΠ (στις οποίες περιλαμβάνονται και οι επιστροφές φόρων) αυξήθηκαν στο επτάμηνο κατά 7,8%, δηλαδή με ρυθμό που υπερέβη το στόχο του προϋπολογισμού για (ετήσια) αύξηση 5,7%. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται αποκλειστικά στη σημαντική άνοδο των πρωτογενών δαπανών (10%), ενώ οι δαπάνες για τόκους αυξήθηκαν στο επτάμηνο κατά 1,1%, έναντι προβλεπόμενης αύξησης 1,7% (βλ. Πίνακα IV.11).

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία του επταμήνου, η προαναφερθείσα άνοδος των πρωτογενών δαπανών, που υπερβαίνει τη σχετική πρόβλεψη του προϋπολογισμού (6,5%), οφείλεται κυρίως:

- στην άνοδο κατά 10,7% των πληρωμών για συντάξεις του Δημοσίου, ενώ ο προϋπολογισμός προέβλεπε αύξηση 7,1%, λόγω της αύξησης των συντάξεων και της πληρωμής αυξημένου επιδόματος κοινωνικής αλληλεγγύης συνταξιούχων (ΕΚΑΣ) στους συνταξιούχους του Δημοσίου,

- στην αύξηση κατά 14,9% των αποδόσεων

εσόδων τρίτων (κυρίως προς τους ΟΤΑ α' και β' βαθμού), έναντι πρόβλεψης για αύξηση κατά 4,3%,

- στην επιστροφή της δεύτερης και τρίτης δόσης των κρατήσεων του ΛΑΦΚΑ,

- στη σημαντική άνοδο (κατά 13,9% έναντι πρόβλεψης για αύξηση 11,0% περίπου) των επιχορηγήσεων και των μεταβιβαστικών πληρωμών για την κάλυψη της δαπάνης των αυξήσεων στις συντάξεις του ΟΓΑ κατά 50 ευρώ μηνιαίως και στο ΕΚΑΣ κατά 35 ευρώ μηνιαίως, καθώς και στην αύξηση των επιχορηγήσεων σε άλλα ασφαλιστικά ταμεία και σε συγκοινωνιακούς φορείς και,

- στην αύξηση των επιστροφών φόρων κατά 28,7%, ενώ ο προϋπολογισμός προέβλεπε μείωση των δαπανών αυτών κατά 8,0%.

Την ίδια περίοδο, οι δαπάνες για τόκους αυξήθηκαν κατά 1,1%, επισημαίνεται όμως ότι ο προϋπολογισμός προβλέπει αύξηση των σχετικών δαπανών κατά 1,7% σε ετήσια βάση. Μετά τη βαθμιαία αλλά σταθερή άνοδο των επιτοκίων τα τελευταία δύο χρόνια, το επιτόκιο νέου δανεισμού του Δημοσίου ("οριακό επιτόκιο") έχει σχεδόν εξισωθεί με το μέσο επιτόκιο δανεισμού. Για το λόγο αυτό, δεν θα προκύπτει πλέον μείωση των δαπανών για τόκους λόγω αναχρηματοδότησης του χρέους με τίτλους οι οποίοι φέρουν χαμηλότερο επιτόκιο, όπως συνέβαινε στις αρχές της τρέχουσας δεκαετίας.

Σύμφωνα με το Προσχέδιο του Προϋπολογισμού για το 2008, οι πρωτογενείς δαπάνες του ΤΠ το 2007 τελικά θα σημειώσουν υπέρβαση

⁴⁸ Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Προσχέδιο Κρατικού Προϋπολογισμού 2008, σελ. 20.

Πίνακας IV.12

Καθαρές δανειακές ανάγκες κεντρικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση¹

(Εκατ. ευρώ)

	Έτη		Ιανουάριος-Αύγουστος		
	2005	2006	2005	2006	2007*
Κεντρική κυβέρνηση	14.424	10.467	11.223	7.384	8.916
– Κρατικός προϋπολογισμός	14.793	11.500	12.600	8.685	9.633
(Τακτικός προϋπολογισμός) ²	10.033 ⁴	7.020 ⁵	10.488 ⁶	7.151 ⁷	7.109 ⁸
(Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων)	4.760	4.480	2.112	1.534	2.524
– ΟΠΕΚΕΠΕ ³	–369	–1.033	–1.377	–1.301	–717
Ποσοστά % του ΑΕΠ	8,0	5,4	6,2	3,8	4,3

¹ Όπως προκύπτει από την κίνηση των σχετικών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος και τα πιστωτικά ιδρύματα.

² Περιλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους.

³ Οργανισμός Πληρωμών και Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων. Αντικατέστησε τη ΔΙΔΑΓΕΠ από 3.9.01.

⁴ Περιλαμβάνονται επιχορήγηση στα νοσηλευτικά ιδρύματα ύψους 2.586 εκατ. ευρώ περίπου και δαπάνη για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΤΕ ύψους 1.239,3 εκατ. ευρώ. Επίσης περιλαμβάνονται εισπράξεις από αποκρατικοποιήσεις ύψους 1.090 εκατ. ευρώ από τη διάθεση του 16,4% των μετοχών του ΟΠΑΠ, 826 εκατ. ευρώ από τη διάθεση του 10% των μετοχών του ΟΤΕ, καθώς και δαπάνη για επιχορήγηση προς τον ΟΓΑ ύψους 425 εκατ. ευρώ.

⁵ Περιλαμβάνονται έκτακτα έσοδα από εκκαθάριση εσόδων της ΕΕΤΤ ύψους 149,7 εκατ. ευρώ, 299,3 εκατ. ευρώ από τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου, 34 εκατ. ευρώ από τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΤΕ και 290 εκατ. ευρώ από πρόσθετα μερίσματα του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων. Επίσης περιλαμβάνονται εισπράξεις από αποκρατικοποιήσεις ύψους 323 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών της ΑΤΕ, 597,4 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου, 364,4 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας, 15 εκατ. ευρώ και 21,4 εκατ. ευρώ, αντίστοιχα, από συναλλαγές του Δημοσίου με τα ΕΛΤΑ και το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, καθώς και δαπάνη για επιχορήγηση ύψους 422,9 εκατ. ευρώ προς τον ΟΓΑ.

⁶ Περιλαμβάνονται επιχορήγηση στα νοσηλ. ιδρύματα ύψους 1.800 εκατ. ευρώ και δαπάνη για κάλυψη υποχρεώσεων προς την ΑΤΕ ύψους 402,1 εκατ. ευρώ, καθώς και δαπάνη για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΤΕ ύψους 1.028,5 εκατ. ευρώ. Επίσης περιλαμβάνονται εισπράξεις ύψους 1.090 εκατ. ευρώ από τη διάθεση του 16,4% των μετοχών του ΟΠΑΠ.

⁷ Περιλαμβάνονται εισπράξεις από αποκρατικοποιήσεις ύψους 323 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών της ΑΤΕ, 597,4 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου και 364,4 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας. Επίσης περιλαμβάνονται έκτακτα έσοδα ύψους 149,7 εκατ. ευρώ από εκκαθάριση εσόδων της ΕΕΤΤ και 299,3 εκατ. ευρώ από τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου, καθώς και δαπάνη για επιχορήγηση προς τον ΟΓΑ ύψους 422,9 εκατ. ευρώ.

⁸ Περιλαμβάνονται εισπράξεις από αποκρατικοποιήσεις ύψους 1.107,5 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών του ΟΤΕ και 502,8 εκατ. ευρώ από πώληση μετοχών του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου. Επίσης περιλαμβάνεται δαπάνη ύψους 174 εκατ. ευρώ για ενίσχυση των πυροπλήκτων.

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

ύψους 1.717 εκατ. ευρώ σε σχέση με το στόχο για το 2007. Η υπέρβαση αυτή οφείλεται κυρίως:⁴⁹

- στην καταβολή των βοηθημάτων στους πυροπαθείς,
- στην τακτοποίηση των οφειλών του Ελληνικού Δημοσίου προς την Ολυμπιακή Αεροπορία, και
- στις δαπάνες διενέργειας των εθνικών εκλογών.

Στο επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου ο ΠΔΕ εμφάνισε έλλειμμα ύψους 1.691 εκατ. ευρώ ή 0,8%

του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 995 εκατ. ευρώ (0,5% του ΑΕΠ) την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Η διεύρυνση του ελλείμματος του ΚΠ οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στην επίσπευση των επενδύσεων.

4.2 Οι δημοσιονομικές εξελίξεις του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 με βάση τα ταμειακά στοιχεία

Στο οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου το ταμειακό έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης, το

⁴⁹ Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Προσχέδιο Κρατικού Προϋπολογισμού 2008, σελ. 21.

οποίο επηρεάζεται και από συναλλαγές που δεν περιλαμβάνονται στο έλλειμμα σε δημοσιονομική βάση, αυξήθηκε στο 4,3% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 3,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2006 (βλ. Πίνακα IV.12). Η διεύρυνση του ελλείμματος οφείλεται κυρίως στην επιτάχυνση της ανόδου των επενδύσεων, η οποία είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του ελλείμματος του ΠΔΕ από 0,8% του ΑΕΠ το οκτάμηνο του 2006 σε 1,2% την αντίστοιχη φετινή περίοδο. Επίσης, το “πλεόνασμα” του λογαριασμού εισοδηματικής ενίσχυσης των αγροτών (ΟΠΕΚΕΠΕ) περιορίστηκε σε 717 εκατ. ευρώ (ή 0,3% του ΑΕΠ), έναντι πλεονάσματος 1.301 εκατ. ευρώ (ή 0,7% του ΑΕΠ) το αντίστοιχο οκτάμηνο του 2006 (βλ. Πίνακα IV.12). Τέλος, στην αύξηση του ελλείμματος συνέβαλε οριακά και ο ΤΠ,⁵⁰ το ταμειακό έλλειμμα του οποίου στο οκτάμηνο διευρύνθηκε κατά 0,1% του ΑΕΠ. Αντίθετα, την ίδια περίοδο τα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις διαμορφώθηκαν σε 1.610 εκατ. ευρώ, έναντι αντίστοιχων εσόδων ύψους 1.321 εκατ. ευρώ το 2006, περιορίζοντας κατά τι το έλλειμμα. Εάν δεν ληφθούν υπόψη ούτε τα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις ούτε το “πλεόνασμα” του ΟΠΕΚΕΠΕ,⁵¹ τότε το ταμειακό έλλειμμα για το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2007 διαμορφώνεται σε 5,4% του ΑΕΠ, έναντι αντίστοιχου ελλείμματος 5,1% το 2006.

Η περιορισμένη αύξηση του ταμειακού ελλείμματος (χωρίς το πλεόνασμα του ΟΠΕΚΕΠΕ και τα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις) οφείλεται στο ότι οι πληρωμές για αμυντικές δαπάνες και για επιχορηγήσεις προς ορισμένα ασφαλιστικά ταμεία (ΤΑΠ-ΟΤΕ και ΟΑΠ-ΔΕΗ) ήταν σημαντικά μειωμένες στο επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007 (-6,1% και -32,3% αντίστοιχα) σε σχέση με τις δαπάνες του επταμήνου του 2006. Οι πληρωμές αυτές καταγράφονται σε ταμειακή βάση, αλλά δεν περιλαμβάνονται στις δαπάνες (και κατά συνέπεια και στο έλλειμμα)

σε δημοσιονομική βάση και έτσι επηρεάζουν ευνοϊκά μόνο το ταμειακό έλλειμμα.

Τα ταμειακά έσοδα του ΤΠ αυξήθηκαν στο οκτάμηνο κατά 5,0%. Η αύξηση αυτή είναι ανάλογη με την άνοδο των εσόδων σε δημοσιονομική βάση στο επτάμηνο (επίσης 5,0%) και οφείλεται στους προαναφερθέντες λόγους που επηρέασαν ευνοϊκά και τα δημοσιονομικά έσοδα.

Οι ταμειακές δαπάνες του ΤΠ στο οκτάμηνο αυξήθηκαν κατά 7,5% έναντι των αντίστοιχων δαπανών του 2006. Οι ταμειακές δαπάνες του 2007, όμως, περιλαμβάνουν και εκταμιεύσεις ύψους 174 εκατ. ευρώ για την καταβολή του έκτακτου επιδόματος στους πυροπλήκτους τον Αύγουστο,⁵² ενώ οι αντίστοιχες του 2006 περιλάμβαναν δαπάνες ύψους 422,9 εκατ. ευρώ⁵³ οι οποίες δεν επαναλήφθηκαν το 2007. Εάν γίνουν οι σχετικές προσαρμογές για να αποκατασταθεί η συγκρισιμότητα των δύο οκταμήνων, τότε ο ρυθμός αύξησης των (ταμειακών) δαπανών ανέρχεται στο 8,3%, που δεν διαφέρει σημαντικά από την αύξηση των δαπανών (του επταμήνου) σε δημοσιονομική βάση (7,8%).

4.3 Συμπεράσματα

Στο επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007 σημειώθηκε υπέρβαση των πρωτογενών δαπανών, καθώς και μικρή υστέρηση των εσόδων του ΤΠ (σε δημοσιονομική βάση), με αποτέλεσμα να διευρυνθεί το έλλειμμα του ΚΠ κατά 0,7% του ΑΕΠ σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του

⁵⁰ Δεν περιλαμβάνεται η μεταβολή των λογαριασμών διαχείρισης του δημόσιου χρέους.

⁵¹ Χωρίς τα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις και το “πλεόνασμα” του ΟΠΕΚΕΠΕ, η ταμειακή έννοια του ελλείμματος προσεγγίζει το έλλειμμα του ΚΠ σε “δημοσιονομική βάση”.

⁵² Η καταβολή του επιδόματος συνεχίστηκε και το Σεπτέμβριο.

⁵³ Πρόκειται για επιχορήγηση προς τον ΟΓΑ που χρηματοδοτήθηκε με έκδοση ομολόγων και δεν περιλαμβάνεται στις δαπάνες σε δημοσιονομική βάση.

προηγούμενου έτους. Επίσης, την ίδια περίοδο το πρωτογενές πλεόνασμα του ΚΠ σχεδόν μηδενίστηκε (0,1% του ΑΕΠ), από 1,0% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

Όπως προκύπτει από τις εκτιμήσεις που περιέχονται στο Προσχέδιο του Προϋπολογισμού για το 2008 για τα δημοσιονομικά μεγέθη του 2007, ορισμένες από τις αποκλίσεις που καταγράφηκαν στο επτάμηνο, όπως π.χ. στα έσοδα, οφείλονταν σε έκτακτους παράγοντες και εκτιμάται ότι θα εξαλειφθούν στο υπόλοιπο του έτους. Αντίθετα, η υπέρβαση στις πρωτογενείς δαπάνες διευρύνθηκε περαιτέρω λόγω

των βοηθημάτων που καταβλήθηκαν στους πυροπαθείς και των δαπανών διεξαγωγής των βουλευτικών εκλογών.

Παρά τις εξελίξεις αυτές, η υπέρβαση του ελλείμματος του ΚΠ εκτιμάται ότι θα συγκρατηθεί στα 497 εκατ. ευρώ, ή 0,3% του ΑΕΠ (στόχος: 4,3% του ΑΕΠ, εκτίμηση Προσχεδίου: 4,6% του ΑΕΠ), ενώ σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης η απόκλιση του ελλείμματος (σε εθνολογιστική βάση) περιορίζεται σε 0,1% του ΑΕΠ (στόχος: 2,4% του ΑΕΠ, εκτίμηση Προσχεδίου: 2,5% του ΑΕΠ) και έτσι δεν επηρεάζεται το μέγεθος της επιδιωκόμενης δημοσιονομικής προσαρμογής.

V. Το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών: εξελίξεις, προοπτικές και προσδιοριστικοί παράγοντες

1. Η γενική εικόνα του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών

Το 2006 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, με βάση τη στατιστική του ισοζυγίου πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος, αυξήθηκε σημαντικά και διαμορφώθηκε στο 12,1% του ΑΕΠ,¹ από τα ήδη υψηλά επίπεδα του 8,1% του ΑΕΠ το 2005 και του 7,4% του ΑΕΠ κατά μέσον όρο την πενταετία 2001-2005. Εφέτος το έλλειμμα εμφανίζει σημαντική περαιτέρω αύξηση. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων, το οποίο αντανακλά το μέγεθος της χρηματοδότησης της οικονομίας που απαιτείται από πλευράς καθαρής εισροής δανειακών και άλλων κεφαλαίων από το εξωτερικό, αυξήθηκε από 4,9% του ΑΕΠ το 2004 σε 7,0% το 2005 και 10,6% το 2006, ενώ συνεχίζει να αυξάνεται και εφέτος.

Εξάλλου, σε εθνικολογιστική βάση, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε σε 10,7% του ΑΕΠ το 2006, από 9,2% του ΑΕΠ το 2005 και 9,5% του ΑΕΠ κατά μέσον όρο την πενταετία 2001-2005. Σημειώνεται ότι το έλλειμμα σε εθνικολογιστική βάση αυξάνεται σταδιακά ως ποσοστό του ΑΕΠ από το 1995 (έτος για το οποίο είναι διαθέσιμα συγκρίσιμα εθνικολογιστικά στοιχεία): από 3,9% του ΑΕΠ κατά μέσον ετήσιο όρο την εξαετία 1995-2000, σε 9,7% του ΑΕΠ την εξαετία 2001-2006.² Το ισοζύγιο τρε-

¹ Στο παρόν σημείωμα λαμβάνεται υπόψη η παλαιά σειρά του ΑΕΠ (προ της αναθεώρησης), σύμφωνα με τις σχετικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ και του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών (Απρίλιος 2007).

² Υπενθυμίζεται ότι το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε εθνικολογιστική βάση λαμβάνει υπόψη τα στοιχεία της ΕΣΥΕ – και όχι της Τράπεζας της Ελλάδος – για το εμπορικό ισοζύγιο (βλ. και υποσημείωση 7). Η κυριότερη διαφορά όμως μεταξύ των δύο προσεγγίσεων είναι ότι το έλλειμμα σε εθνικολογιστική βάση δεν επιβαρύνεται από τις πληρωμές για εισαγωγές πλοίων, οι οποίες εμφανίζουν σημαντική αύξηση από το 2004 και μετά.

χουσών συναλλαγών ήταν κατά κανόνα ελλειμματικό και στην προ του 1995 περίοδο.

Οι λόγοι για τους οποίους το έλλειμμα του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών διαμορφώνεται σε υψηλά επίπεδα τα τελευταία χρόνια αναλύονται στο Τμήμα 3 του παρόντος κεφαλαίου. Συνοπτικά, η διαμόρφωση σε υψηλά επίπεδα του ελλείμματος, όπως αυτό υπολογίζεται σε εθνολογιστική βάση, αντανακλά εξ ορισμού τη σημαντική υστέρηση της εγχώριας αποταμίευσης έναντι των εγχώριων επενδύσεων (δηλαδή την υπερβάλλουσα εγχώρια ζήτηση που υπάρχει στην ελληνική οικονομία την ίδια περίοδο, σε αντίθεση με ό,τι συμβαίνει στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο). Ταυτόχρονα, στη διαμόρφωση του ελλείμματος σε υψηλά επίπεδα συντελούν το χαμηλό επίπεδο της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, καθώς και η συνεχής υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας ως προς τις τιμές, κυρίως λόγω της διαφοράς του πληθωρισμού και, σε μικρότερη έκταση, λόγω της ανατίμησης του ευρώ.³ Η μεγάλη αύξηση του ελλείμματος το 2006 και εφέτος οφείλεται επιπλέον σε ορισμένους ειδικούς παράγοντες, κυρίως στην αύξηση των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων, των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων (το 2006), καθώς και των καθαρών πληρωμών τόκων-μερισμάτων-κερδών. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι, εάν τα μεγέθη αυτά ως ποσοστά του ΑΕΠ είχαν παραμείνει το 2006 στα επίπεδα του 2005, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (βάσει των στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος) θα είχε διαμορφωθεί το 2006 σε 9,5% και όχι σε 12,1% του ΑΕΠ.

Τέλος, σημειώνεται ότι, ειδικά όσον αφορά τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, από το 2003 και μετά το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εμφανίζεται μεγαλύτερο

από ό,τι κατά την προ του 2003 περίοδο και λόγω δύο βελτιώσεων στη στατιστική καταγραφή (σύμφωνα με τις σχετικές κατευθύνσεις του ΔΝΤ): Πρώτον, επιτυγχάνεται πληρέστερη καταγραφή του ποσού των τόκων που καταβάλλεται σε μη κατοίκους. Δεύτερον, στις πληρωμές και εισπράξεις μερισμάτων και κερδών περιλαμβάνονται τα επανεπενδυθέντα (μη διανεμηθέντα) κέρδη από άμεσες επενδύσεις, με αποτέλεσμα (μέχρι στιγμής) να εμφανίζονται υψηλότερες οι καθαρές πληρωμές της κατηγορίας αυτής.

2. Τρέχουσες εξελίξεις και προοπτικές⁴

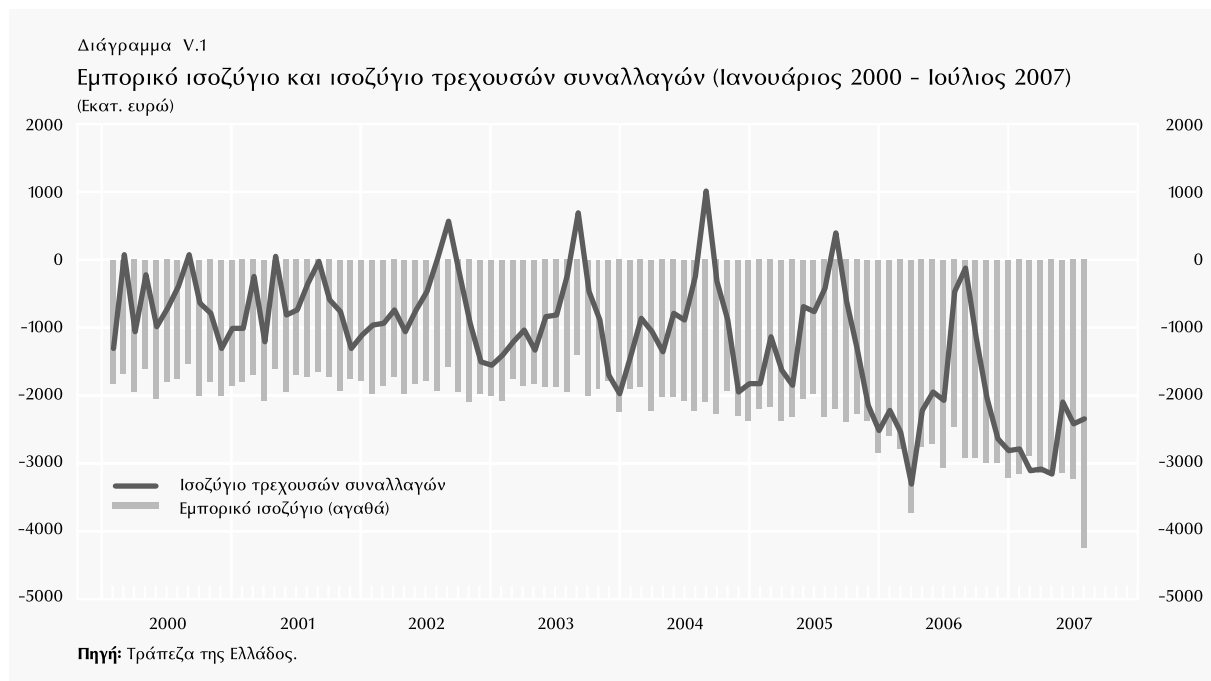
2.1 Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές για ολόκληρο το 2007

Κατά το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ανήλθε σε 19,0 δισεκ. ευρώ έναντι 14,8 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2006 (βλ. Διάγραμμα V.1 και Πίνακα 6 του Στατιστικού Παραρτήματος), δηλαδή αυξήθηκε κατά 28,3%, έναντι εκτιμώμενης αύξησης του ετήσιου ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές κατά 7,4%. Έτσι το έλλειμμα κατά το επτάμηνο διαμορφώθηκε σε 9,1% του ετήσιου ΑΕΠ, έναντι 7,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

Στην διεύρυνση κατά 4,2 δισεκ. ευρώ του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών συνέβαλαν κατά 45,7% η αύξηση του εμπορικού ελλείμματος εκτός καυσίμων και πλοίων, κατά 30,7% η άνοδος του ελλείμματος του ισοζυγίου εισοδημάτων (σχεδόν αποκλει-

³ Βλ. το Παράρτημα του παρόντος κεφαλαίου.

⁴ Η ανάλυση η οποία ακολουθεί βασίζεται στα στοιχεία της στατιστικής του ισοζυγίου πληρωμών (Τράπεζα της Ελλάδος), εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά.



στικά των καθαρών πληρωμών τόκων, μερισμάτων και κερδών) και κατά 25,3% η αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου των πλοίων. Επίσης, στην άνοδο του ελλείμματος συνέβαλαν κατά 10,2% η μείωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών μεταβιβάσεων και, σε πολύ περιορισμένη έκταση (κατά 2,1%), η μικρή αύξηση των καθαρών πληρωμών για καύσιμα. Οι εξελίξεις αυτές αντισταθμίστηκαν μόνο εν μέρει (κατά 14%) από την αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου των υπηρεσιών.

Παράλληλα, το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαιακών μεταβιβάσεων αυξήθηκε κατά 488 εκατ. ευρώ. Γι' αυτό, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων διευρύνθηκε κατά 3,7 δισεκ. ευρώ και ανήλθε στα 16,5 δισεκ. ευρώ.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (βάσει των στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος) εκτιμάται ότι θα είναι της τάξεως του 14% του ΑΕΠ το 2007, έναντι 12,1% του ΑΕΠ το 2006. Η πρόβλεψη αυτή στηρίζεται στην παρα-

δοχή ότι το έλλειμμα θα εξακολουθήσει να επιβαρύνεται από την ανανέωση του εμπορικού στόλου, καθώς οι πληρωμές για αγορές πλοίων θα παραμείνουν σε υψηλά επίπεδα.⁵ Εκτιμάται επίσης ότι οι πληρωμές τόκων θα εξακολουθήσουν να αυξάνονται, ενώ τα πλεονάσματα των ισοζυγίων υπηρεσιών και τρεχουσών μεταβιβάσεων θα εμφανίσουν περιορισμένη αύξηση. Τέλος, η διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου παρουσιάζει ανοδική τάση από το Φεβρουάριο του 2007.

2.2 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

2.2.1 Εμπορικό ισοζύγιο

Η διεύρυνση του συνολικού ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου κατά 3,1 δισεκ. ευρώ το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007 οφείλεται κυρίως στην αύξηση του εμπορικού ελλείμματος των αγαθών εκτός καυσίμων και πλοίων (κατά 1,9 δισεκ. ευρώ) και των καθαρών πλη-

⁵ Βλ. Τμήμα 3.2.1 του παρόντος κεφαλαίου.

Πίνακας V.1

Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά κατηγορία προϊόντων (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	
	2005	2006	2007*	2005/2006	2006/2007*
Αγροτικά προϊόντα	20,9	20,1	18,6	13,5	-2,1
Χημικά, πλαστικά	14,1	13,4	12,3	12,3	-3,3
Μεταλλουργία ¹	14,4	17,8	20,3	46,0	20,9
Μηχανές, συσκευές	6,6	6,0	9,2	6,5	63,7
Μεταφορικά μέσα εκτός πλοίων	1,8	2,1	2,9	37,9	48,5
Λοιποί κλάδοι μεταποίησης ¹	20,1	16,1	15,4	-5,3	1,3
Μη ταξινομημένα αγαθά ²	22,1	24,5	21,3	31,2	-7,8
Σύνολο (χωρίς καύσιμα και πλοία)	100,0	100,0	100,0	18,1	5,9

B. Δαπάνη για εισαγωγές

	Εκατοστιαία συμμετοχή κάθε κατηγορίας προϊόντος στο σύνολο της δαπάνης για εισαγωγές			Εκατοστιαία μεταβολή της δαπάνης για εισαγωγές	
	2005	2006	2007*	2005/2006	2006/2007*
Αγροτικά προϊόντα	13,9	13,6	13,6	11,7	11,9
Χημικά, πλαστικά	16,9	15,5	15,3	5,3	10,2
Μεταλλουργία ¹	10,7	11,3	12,0	20,5	18,6
Μηχανές, συσκευές	18,6	17,8	18,5	9,2	16,4
Διαρκή καταναλωτικά αγαθά	3,2	2,5	3,5	-9,5	52,8
Κεφαλαιακά αγαθά	11,6	11,1	11,1	9,1	11,5
H/Y	1,5	2,0	1,9	53,5	6,4
Ενσύρματη & κινητή τηλεφωνία	2,3	2,1	2,0	6,4	7,6
Μεταφορικά μέσα εκτός πλοίων	15,1	17,2	16,7	30,6	8,5
Επιβατικά αυτοκίνητα	7,5	7,8	8,1	19,8	16,0
Λοιποί κλάδοι μεταποίησης ¹	23,0	22,4	22,4	11,5	11,9
Λοιπά αγαθά	0,2	0,1	0,1	-38,2	7,7
Μη ταξινομημένα αγαθά ²	1,6	2,2	1,2	60,7	-37,7
Σύνολο (χωρίς καύσιμα και πλοία)	100,0	100,0	100,0	14,6	11,5

1 Περιλαμβάνονται και οι χρησιμοποιούμενες πρώτες ύλες.

2 Προϊόντα για τα οποία δεν αναφέρεται κωδικός.

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

ρωμών για αγορές πλοίων (κατά 1,1 δισεκ. ευρώ), ενώ οι καθαρές πληρωμές για εισαγωγές καυσίμων αυξήθηκαν μόνο κατά 88 εκατ. ευρώ, καθώς την ίδια περίοδο το μέσο επίπεδο της τιμής του αργού πετρελαίου στη διεθνή αγορά ήταν χαμηλότερο από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2006.⁶ Όσον αφορά το εμπορικό ισοζύγιο εκτός πλοίων και καυσίμων, οι εισπράξεις από εξαγωγές αυξήθηκαν κατά 0,4 δισεκ. ευρώ ή 5,9%, ενώ οι πληρωμές για εισαγωγές αυξήθηκαν κατά 2,3 δισεκ. ευρώ ή 11,5%.⁷

6 Βλ. Κεφάλαιο IV.1.

7 Σύμφωνα με τα διαθέσιμα προσωρινά στοιχεία της ΕΣΥΕ, το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου του 2007 η αξία των εξαγωγών χωρίς πετρελαιοειδή (συμπεριλαμβανομένων των πλοίων) αυξήθηκε κατά 5,3%, ενώ η αξία των εισαγωγών χωρίς πετρελαιοειδή και πλοία κατά 17,5%. Την ίδια περίοδο, η συνολική αξία των εξαγωγών αυξήθηκε κατά 4,1% και η συνολική αξία των εισαγωγών κατά 12,1%. Υπενθυμίζεται ότι οι διαφορές μεταξύ των στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος για τις εμπορευματικές συναλλαγές και εκείνων της ΕΣΥΕ οφείλονται σε πολλούς παράγοντες. Ο σημαντικότερος είναι ότι τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος αφορούν εισπράξεις και πληρωμές κυρίως μέσω του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, ενώ τα στοιχεία της ΕΣΥΕ βασίζονται αφενός σε τελωνειακά στοιχεία για τις συναλλαγές με χώρες εκτός της ΕΕ και αφετέρου σε φορολογικά στοιχεία (INTRASTAT) για τις συναλλαγές εντός της ΕΕ και παραμένουν προσωρινά για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Η μεγάλη αύξηση των εισαγωγών οφείλεται στον υψηλό ρυθμό ανόδου της καταναλωτικής και της επενδυτικής ζήτησης, σε συνδυασμό με το ότι η σύνθεση της εγχώριας παραγωγής δεν ανταποκρίνεται επαρκώς στη σύνθεση της εγχώριας ζήτησης (βλ. και το Τμήμα 3.1.1 του παρόντος κεφαλαίου). Εξάλλου, κατά το τρέχον έτος οι εξαγωγές αγαθών αυξάνονται με ρυθμό χαμηλότερο από ό,τι η εξωτερική ζήτηση (ακριβέστερα η ζήτηση για εισαγωγές στις αγορές προορισμού των ελληνικών εξαγωγών – βλ. Κεφάλαιο IV.2), γεγονός που συνεπάγεται μείωση του μεριδίου των ελληνικών εξαγωγών στην παγκόσμια αγορά.

Όσον αφορά τις εξαγωγές, σύμφωνα με τα αναλυτικά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος (βλ. Πίνακα V.1), ιδιαίτερα σημαντική ήταν η αύξηση των εισπράξεων από εξαγωγές προϊόντων μεταλλουργίας, η οποία ενδεχομένως αντανακλά και την αύξηση των διεθνών τιμών, καθώς και των εισπράξεων από εξαγωγές μηχανολογικού εξοπλισμού και μεταφορικών μέσων εκτός πλοίων. Η άνοδος των εισπράξεων η οποία παρατηρείται στην τελευταία αυτή περίπτωση οφείλεται κυρίως στην πρακτική επανεξαγωγής στις χώρες της ευρύτερης περιοχής καινούργιων αυτοκινήτων που εισάγονται στην Ελλάδα από τις χώρες παραγωγής τους, καθώς και στην εξαγωγή μεταχειρισμένων αυτοκινήτων, με συνέπεια η συγκεκριμένη κατηγορία να εμφανίζει παράλληλα σημαντική άνοδο των πληρωμών για εισαγωγές.

Όσον αφορά τις εισαγωγές, οι πληρωμές για εισαγωγές προϊόντων μεταλλουργίας παρουσίασαν αξιοσημείωτη αύξηση, η οποία –όπως και στην περίπτωση των αντίστοιχων εξαγωγών– συνδέεται με την άνοδο των διεθνών τιμών. Επίσης, σημαντικά αυξήθηκε και η δαπάνη για εισαγωγές διαρκών καταναλωτικών

αγαθών, καθώς και, όπως προαναφέρθηκε, επιβατικών αυτοκινήτων.

Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα αναλυτικά στοιχεία της ΕΣΥΕ για τη σύνθεση των εξαγωγών κατά τόπο προορισμού (βλ. Πίνακα V.2), οι εξαγωγές προς τις χώρες της ΕΕ-27 αυξήθηκαν με ρυθμό ταχύτερο από ό,τι το σύνολο των εξαγωγών, κυρίως λόγω της ταχείας ανόδου των εξαγωγών προς τις νέες χώρες-μέλη της ΕΕ.⁸ Αξίζει να σημειωθεί ότι, με την είσοδο της Βουλγαρίας και της Ρουμανίας στην ΕΕ, το μερίδιο των ελληνικών εξαγωγών που κατευθύνεται στην ΕΕ-27 υπερβαίνει πλέον το 60%. Παράλληλα, σημαντική ήταν και η άνοδος των εξαγωγών προς τις λοιπές βαλκανικές χώρες και τις χώρες της Κοινοπολιτείας Ανεξάρτητων Κρατών. Εξάλλου, η σύνθεση των εισαγωγών κατά τόπο προέλευσης δεν παρουσίασε αξιόλογη μεταβολή. Επισημαίνεται ότι περισσότερο από το 50% των εισαγωγών προέρχεται από τις χώρες της ΕΕ-27.

2.2.2 Ισοζύγιο υπηρεσιών

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου των υπηρεσιών αυξήθηκε κατά 0,6 δισεκ. ευρώ τους πρώτους επτά μήνες του 2007. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην άνοδο κυρίως των καθαρών εισπράξεων από υπηρεσίες μεταφορών και, σε μικρότερη έκταση, των καθαρών εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες, ενώ οι καθαρές πληρωμές για λοιπές υπηρεσίες αυξήθηκαν. Σημειώνεται ότι οι ακαθάριστες εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών αυξήθηκαν κατά 12,3%, λόγω της ανόδου των ναύλων ξηρού φορτίου, η οποία με την σειρά της οφείλεται στην αυξημένη ζήτηση

⁸ Ο ρυθμός ανόδου των εξαγωγών προς τις χώρες της προηγούμενης διεύρυνσης έφθασε το 32% το πρώτο εξάμηνο του 2007, ενώ οι εξαγωγές προς τη Ρουμανία αυξήθηκαν με ρυθμό 31%.

Πίνακας V.2

Διάρθρωση ελληνικού εξωτερικού εμπορίου κατά γεωγραφική περιοχή*

(Ιανουάριος – Ιούνιος)

A. Εξαγωγές

	Εκατοστιαία συμμετοχή στο σύνολο της αξίας των εξαγωγών			Εκατοστιαία μεταβολή της αξίας των εξαγωγών	
	2005	2006	2007	2005/2006	2006/2007
Ευρωπαϊκή Ένωση-27	63,0	62,8	63,9	22,7	6,8
Ευρωπαϊκή Ένωση-15	47,2	45,0	43,6	17,4	1,7
Ζώνη του ευρώ	37,9	37,6	36,2	22,0	1,1
Βουλγαρία	6,0	6,2	5,8	28,0	-1,7
Ρουμανία	2,6	3,1	3,9	47,3	31,4
ΟΟΣΑ ¹	13,8	12,9	11,7	14,8	-5,1
ΗΠΑ	5,5	4,3	4,0	-3,2	-3,3
Βαλκανικές χώρες ²	6,4	5,9	7,5	13,0	35,1
Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών	2,2	2,2	3,7	23,8	79,8
Χώρες Β. Αφρικής & Μέσης Ανατολής ³	7,0	9,5	5,7	66,7	-36,9
Κίνα & Νοτιοανατολική Ασία ⁴	2,6	2,1	1,6	-2,5	-20,3
Άλλες χώρες	5,1	4,8	5,9	16,5	27,9
Σύνολο	100,0	100,0	100,0	23,1	4,9

B. Εισαγωγές

	Εκατοστιαία συμμετοχή στο σύνολο της αξίας των εισαγωγών			Εκατοστιαία μεταβολή της αξίας των εισαγωγών	
	2005	2006	2007	2005/2006	2006/2007
Ευρωπαϊκή Ένωση-27	58,3	56,1	56,1	13,1	9,4
Ευρωπαϊκή Ένωση-15	53,8	51,1	50,5	11,7	8,0
Ζώνη του ευρώ	48,0	45,4	45,0	11,1	8,5
Βουλγαρία	1,3	1,4	1,4	35,1	6,8
Ρουμανία	0,9	1,0	1,0	26,4	13,2
ΟΟΣΑ ¹	14,8	13,5	15,2	7,2	23,0
ΗΠΑ	5,0	1,8	2,0	-58,3	23,4
Βαλκανικές χώρες ²	1,0	0,9	1,0	10,9	17,2
Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών	8,5	9,0	7,9	25,1	-4,6
Χώρες Β. Αφρικής & Μέσης Ανατολής ³	8,7	11,6	9,1	57,4	-14,1
Κίνα & Νοτιοανατολική Ασία ⁴	5,2	5,2	6,4	17,5	36,5
Άλλες χώρες	3,6	3,7	4,4	21,5	27,7
Σύνολο	100,0	100,0	100,0	17,6	9,4

1 Οι χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ οι οποίες δεν περιλαμβάνονται σε μια από τις άλλες κατηγορίες.

2 Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Κροατία, ΠΓΔΜ, Σερβία-Μαυροβούνιο.

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

4 Οι κυριότεροι εμπορικοί εταίροι της Ελλάδας στη Νοτιοανατολική Ασία.

* Όλα τα στοιχεία είναι προσωρινά.

Πηγή: ΕΣΥΕ.

για υπηρεσίες μεταφορών, κυρίως από την Κίνα.⁹ Επίσης, οι ακαθάριστες εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες αυξήθηκαν κατά 2,5%. Πάντως, σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΙΤΕΠ,¹⁰ οι αφίξεις τουριστών σημειώνουν εφέτος άνοδο της τάξεως του 7%.¹¹

⁹ Το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007, ο δείκτης ναύλων ξηρού φορτίου BDI (Baltic Dry Index) αυξήθηκε κατά 114%, ενώ αντίθετα, ο δείκτης ναύλων μεταφοράς πετρελαίου BDTI (Baltic Dirty Tanker Index) μειώθηκε κατά 12%, σε σχέση με τα μέσα επίπεδα της αντίστοιχης περιόδου του 2006.

¹⁰ Βλ. ανακοινώσεις του ΙΤΕΠ (Ινστιτούτου Τουριστικών Ερευνών και Προβλέψεων) 3.5.2007, 11.7.2007 και 21.9.2007.

¹¹ Από τα στοιχεία αυτά εκ πρώτης όψεως προκύπτει μείωση της μέσης δαπάνης ανά επισκέπτη.

2.2.3 Ισοζύγιο εισοδημάτων

Το έλλειμμα του ισοζυγίου των εισοδημάτων διευρύνθηκε κατά 1,3 δισεκ. ευρώ στην εξεταζόμενη περίοδο, λόγω των αυξημένων καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη. Οι λόγοι της αύξησης αυτής αναλύονται στο Τμήμα 3.2.3 του παρόντος κεφαλαίου.

2.2.4 Ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων

Η μείωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου των τρεχουσών μεταβιβάσεων κατά 428 εκατ. ευρώ στην εξεταζόμενη περίοδο οφείλεται κυρίως στη μείωση των καθαρών μεταβιβάσεων προς τους λοιπούς εκτός γενικής κυβέρνησης τομείς (μεταναστευτικά εμβάσματα κ.λπ.) κατά 258 εκατ. ευρώ και δευτερευόντως στη μείωση των καθαρών μεταβιβάσεων από την ΕΕ προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης κατά 170 εκατ. ευρώ. Σημειώνεται ότι οι τρέχουσες μεταβιβάσεις από την ΕΕ, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 52 εκατ. ευρώ, περιλαμβάνουν κυρίως τις απολήψεις από το Τμήμα Εγγυήσεων του Ευρωπαϊκού Γεωργικού Ταμείου Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΕΓΓΠΕ) στο πλαίσιο της λειτουργίας της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (που δεν έχουν σταθερή κατανομή κατά τη διάρκεια του έτους) και τις απολήψεις από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο. Η ταυτόχρονη σχετικά μεγάλη αύξηση (κατά 222 εκατ. ευρώ) των αντίστοιχων μεταβιβάσεων προς την ΕΕ, οι οποίες περιλαμβάνουν κυρίως τις αποδόσεις προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό, οφείλεται σε συγκυριακούς λόγους.¹²

2.3 Ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων

Το ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων¹³ εμφάνισε πλεόνασμα 2,5 δισεκ. ευρώ στην εξεταζόμενη περίοδο, μεγαλύτερο κατά 0,5 δισεκ. ευρώ από ότι την αντίστοιχη περίοδο του 2006, και αντανakλά την άνοδο των κεφαλαιακών

μεταβιβάσεων από την ΕΕ προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης.¹⁴

Η αύξηση των κεφαλαιακών μεταβιβάσεων από την ΕΕ προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης οφείλεται κυρίως στην επιτάχυνση του ρυθμού απορρόφησης των πόρων των Διαρθρωτικών Ταμείων βάσει του Γ' ΚΠΣ. Από την έναρξη υλοποίησης του Γ' ΚΠΣ το 2001 μέχρι τέλους Ιουλίου του 2007 είχαν εκταμιευθεί από τα Διαρθρωτικά Ταμεία 15 δισεκ. ευρώ, δηλαδή το 66% της προβλεπόμενης συνολικής κοινοτικής χρηματοδότησης (22,7 δισεκ. ευρώ).¹⁵ Πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι η δημόσια δαπάνη (κοινοτική και εθνική συμμετοχή) των ενταγμένων έργων για τα οποία έχουν αναληφθεί νομικές δεσμεύσεις ανήλθε στο τέλος Αυγούστου του 2007 στο 98% των προβλεπόμενων πόρων της συνολικής δημόσιας δαπάνης του Γ' ΚΠΣ.

Ωστόσο, το ότι το ποσοστό απορρόφησης συνολικά για την εξαετία 2000-2006 (περίπου 55% έως το τέλος Δεκεμβρίου του 2006) δεν ήταν υψηλότερο αντανakλά 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). Για την ταχύτερη και πληρέστερη απορρόφηση των κοινοτικών πόρων,

¹² Επισημαίνεται γενικότερα ότι οι τρέχουσες μεταβιβάσεις σε μηνιαία και ετήσια βάση δεν αντιστοιχούν πάντοτε στα ποσά των άμεσων ενισχύσεων της ΚΑΠ ούτε στις τακτικές αποδόσεις προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό, δεδομένου ότι διακινούνται και ορισμένα άλλα κονδύλια, όπως έκτακτες συνεισφορές, καθώς και επιστροφές κονδυλίων.

¹³ 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.

¹⁴ Έτσι, το συνολικό ισοζύγιο μεταβιβάσεων (τρεχουσών και κεφαλαιακών) παρουσίασε πλεόνασμα 3,9 δισεκ. ευρώ, κατά 60 εκατ. ευρώ υψηλότερο από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

¹⁵ Ανά Διαρθρωτικό Ταμείο, σε ταμειακή βάση, τα ποσοστά εκταμίευσης μέχρι τέλους Ιουλίου του 2007 έχουν ως εξής: για το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΕΤΠΑ) 65%, το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο (ΕΚΤ) 66%, το Τμήμα Προσανατολισμού του ΕΓΓΠΕ 73% και το Ταμείο Αλιείας (ΧΜΠΑ) 66%.

καθορίστηκε, μετά από διαβουλεύσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής με την ελληνική κυβέρνηση, ένα σύνολο μέτρων,¹⁶ η θετική επίδραση των οποίων αποτυπώνεται στην επιτάχυνση του ρυθμού απορρόφησης των κοινοτικών εισροών τους τελευταίους μήνες.¹⁷ Δεδομένου ότι, σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές της ΕΕ σχετικά με το κλείσιμο των επιχειρησιακών προγραμμάτων,¹⁸ το Γ' ΚΠΣ έχει ήδη ολοκληρωθεί σε προγραμματικό επίπεδο, ενώ έως τις 31.12.2008 θα πρέπει να έχει ολοκληρωθεί και σε επίπεδο υλοποίησης,¹⁹ ο ρυθμός απορρόφησης από την ΕΕ αναμένεται να επιταχυνθεί περαιτέρω το επόμενο χρονικό διάστημα.

Οι απολήψεις από το ΕΓΤΠΕ στο πλαίσιο της λειτουργίας της αναθεωρημένης ΚΑΠ (η οποία στην Ελλάδα εφαρμόζεται σταδιακά από 1.1.2006), εκτιμάται ότι θα παραμείνουν περίπου στα ίδια επίπεδα με τα προηγούμενα έτη (αντιστοιχούν σε ποσό της τάξεως των 2,6 δισεκ. ευρώ ετησίως).²⁰ Αν ληφθούν υπόψη και οι αποδόσεις της Ελλάδος προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό, προκύπτει ότι οι συνολικές καθαρές μεταβιβάσεις πόρων από την ΕΕ θα κυμανθούν ετησίως το 2007 και το 2008 στα 5 δισεκ. ευρώ (σε ταμειακή βάση, όπως εμφανίζονται στη στατιστική του ισοζυγίου πληρωμών που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος), χωρίς να συνυπολογίζονται οι προκαταβολές του ΕΣΠΑ (Δ' ΚΠΣ) 2007-2013.²¹ Το ποσό αυτό (χωρίς τις προκαταβολές του ΕΣΠΑ) αντιστοιχεί περίπου στο 2,5% του ΑΕΠ ετησίως για τη διετία 2007-2008.

Όσον αφορά τη νέα δημοσιονομική περίοδο 2007-2013, η Ελλάδα είχε εξασφαλίσει στις διαπραγματεύσεις του Δεκεμβρίου του 2005 κοινοτική χρηματοδότηση 20,1 δισεκ. ευρώ (σε σταθερές τιμές 2004) από τα Διαρθρωτικά Ταμεία και το Ταμείο Συνοχής για την εφαρμογή του Εθνικού Στρατηγικού Πλαισίου Αναφοράς (Δ' ΚΠΣ 2007-2013), ενώ σε τρέχουσες τιμές το

ποσό της συνολικής κοινοτικής χρηματοδότησης εκτιμάται σε 24,3 δισεκ. ευρώ.²² Παράλληλα, όπως προαναφέρθηκε, διαφαίνεται ότι οι άμεσες ενισχύσεις και επιδοτήσεις στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής θα διατηρηθούν ως έχουν μέχρι το 2013.²³

Επισημαίνεται ότι η επικείμενη οριστικοποίηση της αναθεώρησης του ΑΕΠ της Ελλάδος συνεπάγεται αυξημένες εισφορές προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό από το 2007²⁴ και ανά-

16 Τα μέτρα περιλαμβάνουν την αναθεώρηση ορισμένων προγραμμάτων του Γ' ΚΠΣ, τη μεταφορά των έργων τα οποία δεν θα έχουν ολοκληρωθεί μέχρι το 2008 στο Εθνικό Στρατηγικό Πλαίσιο Αναφοράς-ΕΣΠΑ 2007-2013 και την αύξηση του ποσοστού της κοινοτικής χρηματοδότησης σε συγκεκριμένα έργα και προγράμματα του Γ' ΚΠΣ, η οποία έχει θετική επίδραση στον εθνικό προϋπολογισμό. Βλ. Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, 10^η Επιτροπή Παρακολούθησης ΚΠΣ 2000-2006, Ιούνιος 2007.

17 Μέχρι τέλος Ιουλίου του 2007 είχε εκταμειωθεί από τα Διαρθρωτικά Ταμεία το 66% της συνολικής κοινοτικής χρηματοδότησης (όπως προαναφέρθηκε), έναντι 50% της συνολικής χρηματοδότησης μέχρι τέλος Ιουλίου του 2006.

18 Βλ. Απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, "Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με το κλείσιμο των παρεμβάσεων (2000-2006) των Διαρθρωτικών Ταμείων" [COM (2006) 3424].

19 Λόγω των καταστροφών από τις πυρκαγιές του Αυγούστου, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξετάζει την παράταση της προθεσμίας έως το τέλος του 2009 για όλα τα τομεακά προγράμματα και για τα περιφερειακά προγράμματα του Γ' ΚΠΣ που αφορούν τις πληγείσες περιοχές.

20 Σχετικά με την αναθεώρηση της ΚΑΠ, βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005 (σελ. 342-343) και Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004 (σελ. 296-297).

21 Οι πρώτες προκαταβολές του ΕΣΠΑ (Δ' ΚΠΣ) 2007-2013 αναμένονται μέχρι το τέλος του έτους. Σύμφωνα με τους σχετικούς κανονισμούς, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα καταβάλει στην Ελλάδα και στα υπόλοιπα κράτη-μέλη της ΕΕ ως προκαταβολή το 5% της συνολικής χρηματοδότησης από τα Διαρθρωτικά Ταμεία τη διετία 2007-2008 και το 7,5% της συνολικής χρηματοδότησης του Ταμείου Συνοχής την τριετία 2007-2009.

22 Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, "The Growth and Jobs Strategy and the Reform of European cohesion policy": Fourth progress report on cohesion, COM(2006) 281, 12.6.06, και Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, "Εθνικό Πρόγραμμα Μεταρρυθμίσεων 2005-2008 – Έκθεση Εφαρμογής 2006", Οκτώβριος 2006.

23 Βλ. άτυπο Συμβούλιο Υπουργών Γεωργίας της ΕΕ (25.9.2006).

24 Δεν έχουν αποσαφηνιστεί ακόμη τα ακριβή ποσά, καθώς και ο τρόπος και ο χρόνος καταβολής της αναδρομικής αύξησης των εισφορών προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό (ΚΠ). Η συνεισφορά της Ελλάδος στον ΚΠ το 2005 και το 2006 ήταν της τάξεως των 2 δισεκ. ευρώ ετησίως. Όπως αναφέρει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην εισήγησή της στο Συμβούλιο ECOFIN στις 16.5.2007 για την άρση της απόφασης με την οποία η Ελλάδα είχε υπαχθεί στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος, η μόνιμη αύξηση της ετήσιας συνεισφοράς στον κοινοτικό προϋπολογισμό θα είναι μικρότερη του 0,25% του ΑΕΠ, ενώ οι αναδρομικές εισφορές θα είναι της τάξεως του 0,75% του ΑΕΠ και θα επιβαρύνουν –σε εθνολογιστική βάση– το δημοσιονομικό έλλειμμα του 2007 (εφόσον η αναθεώρηση των Εθνικών Λογαριασμών επικυρωθεί από την Eurostat εντός του έτους).

λογη επίπτωση στο δημόσιο έλλειμμα, αλλά δεν θα επηρεάσει το ύψος των ήδη συμφωνημένων ποσών μεταβιβάσεων από την ΕΕ για την περίοδο 2007-2013.²⁵

Το ΕΣΠΑ,²⁶ το οποίο περιλαμβάνει το εθνικό σχέδιο και τις εθνικές προτεραιότητες κατά την προγραμματική περίοδο 2007-2013, υποβλήθηκε στην ΕΕ τον Ιανουάριο του 2007 και εγκρίθηκε το Μάρτιο του 2007.²⁷ Οι βασικές αρχές διαχείρισης και οι μηχανισμοί υλοποίησης του ΕΣΠΑ περιλαμβάνονται στο σχέδιο νόμου που κατατέθηκε στη Βουλή στις 2.8.2007.²⁸ Η έγκριση των Περιφερειακών Επιχειρησιακών Προγραμμάτων (ΠΕΠ) θα ολοκληρωθεί τους επόμενους μήνες, ενώ οι πρώτες χρηματοδοτήσεις αναμένεται να εισρεύσουν μέχρι τέλους του έτους. Μέχρι το 2010 η Ελλάδα δικαιούται να απορροφά ετησίως 3 δισεκ. ευρώ, ενώ από το 2011 το ετήσιο ποσό μειώνεται ελαφρώς στα 2,8 δισεκ. ευρώ περίπου.²⁹ Το 80% των κοινοτικών πόρων έχει προγραμματιστεί να διατεθούν στην περιφέρεια.

Όσον αφορά ειδικότερα τις κοινοτικές χρηματοδοτήσεις των έργων από το Ταμείο Συνοχής, επισημαίνεται ότι για την περίοδο 2007-2013 αυτές δεν περιλαμβάνουν μεμονωμένα έργα ή ομάδες έργων αλλά πολυετή Επιχειρησιακά Προγράμματα, συγχρηματοδοτούμενα από κοινού με το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΕΤΠΑ). Μεγαλύτερη συμμετοχή στη χρηματοδότηση έργων του ΕΣΠΑ επιδιώκει η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων. Στην υλοποίηση μέρους των έργων του ΕΣΠΑ θα συμβάλει και ο ιδιωτικός τομέας σε σύμπραξη με το δημόσιο τομέα (βάσει του νόμου-πλαίσιου για τις ΣΔΙΤ).³⁰ Σε θεσμικό επίπεδο προβλέπονται αυστηρότεροι όροι διαχείρισης και υλοποίησης του ΕΣΠΑ 2007-2013.³¹

Σύμφωνα με όσα προαναφέρθηκαν, οι μεταβιβάσεις κοινοτικών πόρων βάσει του ΕΣΠΑ

2007-2013 θα είναι σημαντικές. Η πλήρης απορρόφηση και η αποτελεσματική χρήση των διαθέσιμων πόρων θα συμβάλουν σημαντικά στην επίτευξη των αναπτυξιακών στόχων της χώρας, στο πλαίσιο των προτεραιοτήτων που από κοινού έχουν τεθεί σε επίπεδο ΕΕ για τη νέα προγραμματική περίοδο. Είναι ενδεικτικό ότι, σύμφωνα με οικονομετρικές εκτιμήσεις που περιλαμβάνονται στην Τέταρτη Έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη Οικονομική και Κοινωνική Συνοχή στη διευρυμένη Ένωση των 27 κρατών-μελών,³² οι παρεμβάσεις της κοινοτικής πολιτικής για τη συνοχή κατά την περίοδο 2000-2006 είχαν ως αποτέλεσμα να είναι το επίπεδο του ΑΕΠ της Ελλάδος το 2006 υψηλότερο κατά 2,8% και το επίπεδο της απασχόλησης υψηλότερο κατά 2,0% από ό,τι θα ήταν χωρίς αυτές τις παρεμβάσεις

25 Όσον αφορά τις εισροές από το Ταμείο Συνοχής, υπενθυμίζεται ότι είναι επιλέξιμα τα κράτη-μέλη των οποίων το κατά κεφαλήν ΑΕΠ είναι χαμηλότερο από το 90% του αντίστοιχου κοινοτικού μέσου όρου. Η επιλεξιμότητα όλων των κρατών-μελών θα επανεξεταστεί το 2010 βάσει οικονομικών δεδομένων που θα αφορούν την ΕΕ-27 και ενδέχεται η Ελλάδα να απολέσει 1,4 δισεκ. ευρώ (επί συνολικού ποσού 3,3 δισεκ. ευρώ που έχει προβλεφθεί για όλη την επταετία).

26 Στο ΕΣΠΑ 2007-2013 περιλαμβάνονται επίσης το Εθνικό Στρατηγικό Σχέδιο Αγροτικής Ανάπτυξης και το Εθνικό Στρατηγικό Σχέδιο Ανάπτυξης Αλιείας.

27 Βλ. Απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής 1389/2007 και IP/07/451.

28 Βλ. σχέδιο νόμου "Διαχείριση, Έλεγχος και Εφαρμογή Αναπτυξιακών Παρεμβάσεων για την Προγραμματική Περίοδο 2007-2013".

29 Σύμφωνα με τον κανόνα "ν+2", η μέγιστη επιτρεπόμενη καθυστέρηση για την απορρόφηση των κοινοτικών κονδυλίων είναι δύο χρόνια. Ειδικά για την περίοδο 2007-2010 ισχύει ο κανόνας "ν+3".

30 Οι Συμπράξεις Δημόσιου και Ιδιωτικού Τομέα (ΣΔΙΤ) αναφέρονται σε συνεργασία μεταξύ του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα. Με τον Ν. 3389/2005 δημιουργήθηκε στην Ελλάδα το αναγκαίο νομικό πλαίσιο. Βλ. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006 (σελ. 255-258).

31 Στο σχέδιο νόμου που ήδη αναφέρθηκε (βλ. υποσημείωση 28), μεταξύ άλλων προβλέπεται ότι ρόλο στη διαχείριση θα έχει η Εθνική Αρχή Συντονισμού, ενώ σε κάθε περιφέρεια θα ιδρύεται μια ανώνυμη εταιρία, η οποία θα υποβοηθεί την εκτέλεση των έργων των τελικών δικαιούχων. Με άλλη διάταξη θεσμοθετείται η Διαχειριστική Αρχή Εθνικού Προγράμματος Ανάπτυξης από το 2008 (το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων μετονομάζεται πλέον σε Εθνικό Πρόγραμμα Ανάπτυξης).

32 Βλ. European Union, "Fourth Report on Economic and Social Cohesion", 30 Μαΐου 2007, Πίνακες 2.3α και 2.3β, σελ. 100.

(πρόκειται για τη μεγαλύτερη εκτιμώμενη επίδραση μεταξύ των χωρών της ΕΕ). Σύμφωνα με τις ίδιες οικονομετρικές εκτιμήσεις της έκθεσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, προβλέπεται ότι οι παρεμβάσεις της κοινοτικής πολιτικής για τη συνοχή σε ολόκληρη την περίοδο 2000-2013 θα έχουν ως αποτέλεσμα να είναι το επίπεδο του ΑΕΠ της Ελλάδος το 2015 υψηλότερο κατά 3,5% και το επίπεδο της απασχόλησης υψηλότερο κατά 2,3% από ό,τι θα ήταν χωρίς αυτές τις παρεμβάσεις.³³

2.4 Συνολικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων

Το συνολικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων (παλαιά μέθοδος παρουσίασης) εμφάνισε έλλειμμα 16,5 δισεκ. ευρώ στο επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007, το οποίο ήταν αυξημένο κατά 3,7 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

2.5 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών

Οι χρηματοοικονομικές επενδύσεις, δηλαδή το άθροισμα των άμεσων επενδύσεων, των επενδύσεων χαρτοφυλακίου και των “λοιπών” επενδύσεων, παρουσίασαν καθαρή εισροή ύψους 16,5 δισεκ. ευρώ κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007, έναντι 13,0 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

Οι άμεσες επενδύσεις εμφάνισαν καθαρή εκροή ύψους 2,0 δισεκ. ευρώ, δεδομένου ότι η καθαρή εισροή κεφαλαίων μη κατοίκων για άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα ανήλθε σε 0,9 δισεκ. ευρώ, ενώ η καθαρή εκροή κεφαλαίων κατοίκων για άμεσες επενδύσεις στο εξωτερικό έφθασε τα 2,9 δισεκ. ευρώ. Η σχετικά μεγάλη καθαρή εκροή κεφαλαίων για άμεσες επενδύσεις οφείλεται κατά κύριο λόγο στην ολοκλή-

ρωση της εξαγοράς της Finansbank (Τουρκία) από την Εθνική Τράπεζα, ύψους 1,7 δισεκ. ευρώ.³⁴ Η εισροή κεφαλαίων για άμεσες επενδύσεις διαμορφώθηκε σε χαμηλότερα επίπεδα, με σημαντικότερη επένδυση την εισροή 322 εκατ. ευρώ για την απόκτηση από τη Lafarge SA της συμμετοχής της Εθνικής Τράπεζας στο μετοχικό κεφάλαιο της ΑΓΕΤ Ηρακλής ΑΕ.³⁵

Την ίδια περίοδο σημειώθηκε καθαρή εισροή ύψους 15,4 δισεκ. ευρώ στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, καθώς η εισροή κεφαλαίων μη κατοίκων για τοποθετήσεις στην Ελλάδα (κυρίως σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, ύψους 16,5 δισεκ. ευρώ, και σε μετοχές ελληνικών επιχειρήσεων, ύψους 8,5 δισεκ. ευρώ) υπεραντιστάθμισε την εκροή κεφαλαίων κατοίκων κυρίως για τοποθετήσεις σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια (ύψους 8,4 δισεκ. ευρώ), καθώς και σε μετοχές του εξωτερικού (ύψους 0,7 δισεκ. ευρώ).

Τέλος, στην κατηγορία των “λοιπών” επενδύσεων καταγράφηκε καθαρή εισροή ύψους 3,1 δισεκ. ευρώ, κυρίως επειδή η εισροή κεφαλαίων μη κατοίκων για τοποθετήσεις σε καταθέσεις και repos στην Ελλάδα υπεραντιστάθμισε την

³³ Σ' αυτή την περίπτωση, οι προβλεπόμενες ευνοϊκές επιδράσεις είναι μεγαλύτερες για τις περισσότερες από τις νέες χώρες-μέλη της ΕΕ (με εξαίρεση την Κύπρο και τη Σλοβενία).

³⁴ Άλλες σημαντικές επενδύσεις στο εξωτερικό από κατοίκους αφορούν την εκροή 100 εκατ. ευρώ για την παροχή “προϊκοδότησης” από την EFG Eurobank-Εργασίας ΑΕ στο υποκατάστημά της στην Πολωνία, καθώς και την αύξηση, ύψους 142 εκατ. ευρώ, της συμμετοχής της ίδιας τράπεζας (από 30% στο 70%) στο μετοχικό κεφάλαιο της Τουρκικής Tekfenbank AS.

³⁵ Άλλες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα περιλαμβάνουν την εισροή 169 εκατ. ευρώ για τη συμμετοχή της Endesa Europe (Ισπανίας) στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Endesa Hellas, 36 εκατ. ευρώ από την πώληση ακινήτου της Μπάμπης Βωβός, Διεθνής Τεχνική ΑΕ στη γερμανική εταιρία Kangrund, 26 εκατ. ευρώ για την εξαγορά της “Siemens Enterprises Communication ΑΕ” από τη Nokia, 22 εκατ. ευρώ για την εξαγορά του διαγνωστικού κλάδου της Bayer Hellas από τη Siemens Γερμανίας, καθώς και 20 εκατ. ευρώ για τη συμμετοχή της Wind (Ολλανδίας) στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Tellas ΑΕ.

εκροή κεφαλαίων κατοίκων για τοποθετήσεις σε καταθέσεις και γeros στο εξωτερικό και τις αποπληρωμές δανείων που είχαν χορηγηθεί από μη κατοίκους σε κατοίκους.

Στο τέλος Ιουλίου του 2007 τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας διαμορφώθηκαν σε 2,2 δισεκ. ευρώ.³⁶

3. Παράγοντες διαμόρφωσης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών

Η διαμόρφωση υψηλών ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών από το 2001 και μετά, καθώς και η σημαντική αύξησή τους το 2006 και εφέτος, συνδέονται τόσο με μακροοικονομικούς και διαρθρωτικούς παράγοντες όσο και με ειδικούς παράγοντες.

3.1 Μακροοικονομικοί και διαρθρωτικοί παράγοντες

3.1.1 Η υστέρηση της συνολικής αποταμίευσης έναντι της εγχώριας επενδυτικής δαπάνης και η αύξηση των εισαγωγών με υψηλούς ρυθμούς

Οι συνολικές επενδύσεις αυξήθηκαν από 20,8% του ΑΕΠ κατά μέσον ετήσιο όρο³⁷ την εξαετία 1995-2000 σε 24,7% του ΑΕΠ την εξαετία 2001-2006 (έναντι 20,7% του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο³⁸), ενώ ειδικότερα το 2006 αυξήθηκαν σε 26,5% του ΑΕΠ. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά τη βελτίωση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και των μακροοικονομικών προοπτικών (λόγω της εισόδου στην ΟΝΕ και της μείωσης των επιτοκίων) αλλά και των δυνατοτήτων χρηματοδότησης της κατασκευής έργων υποδομής (λόγω των εισροών από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της ΕΕ). Ταυτόχρονα, η συνολική

αποταμίευση μειώθηκε από 16,9% κατά μέσον ετήσιο όρο την εξαετία 1995-2000 σε 15,0% του ΑΕΠ την εξαετία 2001-2006 (έναντι 21,0% του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο), αντανακλώντας κυρίως τη μείωση της ιδιωτικής αποταμίευσης από 19,3% κατά μέσον ετήσιο όρο την εξαετία 1995-2000 σε 16,5% του ΑΕΠ την εξαετία 2001-2006 (έναντι 20,2% του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο).³⁹ Έτσι, η υστέρηση της αποταμίευσης έναντι των επενδύσεων διευρύνθηκε από 3,9% του ΑΕΠ κατά μέσον ετήσιο όρο την εξαετία 1995-2000 σε 9,7% του ΑΕΠ την εξαετία 2001-2006, δηλαδή υπερδιπλασιάστηκε (ενώ στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο η αποταμίευση υπερτερούσε των επενδύσεων κατά 0,3% του ΑΕΠ την περίοδο 2001-2006 – βλ. Πίνακα V.3). Η υστέρηση (δηλαδή το σχετικά χαμηλό επίπεδο) της συνολικής αποταμίευσης συνδέεται (α) με τη διαμόρφωση σημαντικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων, λόγω των οποίων η αποταμίευση της γενικής κυβέρνησης ήταν αρνητική (ίση με -2,4% του ΑΕΠ κατά μέσον ετήσιο όρο

36 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.

37 Οι μέσοι ετήσιοι όροι έχουν υπολογιστεί ως απλοί αριθμητικοί μέσοι όροι των ετήσιων ποσοστών.

38 Βλ. *Statistical Annex of European Economy* – Spring 2007 (Πίνακας 90).

39 Πρέπει να επισημανθεί ότι η ιδιωτική αποταμίευση ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε (χωρίς διακοπή) από 24,8% του ΑΕΠ το 1995 σε 14,4% το 2001, εμφάνισε περιορισμένη ανάκαμψη την τριετία που ακολούθησε, φθάνοντας στο 18,5% του ΑΕΠ το 2004, και υποχώρησε στο 17,5% το 2005 και στο 17,0% το 2006. Ανάλογη πορεία ακολούθησε και η “μέση ροπή του ιδιωτικού τομέα και των δημόσιων επιχειρήσεων προς αποταμίευση” (όπως υπολογίζεται σε εθνικολογιστική βάση), από 25,4% το 1995 σε 17,2% το 2001, 21,6% το 2004, 20,8% το 2005 και 20,3% το 2006. (Ο αριθμητής είναι ο ίδιος στους δύο λόγους, αλλά διαφέρει ο παρονομαστής, που είναι το ΑΕΠ στη μία περίπτωση και το ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημα του ιδιωτικού τομέα και των δημόσιων επιχειρήσεων στην άλλη.)

Πίνακας V.3

Αποταμίευση, επενδύσεις και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστά % του ΑΕΠ
(Μέσοι ετήσιοι όροι)

	Ελλάδα		Ζώνη του ευρώ
	Εξαετία 1995 – 2000	Εξαετία 2001 – 2006	Εξαετία 2001 – 2006
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	20,8	24,7	20,7
Αποταμίευση	16,9	15,0	21,0
– Ιδιωτών	(19,3)	(16,5)	(20,2)
– Γενικής κυβέρνησης	(-2,4)	(-1,5)	(0,8)
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	-3,9	-9,7	0,4

Πηγές: Για την Ελλάδα, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, παλαιά σειρά Εθνικών Λογαριασμών, Απρίλιος 2007.
Για τη ζώνη του ευρώ, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Statistical Annex of European Economy – Spring 2007*, Απρίλιος 2007.

την εξαετία 1995-2000 και με -1,5% του ΑΕΠ την εξαετία 2001-2006) και (β) με την αύξηση της ροπής του ιδιωτικού τομέα προς κατανάλωση, η οποία συνδέεται με τη βελτίωση των προσδοκίων των νοικοκυριών για το μελλοντικό τους εισόδημα και με την επέκταση της καταναλωτικής πίστης. Είναι φανερό ότι οι παράγοντες αυτοί συνδέονται και με την υπερβάλλουσα εγχώρια ζήτηση (θετικό “παραγωγικό κενό”) που χαρακτηρίζει την ελληνική οικονομία την ίδια περίοδο.

Η ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης και η συνεχιζόμενη άνοδος της επενδυτικής δραστηριότητας συνεπάγονται αύξηση της δαπάνης για εισαγωγές καταναλωτικών και επενδυτικών αγαθών με υψηλούς ρυθμούς, δεδομένου ότι στην Ελλάδα η εισοδηματική ελαστικότητα των εισαγωγών είναι αισθητά μεγαλύτερη από τη μονάδα,⁴⁰ όπως άλλωστε και σε άλλες χώρες. Επειδή μάλιστα οι εισαγωγές υπερτερούν των εξαγωγών ως προς το απόλυτο μέγεθος, διευρύνεται συνεχώς το εμπορικό έλλειμμα. Αυτό συμβαίνει, μεταξύ άλλων, επειδή η σύνθεση της εγχώριας παραγωγής –λόγω της χαμηλής διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της οικονομίας– δεν ανταποκρίνεται επαρκώς στη σύν-

θεση της εγχώριας καταναλωτικής και επενδυτικής ζήτησης (όπως ήδη αναφέρθηκε).

3.1.2 Η επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων ως προς τις τιμές και η εξέλιξη των εξαγωγών

Υπολογίζεται ότι η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (έναντι των 28 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 13%, ενώ το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, εκφρασμένο σε κοινό νόμισμα, αυξήθηκε συνολικά κατά 35,0% στη μεταποίηση και κατά 15,2% στο σύνολο της οικονομίας. Οι αυξήσεις αυτές ισοδυναμούν με απώλεια ανταγωνιστικότητας και συνεχίζονται και εφέτος: ενδεικτικά αναφέρεται ότι η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τις τιμές καταναλωτή αυξήθηκε το πρώτο

⁴⁰ Όπως προκύπτει από εκτιμήσεις του Τμήματος Προβλέψεων της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος, η εισοδηματική ελαστικότητα των εισαγωγών είναι υψηλή, ενώ η ελαστικότητα των εισαγωγών ως προς τις τιμές είναι χαμηλή.

εξάμηνο του 2007 με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,9% (βλ. το Παράρτημα του παρόντος κεφαλαίου).

Βεβαίως, η εξέλιξη της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές, η οποία επηρεάζει αρνητικά το μερίδιο των ελληνικών εξαγωγών στην παγκόσμια αγορά, είναι ένας μόνο από τους παράγοντες που τελικά επηρεάζουν την εξέλιξη των εξαγωγών. Επιπρόσθετα, η βελτίωση της ποιότητας των προϊόντων και η στρατηγική που ακολουθείται σε θέματα εμπορίας (non-price competitiveness), καθώς και η αύξηση της εξωτερικής ζήτησης για τα ελληνικά προϊόντα (δηλαδή της ζήτησης για εισαγωγές στις χώρες-εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος, η οποία εξαρτάται μεταξύ άλλων από την άνοδο του εισοδήματος στις χώρες αυτές), αποτελούν σημαντικούς παράγοντες ανόδου των ελληνικών εξαγωγών.

Πράγματι, η επιτάχυνση της ανόδου της εξωτερικής ζήτησης συνέβαλε ώστε οι συνολικές εισπράξεις από εξαγωγές να σημειώσουν αξιολογη άνοδο κατά την τετραετία 2003-2006 (με μέσο ετήσιο ρυθμό 11,5%, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, ο οποίος αντιστοιχεί σε μέση ετήσια αύξηση του όγκου κατά 8%). Σύμφωνα με ορισμένες εκτιμήσεις, ταυτόχρονα αυξάνονται οι εξαγωγές βιομηχανικών προϊόντων εντάσεως τεχνολογίας και εξειδικευμένης εργασίας. Σε μια πρόσφατη μελέτη υπολογίζεται ότι τα προϊόντα εντάσεως τεχνολογίας έχουν αυξήσει το μερίδιό τους στο σύνολο των ελληνικών εξαγωγών από 5,8% το 1988 σε 22,3% το 2005, με μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 14,5%. Τα προϊόντα εντάσεως εξειδικευμένης εργασίας αύξησαν το μερίδιό τους από 9,3% σε 13,8% κατά την ίδια χρονική περίοδο, με μέσο ετήσιο ρυθμό ανόδου 7,2%.⁴¹ Ωστόσο, τα μερίδια αυτά παραμένουν πολύ μικρά σε σύγκριση με τους αντίστοιχους μέσους όρους των χωρών της ζώνης του ευρώ.⁴²

Επιπλέον, οι καλές εξαγωγικές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας κατά τα τελευταία έτη οφείλονται, σε αξιόλογο βαθμό, στην εξαγωγική δραστηριότητα προς τις αγορές των Βαλκανίων και της πρώην Σοβιετικής Ένωσης (η οποία σε κάποιο βαθμό ευνοείται και από τις άμεσες επενδύσεις ελληνικών επιχειρήσεων στην περιοχή αυτή), καθώς και προς τις αγορές της Μέσης Ανατολής. Η εγκατάσταση παραγωγικών μονάδων ελληνικών επιχειρήσεων στις βαλκανικές χώρες ασκεί θετική επίδραση στις ελληνικές εξαγωγές προς τις χώρες αυτές στο βαθμό που συντελεί στην ανάπτυξη του ενδοκλαδικού και διακλαδικού εμπορίου (δηλαδή των ελληνικών εξαγωγών πρώτων υλών και ενδιάμεσων προϊόντων για την παραγωγή τελικών προϊόντων από ελληνικές επιχειρήσεις στις χώρες αυτές). Βεβαίως, η επίδραση αυτή εν μέρει θα αντισταθμίζεται, καθώς αυξάνεται ο βαθμός υποκατάστασης των ελληνικών εξαγωγών τελικών προϊόντων από την επιτόπια –στις χώρες αυτές– παραγωγή των ελληνικών επιχειρήσεων.

Τέλος, η αύξηση των εξαγωγών εν μέρει αντανakλά και το “παράλληλο εμπόριο” (επανεξαγωγή εισαγόμενων φαρμάκων και Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων), το οποίο βεβαίως έχει αμελητέα επίδραση στο εμπορικό ισοζύγιο.

Επομένως, οι επιπτώσεις στις ελληνικές εξαγωγές από την υποχώρηση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές και από το χαμηλό επίπεδο της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας μετριάζονται χάρη στη σημαντική αύξηση της εξωτερικής ζήτησης, την ευνοϊκή γεωγραφική θέση (γειτνίαση) και το γεγονός ότι οι ελληνικές

⁴¹ Βλ. Ι. Χαλικιάς, “Μεταβολές της σύνθεσης των ελληνικών εξαγωγών κατά την περίοδο 1988-2005”, ΠΣΕ-ΚΕΕΜ, Φεβρουάριος 2007.

⁴² Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Απρίλιος 2006, Πλαίσιο ΙΧ.2, σελ. 325-330).

εξαγωγικές επιχειρήσεις έχουν καλή γνώση των συνθηκών που επικρατούν στις αγορές των Βαλκανίων ή έχουν επενδύσει σε αυτές, καθώς και –σε κάποιο βαθμό– χάρη στο “παράλληλο εμπόριο”. Πρέπει βεβαίως να τονιστεί ότι, εάν δεν συνεχιζόταν η υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές και εάν βελτιωνόταν η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα, η αύξηση των εξαγωγών θα ήταν ακόμη μεγαλύτερη και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μικρότερο, με αποτέλεσμα να είναι υψηλότερος και ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ.

3.2 Ειδικοί παράγοντες

3.2.1 Η μεγάλη αύξηση των πληρωμών για αγορές νέων και μεταχειρισμένων πλοίων από ναυτιλιακές εταιρίες εγκατεστημένες στην Ελλάδα

Οι εταιρίες αυτές προσπαθούν να ανταποκριθούν στην αυξημένη ζήτηση μεταφορικού έργου λόγω της ανόδου του παγκόσμιου εμπορίου, καθώς και να προσαρμοστούν στους νέους περιβαλλοντικούς κανονισμούς μεταφοράς πετρελαιοειδών και άλλων καυσίμων.⁴³ Το ισοζύγιο πλοίων, που ήταν περίπου ισοσκελισμένο το 2004, παρουσίασε έλλειμμα ύψους 3,4 δισεκ. ευρώ το 2006 και 2,9 δισεκ. ευρώ το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007 (αύξηση κατά 57,8% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2006 – βλ. Διάγραμμα V.2). Λόγω του σημαντικού αριθμού παραγγελιών νέων πλοίων ελληνικών συμφερόντων, αναμένεται ότι η επιβάρυνση του ισοζυγίου θα είναι σημαντική τα αμέσως επόμενα έτη (μέχρι να ολοκληρωθεί η ναυπήγηση των νέων μονάδων), καθώς οι παραγγελίες των ελληνικών εταιριών έχουν επεκταθεί μέχρι το 2012.⁴⁴ Εξάλλου, τα υψηλά επίπεδα των ναύλων⁴⁵ και οι θετικές προοπτικές του τομέα των διεθνών θαλάσσιων μεταφο-

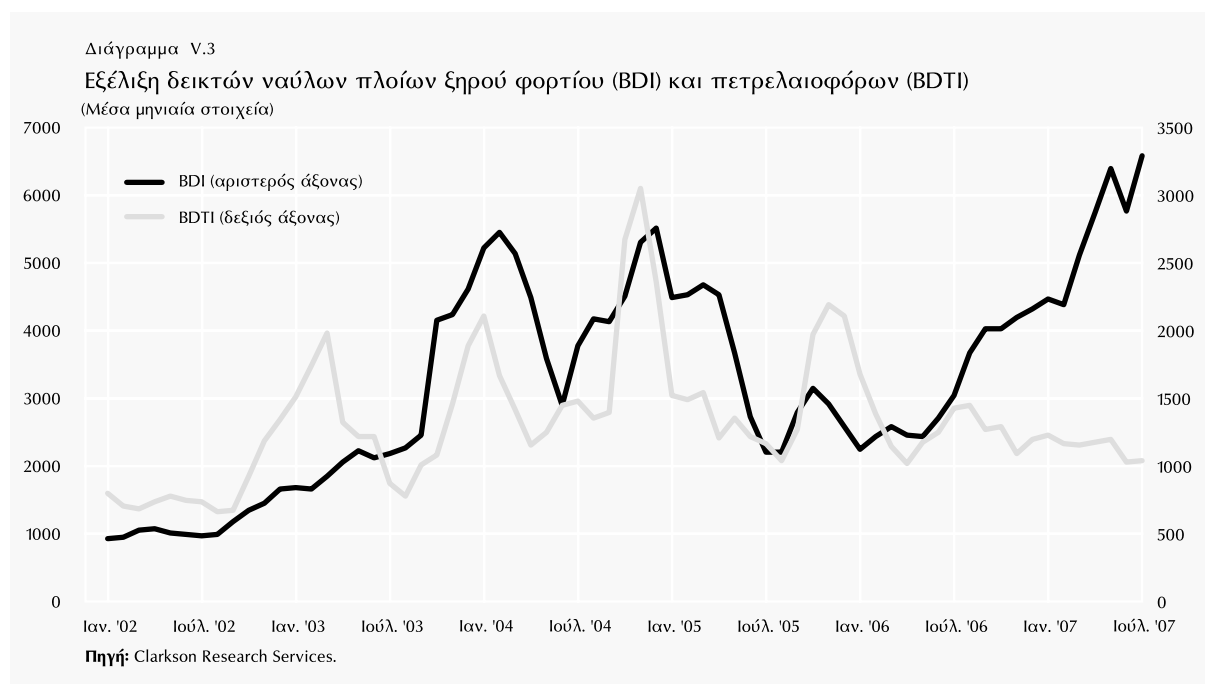
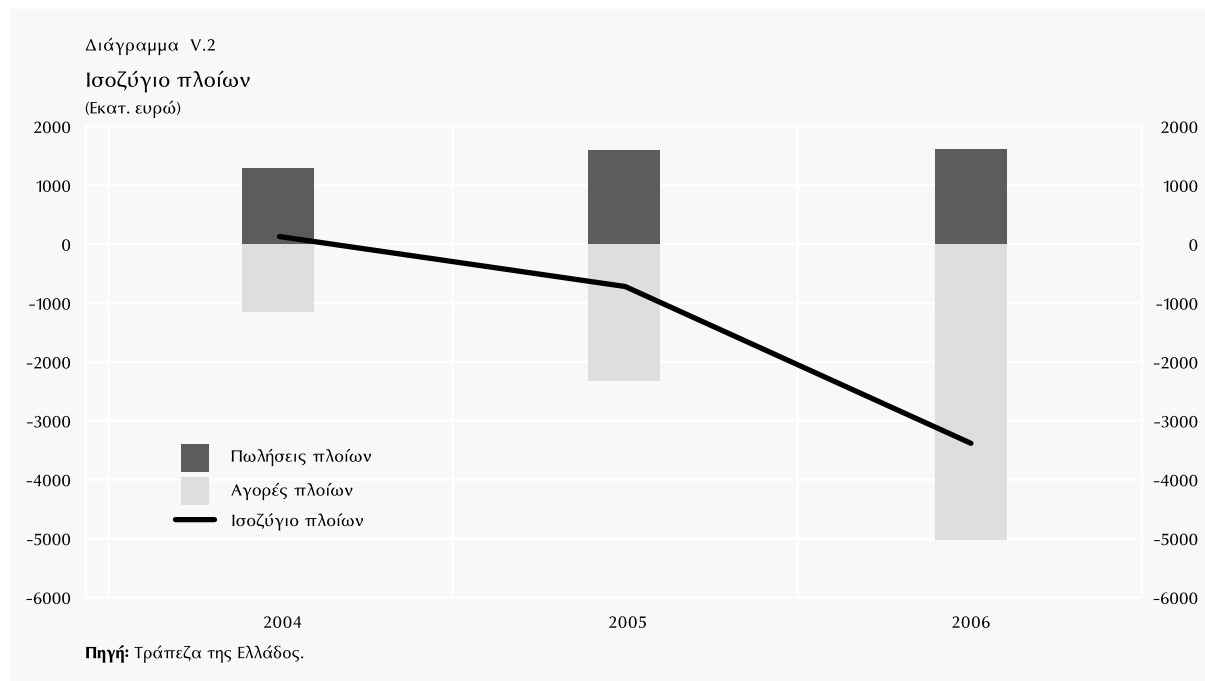
ρών (βλ. Διάγραμμα V.3) ώθησαν τις ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες στην αγορά και μεταχειρισμένων πλοίων. Οι τιμές των μεταχειρισμένων πλοίων σχεδόν διπλασιάστηκαν κατά την τελευταία τετραετία και εκτιμάται ότι κατά τη διάρκεια του 2006 η αξία των αγορών μεταχειρισμένων πλοίων από ελληνικές εταιρίες ανήλθε σε 8,7 δισεκ. δολάρια.⁴⁶ Βεβαίως, υπενθυμίζεται ότι οι εισπράξεις από υπηρεσίες μεταφορών (κυρίως ναυτιλιακές) υπερβαίνουν κατά πολύ την επιβάρυνση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών από τη δαπάνη για αγορές πλοίων, η οποία σε κάθε περίπτωση αναμένεται ότι θα συντελέσει στην αύξηση των εισπράξεων από υπηρεσίες μεταφορών.

⁴³ Βάσει των νέων προδιαγραφών που προβλέπει ο Κοινοτικός Κανονισμός 417/2002.

⁴⁴ Σημειώνεται ότι οι τιμές κατασκευής πλοίων αυξήθηκαν σημαντικά την τελευταία τετραετία τόσο λόγω της ανόδου των τιμών των μετάλλων όσο και λόγω της αυξημένης ζήτησης για ναυπηγήσεις. Επειδή, σύμφωνα με εκτιμήσεις της αγοράς, τα περισσότερα ναυπηγεία έχουν καλύψει τις διαθέσιμες ναυπηγοκατασκευαστικές κλίνες τους μέχρι και το 2009, οι παραδόσεις των πλοίων που παραγγέλλονται σήμερα αναμένεται να πραγματοποιηθούν από το 2010 και μετά. Ήδη, η συνολική εκτιμώμενη αξία του παγκόσμιου υπό ναυπήγηση στόλου στο τέλος του 2006 ανερχόταν σε 298 δισεκ. δολ., εκ των οποίων περίπου 27 δισεκ. δολ. αφορούσαν πλοία ναυπηγούμενα για ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες. Ήδη το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007 έγιναν από τις εταιρίες αυτές παραγγελίες ύψους 18,5 δισεκ. δολ., που αντιστοιχούν σε 338 νέα πλοία, η πλειονότητα των οποίων θα παραδοθεί το 2010, και πραγματοποιήθηκαν αγορές μεταχειρισμένων πλοίων αξίας άνω των 11 δισεκ. δολ. (στοιχεία από την G. Moundreas & Co S.A.). Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η αξία των παραγγελιών που πραγματοποιήθηκαν την τελευταία τριετία εκτιμάται σε 6,2 δισεκ. δολ. το 2004, 6,0 δισεκ. δολ. το 2005 και 17,7 δισεκ. δολ. το 2006.

⁴⁵ Ο δείκτης ναύλων ξηρού φορτίου BDI (Baltic Dry Index) σημείωσε σημαντική άνοδο κατά 72% το 2004. Στη συνέχεια μειώθηκε (σε μέσα επίπεδα) κατά 25% το 2005 και 6% το 2006, παραμένοντας υψηλότερος από ό,τι το 2003. Παράλληλα, ο δείκτης ναύλων μεταφοράς πετρελαίου BDTI (Baltic Dirty Tanker Index) αυξήθηκε κατά 33% το 2004 και στη συνέχεια μειώθηκε κατά 15% τόσο το 2005 όσο και το 2006, διαμορφούμενος έτσι περίπου στο αρχικό επίπεδο του 2003.

⁴⁶ Η απόκλιση που εμφανίζεται μεταξύ των στοιχείων του ισοζυγίου πλοίων και των στοιχείων που αναφέρονται εδώ για τις αγορές νέων και μεταχειρισμένων πλοίων από ελληνικές εταιρίες συνδέεται τόσο με τη χρονική κατανομή των συμβατικών πληρωμών μέχρι την παράδοση των πλοίων όσο και με τη δραστηριοποίηση υπεράκτιων εταιριών στο χώρο της ελληνικής ναυτιλίας (το ισοζύγιο πλοίων καταγράφει τις συναλλαγές μόνο των εταιριών που είναι εγκατεστημένες στην Ελλάδα).



3.2.2 Η σημαντική επιβάρυνση από τις καθαρές πληρωμές για εισαγωγές καυσίμων⁴⁷

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι ευαίσθητο στις επιπτώσεις της ανόδου των τιμών των καυσίμων, δεδομένου ότι τόσο η ακαθάριστη κατανάλωση ενέργειας ανά μονάδα προϊό-

ντος όσο και ο βαθμός ενεργειακής εξάρτησης της οικονομίας (όπως μετρείται βάσει του

⁴⁷ Προτιμάται η αναφορά σε καθαρές εισαγωγές καυσίμων, δεδομένου ότι για κάθε 10 δολάρια τα οποία καταβάλλονται για εισαγωγές πετρελαιοειδών, η ελληνική οικονομία εισπράττει 2 δολάρια από εξαγωγές παράγωγων προϊόντων (βλ. Πανελλήνιος Σύνδεσμος Εξαγωγέων – ΠΣΕ, “Πετρέλαιο: Οι Εμπορικές Συναλλαγές της Ελλάδος”, Επιστημάνσεις Νο. 32, Νοέμβριος 2006).

λόγου των καθαρών εισαγωγών προς την κατανάλωση ενέργειας) παραμένουν μεταξύ των υψηλότερων στην ΕΕ.⁴⁸ Η επιβάρυνση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών από τις καθαρές πληρωμές για εισαγωγές καυσίμων συνδέεται με τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, σε συνδυασμό με τη χαμηλή ελαστικότητα της ζήτησης καυσίμων ως προς τις τιμές.

3.2.3 Η επιβάρυνση του ελλείμματος λόγω των πληρωμών τόκων επί του αυξανόμενου εξωτερικού χρέους

Οι τόκοι αποτελούν την κυριότερη συνιστώσα του κονδυλίου “τόκοι-μερίσματα-κέρδη” του ισοζυγίου εισοδημάτων. Το 2006 οι πληρωμές τόκων-μερισμάτων-κερδών αυξήθηκαν κατά 19,9%, οι εισπράξεις κατά 10,8% και –καθώς οι πληρωμές υπερτερούν κατά πολύ των εισπράξεων– οι καθαρές πληρωμές κατά 24,6%.⁴⁹ Η εξέλιξη των πληρωμών αντανακλά τόσο την αύξηση του υπολοίπου των υποχρεώσεων των κατοίκων Ελλάδος έναντι μη κατοίκων⁵⁰ (και ιδίως την αύξηση του ακαθάριστου εξωτερικού χρέους του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα) όσο και την άνοδο των επιτοκίων από τα τέλη του 2005 και μετά. Η εξέλιξη των καθαρών πληρωμών αντανακλά την αύξηση της αρνητικής καθαρής “διεθνούς επενδυτικής θέσης” της χώρας, δηλαδή της αρνητικής διαφοράς μεταξύ του υπολοίπου των απαιτήσεων κατοίκων έναντι μη κατοίκων και του υπολοίπου των υποχρεώσεων κατοίκων έναντι μη κατοίκων, καθώς βεβαίως και την άνοδο των επιτοκίων. Συγκεκριμένα, το 2006 το μέσο ετήσιο επίπεδο⁵¹ του υπολοίπου των υποχρεώσεων κατοίκων έναντι μη κατοίκων αυξήθηκε κατά 17,9%, ενώ του ακαθάριστου εξωτερικού χρέους κατά 12,9% και της αρνητικής καθαρής “διεθνούς επενδυτικής θέσης” κατά 23,6%.

Το επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007 οι πληρωμές τόκων-μερισμάτων-κερδών αυξήθηκαν κατά 32,7% και οι εισπράξεις κατά 39,3%, με αποτέλεσμα αύξηση των καθαρών πληρωμών κατά 30,0% (σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006).⁵² Και πάλι, οι εξελίξεις αυτές συνδέονται με την αύξηση του μέσου επιπέδου του υπολοίπου των υποχρεώσεων κατοίκων έναντι μη κατοίκων κατά 18,8% το πρώτο εξάμηνο του 2007 (τελευταία διαθέσιμα στοιχεία) σε σύγκριση με το αντίστοιχο εξάμηνο του 2006, του ακαθάριστου εξωτερικού χρέους κατά 14,9% και της αρνητικής καθαρής “διεθνούς επενδυτικής θέσης” κατά 15,4% (την ίδια πάντοτε περίοδο), καθώς και με τη συνεχιζόμενη άνοδο των επιτοκίων.⁵³

3.2.4 Η μεταβλητότητα ορισμένων ροών του ισοζυγίου υπηρεσιών

Με δεδομένη τη μόνιμη ελλειμματικότητα του εμπορικού ισοζυγίου, αυξάνεται η σημασία

⁴⁸ Σύμφωνα με την Eurostat, το 2004 η ακαθάριστη εγχώρια κατανάλωση ενέργειας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα ήταν η υψηλότερη στην ΕΕ-15 (μετά από εκείνη της Φινλανδίας). Επίσης, το 2005 ο λόγος των καθαρών εισαγωγών ενέργειας προς την αντίστοιχη κατανάλωση ήταν υψηλότερος από τους μέσους όρους της ΕΕ-15 και της ΕΕ-25 (70,8% έναντι 58,4% και 56,2%), ενώ το 2004 ο λόγος των καθαρών εισαγωγών αργού πετρελαίου και πετρελαιοειδών προς την κατανάλωση αργού πετρελαίου και πετρελαιοειδών (104,8%) ήταν ο υψηλότερος στην ΕΕ-25.

⁴⁹ Αν ληφθούν υπόψη μόνο οι τόκοι, το 2006 οι πληρωμές αυξήθηκαν κατά 23,7% και οι εισπράξεις κατά 12,6%, με αποτέλεσμα αύξηση των καθαρών πληρωμών κατά 29,8%.

⁵⁰ Λαμβάνονται υπόψη οι σχετικές συνιστώσες της “διεθνούς επενδυτικής θέσης” της χώρας.

⁵¹ Υπολογίζεται κατά προσέγγιση ως ο μέσος όρος των επιπέδων στο τέλος κάθε τριμήνου.

⁵² Αν ληφθούν υπόψη μόνο οι τόκοι, οι πληρωμές αυξήθηκαν κατά 31,5% και οι εισπράξεις κατά 42,8%, με αποτέλεσμα αύξηση των καθαρών πληρωμών κατά 26,5% κατά το εν λόγω χρονικό διάστημα.

⁵³ Με βάση απλούς υπολογισμούς, η άνοδος του μέσου επιπέδου των επιτοκίων (ενδεικτικά: του επιτοκίου της ΕΚΤ για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης) τους πρώτους επτά μήνες του 2007 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006 είναι μεγαλύτερη από την αύξηση του μέσου ετήσιου επιπέδου των επιτοκίων το 2006 σε σύγκριση με το 2005. Επομένως, είναι εύλογο να έχει διευρυνθεί η θετική διαφορά μεταξύ του ρυθμού αύξησης των πληρωμών τόκων και του ρυθμού αύξησης του υπολοίπου των υποχρεώσεων.

των πλεονασμάτων που παρουσιάζουν τα ισοζύγια τρεχουσών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων, καθώς και το ισοζύγιο υπηρεσιών. Επειδή περί τα μέσα της επόμενης δεκαετίας αναμένεται μείωση των πλεονασμάτων των ισοζυγίων τρεχουσών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων (λόγω της ανακατανομής των πόρων του Κοινοτικού Προϋπολογισμού μεταξύ των χωρών της ΕΕ-27), η εξάρτηση από τις εξαγωγές υπηρεσιών καθιστά το ελληνικό ισοζύγιο πληρωμών ευαίσθητο στις επιδράσεις και άλλων εξωγενών παραγόντων, αν ληφθεί υπόψη η μεταβλητότητα η οποία γενικά χαρακτηρίζει τις εισροές στο ισοζύγιο των υπηρεσιών. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι, αν και η ελληνική εμπορική ναυτιλία είναι ένας τομέας ιδιαίτερα ανταγωνιστικός διεθνώς, η σχετική εξομάλυνση των συνθηκών στην αγορά θαλάσσιων μεταφορών και η εξέλιξη των ναύλων οδήγησαν σε μεγάλη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των εισπράξεων από μεταφορικές υπηρεσίες κατά την τελευταία διετία (από 39,0% το 2004 σε 4,2% το 2005 και 3,3% το 2006), αν και κατά το τρέχον έτος εμφανίζεται ελαφρά ανάκαμψη (αύξηση 12,3% στο επτάμηνο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007). Δεν πρέπει πάντως να αποκλειστεί το ενδεχόμενο, μετά την ολοκλήρωση της ανανέωσης του εμπορικού στόλου, να υπάρξει σε κάποια φάση υπερπροσφορά υπηρεσιών στον τομέα των θαλάσσιων μεταφορών. Επίσης, όσον αφορά τις ταξιδιωτικές υπηρεσίες, η οικονομία δεν κατόρθωσε να αξιοποιήσει πλήρως τα οφέλη της επιτυχούς διοργάνωσης των Ολυμπιακών Αγώνων, λόγω ανεπαρκειών στην τουριστική υποδομή αλλά και προβλημάτων που συνδέονται με την ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές.⁵⁴ Έτσι, ο ρυθμός ανόδου των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες επιβραδύνθηκε από 9,0% το 2004 σε 4,7% το 2005 και 4,8% το 2006, ενώ τους πρώτους επτά μήνες του 2007 διαμορφώθηκε στο 2,5%.

4. Χρηματοδότηση και διατηρησιμότητα του ελλείμματος

Λόγω της συμμετοχής της χώρας στη ζώνη του ευρώ δεν υπάρχει πλέον πρόβλημα χρηματοδότησης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και του εξωτερικού χρέους. Ωστόσο, η διεύρυνση του ελλείμματος του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου περιορίζει το ρυθμό ανάπτυξης (π.χ. κατά 2 εκατοστιαίες μονάδες το 2006 και περίπου κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα εφέτος – βλ. Κεφάλαιο IV.2). Επιπλέον, δεδομένου ότι (σύμφωνα με τα στοιχεία του 2006) περίπου τα 2/3 του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών χρηματοδοτούνται μέσω εξωτερικού δανεισμού,⁵⁵ το ακαθάριστο εξωτερικό χρέος του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα έχει αυξηθεί σημαντικά και έφθασε στο 128% του ΑΕΠ στο τέλος του 2006. Η απορρόφηση εγχώριων πόρων για την εξυπηρέτηση του εξωτερικού χρέους έχει αρνητικές συνέπειες για την ανάπτυξη, την απασχόληση και επομένως το βιοτικό επίπεδο, οι οποίες θα ενταθούν στο μέλλον, εάν η αύξηση του εν λόγω χρέους συνεχιστεί και δεν αντιστραφεί (ακόμη και εάν τα επιτόκια παραμείνουν σταθερά).

Όσον αφορά το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το τμήμα του που συν-

⁵⁴ Επισημαίνεται ωστόσο ότι στον ελληνικό τουριστικό τομέα οι “προσφορές της τελευταίας στιγμής” (“last minute booking”) αποτελούν συνήθη πρακτική, η οποία εξασφαλίζει την πληρότητα των ξενοδοχείων και των άλλων τουριστικών καταλυμάτων, αλλά σε τιμές πολύ χαμηλότερες εκείνων που αναφέρονται στα συμβόλαια που υπογράφονται περί το τέλος του έτους που προηγείται της τουριστικής περιόδου. Για το λόγο αυτό, ορισμένες συγκρίσεις τιμών είναι δυνατόν να υπερεκτιμούν την απώλεια ανταγωνιστικότητας των τουριστικών υπηρεσιών.

⁵⁵ Το 67,6% του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών χρηματοδοτήθηκε μέσω εξωτερικού δανεισμού το 2006. Το 12,9% χρηματοδοτήθηκε από το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαιακών μεταβιβάσεων, το 15,5% από την καθαρή εισροή κεφαλαίων για επενδύσεις χαρτοφυλακίου σε μετοχές και το 4,0% από την καθαρή εισροή κεφαλαίων για άμεσες επενδύσεις.

δέεται με τη δαπάνη για την ανανέωση του εμπορικού στόλου έχει σε μεγάλο βαθμό επενδυτικό χαρακτήρα, εφόσον κατ' αρχήν δημιουργεί θετικές μεσοπρόθεσμες προοπτικές για αύξηση των καθαρών εισπράξεων από ναυτιλιακές υπηρεσίες και συνεπώς για περιορισμό του ελλείμματος του ισοζυγίου, καθώς και μεγαλύτερη δυνατότητα εξυπηρέτησης του εξωτερικού χρέους. Κατά μείζονα λόγο, το τμήμα εκείνο του ελλείμματος που οφείλεται στην αύξηση των εισαγωγών κεφαλαιακών αγαθών δεν δημιουργεί πρόβλημα όσον αφορά τη διατηρησιμότητα του εξωτερικού χρέους, εφόσον η άνοδος των επενδύσεων κατ' αρχήν οδηγεί σε ενίσχυση της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας και συμβάλλει, μέσω της αύξησης του προϊόντος, στην εξυπηρέτηση των αναλαμβανόμενων έναντι του εξωτερικού υποχρεώσεων. Το κρίσιμο ερώτημα βεβαίως είναι κατά πόσον οι επενδύσεις που αναλαμβάνονται τώρα θα αποδειχθούν, σε βάθος χρόνου, επαρκώς αποδοτικές.

Αποτελεί πάντως γενική διαπίστωση ότι η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σοβαρό "έλλειμμα ανταγωνιστικότητας"⁵⁶ και ότι δεν έχει κατορθώσει να επωφεληθεί, στον απαιτούμενο βαθμό, από τις ευκαιρίες που δημιουργεί η παγκοσμιοποίηση των αγορών. Η διόρθωση σημαντικών αδυναμιών στο θεσμικό

πλαίσιο και στις συνθήκες λειτουργίας των αγορών⁵⁷ είναι δυνατόν να ενθαρρύνει περαιτέρω τις ξένες άμεσες επενδύσεις.⁵⁸ Οι ξένες άμεσες επενδύσεις μπορούν να συμβάλουν τόσο στην τεχνολογική εξέλιξη και την ενίσχυση του εξαγωγικού προσανατολισμού της οικονομίας όσο και στον περιορισμό της χρηματοδότησης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών με εξωτερικό δανεισμό.

Η εξάλειψη του "ελλείμματος ανταγωνιστικότητας" απαιτεί χρόνο και πολύπλευρη προσπάθεια και προϋποθέτει συγκράτηση της ανόδου του κόστους παραγωγής, ενίσχυση της εξωστρέφειας της οικονομίας με αύξηση των εξαγωγών, συνέχιση της δημοσιονομικής προσαρμογής και εξυγίανσης και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για την αύξηση του δυνητικού προϊόντος, τη βελτίωση της παραγωγικότητας και την ανταγωνιστικότητας και την προσέλκυση μεγάλων ξένων άμεσων επενδύσεων.

56 Βλ., π.χ., International Monetary Fund, *Greece-Selected Issues*, Κεφάλαιο Ι "Greece's Competitiveness Deficit: How big is it and how could it be unwound?", Ιανουάριος 2007.

57 Βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική-Ενδιάμεση Έκθεση*, Οκτώβριος 2006, Πλαίσιο IV.1, σελ. 145-151, καθώς και MPC Task Force, "Competitiveness and the Export Performance of the Euro Area", ECB Occasional Paper No. 30, Ιούνιος 2005. Επίσης, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006*, Πλαίσιο III.1, σελ. 94-99.

58 Οι άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα από μη κατοίκους αυξήθηκαν σημαντικά το 2006, ενώ επίσης σημαντικά αυξήθηκαν οι επενδύσεις στο εξωτερικό από κατοίκους.

Η εξέλιξη της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας ως προς τις τιμές

1. Εισαγωγή

Ως διεθνής ανταγωνιστικότητα της οικονομίας μιας χώρας νοείται ο βαθμός ικανότητας των προϊόντων της να ανταγωνίζονται επιτυχώς τα προϊόντα άλλων χωρών στην εγχώρια και τη διεθνή αγορά. Την ικανότητα αυτή προσδιορίζουν πολλοί παράγοντες, οικονομικοί, τεχνολογικοί και άλλοι. Για τη μέτρηση και αξιολόγηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας έχει καθιερωθεί να χρησιμοποιούνται, εναλλακτικά ή συμπληρωματικά, διάφοροι ποσοτικοί και ποιοτικοί δείκτες. Από αυτούς, ευρέως διαδεδομένος είναι ο δείκτης της “πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας” (δείκτης της ΠΣΣΙ), ο οποίος αντανακλά τη διαχρονική τάση μεταβολής της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές ή το κόστος παραγωγής.

Ο δείκτης της ΠΣΣΙ προκύπτει από το συνδυασμό του δείκτη της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με έναν κατασκευαζόμενο δείκτη των σχετικών τιμών ή του σχετικού κόστους παραγωγής των εγχώριων προϊόντων σε σύγκριση με τα παραγόμενα στο εξωτερικό. Η “ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία” του νομίσματος μιας χώρας (της χώρας αναφοράς) υπολογίζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος των διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του νομίσματός της έναντι των νομισμάτων των κυριότερων εμπορικών εταίρων της (των χωρών-εταίρων). Ο δείκτης σχετικών τιμών (ή σχετικού κόστους) υπολογίζεται ως ο λόγος ενός αντιπροσωπευτικού δείκτη τιμών (ή κόστους) των προϊόντων της χώρας αναφοράς προς το σταθμικό μέσο όρο των αντίστοιχων δεικτών στις χώρες-εταίρους. Τα πρωτογενή στατιστικά δεδομένα τα οποία συνήθως χρησιμοποιού-

νται για τις τιμές ή το κόστος είναι ο δείκτης τιμών καταναλωτή, ο δείκτης κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, ο δείκτης τιμών εξαγόμενων προϊόντων ή ο αποπληθωριστής του ΑΕΠ στην κάθε χώρα. Ως συντελεστής στάθμισης κάθε διμερούς συναλλαγματικής ισοτιμίας και του δείκτη τιμών (ή κόστους) κάθε χώρας-εταίρου χρησιμοποιείται το εκατοστιαίο μερίδιο της χώρας-εταίρου στο εξωτερικό εμπόριο της χώρας αναφοράς.

Κατά κανόνα, οι προκύπτουσες ποσοτικές εκτιμήσεις του δείκτη της ΠΣΣΙ διαφέρουν ανάλογα με το δείκτη τιμών ή κόστους που επιλέγεται για τους προαναφερθέντες υπολογισμούς. Αυτό είναι αναπόφευκτο, διότι κάθε πρωτογενής δείκτης έχει διαφορετική μέθοδο κατάρτισης και καλύπτει διαφορετική σύνθεση προϊόντων, τα οποία οι στατιστικές συλλαμβάνουν σε διαφορετικό κατά περίπτωση στάδιο του κύκλου παραγωγής και διάθεσης. Επίσης, κατά τον υπολογισμό του δείκτη της ΠΣΣΙ μπορεί να διαφέρει η σύνθεση και το μέγεθος του δείγματος των χωρών-εταίρων με τις οποίες συγκρίνεται η χώρα αναφοράς. Για το λόγο αυτό, η χρησιμότητα ενός δείκτη της ΠΣΣΙ έγκειται στην παρακολούθηση όχι του απόλυτου μεγέθους αλλά της διαχρονικής εξέλιξής του. Ο δείκτης της ΠΣΣΙ δεν αποτελεί από μόνος του μέτρο της διεθνούς ανταγωνιστικότητας: η διαχρονική εξέλιξή του, όμως, υποδηλώνει την τάση βελτίωσης ή χειροτέρευσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας – και μάλιστα μόνο της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές και το κόστος και όχι της ανταγωνιστικότητας που συνδέεται με παράγοντες όπως η ποιότητα των προϊόντων, ο τρόπος οργάνωσης της παραγωγής και διάθεσής τους, οι διοικητικές και τεχνολογικές υποδομές της οικονομίας ή άλλες παράμετροι των οποίων η συμβολή στη διαμόρφωση του κόστους και των τιμών δεν είναι άμεσα διακριτή και μετρήσιμη.

Θεωρητικά, δεν φαίνεται να τεκμηριώνεται η ερμηνευτική υπεροχή κάποιου εκ των δεικτών της ΠΣΣΙ για τη μέτρηση της ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους

μιας οικονομίας.¹ Γι' αυτό είναι χρήσιμο να παρακολουθείται η εξέλιξη όλων των διαθέσιμων δεικτών.

Οι δείκτες της ΠΣΣΙ που καταρτίζονται με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) παρουσιάζουν λιγότερα προβλήματα στατιστικής φύσεως όσον αφορά την ποιότητα, την έγκαιρη διαθεσιμότητα και τη συγκρισιμότητα των στοιχείων.² Το γεγονός, όμως, ότι περιλαμβάνουν σημαντικό μερίδιο μη εμπορεύσιμων καταναλωτικών αγαθών συνεπάγεται ουσιώδεις στρεβλώσεις ως προς τη μέτρηση της ανταγωνιστικότητας, ιδίως όταν υπάρχουν μεγάλες διαφορές ως προς την παραγωγικότητα μεταξύ των χωρών ("επίδραση Balassa-Samuelson"). Σ' αυτές τις περιπτώσεις, οι δείκτες της ΠΣΣΙ με βάση τον ΔΤΚ υποεκτιμούν τη βελτίωση ή υπερεκτιμούν την επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας του εξαγωγικού τομέα ως προς τις τιμές. Άλλες αδυναμίες των δεικτών της ΠΣΣΙ που καταρτίζονται με βάση τις τιμές καταναλωτή είναι ότι δεν περιλαμβάνουν τις τιμές των κεφαλαιακών και των ενδιάμεσων αγαθών, ενώ ενδέχεται να μην απεικονίζουν ορθά τις εξελίξεις, επειδή επηρεάζονται από τις τιμές των εισαγόμενων προϊόντων (που καλύπτονται από τον ΔΤΚ) ή επειδή οι τιμές καταναλωτή ενσωματώνουν φόρους και επιδοτήσεις.

Οι δείκτες της ΠΣΣΙ που καταρτίζονται με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος κατ' αρχήν παρέχουν ικανοποιητική ένδειξη των συνθηκών διεθνούς ανταγωνιστικότητας μιας οικονομίας ως προς τις τιμές και το κόστος.³ Εξ ορισμού, όμως, ένα γενικό μειονέκτημά τους είναι ότι το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αποτελεί μόνο ένα τμήμα του συνολικού κόστους μιας επιχείρησης και ότι στην πραγματικότητα υπάρχουν και άλλες σημαντικές συνιστώσες του κόστους, όπως π.χ. οι φόροι και το χρηματοδοτικό κόστος. Επίσης, η εξέλιξη του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μπορεί να επηρεάζεται από την υποκατάσταση μεταξύ των συντελεστών παραγωγής και να μην αντανακλά σωστά τη βελτίωση ή μη της αποτελεσματικότητας

της παραγωγής. Ειδικότερα όσον αφορά το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση, υπάρχουν αδυναμίες στατιστικής και θεωρητικής φύσεως: το ποσοστό των εισαγωγών και εξαγωγών μεταποιημένων προϊόντων στο σύνολο των εισαγωγών και εξαγωγών μπορεί να διαφέρει από χώρα σε χώρα ή να είναι μικρό (με αποτέλεσμα να περιορίζεται η αξιοπιστία των συμπερασμάτων για την ανταγωνιστικότητα του συνόλου της οικονομίας), ενώ οι διαφορές μεταξύ χωρών ως προς τη μεθοδολογία υπολογισμού του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση είναι δυνατόν να μειώνουν την αξιοπιστία και τη συγκρισιμότητα των δεικτών ακόμη και όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα μόνο των προϊόντων της μεταποίησης.

Ο δείκτης της ΠΣΣΙ με βάση τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ παρουσιάζει το πλεονέκτημα ότι περιλαμβάνει και τις υπηρεσίες, αλλά το γεγονός ότι στον υπολογισμό του ενσωματώνει φόρους και επιδοτήσεις, καθώς και μη εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες, περιορίζει τη συγκρισιμότητά του μεταξύ των χωρών.

Τέλος, ο δείκτης της ΠΣΣΙ με βάση τις σχετικές τιμές των εξαγωγών μπορεί να αποτελέσει έναν καλό δείκτη μέτρησης της ανταγωνιστικότητας ως προς τις εμπορικές συναλλαγές, αλλά δεν αντανακλά απαραίτητα την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας ως προς το κόστος. Ο καθορισμός των

¹ Για μια συνοπτική επισκόπηση των χαρακτηριστικών των εναλλακτικών δεικτών, βλ., μεταξύ άλλων, Ca' Zorzi, M. and B. Schnatz, "Explaining and forecasting euro area exports: What competitiveness indicator performs best?", EKT, Μάιος 2007, σελ. 3 (η μελέτη παρουσιάστηκε στο CESifo Venice Summer Institute 2007 στις 20-21.7.2007), Marsh, I. and S. Tokarick, "An Assessment of Three Measures of Competitiveness, Weltwirtschaftliches Archiv, 1996, 132, σελ. 700-22, EKT, *Μηνιαίο Δελτίο*, "Η εξέλιξη της διεθνούς ανταγωνιστικότητας κόστους και τιμών της ζώνης του ευρώ", Αύγουστος 2003, σελ. 73-81, και Turner, P. and J. Van't Dack, "Measuring international price and cost competitiveness", BIS Economic Papers, No. 39, Βασιλεία, Νοέμβριος 1993.

² Ca' Zorzi, M. and B. Schnatz, *όπ.π.*, σελ. 4.

³ Βλ. μεταξύ άλλων, Ca' Zorzi, M. and B. Schnatz, *όπ.π.*, σελ. 4, και ECB, *Monthly Bulletin*, Φεβρουάριος 2007, Box 6 ("The introduction of harmonised competitiveness indicators for euro area countries"), σελ. 53-55.

τιμών των εξαγωγών επηρεάζεται από τις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας, αλλά και από την εκάστοτε ακολουθούμενη στρατηγική τιμολόγησης των εξαγωγών από τους εξαγωγείς (pricing-to-market), π.χ. όταν οι εξαγωγικές επιχειρήσεις περιορίζουν το περιθώριο κέρδους προκειμένου να διατηρήσουν το μερίδιό τους στην αγορά. Συνεπώς, η μεταβολή της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας επηρεάζει μόνο εν μέρει τις τιμές των εξαγωγών.⁴

Από τα ανωτέρω γίνεται σαφές ότι, θεωρητικά, κάθε δείκτης παρουσιάζει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, με συνέπεια να γίνεται στην πράξη δυσχερής η εκ προοιμίου επιλογή του καταλληλότερου και αντιπροσωπευτικότερου δείκτη. Συνήθως, οι δείκτες που επιλέγονται στην πράξη είναι εκείνοι οι οποίοι ερμηνεύουν καλύτερα και προβλέπουν με μεγαλύτερη προσέγγιση την εξέλιξη των μεγεθών του ισοζυγίου πληρωμών (σε συνδυασμό βεβαίως και με τους άλλους παράγοντες που συμβάλλουν στη διαμόρφωση του ισοζυγίου). Αυτοί οι δείκτες είναι δυνατόν να προκύψουν ύστερα από εμπειρική διερεύνηση και αφού ληφθούν υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της οικονομίας, καθώς και το αντικείμενο και οι στόχοι της ανάλυσης. Όπως προαναφέρθηκε, συχνά είναι χρήσιμη ή απαραίτητη η παρακολούθηση περισσότερων δεικτών.

2. Οι διαθέσιμοι δείκτες της ΠΣΣΙ για την Ελλάδα και η εξέλιξή τους

Η Τράπεζα της Ελλάδος —όπως και άλλες κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος— προέβη από 1.1.2006 σε αναθεώρηση των δεικτών της ονομαστικής και της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας τους οποίους καταρτίζει, λαμβάνοντας υπόψη τη σύνθεση των συναλλαγών της Ελλάδος με τους κυριότερους εμπορικούς εταίρους της (και όχι με τους εμπορικούς εταίρους της ζώνης του ευρώ ως συνόλου). Οι δείκτες αυτοί

αποκαλούνται πλέον “εθνικοί δείκτες ανταγωνιστικότητας”, ώστε να μην προκαλείται σύγχυση με τους δείκτες της ονομαστικής και της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, οι οποίοι υπολογίζονται από την ΕΚΤ έναντι των κυριότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ ως συνόλου.⁵

Οι νέοι δείκτες της ονομαστικής και της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι συναλλαγές με τους 28 κυριότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος (μεταξύ αυτών και τις άλλες 12 χώρες της ζώνης του ευρώ, περιλαμβανομένης πλέον και της Σλοβενίας). Ο συντελεστής στάθμισης για κάθε εμπορικό εταίρο υπολογίζεται βάσει των εισαγωγών και εξαγωγών των προϊόντων της μεταποίησης (κατηγορίες 5-8 της Τυποποιημένης Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου—SITC) κατά την περίοδο 1999-2001, λαμβανομένου υπόψη και του ανταγωνισμού στις αγορές τρίτων

⁴ Εκτιμήσεις για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο δείχνουν ότι ο βαθμός “μετακύλισης” των μεταβολών της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας στις τιμές των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ είναι μόνο 50%. Βλ. Anderton R., F. di Mauro and F. Moneta, “Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages”, ECB Occasional Paper No.12, σελ. 22-23, 2004.

⁵ Με την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος από 1.1.1999, η ΕΚΤ καταρτίζει και δημοσιεύει μια ομάδα δεικτών της ονομαστικής και της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι των κυριότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ ως συνόλου. Οι συντελεστές στάθμισης βασίζονται στους μέσους όρους των μεγεθών του εμπορίου προϊόντων της μεταποίησης, αρχικά της περιόδου 1995-1997 και στη συνέχεια της περιόδου 1999-2001, με πρόβλεψη αναθεώρησης ανά πενταετία, λαμβανομένης υπόψη και της επίδρασης του ανταγωνισμού σε τρίτες χώρες. Καταρτίζονται δείκτες έναντι ομάδων 12, 24 και 44 εμπορικών εταίρων. Οι ΠΣΣΙ για τις ομάδες των 12 και 24 χωρών υπολογίζονται βάσει των δεικτών τιμών καταναλωτή, τιμών παραγωγού, του αποπληθωριστή του ΑΕΠ, καθώς και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος τόσο στο σύνολο της οικονομίας όσο και στη μεταποίηση. Για την ομάδα των 44 χωρών, ο δείκτης τιμών καταναλωτή παραμένει ο μόνος δείκτης που καταρτίζεται, λόγω της έλλειψης έγκαιρων και συγκρίσιμων στοιχείων σχετικά με άλλους δείκτες κόστους και τιμών. (Οι δείκτες δημοσιεύονται στο *Μηνιαίο Δελτίο* της ΕΚΤ. Σχετικά με τη μεθοδολογία και τη θεωρητική ανάλυση, βλ. Buldorini, L., S. Makrydakis and C. Thimann, “The effective exchange rate of the euro”, ECB Occasional Paper, No. 2, 2002.)

χωρών.⁶ Αυτές οι 28 χώρες καλύπτουν περίπου το 88% του εμπορίου προϊόντων της μεταποίησης και το 80% του συνολικού εξωτερικού εμπορίου της Ελλάδος κατά την αντίστοιχη περίοδο. Εξάλλου, τα προϊόντα της μεταποίησης καλύπτουν το 58% των εξαγωγών αγαθών και το 68% των εισαγωγών αγαθών της Ελλάδος (σύμφωνα με στοιχεία της ΕΣΥΕ για το 2006). Οι αναθεωρημένοι δείκτες της ΠΣΣΙ υπολογίζονται (με τριμηνιαία συχνότητα) λαμβανομένου υπόψη του εμπορίου με 28 χώρες και με βάση (α) τους σχετικούς Εναρμονισμένους Δείκτες Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και (β) τους σχετικούς δείκτες κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση (ULCM). Ο δείκτης με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος υπολογίζεται και για το σύνολο της οικονομίας με ετήσια συχνότητα.

Σύμφωνα με τους δείκτες που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, η ΠΣΣΙ (έναντι των 28 κυριότερων εμπορικών εταίρων της χώρας) με βάση τις τιμές καταναλωτή (δηλαδή οι σχετικές τιμές καταναλωτή εκφρασμένες σε κοινό νόμισμα) αυξήθηκε σωρευτικά στην εξαετία 2001-2006 κατά 13%, ενώ με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση (σχετικό κόστος εργασίας εκφρασμένο σε κοινό νόμισμα) αυξήθηκε συνολικά κατά 35%. Οι αυξήσεις αυτές –στις οποίες συνέβαλε η σωρευτική άνοδος της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ σταθμισμένης με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος κατά 8,4% την ίδια περίοδο⁷– ισχυνούν με απώλειες ανταγωνιστικότητας (βλ. Πίνακα V.Π1). Εάν η ΠΣΣΙ (έναντι των 28 κυριότερων εμπορικών εταίρων της χώρας) υπολογιστεί με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος όχι μόνο στη μεταποίηση αλλά στο σύνολο της οικονομίας, η απώλεια ανταγωνιστικότητας που προκύπτει είναι μικρότερη, δεν παύει όμως να είναι σημαντική. Συγκεκριμένα, σωρευτικά στην εξαετία 2001-2006 φθάνει το 15,2% (αν το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της ελληνικής οικονομίας υπολογιστεί με βάση τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για το κόστος εργασίας).⁸

Όπως προκύπτει από την ΠΣΣΙ με βάση τις τιμές καταναλωτή που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, κατά την εξαετία 2001-2006 τα 2/3 περίπου της απώλειας ανταγωνιστικότητας οφείλονται στην ονομαστική ανατίμηση του ευρώ και το 1/3 στη μεγαλύτερη αύξηση των τιμών καταναλωτή στην Ελλάδα σε σχέση με τους εμπορικούς της εταίρους, ενώ με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση η απώλεια ανταγωνιστικότητας είναι πολύ μεγαλύτερη (υπερδιπλάσια) και οφείλεται κατά το 1/4 περίπου στην ονομαστική ανατίμηση του ευρώ και κατά τα 3/4 περίπου στην ταχύτερη άνοδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση στην Ελλάδα σε σχέση με τους εμπορικούς της εταίρους.

Επισημαίνεται ότι ο βαθμός στον οποίο επιδρά η μεταβολή της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ στην ΠΣΣΙ μιας συγκεκριμένης χώρας της ζώνης του ευρώ συνδέεται με το μέγεθος και τη γεωγραφική κατανομή του συνολικού της εμπορίου (εισαγωγές και εξαγωγές) με τις εκτός της ζώνης του ευρώ χώρες. Π.χ., η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ τα τελευταία δύο χρόνια έχει μάλλον έντονη επίδραση στο δείκτη της ΠΣΣΙ για τις χώρες που πραγματοποιούν σχετικά μεγάλο μέρος του εξωτερικού

⁶ Το εμπόριο προϊόντων της μεταποίησης αποτελεί πρόσφαρη βάση για τους δείκτες της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, κυρίως επειδή είναι μεγάλο το μερίδιο των προϊόντων αυτών στο σύνολο του εξωτερικού εμπορίου αγαθών της χώρας. Εξάλλου, οι τιμές των αγροτικών προϊόντων των κρατών-μελών της ΕΕ διαμορφώνονται σε μεγάλο βαθμό στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (ΚΑΠ) και επιπλέον υπόκεινται σε έντονες διακυμάνσεις λόγω της εποχικότητας της αγροτικής παραγωγής και των καιρικών φαινομένων. Μολονότι θα ήταν επιθυμητό να ληφθούν υπόψη στη στάθμιση και οι συναλλαγές σε υπηρεσίες –οι οποίες αποτελούν για την Ελλάδα σημαντικό ποσοστό των συνολικών εξωτερικών συναλλαγών της– υπάρχουν προβλήματα μεταξύ άλλων όσον αφορά τη διαθεσιμότητα, τη συγκρισιμότητα και την αξιοπιστία των σχετικών στοιχείων.

⁷ Είναι προφανές ότι, με την υιοθέτηση του ευρώ από 1.1.2001, η μεταβολή της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας έναντι των χωρών της ζώνης του ευρώ λογίζεται ως μηδενική.

⁸ Βλ. επίσης Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, Πλαίσιο IV.1 (“Προσεγγίσεις για τον υπολογισμό του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος”), σελ. 157-160.

Πίνακας V.Π1

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

(Μέσα επίπεδα περιόδου, ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Ονομαστική ΣΣΙ	Πραγματική ΣΣΙ		
		Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή	Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση	Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας
2001	1,1	1,0	3,4	0,3
2002	1,9	2,8	4,5	3,8
2003	4,5	5,3	7,8	5,2
2004	1,4	2,0	5,8	4,0
2005	-0,7	0,3	5,1	-0,7
2006	0,1	1,0	4,2	1,8
Σωρευτική εκατοστιαία μεταβολή εξαετίας 2001-2006	8,4	13,0	35,0	15,2
2007 α' εξάμηνο	1,3	1,9	5,3	...

1 Οι αναθεωρημένοι δείκτες περιλαμβάνουν τους 28 κυριότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδας (μεταξύ αυτών και τις άλλες 12 χώρες της ζώνης του ευρώ, περιλαμβανομένης πλέον και της Σλοβενίας). Οι συντελεστές στάθμισης υπολογίζονται με βάση τις εισαγωγές και εξαγωγές των προϊόντων της μεταποίησης (κατηγορίες 5-8 της Τυποποιημένης Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου - SITC 5-8) κατά την τριετία 1999-2001 λαμβανομένου υπόψη και του ανταγωνισμού στις τρίτες αγορές. Καταρτίζονται από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Πηγές: Συναλλαγματικές ισοτιμίες : ΕΚΤ, ισοτιμίες αναφοράς του ευρώ.

Τιμές καταναλωτή ΔΤΚ : ΕΚΤ, εναρμονισμένος ΔΤΚ όπου υπάρχει.

Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση και κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας. Για την Ελλάδα: εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος και για τις άλλες χώρες: ΕΚΤ.

εμπορίου τους με τις ΗΠΑ, όπως η Ιρλανδία. Στην Ελλάδα το ποσοστό αυτό είναι σχετικά μικρό, στην πραγματικότητα όμως θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και το ποσοστό του ελληνικού εξωτερικού εμπορίου που αποτιμάται σε δολάρια ΗΠΑ (ανεξάρτητα από τη χώρα προορισμού και τη χώρα προέλευσης). Επιπλέον, η μεταβολή του δολαρίου ΗΠΑ επηρεάζει έμμεσα την ΠΣΣΙ, μέσω της επίδρασης του δολαρίου στα υπόλοιπα νομίσματα, κυρίως όσα είναι συνδεδεμένα με το δολάριο ΗΠΑ. Γενικότερα, το άθροισμα των εισαγωγών και εξαγωγών της Ελλάδος από/προς τους εκτός της ζώνης του ευρώ εμπορικούς εταίρους διαμορφώθηκε για την περίοδο 2000-2006 στο 55% περίπου του συνόλου των εισαγωγών και των εξαγωγών, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για το εμπόριο μόνο προϊόντων μεταποίησης (SITC 5-8) διαμορφώθηκε στο 49% περίπου.

Ανάλογα συμπεράσματα προκύπτουν και από τους δείκτες ανταγωνιστικότητας που καταρτίζονται για την Ελλάδα από διεθνείς οργανισμούς.

Η ΕΚΤ άρχισε πρόσφατα να δημοσιεύει στο δικτυακό της τόπο Εναρμονισμένους Δείκτες Ανταγωνιστικότητας (ΕνΔΑ) των επιμέρους κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Οι ΕνΔΑ βασίζονται σε δείκτες τιμών καταναλωτή, υπολογίζονται για κάθε χώρα έναντι 44 εμπορικών εταίρων και των λοιπών χωρών της ζώνης του ευρώ (η ομάδα των εμπορικών εταίρων είναι κοινή για όλες τις χώρες της ζώνης, αλλά διαφέρουν οι συντελεστές στάθμισης) και καταρτίζονται με την ίδια μεθοδολογία όπως και η ΠΣΣΙ του συνόλου της ζώνης του ευρώ. Οι δείκτες με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή επιλέχθηκαν σε πρώτη φάση από την ΕΚΤ λόγω της καλύτερης ποιότητας και συγκρισιμότητας των

Πίνακας V.Π2

Ελλάδα: Εναλλακτικοί δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας

(Μέσα επίπεδα έτους, εκατοστιαίες μεταβολές)

	ΕΚΤ ¹	Ευρωπαϊκή Επιτροπή, πραγματική ΣΣΙ ²		
	Πραγματική ΣΣΙ με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή	Με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή	Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση	Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας
2001	1,2	1,1	-0,8	-2,5
2002	3,1	2,4	1,8	5,4
2003	5,9	5,3	1,9	2,9
2004	2,3	1,6	12,6	3,9
2005	0,2	0,0	-0,2	1,3
2006	0,8	1,0	5,4	1,5
Σωρευτική εκατοστιαία μεταβολή εξαετίας 2001-2006	14,2	11,8	21,7	12,9

1 Περιλαμβάνει 44 εμπορικούς εταίρους συν τις άλλες 12 χώρες της ζώνης του ευρώ (δημοσιεύεται από την ΕΚΤ ηλεκτρονικά).

2 Περιλαμβάνουν 36 εμπορικούς εταίρους ή 41 όπου υπάρχουν στοιχεία (περιλαμβανομένης της ζώνης του ευρώ) (δημοσιεύονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο Price and Cost Competitiveness Report).

στοιχείων τους μεταξύ των χωρών, ενώ κρίνεται αναγκαία, σε επόμενη φάση, η χρήση και εναλλακτικών δεικτών με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα παραγόμενου προϊόντος στη μεταποίηση ή στο σύνολο της οικονομίας. Οι ΕνΔΑ συμπληρώνουν τους εθνικούς δείκτες της ΠΣΣΙ που καταρτίζονται ή/και δημοσιεύονται από ορισμένες κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος.

Με βάση τους δείκτες αυτούς της ΕΚΤ, την εξαετία 2001-2006 παρατηρείται υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, οι μεταβολές των ΕνΔΑ παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές από χώρα σε χώρα. Με βάση αυτούς τους δείκτες, η Αυστρία, η Φινλανδία, η Σουηδία και η Γερμανία παρουσιάζουν τη μικρότερη απώλεια ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές, ενώ στην Ιρλανδία, την Ισπανία, την Ολλανδία και την Ελλάδα διαπιστώνεται μεγάλη απώλεια ανταγωνιστικότητας. Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτά, η σωρευτική μεταβολή του

ΕνΔΑ για την Ελλάδα για την εξαετία 2001-2006 είναι 14,2% (βλ. Πίνακα V.Π2).⁹

Οι χώρες που παρουσιάζουν βελτίωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές με βάση τους ΕνΔΑ την εξαετία 2001-2006 είναι αυτές που είχαν και το χαμηλότερο πληθωρισμό βάσει των εναρμονισμένων ΔΤΚ την ίδια χρονική περίοδο. Αντίθετα, ο πληθωρισμός στην Ιρλανδία (3,6%), την Ελλάδα (3,4%), την Ισπανία (3,3%) και την Ολλανδία (2,6%) υπερέβη αισθητά το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ (2,2%).¹⁰ Η διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ τα έξι προηγούμενα χρόνια και εφέτος αντανακλά κατά κύριο λόγο την ακόμη μεγαλύ-

⁹ Υπολογισμοί με βάση τους ΕνΔΑ που δημοσιεύονται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

¹⁰ Η Σλοβενία εισήλθε στη ζώνη του ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2007. Στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου, η χώρα παρουσίασε μάλλον υψηλά ποσοστά πληθωρισμού, που αντισταθμίστηκαν ωστόσο κατά πολύ σε επίπεδο πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας από την εξέλιξη της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του τολάρ έναντι του ευρώ.

τερη διαφορά μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ως προς τη μέση ετήσια άνοδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.¹¹

Σύμφωνα με τους δείκτες για την Ελλάδα που δημοσιεύει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η σωρευτική μεταβολή της ΠΣΣΙ στην εξαετία 2001-2006 είναι 11,8% με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή, 12,9% με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας και 21,7% με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση (βλ. Πίνακα V.Π2).¹²

Επισημαίνεται ότι οι δείκτες της ΠΣΣΙ που υπολογίζονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την ΕΚΤ για την Ελλάδα δεν είναι απόλυτα συγκρίσιμοι με τους αντίστοιχους της Τράπεζας της Ελλάδος, διότι χρησιμοποιούν διαφορετικό δείγμα χωρών και διαφορετικά δεδομένα, ειδικότερα όσον αφορά το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, το οποίο υπολογίζουν με βάση εθνολογιστικά στοιχεία. Πάντως, οι δείκτες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής παρουσιάζουν την ίδια αυξητική τάση, η οποία υποδηλώνει υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας ως προς τις τιμές και το κόστος.¹³

Επισημαίνεται ότι οι δείκτες της ΠΣΣΙ υποεκτιμούν τη μείωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές που προέρχεται από τη μεγάλη αύξηση, την τελευταία εξαετία, της παραγωγής εξαγόμενων προϊόντων των αναδυόμενων οικονομιών, τα οποία προσφέρονται σε πολύ ανταγωνιστικές τιμές. Η υποεκτίμηση της μείωσης της ανταγωνιστικότητας οφείλεται στο ότι οι δείκτες αντανακλούν μόνο την επίδραση της μεταβολής των σχετικών τιμών και δεν “συλλαμβάνουν” την επίδραση του χαμηλού επιπέδου των τιμών των προϊόντων που εξαγουν οι αναδυόμενες οικονομίες.

Εν κατακλείδι, μολονότι το μέγεθος της αύξησης της ΠΣΣΙ διαφέρει ανάλογα με το δείκτη που χρησιμο-

ποιείται, η επισκόπηση της εξέλιξης των εν λόγω δεικτών οδηγεί στο γενικό συμπέρασμα ότι η ΠΣΣΙ της Ελλάδος έχει αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Οι κυριότεροι παράγοντες που συνέβαλαν στην αύξηση της ΠΣΣΙ, με όποιον τρόπο και εάν υπολογιστεί, και κατά συνέπεια στην υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας την τελευταία εξαετία είναι οι ακόλουθοι: (α) η ονομαστική ανατίμηση του ευρώ έναντι των νομισμάτων άλλων ανταγωνιστριών χωρών, τα οποία υποτιμήθηκαν σημαντικά στο ίδιο διάστημα, (β) ο σχετικά υψηλότερος πληθωρισμός της Ελλάδος σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο και με τους λοιπούς εμπορικούς εταίρους της χώρας και (γ) η σχετικά ταχεία άνοδος του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα.¹⁴

3. Συμπεράσματα

Οι δείκτες της ΠΣΣΙ παρέχουν μια γενική αλλά σαφή ένδειξη για την εξέλιξη της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων στην εγχώρια και την εξωτερική αγορά. Η ΠΣΣΙ έχει πράγματι αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, μολονότι το μέγεθος της

11 Βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006*, Πλαίσιο IV.1 (“Προσεγγίσεις για τον υπολογισμό του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος”), σελ. 157-160, καθώς και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Statistical Annex of European Economy – Spring 2007*, Πίνακας 33, Μάιος 2007).

12 Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσιεύει επίσης δείκτες ανταγωνιστικότητας με βάση τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ και το δείκτη τιμών εξαγωγών. Οι δείκτες της ΠΣΣΙ υπολογίζονται για κάθε χώρα-μέλος της ΕΕ, για τη ζώνη του ευρώ και για την ΕΕ ως σύνολο (καθώς και για ορισμένες χώρες εκτός ΕΕ), έναντι 36 εμπορικών εταίρων (ή έναντι 41 όπου υπάρχουν στοιχεία) και έναντι της ζώνης του ευρώ και της ΕΕ ως συνόλων. Για τη μεθοδολογία και τον τρόπο κατάρτισης των δεικτών, βλ. αναλυτικότερα: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *Price and Cost Competitiveness Reports*.

13 Σε πρόσφατη μελέτη του ΔΝΤ, όπου γίνεται επισκόπηση εναλλακτικών δεικτών, η αύξηση της ΠΣΣΙ της Ελλάδος από την έναρξη της στη ζώνη του ευρώ μέχρι και το 2005 υπολογίζεται ότι κυμαινόταν περί το 10% με βάση τις τιμές καταναλωτή και περί το 20-30% με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Βλ. ΔΝΤ, *Greece-Selected Issues*, Κεφάλαιο Ι, “Greece’s Competitiveness Deficit: How big is it and how could it be unwound?”, σελ. 5, Ιανουάριος 2007.

14 Βλ. ΔΝΤ, ό.π.π.

αύξησης διαφέρει ανάλογα με το δείκτη που χρησιμοποιείται. Αυτή η απώλεια διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές και το κόστος είναι ένας από τους παράγοντες που έχουν συντελέσει σε σημαντική διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου

τρεχουσών συναλλαγών στην Ελλάδα. Βεβαίως, τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τη μελέτη των δεικτών της ΠΣΣΙ πρέπει να αντιμετωπίζονται με προσοχή και σε συνδυασμό με άλλες ενδείξεις για τη διεθνή ανταγωνιστικότητα.

VI. Η τρέχουσα κατάσταση και οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας

1. Η τρέχουσα κατάσταση της οικονομίας

Όπως αναφέρθηκε στα προηγούμενα κεφάλαια, η ελληνική οικονομία, στηριζόμενη σε συνθήκες ισχυρής εγχώριας και εξωτερικής ζήτησης, συνεχίζει να αναπτύσσεται το 2007 με υψηλό ρυθμό, ο οποίος υπερβαίνει σημαντικά το μέσο όρο οικονομικής ανόδου στη ζώνη του ευρώ και την ΕΕ για δωδέκατο κατά σειρά έτος. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού το 2007 αναμένεται ότι θα υποχωρήσει ελαφρά από το σχετικά υψηλό επίπεδο των προηγούμενων ετών, κυρίως λόγω της επίδρασης προσωρινών ευνοϊκών παραγόντων που συνδέονται με τον εισαγόμενο πληθωρισμό (ιδίως την εξέλιξη της τιμής του πετρελαίου) αλλά έχουν πρόσφατα αντιστραφεί. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να διευρυνθεί περαιτέρω από τα ήδη πολύ υψηλά επίπεδα των τελευταίων ετών. Οι εξελίξεις όσον αφορά τον πληθωρισμό και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αντανακλούν τις μακροοικονομικές ανισορροπίες και τις διαρθρωτικές αδυναμίες που εξακολουθούν να υπάρχουν και χρειάζεται να αντιμετωπιστούν αποφασιστικά από τους φορείς οικονομικής πολιτικής και τους κοινωνικούς εταίρους, προκειμένου να διασφαλιστούν σε βάθος χρόνου οι θετικές προοπτικές της οικονομικής ανάπτυξης και της απασχόλησης. Εξάλλου, η αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές εκτιμάται ότι θα έχει περιορισμένες συνέπειες για τη διεθνή οικονομία, δεδομένου ότι οι διεθνείς οικονομικές συνθήκες παραμένουν κατά βάση ευνοϊκές. Επομένως, εκτιμάται ότι θα είναι περιορισμένες και οι επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία.

Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ (σε σταθερές τιμές) προβλέπεται ότι θα υπερβεί ελαφρά το 4% το 2007, έναντι 4,3% το 2006. Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας συνοδεύεται από

αύξηση της απασχόλησης με ετήσιο ρυθμό 1,4% το πρώτο εξάμηνο του 2007, ενώ το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε περαιτέρω την ίδια περίοδο στο 8,6% του εργατικού δυναμικού, παραμένοντας όμως σχετικά υψηλό.

Η οικονομική ανάπτυξη εξακολουθεί το 2007 να στηρίζεται κυρίως στην εγχώρια ζήτηση. Η συμβολή του εξωτερικού ισοζυγίου στην αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα είναι αρνητική (όπως και το 2006), καθώς η άνοδος των εισαγωγών (αγαθών και υπηρεσιών) θα υπερβεί και πάλι σημαντικά την αύξηση των εξαγωγών (τόσο ως προς το ρυθμό όσο και ως προς το απόλυτο μέγεθος). Ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής καταναλώσης αναμένεται ότι θα παραμείνει υψηλός. Επίσης, κυρίως λόγω της ισχυρής ανόδου των επιχειρηματικών επενδύσεων, οι συνολικές επενδύσεις προβλέπεται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται με υψηλό ρυθμό, ο οποίος πάντως θα είναι χαμηλότερος από ό,τι το 2006 (λόγω σημαντικής επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου των επενδύσεων σε κατοικίες).

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί περίπου στο 14% του ΑΕΠ το 2007, έναντι 12,1% του ΑΕΠ το 2006 (βλ. Κεφάλαιο V). Η διεύρυνση αυτή αντανακλά κυρίως την αύξηση του εμπορικού ελλείμματος εκτός καυσίμων και πλοίων, τις υψηλότερες πληρωμές τόκων και την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου πλοίων,¹ καθώς και, σε μικρότερο βαθμό, τη μείωση του πλεονάσματος των τρεχουσών μεταβιβάσεων. Συνολικά, οι επιδράσεις αυτές υπεραντισταθμίζουν τη βελτίωση του ισοζυγίου υπηρεσιών που οφείλεται στην αύξηση των εισπράξεων κυρίως από τη ναυτιλία και δευτερευόντως από τον τουρισμό. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων, το οποίο αντανακλά το μέγεθος της χρηματοδότησης της οικονομίας με

καθαρές εισροές δανειακών και λοιπών κεφαλαίων από το εξωτερικό, αναμένεται ότι θα είναι της τάξεως του 12,5% του ΑΕΠ το 2007, έναντι 10,6% το 2006. Η εμμονή του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε υψηλά επίπεδα και η χρηματοδότησή του με εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό έχουν οδηγήσει σε αύξηση της αρνητικής καθαρής “διεθνούς επενδυτικής θέσης” της χώρας, δηλαδή των καθαρών υποχρεώσεων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα προς το εξωτερικό,² στο 92,2% του ΑΕΠ στο τέλος του 2006 (έναντι 51,1% στο τέλος του 2001).

Η αναμενόμενη υποχώρηση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) στο 2,8% το 2007, από 3,3% το 2006, οφείλεται κυρίως σε προσωρινούς παράγοντες που έχουν ήδη αντιστραφεί, ιδίως τη μείωση των τιμών των καυσίμων από τον Αύγουστο του 2006 έως και τον Ιανουάριο του 2007. Στην υποχώρηση του πληθωρισμού έχει συμβάλει επίσης η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής. Αντίθετα, ο πυρήνας του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής) αναμένεται ότι θα αυξηθεί ελαφρά (στο 3,1% σε μέση ετήσια βάση από 2,9% το 2006), αντανακλώντας πληθωριστικές πιέσεις τόσο από τη πλευρά της συνολικής ζήτησης, η οποία εξακολουθεί να αυξάνεται με υψηλό ρυθμό, όσο και από την πλευρά της εγχώριας προσφοράς, καθώς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι αυξάνεται ταχύτερα από ό,τι το 2006.

¹ Το έλλειμμα του ισοζυγίου πλοίων (πληρωμές για αγορά πλοίων μείον εισπράξεις από πωλήσεις πλοίων) αναμένεται να αυξηθεί περίπου στο 2,5% του ΑΕΠ το 2007, από 1,7% το 2006 και μόλις 0,4% του ΑΕΠ το 2005.

² Η (αρνητική) καθαρή διεθνής επενδυτική θέση είναι η (αρνητική) διαφορά μεταξύ του υπολοίπου των απαιτήσεων των κατοίκων έναντι των μη κατοίκων και του υπολοίπου των υποχρεώσεων των κατοίκων έναντι των μη κατοίκων.

2. Προοπτικές της οικονομίας – προκλήσεις και επιλογές οικονομικής πολιτικής

Η εμμονή του πληθωρισμού σε σχετικώς υψηλά επίπεδα και η συνεχιζόμενη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αποδίδονται σε τρεις παράγοντες. Πρώτον, η οικονομική άνοδος των τελευταίων ετών έχει βασιστεί σε σημαντικό βαθμό στην αύξηση της κατανάλωσης και των επενδύσεων σε κατοικίες, η οποία ευνοείται και από τους υψηλούς ρυθμούς πιστωτικής επέκτασης: παράλληλα, η συνολική εγχώρια αποταμίευση υστερεί έναντι των εγχώριων επενδύσεων, τόσο επειδή η ιδιωτική αποταμίευση είναι σχετικά χαμηλή ως ποσοστό του ΑΕΠ όσο και επειδή η δημόσια αποταμίευση είναι αρνητική (αντανακλώντας τα δημοσιονομικά ελλείμματα). Δεύτερον, η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας ως προς τις τιμές υποχωρεί επί σειράν ετών, κυρίως λόγω των σχετικά υψηλών ρυθμών αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα (σε σύγκριση με τους κυριότερους εμπορικούς εταίρους της). Τρίτον, ο ρυθμός ανόδου του εγχώριου παραγωγικού δυναμικού (του δυνητικού ΑΕΠ), αν και υψηλός, παραμένει κατά κανόνα χαμηλότερος από το ρυθμό ανόδου της εγχώριας ζήτησης, λόγω διαρθρωτικών δυσκαμψιών που δυσχεραίνουν την αύξηση του ποσοστού απασχόλησης και εμποδίζουν την ταχύτερη άνοδο της παραγωγικότητας. Όπως αναφέρθηκε στο Κεφάλαιο V, τα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, αν και δεν δημιουργούν πρόβλημα χρηματοδότησης, υπονομεύουν τις μακροχρόνιες αναπτυξιακές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Το γεγονός ότι ο ρυθμός ανάπτυξης δεν έχει ακόμη επηρεαστεί αρνητικά σε σημαντικό βαθμό από τη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών οφείλεται σε δύο παράγο-

ντες: Πρώτον, στο ότι η επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας επιδρά με σημαντική χρονική υστέρηση στο ρυθμό ανάπτυξης και τα άλλα βασικά μεγέθη της οικονομίας. Δεύτερον, στο ότι ορισμένοι ευνοϊκοί παράγοντες μεταβατικού χαρακτήρα (όπως η άνοδος της εξωτερικής ζήτησης και το άνοιγμα νέων αγορών, το βελτιωμένο οικονομικό κλίμα μετά την είσοδο στη ζώνη του ευρώ, η μεγάλη επέκταση της καταναλωτικής και της στεγαστικής πίστης λόγω τόσο της μείωσης του κόστους δανεισμού μετά την υιοθέτηση του ευρώ όσο και της απελευθέρωσης του πιστωτικού συστήματος, καθώς και η εισροή μεταναστών) στηρίζουν το ρυθμό ανάπτυξης, αντισταθμίζοντας προς το παρόν την αρνητική επίδραση της διεύρυνσης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Όπως έχει τονιστεί σε προηγούμενες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η διατήρηση, σε βάθος χρόνου, υψηλών ρυθμών αύξησης του ΑΕΠ και της απασχόλησης απαιτεί μετασχηματισμό της ελληνικής οικονομίας από μια οικονομία της οποίας η ανάπτυξη βασίζεται κυρίως στην εγχώρια ζήτηση σε μια οικονομία όπου ο εξωτερικός τομέας θα αναδειχθεί σε βασικό προωθητικό παράγοντα της ανάπτυξης. Βασική προϋπόθεση του μετασχηματισμού αυτού είναι η μείωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, κατά κύριο λόγο η περαιτέρω δημοσιονομική εξυγίανση και η διασφάλιση σταθερότητας των τιμών, ώστε να ενισχύεται το κλίμα εμπιστοσύνης και να αυξάνεται η διεθνής ανταγωνιστικότητα της οικονομίας ως προς τις τιμές. Παράλληλα, απαιτείται αφενός να αυξηθεί περαιτέρω η αποταμίευση και να βελτιωθεί η σύνθεση των επενδύσεων και αφετέρου να προχωρήσουν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας και προϊόντων αλλά και στο εκπαιδευτικό σύστημα και τη δημόσια διοίκηση, προκειμένου να ενισχυθεί και να αναβαθμιστεί το παραγωγικό δυναμικό (τόσο το πάγιο

όσο και το ανθρώπινο κεφάλαιο), να αυξηθεί η παραγωγικότητα και να μειωθεί η ανεργία. Με τον τρόπο αυτό θα ενισχυθεί η εξωστρέφεια της οικονομίας και θα βελτιωθεί η δυνατότητά της να ανταποκρίνεται πιο αποτελεσματικά στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες και στον εντεινόμενο ανταγωνισμό στις παγκόσμιες αγορές, καθώς και να δημιουργεί νέες θέσεις και ευκαιρίες απασχόλησης.

2.1 Δημοσιονομική πολιτική και μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος

Όπως έχει αναφερθεί στο Κεφάλαιο IV, μετά από δύο έτη σημαντικής δημοσιονομικής προσπάθειας, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (σε εθνολογιστική βάση) μειώθηκε στο 2,7% του ΑΕΠ το 2006, κάτω από την τιμή αναφοράς που ορίζει η Συνθήκη του Μάαστριχτ (3% του ΑΕΠ). Επίσης, το δημόσιο χρέος μειώθηκε σε 104,5% του ΑΕΠ το 2006, από 108,5% το 2004. Με βάση την εξέλιξη αυτή και την εκτίμηση ότι η δημοσιονομική βελτίωση είναι διατηρήσιμη, το Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομικών (ECOFIN) αποφάσισε τον Ιούνιο του 2007 τον τερματισμό της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος για την Ελλάδα. Η επίτευξη δημοσιονομικής ισορροπίας, όμως, θα απαιτήσει περαιτέρω δημοσιονομική προσαρμογή. Ο μεσοπρόθεσμος δημοσιονομικός στόχος της κυβέρνησης (όπως διατυπώθηκε κατά την άτυπη σύνοδο του Συμβουλίου των Υπουργών Οικονομικών της ζώνης του ευρώ στο Βερολίνο τον Απρίλιο του 2007 αλλά και στις προγραμματικές δηλώσεις της 28ης Σεπτεμβρίου) είναι να επιτύχει η Ελλάδα ισοσκελισμένο προϋπολογισμό έως το 2010 και πρέπει να ληφθούν όλα τα μέτρα που είναι απαραίτητα για την επίτευξη αυτού του στόχου. Επίσης, θα απαιτηθεί περαιτέρω δημοσιονομική προσαρμογή, προκειμένου να επιτευχθούν σημαντικά πλεονάσματα της γενικής κυβέρνησης σε μόνιμη βάση

και να μειωθεί το δημόσιο χρέος μέχρι το 2015, όταν οι δαπάνες για συντάξεις και υγειονομική περίθαλψη θα αρχίσουν να αυξάνονται αισθητά ως ποσοστό του ΑΕΠ λόγω της γήρανσης του πληθυσμού. Η δημοσιονομική εξυγίανση αναμένεται ότι θα συμβάλει στη μείωση του πληθωρισμού, καθώς και στην ενίσχυση του κλίματος εμπιστοσύνης και στην εδραίωση της μακροοικονομικής σταθερότητας, οι οποίες αποτελούν προϋπόθεση για τη διατήρηση υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης.

Σύμφωνα με το Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΕΠΣΑ) για την περίοδο 2006-2009 (Δεκέμβριος 2006), το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (σε εθνολογιστική βάση) προβλεπόταν να μειωθεί στο 2,4% του ΑΕΠ το 2007. Όπως εκτιμάται στο Προσχέδιο του Προϋπολογισμού του 2008 που κατατέθηκε στη Βουλή την 1η Οκτωβρίου, τελικά το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση θα διαμορφωθεί εφέτος στο 2,5% του ΑΕΠ (από 2,7% το 2006), ενώ τίθεται ο στόχος να μειωθεί στο 1,7% του ΑΕΠ το 2008. Η επίτευξη του στόχου αυτού θα απαιτήσει πιο εντατικές προσπάθειες τόσο στο σκέλος των δαπανών όσο και στο σκέλος των εσόδων.

Το εξαιρετικά υψηλό δημόσιο χρέος (104,5% του ΑΕΠ το 2006 και —όπως εκτιμάται στο προσχέδιο του Προϋπολογισμού— 101,9% το 2007), σε συνδυασμό με την προβλεπόμενη αύξηση των δαπανών που σχετίζονται με τη γήρανση του πληθυσμού, καθιστά αναγκαία και επείγουσα τη δημοσιονομική εξυγίανση, έτσι ώστε να μειωθεί σημαντικά το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ το αργότερο μέχρι το 2015, όταν (όπως προαναφέρθηκε) οι δαπάνες για συντάξεις θα αρχίσουν να αυξάνονται αισθητά ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η σταδιακή μείωση του δημόσιου χρέους απαιτεί την επίτευξη σημαντικών πρωτογε-

νών πλεονασμάτων τα επόμενα έτη, με περιορισμό των πρωτογενών δαπανών σε μόνιμη βάση και αύξηση των εσόδων. Πέρα από τη μείωση των ελλειμμάτων, είναι επίσης απαραίτητο να συνεχιστεί η μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος και να βελτιωθούν η διάρθρωση και η αποτελεσματικότητα των δαπανών, προκειμένου να υπάρξουν επαρκείς πόροι για τη χρηματοδότηση των αναγκαίων δημόσιων επενδύσεων σε υποδομές και ανθρώπινο κεφάλαιο. Όσον αφορά τη φορολογική μεταρρύθμιση, ολοκληρώθηκε ήδη η σταδιακή μείωση του φόρου εισοδήματος των μικρών και των μεγάλων επιχειρήσεων (με θετικές συνέπειες για τις επενδύσεις), ενώ άρχισε εφέτος και θα ολοκληρωθεί το 2009 η μείωση του φόρου εισοδήματος των φυσικών προσώπων (με θετικές συνέπειες για το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών).³ Παράλληλα, συνεχίζονται οι προσπάθειες στην κατεύθυνση του εξορθολογισμού και της περαιτέρω απλούστευσης του φορολογικού συστήματος (που μπορούν να συμβάλουν στην καλύτερη κατανομή των συντελεστών της παραγωγής). Συγκεκριμένα, προωθούνται η αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής και του λαθρεμπορίου (π.χ. με την αναμόρφωση της φορολογίας του πετρελαίου), η διεύρυνση της φορολογικής βάσης, η απλούστευση της φορολογίας των ακινήτων, η αναμόρφωση του φόρου γονικών παροχών και κληρονομιών στα ακίνητα και η φορολογική ελάφρυνση της πρώτης κατοικίας. Όσον αφορά τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των δαπανών, αυτή συνεπάγεται, όπως δείχνει η διεθνής εμπειρία, ότι μια χώρα μπορεί, με μικρότερες δημόσιες δαπάνες, να επιτύχει τουλάχιστον τις ίδιες επιδόσεις ως προς την οικονομική ανάπτυξη και σταθερότητα, τις υποδομές, την υγεία, την εκπαίδευση, την ποιότητα της διοίκησης και την κατανομή του εισοδήματος.

Οι επιπτώσεις της γήρανσης του πληθυσμού στις δημόσιες δαπάνες για συντάξεις και υγιο-

νομική περίθαλψη δεν μπορούν να αντιμετωπιστούν κατά κύριο λόγο με δημοσιονομικά μέτρα, δηλαδή με περικοπές άλλων δαπανών ή με πρόσθετες φορολογικές επιβαρύνσεις, καθώς αυτό θα υπονόμει την οικονομική ανάπτυξη και την παροχή ορισμένων στοιχειωδών δημόσιων υπηρεσιών. Απαιτείται επομένως έγκαιρη μεταρρύθμιση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης για την αντιμετώπιση των σοβαρών αναλογιστικών ελλειμμάτων του, καθώς και του συστήματος υγείας. Ταυτόχρονα, απαιτούνται μέτρα δημογραφικής πολιτικής για την ενίσχυση της γεννητικότητας, καθώς και μέτρα διαρθρωτικής πολιτικής για την αύξηση του ποσοστού απασχόλησης και τη βελτίωση της παραγωγικότητας. Πρέπει να σημειωθεί ότι, με βάση τις τρέχουσες δημογραφικές προβολές και τις σήμερα ισχύουσες θεσμικές ρυθμίσεις, το εργατικό δυναμικό και η απασχόληση θα μειωθούν σημαντικά, ενώ η παραγωγικότητα θα επηρεαστεί δυσμενώς (καθώς θα αυξάνεται η μέση ηλικία των απασχολούμενων), με σοβαρές αρνητικές συνέπειες όχι μόνο για τη χρηματοδότηση του ασφαλιστικού συστήματος αλλά και για την οικονομική ανάπτυξη γενικότερα.⁴

Οι δημοσιονομικές συνέπειες της γήρανσης του πληθυσμού θα είναι σημαντικά σοβαρότερες στην Ελλάδα από ό,τι στις περισσότερες άλλες οικονομίες της ΕΕ. Οι δημόσιες δαπάνες για συντάξεις ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ελλάδα (12,4% του ΑΕΠ το 2005) είναι ήδη από τις υψηλότερες μεταξύ των χωρών της ΕΕ, ενώ προβλέπεται ότι την περίοδο έως το 2050 θα εμφανίσουν μια από τις μεγαλύτερες αυξήσεις μεταξύ των χωρών αυτών (κατά περισσότερο από 10 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ έως το

³ Αναφέρονται χαρακτηριστικά οι Ν. 3296/2004 και 3522/2006.

⁴ Βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, Απρίλιος 2007, σελ. 75-76.

2050), λόγω της γήρανσης του πληθυσμού. Όμως η Ελλάδα — παρά την υιοθέτηση ορισμένων αξιολογών μέτρων την τελευταία 15ετία, που άμβλυναν σε κάποιο βαθμό την οξύτητα του προβλήματος — έχει υστερήσει σημαντικά έναντι των περισσότερων άλλων χωρών της ΕΕ όσον αφορά τη μεταρρύθμιση του συστήματος συντάξεων. Δεδομένου ότι η μη επίλυση του προβλήματος αυτού μπορεί να έχει κρίσιμες οικονομικές και κοινωνικές συνέπειες μακροπρόθεσμα, η πρόσφατη αναγγελία (με τις προγραμματικές δηλώσεις της κυβέρνησης) ότι αρχίζει αμέσως ευρύς κοινωνικός και πολιτικός διάλογος για την ασφαλιστική μεταρρύθμιση είναι αναμφισβήτητο ένα θετικό βήμα. Επειδή μάλιστα επείγει η μεταρρύθμιση, είναι αναγκαίο να υπάρξουν αποτελεσματικές λύσεις το συντομότερο δυνατόν.⁵

Η μεγάλη πίεση στα δημόσια συστήματα συντάξεων έχει οδηγήσει, από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, τις περισσότερες χώρες της ΕΕ σε μεταρρυθμίσεις, οι οποίες περιελάμβαναν μεταβολή των “παραμέτρων” των συνταξιοδοτικών συστημάτων (όπως είναι τα όρια ηλικίας, το “ποσοστό αναπλήρωσης” των αποδοχών από τη σύνταξη, καθώς και το επίπεδο των εισφορών) και διασφάλιζαν σε σημαντικό βαθμό τη βιωσιμότητα των συστημάτων αυτών. Ορισμένες χώρες της ΕΕ (η Ουγγαρία, η Πολωνία, η Σλοβακία) έχουν επίσης προχωρήσει στην εισαγωγή δημόσιων συστημάτων συντάξεων “κεφαλαιοποιητικού” χαρακτήρα. Αυτά συμπληρώνουν ή μερικώς αναπληρώνουν τα υφιστάμενα δημόσια συστήματα, στα οποία οι συντάξεις χρηματοδοτούνται κυρίως από τις τρέχουσες εισφορές. Τέτοιες μεταρρυθμίσεις γενικά ενισχύουν την ανταποδοτικότητα του συστήματος συντάξεων, δηλαδή την αντιστοιχία μεταξύ ασφαλιστικών εισφορών και παροχών, συμβάλλοντας έτσι άμεσα τόσο στη βιωσιμότητα

των συστημάτων όσο και στην ίση μεταχείριση των ασφαλισμένων. Επιπλέον, η ενίσχυση της ανταποδοτικότητας αποθαρρύνει την εισφοροδιαφυγή, καθώς οι ασφαλισμένοι αποκτούν ισχυρά οικονομικά κίνητρα να φροντίζουν για την καταβολή των εισφορών τους. Γενικότερα, τα συστήματα κεφαλαιοποιητικού χαρακτήρα όχι μόνο συμβάλλουν άμεσα στη βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού συστήματος, αλλά και ενθαρρύνουν την αποταμίευση, τις επενδύσεις και την ανάπτυξη.

Το υφιστάμενο σύστημα συντάξεων στην Ελλάδα χαρακτηρίζεται από χαμηλή ανταποδοτικότητα, η οποία υποσκάπτει τη βιωσιμότητα των ταμείων, τόσο άμεσα όσο και έμμεσα (καθώς ενθαρρύνει την εισφοροδιαφυγή), και δημιουργεί σημαντικές ανισότητες μεταξύ των ασφαλισμένων. Η χαμηλή ανταποδοτικότητα του συστήματος συντάξεων στην Ελλάδα οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στις διατάξεις περί πρόωρης συνταξιοδότησης, οι οποίες στερούν τα ασφαλιστικά ταμεία από εισφορές, ενώ παράλληλα τα επιβαρύνουν με την καταβολή συντάξεων στους πρόωρα συνταξιοδοτούμενους. Επιπλέον, ο κατακερματισμός του συστήματος συντάξεων σε πολυάριθμα ταμεία συμβάλλει αφενός στη χαμηλή ανταποδοτικότητα του συστήματος και την άνιση μεταχείριση των ασφαλισμένων και αφετέρου στο υψηλό διοικη-

⁵ Στις προγραμματικές δηλώσεις της κυβέρνησης (28.9.2007) αναφέρεται ότι δίδεται προτεραιότητα “στην ενοποίηση ταμείων και κλάδων, στην αναδιάρθρωση των ασφαλιστικών φορέων, στον επανακαθορισμό των βαρέων και ανθυγιεινών επαγγελμάτων και στη θεσμοθέτηση κινήτρων για την παραμονή στην εργασία, όσων το επιθυμούν, και πέρα από τα όρια συνταξιοδότησης”. Επίσης αναφέρεται ότι παράλληλα συνεχίζονται οι δράσεις που αφορούν “την αποφασιστική αντιμετώπιση της εισφοροδιαφυγής, την αποτελεσματική αξιοποίηση της κινητής και ακίνητης περιουσίας των Ταμείων, την εξυγίανση των κλάδων ασθένειας και τη θωράκιση του συστήματος για να αποτρέπονται πλασματικές αναπηρικές συντάξεις”. Τέλος, με σκοπό την “ύπαρξη μόνιμου μηχανισμού αυτόματης ενίσχυσης των οικονομικά ασθενέστερων συνταξιούχων”, αναφέρεται ότι θα καθιερωθεί, από το 2009, “Κατώτατη Εθνική Σύνταξη, που θα υπερβαίνει το όριο της φτώχειας”.

τικό κόστος και τη μη αποτελεσματική αξιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων των ασφαλιστικών ταμείων. Ο περιορισμός της πρόωρης συνταξιοδότησης, έτσι ώστε η μέση (πραγματική) ηλικία συνταξιοδότησης να προσεγγίσει την προβλεπόμενη από τις γενικές διατάξεις ηλικία, θα συμβάλει σημαντικά στη μείωση των ανισοτήτων και στη βελτίωση της οικονομικής θέσης των ταμείων, καθώς και στην καλύτερη αξιοποίηση του εργατικού δυναμικού. Ωστόσο, με βάση τις εμπειρίες άλλων χωρών, είναι αμφίβολο αν τα ανωτέρω αρκούν: στην περίπτωση αυτή θα χρειαστούν πρόσθετες παρεμβάσεις.

Η ενοποίηση των ταμείων, με την εφαρμογή της ισχύουσας νομοθεσίας,⁶ θα συμβάλει επίσης σημαντικά στον εξορθολογισμό του συστήματος. Ακόμη, όπως έχει τονιστεί επανειλημμένα, πρέπει αφενός να βελτιωθεί η αντιστοιχία μεταξύ προσπάθειας και αποτελέσματος στο υφιστάμενο σύστημα συντάξεων μέσω παραμετρικών μεταρρυθμίσεων και αφετέρου να αναπτυχθεί ο κεφαλαιοποιητικός “πυλώνας” του συστήματος, ο οποίος επίσης προβλέπεται στην ισχύουσα νομοθεσία.⁷ Με τον τρόπο αυτό μπορεί να αλλάξει η αρχιτεκτονική του συστήματος, προς την κατεύθυνση της διαμόρφωσης ενός μικτού συστήματος. Γενικότερα, είναι απαραίτητο να γίνουν όλες εκείνες οι αλλαγές που θα διασφαλίσουν τη βιωσιμότητα του συστήματος και, ταυτόχρονα, θα μειώσουν ουσιαστικά την αναμενόμενη (βάσει των σημερινών δεδομένων) σοβαρή επιβάρυνση των δημόσιων δαπανών λόγω της γήρανσης του πληθυσμού.⁸

2.2 Μισθολογικές εξελίξεις

Ο σχετικός υψηλός πληθωρισμός στην Ελλάδα κατά την πρόσφατη περίοδο (2001-2007) συνεπάγεται υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας ως προς τις

τιμές και επομένως επηρεάζει δυσμενώς τις αναπτυξιακές της προοπτικές. Όπως έχει τονιστεί επανειλημμένα, δοθέντος ότι η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι ένας σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας του πληθωρισμού, είναι απαραίτητη η συμβολή των κοινωνικών εταίρων προκειμένου να επιτευχθεί σταθερότητα των τιμών. Ειδικότερα, κατά τις συλλογικές διαπραγματεύσεις για τη διαμόρφωση των μισθολογικών αυξήσεων θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη η εξέλιξη της παραγωγικότητας, η ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές, καθώς και το επίπεδο ανεργίας, που παραμένει υψηλό στην Ελλάδα όπως και σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Παράλληλα, πρέπει να ενισχυθούν οι συνθήκες ανταγωνισμού στις αγορές που δεν λειτουργούν αποτελεσματικά, προκειμένου οι επιχειρήσεις να συμβάλλουν, και με την τιμολογιακή τους πολιτική, στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, σύμφωνα με εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, κατά την τελευταία δεκαετία (1998-2007) οι μέσες πραγματικές αποδοχές στο σύνολο της οικονομίας αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,3%, περίπου όσο και η παραγωγικότητα. Στην ίδια περίοδο, η σύγκλιση του επιπέδου των μισθών στην

6 Βλ. τα άρθρα 5 και 6 του Ν. 3029/2002.

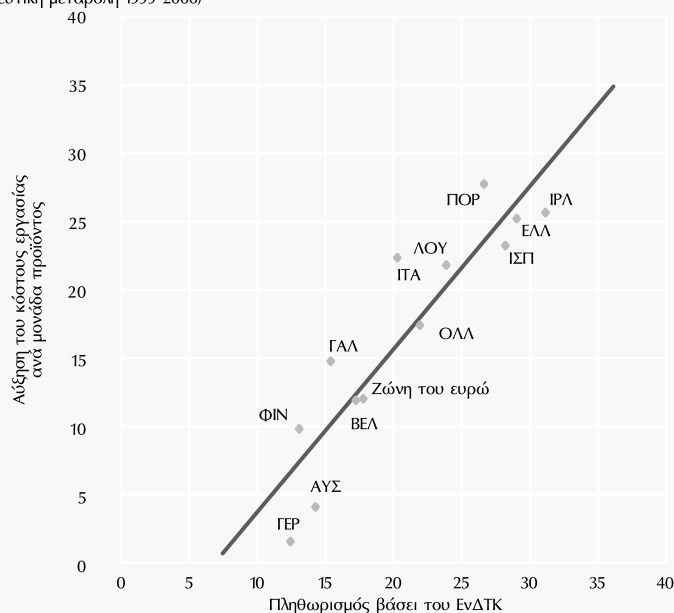
7 Υπενθυμίζεται ότι στο άρθρο 7 του Ν. 3029/2002 προβλέπεται ότι ιδρύονται προαιρετικά, ανά επιχείρηση ή κλάδο ή κλάδους εργαζομένων, “ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης”, τα οποία είναι νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα και εποπτεύονται από το “Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων” (σήμερα Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας). Σύμφωνα με την παράγραφο 5 του ίδιου άρθρου, “τα ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης που χορηγούν συνταξιοδοτικές παροχές λειτουργούν με βάση το κεφαλαιοποιητικό σύστημα”.

8 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική - Ενδιάμεση Έκθεση 2002*, Νοέμβριος 2002, Πλαίσιο 2 (“Η μεταρρύθμιση της κοινωνικής ασφάλισης”), σελ. 119-123. Επίσης, A. Börsch-Supan και Πλ. Τήνιος, “Το ελληνικό σύστημα συντάξεων: στρατηγικό πλαίσιο για την ασφαλιστική μεταρρύθμιση”, στην έκδοση *Οικονομικές επιδόσεις και προοπτικές της Ελλάδος*, Τράπεζα της Ελλάδος-The Brookings Institution, 2002, σελ. 435-543.

Διάγραμμα VI.1

Αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ στις χώρες της ζώνης του ευρώ

(Ποσοστά %, σωρευτική μεταβολή 1999-2006)

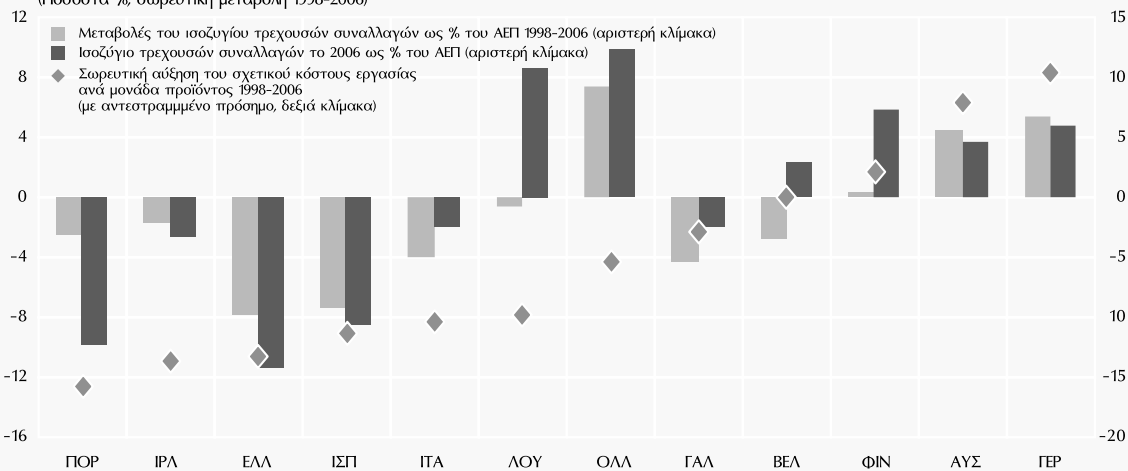


Πηγή: "Inflation and competitiveness divergences in the euro area countries", Ομιλία του Αντιπροέδρου της ΕΚΤ κ. Λ. Παπαδήμου, 7.9.2007. Υπολογισμοί βάσει στοιχείων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της Eurostat.

Διάγραμμα VI.2

Αύξηση του σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σε σύγκριση με το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ) και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστό % του ΑΕΠ) στις χώρες της ζώνης του ευρώ

(Ποσοστά %, σωρευτική μεταβολή 1998-2006)



Πηγή: "Inflation and competitiveness divergences in the euro area countries", Ομιλία του Αντιπροέδρου της ΕΚΤ κ. Λ. Παπαδήμου, 7.9.2007. Υπολογισμοί της ΕΚΤ βάσει στοιχείων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Ελλάδα προς το μέσο επίπεδο των μισθών στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο προχώρησε σημαντικά: σύμφωνα με εθνολογιστικά στοιχεία

της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό στην Ελλάδα (σε ευρώ) αυξήθηκε από 55% του μέσου όρου της ζώνης

του ευρώ το 1998 σε 73% το 2007.⁹ Παρά τη μείωσή της, η απόσταση παραμένει αισθητή: εξάλλου, υπάρχουν κατηγορίες εργαζομένων με μισθούς χαμηλότερους από το μέσο όρο. Ωστόσο, η σύγκλιση των αποδοχών στην Ελλάδα με το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ δεν είναι δυνατόν να ολοκληρωθεί μέσω ονομαστικών μισθολογικών αυξήσεων, καθώς αυτές θα συντελούσαν σε αύξηση του πληθωρισμού και σε διάβρωση των πραγματικών εισοδημάτων. Μόνος ασφαλής τρόπος, λοιπόν, είναι η άνοδος της παραγωγικότητας: τότε η αύξηση των πραγματικών αποδοχών θα μπορεί να συμβαδίσει με την άνοδο αυτή.

Είναι χαρακτηριστικό ότι οι οικονομίες της ζώνης του ευρώ που εμφανίζουν υψηλότερη αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος τείνουν να έχουν υψηλότερο πληθωρισμό (βλ. το Διάγραμμα VI.1, που αφορά την περίοδο 1999-2006).¹⁰ Εξάλλου, οι οικονομίες της ζώνης του ευρώ που χαρακτηρίζονται από μεγάλη αύξηση του σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σε σύγκριση με το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ) και επομένως από σωρευτική επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητάς τους ως προς τις τιμές τείνουν να έχουν υψηλά ή αυξανόμενα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (βλ. Διάγραμμα VI.2): αυτό δείχνει ότι το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επηρεάζει σημαντικά τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Η υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας θα έχει αναπόφευκτα δυσμενείς συνέπειες για την οικονομική ανάπτυξη και την απασχόληση. Βεβαίως, όπως φαίνεται από τη μέχρι τώρα εμπειρία της Ελλάδος και των άλλων οικονομιών της ζώνης του ευρώ και όπως ήδη αναφέρθηκε, οι επιπτώσεις αυτές μπορεί να εκδηλώνονται με χρονική υστέρηση ή να αποκρύπτονται όταν είναι ευνοϊκές οι διαρθρωτικές και οι κυκλικές συνθήκες.

Η συμβολή των κοινωνικών εταίρων στην προσπάθεια να επιτευχθεί σταθερότητα των τιμών είναι απαραίτητη για ένα πρόσθετο λόγο. Δεδομένου ότι η ενιαία νομισματική πολιτική της ΕΚΤ έχει πρωταρχικό σκοπό τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, επαφίεται στις εθνικές οικονομικές πολιτικές, όπως είναι η δημοσιονομική πολιτική και οι διαρθρωτικές πολιτικές, καθώς και στη συμβολή των κοινωνικών εταίρων κατά τη διαμόρφωση των μισθολογικών αυξήσεων, να επιτύχουν την εξάλειψη της διαφοράς πληθωρισμού και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας. Η δημοσιονομική πολιτική, αν και είναι αναγκαίο μέσο προσαρμογής, δεν μπορεί μόνη της να μειώσει αποτελεσματικά τον πληθωρισμό, δηλαδή χωρίς δυσμενείς βραχυχρόνιες παρενέργειες στην οικονομική δραστηριότητα και την απασχόληση. Για το λόγο αυτό, η προσπάθεια μείωσης του πληθωρισμού πρέπει να συνοδεύεται από μισθολογικές αυξήσεις που είναι συμβατές με την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών.

2.3 Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις

Τα πρόσφατα μέτρα που προωθούν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις περιλαμβάνουν σημαντικές πωλήσεις μετοχών του Οργανισμού Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος (τον Ιούνιο του 2007) και του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου (τον Ιούλιο του 2007), οι οποίες περιόρισαν τη συμμετοχή του Ελληνικού Δημοσίου στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιριών αυτών. Οι αποκρατικοποιήσεις αποβλέπουν στη βελτίωση της οικονομικής αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων που αφορούν και στην τόνωση του ανταγωνισμού, ενώ απο-

⁹ Στοιχεία από τη βάση δεδομένων AMECO της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

¹⁰ Βλ. επίσης "Inflation and competitiveness divergences in the euro area countries: causes, consequences and policy responses", Ομιλία του Αντιπροέδρου της ΕΚΤ κ. Λ. Παπαδήμου, Φραγκφούρτη, 7 Σεπτεμβρίου 2007.

φέρουν σημαντικά έσοδα στο Ελληνικό Δημόσιο και συμβάλλουν στη μείωση του χρέους. Εξάλλου, όσον αφορά την ενίσχυση της επιχειρηματικότητας, τον Ιούλιο ψηφίστηκε ο Ν. 3604/2007 για την αναμόρφωση και τροποποίηση της νομοθεσίας περί ανωνύμων εταιριών (με τον οποίο, μεταξύ άλλων, επιδιώκεται η μείωση της διοικητικής παρέμβασης στη σύσταση και τη λειτουργία των ανωνύμων εταιριών). Για την αποτελεσματικότερη προστασία του καταναλωτή ψηφίστηκε τον Ιούνιο ο Ν. 3587/2007, με τον οποίο εκσυγχρονίζεται το σχετικό θεσμικό πλαίσιο. Επίσης, τον Ιούνιο ψηφίστηκε ο Ν. 3588/2007, που περιλαμβάνει τις διατάξεις του νέου πτωχευτικού κώδικα, με τον οποίο εισάγεται ένα ενιαίο σύστημα εκκαθάρισης και αναδιοργάνωσης των επιχειρήσεων.

Όσον αφορά το πιστωτικό σύστημα και την αγορά κεφαλαίων, τον Ιούλιο και τον Αύγουστο ψηφίστηκαν οι Ν. 3556/2007 και 3606/2007, οι οποίοι ενσωματώνουν στο εθνικό δίκαιο τις Οδηγίες 2004/109/EK και 2004/39/EK και, μεταξύ άλλων, ενισχύουν τη διαφανή πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού (βλ. και Κεφάλαιο III.3.2). Επίσης, τον Ιούλιο ψηφίστηκε ο Ν. 3601/2007, με τον οποίο προσαρμόστηκαν οι περί τραπεζικής εποπτείας διατάξεις και ενσωματώθηκαν στο εθνικό δίκαιο οι διατάξεις των Οδηγιών 2006/48/EK και 2006/49/EK (γνωστές και ως πλαίσιο “Βασιλεία II”), ενώ τον Αύγουστο εκδόθηκαν 10 Πράξεις του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, με τις οποίες ενσωματώνονται οι εξειδικευμένες διατάξεις των ανωτέρω Οδηγιών που αφορούν τα πιστωτικά ιδρύματα (βλ. Κεφ. III.4.4).

Τα ανωτέρω μέτρα —που αποβλέπουν στον περαιτέρω περιορισμό της συμμετοχής του κράτους σε επιχειρηματικές δραστηριότητες, την ενίσχυση της επιχειρηματικότητας, την προστασία του καταναλωτή, την αναμόρφωση του πτωχευτικού κώδικα, καθώς και τη βελ-

τίωση της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα και της λειτουργίας των αγορών κεφαλαίων— αναμένεται ότι θα επηρεάσουν ευνοϊκά την παραγωγικότητα και την απασχόληση στην οικονομία. Όμως η Ελλάδα υστερεί ακόμη έναντι των περισσότερων εταίρων της στην ΕΕ όσον αφορά τη διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα. Απαιτείται επομένως συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, με σκοπό να ενισχυθούν οι συνθήκες ανταγωνισμού και η αποτελεσματική λειτουργία των αγορών, να αυξηθεί το ποσοστό απασχόλησης και να επιταχυνθεί ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας και του δυνητικού προϊόντος. Με τον τρόπο αυτό όχι μόνο θα αυξηθεί η ανταγωνιστικότητα, ώστε η ελληνική οικονομία να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά τις προκλήσεις από το διεθνή ανταγωνισμό, αλλά θα μειωθεί και η ανεργία, που παραμένει ακόμη σχετικά υψηλή. Ειδικότερα, εκτός από μεταρρυθμίσεις που βελτιώνουν τη λειτουργία των αγορών προϊόντων και εργασίας, είναι απαραίτητο να προχωρήσει και η μεταρρύθμιση σε όλες τις βαθμίδες της εκπαίδευσης, έτσι ώστε να εκσυγχρονιστεί συνολικά το εκπαιδευτικό σύστημα, το οποίο εξακολουθεί να υστερεί έναντι των περισσότερο ανεπτυγμένων χωρών,¹¹ και να αναπτυχθεί η “οικονομία της γνώσης” με την προώθηση των νέων τεχνολογιών. Επίσης, πρέπει να προχωρήσουν ο εκσυγχρονισμός της δημόσιας διοίκησης¹² και η αντιμετώπιση της διαφθοράς. Η αποτελεσματική αντιμετώπιση της διαφθοράς προϋποθέτει την εξάλειψη των συνθηκών που την ευνοούν και επομένως απαιτεί, μεταξύ άλλων, αύξηση της διαφάνειας στη λειτουργία των δημόσιων φορέων, προώθηση της λήψης αποφάσεων βάσει σαφών κανόνων και όχι κατά τη διακριτική ευχέρεια των απο-

¹¹ Βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006*, Απρίλιος 2007, σελ. 84-86.

¹² Βλ. όπ.π., σελ. 82-84.

φασιζόντων, καθώς και ενίσχυση των ανεξάρτητων ελεγκτικών και εποπτικών μηχανισμών. Παράλληλα, οι μεταρρυθμίσεις σε άλλους τομείς — π.χ. η απλούστευση του φορολογικού συστήματος— μπορούν και αυτές να συμβάλουν στην εξάλειψη των συνθηκών που γεννούν τη διαφθορά.¹³

2.4 Σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος

Η διασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος αποτελεί βασική επιδίωξη της Τράπεζας της Ελλάδος, η οποία είναι η αρμόδια εποπτική αρχή. Όπως προκύπτει από την ανάλυση στο Κεφάλαιο III.4, οι δείκτες σταθερότητας του πιστωτικού συστήματος διατηρήθηκαν σε ικανοποιητικό επίπεδο με βάση στοιχεία για το πρώτο εξάμηνο του 2007. Ειδικότερα, το επίπεδο του πιστωτικού κινδύνου υποχώρησε, ενώ οι κίνδυνοι αγοράς και ρευστότητας παρέμειναν περιορισμένοι. Ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας, αν και μειώθηκε, γενικά διατηρήθηκε σε ικανοποιητικό επίπεδο, υψηλότερο του απαιτούμενου ελάχιστου ορίου. Επιπρόσθετα, στο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας θα επιδράσει ευνοϊκά η ολοκλήρωση των διαδικασιών αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου ορισμένων τραπεζών, οι οποίες κατέχουν σημαντικό μερίδιο της αγοράς. Τέλος, η αποδοτικότητα διατηρήθηκε σε σχετικά υψηλό επίπεδο. Τα ανωτέρω δεδομένα εξακολουθούν να παρέχουν ικανοποιητικό περιθώριο για τη διασφάλιση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Επισημαίνεται όμως ότι ο υψηλότερος —σε σχέση με το μέσο όρο της ΕΕ— λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων των ελληνικών τραπεζών και η συνεχιζόμενη επέκταση των δραστηριοτήτων των τραπεζών στο εξωτερικό καθιστούν αναγκαία τόσο την αυξημένη επαγρύπνηση από την πλευρά τους κατά τη διαχείριση των τραπεζικών κινδύνων όσο και την

περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου των δανείων.

Η επίδραση που έχει η πρόσφατη αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές στο κόστος άντλησης κεφαλαίων και στη ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών εκτιμάται ότι είναι οριακή. Όπως ήδη αναφέρθηκε, αναμένεται ότι οι επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία θα είναι περιορισμένες. Επίσης, οι ελληνικές τράπεζες δεν έχουν άμεση έκθεση σε προϊόντα που σχετίζονται με την αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής φερεγγυότητας στις ΗΠΑ (από την οποία ξεκίνησε αυτή η παγκόσμια αναταραχή), ενώ και η έμμεση έκθεσή τους είναι περιορισμένη. Βεβαίως, οι συνθήκες που επικρατούν στις διεθνείς αγορές υπαγορεύουν αυξημένη εγρήγορση από την πλευρά των τραπεζών.

* * *

Από την ανάλυση που προηγήθηκε επιβεβαιώνεται ότι για τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών και των αναπτυξιακών προοπτικών της ελληνικής οικονομίας έχουν κρίσιμη σημασία η συνέχιση της δημοσιονομικής εξυγίανσης, η μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος, η διαμόρφωση των μισθολογικών αυξήσεων σε επίπεδα συμβατά με την επιδίωξη διασφάλισης της σταθερότητας των τιμών, καθώς και η συνέχιση της πολιτικής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που αποσκοπούν στην πιο αποτελεσματική λειτουργία των αγορών προϊόντων και εργασίας και στον εκσυγχρονισμό του εκπαιδευτικού συστήματος και της δημόσιας διοίκησης, ώστε να αυξηθούν σημαντικά το ποσοστό απασχόλησης, η παραγωγικότητα και το παραγωγικό δυναμικό. Αυτές

13 Βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2006*, Οκτώβριος 2006, σελ. 166-167.

είναι οι βασικές προϋποθέσεις ώστε, στο περιβάλλον του εντεινόμενου ανταγωνισμού στην παγκόσμια αγορά, να ενισχυθεί η διεθνής αντα-

γωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, να διατηρηθούν υψηλοί ρυθμοί ανόδου του ΑΕΠ και να μειωθεί η ανεργία.

Μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος

11 Ιανουαρίου, 8 Φεβρουαρίου 2007

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, καθώς και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 3,50%, 4,50% και 2,50% αντίστοιχα.

8 Μαρτίου 2007

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 14 Μαρτίου 2006:

1. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 3,75%.
2. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 4,75%.
3. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 2,75%.

12 Απριλίου, 10 Μαΐου 2007

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, καθώς και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 3,75%, 4,75% και 2,75% αντίστοιχα.

6 Ιουνίου 2007

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 13 Ιουνίου 2007:

1. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 4%.

2. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 5%.

3. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα αυξηθεί κατά 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας στο 3%.

5 Ιουλίου, 2 Αυγούστου, 6 Σεπτεμβρίου 2007

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, καθώς

και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 4%, 5% και 3% αντίστοιχα.

9, 10, 13, 14, 20, 22, 27 Αυγούστου, 3 και 6 Σεπτεμβρίου 2007

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να διενεργήσει πρόσθετες πράξεις για την παροχή ρευστότητας, με σκοπό την ομαλοποίηση της λειτουργίας της αγοράς χρήματος σε ευρώ.

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.

ΕONIA (euro overnight index average): δείκτης του επιτοκίου που επικρατεί στη διατραπεζική αγορά της ζώνης του ευρώ για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας, όπως διαμορφώνεται με βάση τις συναλλαγές.

EURIBOR (euro interbank offered rate): το επιτόκιο με το οποίο μια τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας (prime bank) είναι διατεθειμένη να δανείσει κεφάλαια σε ευρώ σε άλλη τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας. Το EURIBOR υπολογίζεται καθημερινά, για τις διατραπεζικές καταθέσεις με διάφορες διάρκειες έως 12 μηνών.

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ): η ΕΚΤ είναι το κέντρο του *Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών* (ΕΣΚΤ) και του *Ευρωσυστήματος* και διαθέτει νομική προσωπικότητα σύμφωνα με το κοινοτικό δίκαιο. Μεριμνά ώστε τα καθήκοντα που ανατίθενται στο Ευρωσύστημα και στο ΕΣΚΤ να εκτελούνται είτε μέσω των δικών της δραστηριοτήτων είτε μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών, σύμφωνα με το Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ. Η ΕΚΤ διοικείται από το *Διοικητικό Συμβούλιο* και την *Εκτελεστική Επιτροπή* και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το Γενικό Συμβούλιο.

Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ): απαρτίζεται από την *Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)* και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των 27 κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δηλ. περιλαμβάνει, εκτός από τα μέλη του *Ευρωσυστήματος*, και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Το ΕΣΚΤ διοικείται από το *Διοικητικό Συμβούλιο* και την *Εκτελεστική Επιτροπή* της ΕΚΤ και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το Γενικό Συμβούλιο.

Ευρωσύστημα: αποτελείται από την *Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)* και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Στο Ευρωσύστημα συμμετέχουν 13 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 13 χώρες: την Αυστρία, το Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ισπανία, την Ιταλία, το Λουξεμβούργο, την Ολλανδία, την Πορτογαλία, τη Σλοβενία και τη Φινλανδία.

Καταθέσεις μίας ημέρας: καταθέσεις που λήγουν την επόμενη εργάσιμη ημέρα. Αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει καταθέσεις πλήρως μεταβιβάσιμες (μέσω επιταγής κ.λπ.). Περιλαμβάνει επίσης μη μεταβιβάσιμες καταθέσεις που είναι μετατρέψιμες σε μετρητά ευθύς ως ζητηθεί ή έως το τέλος της επόμενης εργάσιμης ημέρας. Ειδικότερα στην περίπτωση της Ελλάδος, η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει τις καταθέσεις όψεως, τις καταθέσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς και τις καταθέσεις απλού ταμιευτηρίου.

Καταθέσεις προθεσμίας: καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια, οι οποίες, ανάλογα με την εθνική πρακτική, είτε δεν είναι μετατρέψιμες σε μετρητά πριν από τη λήξη τους είτε μπορούν να μετατραπούν υπό τον όρο καταβολής ποινής. Επίσης περιλαμβάνονται ορισμένα μη διαπραγματεύσιμα μέσα, όπως μη διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (ιδιωτών).

Καταθέσεις υπό προειδοποίηση: η κατηγορία αυτή αποτελείται από καταθέσεις ταμιευτηρίου τις οποίες ο καταθέτης μπορεί να αναλάβει εφόσον ειδοποιήσει πριν από ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα. Σε μερικές περιπτώσεις, υπάρχει δυνατότητα ανάληψης ενός ορισμένου ποσού συγκεκριμένης προθεσμίας ή και νωρίτερα, υπό τον όρο καταβολής ποινής.

Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης (ΚΠΣ): καταρτίζεται από την Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων σε συνεργασία με το κράτος-μέλος και εγκρίνεται από την Επιτροπή. Περιλαμβάνει τη στρατηγική ανάπτυξης της χώρας, τις προτεραιότητες δράσης και τις πηγές χρηματοδότησης (κοινοτική συμμετοχή, εθνική δημόσια δαπάνη, ιδιωτική συμμετοχή).

Νομισματικά μεγέθη: ως νομισματικό μέγεθος ορίζεται το άθροισμα του νομίσματος σε κυκλοφορία συν τα ανεξόφλητα ποσά ορισμένων υποχρεώσεων των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (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	176
2	Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	177-178
3	Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εγχώρια αγορά: γενικός και βασικές κατηγορίες	179
4	Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εξωτερική αγορά και δείκτης τιμών εισαγομένων στη βιομηχανία	180
5	Απασχολούμενοι ηλικίας 15 ετών και άνω, κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας	181
6	Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών	182
7	Νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	183
8	Η ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ	184
9	Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα Λοιπά ΝΧΙ, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	185
10	Επιτόκια της ΕΚΤ και της Τράπεζας της Ελλάδος	186
11	Επιτόκια της αγοράς χρήματος	187
12	Αποδόσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου	188
13	Δάνεια προς τις εγχώριες επιχειρήσεις και νοικοκυριά κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ	189
14	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ κατοίκων της ζώνης του ευρώ	190
15	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	191

Πίνακας 1

Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νωπά σπορο- κηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα	
	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (2005=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους
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
2006	103,2	3,2	103,4	3,4	103,0	3,0	102,7	2,7	102,5	2,5
2006 I	101,7	3,3	101,5	3,3	101,8	3,2	101,1	2,5	100,8	2,3
II	103,6	3,2	104,4	3,6	102,5	2,7	102,8	2,5	102,6	2,3
III	103,0	3,4	102,9	3,9	103,1	2,8	102,4	2,7	102,0	2,4
IV	104,5	2,9	104,6	2,7	104,4	3,1	104,5	3,0	104,4	2,8
2007 I	104,4	2,7	103,7	2,1	105,3	3,4	104,3	3,2	104,1	3,3
II	106,3	2,6	106,4	1,9	106,2	3,6	105,7	2,9	105,7	3,1
2005 Ιαν.	98,5	4,0	98,4	4,3	98,6	3,7	99,1	4,2	99,2	4,5
Φεβρ. ..	97,3	3,1	96,5	2,8	98,5	3,6	97,3	3,0	97,0	3,2
Μάρτ. ..	99,5	2,9	100,0	2,4	98,8	3,6	99,3	2,7	99,4	2,9
Απρ.	100,3	3,4	100,7	3,1	99,6	3,8	100,0	3,0	100,0	3,1
Μάιος ..	100,6	3,2	101,1	2,7	99,9	4,0	100,3	3,2	100,4	3,3
Ιούν.	100,4	3,3	100,7	3,1	99,9	3,7	100,4	3,0	100,5	3,0
Ιούλ.	99,1	3,9	98,5	4,1	100,1	3,7	99,6	3,3	99,5	3,5
Αύγ.	98,7	3,7	97,7	3,8	100,2	3,6	98,7	2,9	98,4	3,0
Σεπτ.	100,9	3,9	101,0	4,2	100,7	3,6	100,9	2,8	100,9	2,9
Οκτ.	101,5	3,8	102,0	3,8	100,9	3,9	101,2	3,0	101,4	3,1
Νοέμ.	101,3	3,5	101,5	3,4	101,0	3,7	101,4	3,0	101,5	3,0
Δεκ.	101,8	3,6	101,9	3,7	101,7	3,5	101,8	2,9	101,9	2,9
2006 Ιαν.	101,7	3,2	101,6	3,3	101,8	3,2	101,3	2,3	101,3	2,0
Φεβρ.	100,5	3,2	99,7	3,3	101,7	3,2	99,7	2,5	99,2	2,3
Μάρτ.	102,8	3,3	103,3	3,3	102,1	3,3	102,2	2,9	102,0	2,6
Απρ.	103,6	3,3	104,3	3,6	102,5	2,9	102,5	2,6	102,3	2,3
Μάιος	103,7	3,1	104,7	3,6	102,4	2,6	102,8	2,4	102,6	2,1
Ιούν.	103,6	3,2	104,3	3,6	102,7	2,7	103,1	2,6	102,8	2,3
Ιούλ.	103,0	3,8	103,1	4,6	102,8	2,7	102,2	2,6	101,8	2,3
Αύγ.	102,2	3,5	101,5	3,9	103,1	2,9	101,4	2,7	100,8	2,4
Σεπτ.	103,8	2,9	104,1	3,0	103,5	2,8	103,6	2,7	103,4	2,5
Οκτ.	104,4	2,8	104,7	2,7	104,0	3,0	104,3	3,0	104,2	2,8
Νοέμ.	104,3	2,9	104,3	2,8	104,2	3,2	104,4	3,0	104,3	2,8
Δεκ.	104,8	2,9	104,7	2,7	104,9	3,2	104,8	3,0	104,8	2,9
2007 Ιαν.	104,5	2,7	103,9	2,3	105,2	3,3	104,5	3,1	104,4	3,1
Φεβρ.	103,2	2,7	101,7	2,0	105,2	3,4	103,1	3,3	102,6	3,5
Μάρτ.	105,5	2,6	105,5	2,1	105,5	3,4	105,3	3,1	105,2	3,2
Απρ.	106,2	2,5	106,2	1,8	106,1	3,5	105,6	3,0	105,6	3,2
Μάιος	106,5	2,6	106,7	1,9	106,1	3,6	105,7	2,9	105,7	3,1
Ιούν.	106,3	2,6	106,3	1,9	106,4	3,6	105,9	2,8	105,9	3,0
Ιούλ.	105,5	2,5	104,8	1,6	106,6	3,7	105,1	2,9	105,0	3,2
Αύγ.	104,8	2,5	103,3	1,7	106,8	3,6	104,3	2,9	103,9	3,1

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
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
2006	103,3	3,3	101,9	1,9	105,2	5,2	101,6	1,6
2006 I	101,5	3,2	103,3	-0,1	102,6	4,5	99,0	0,8
II	103,9	3,4	102,7	0,4	104,5	4,9	103,1	1,9
III	103,0	3,5	98,8	3,9	106,0	5,2	99,8	1,5
IV	104,8	3,2	102,9	3,8	107,8	6,3	104,3	2,0
2007 I	104,5	2,9	104,0	0,7	107,7	5,0	101,9	2,9
II	106,6	2,6	104,2	1,4	108,4	3,7	105,1	2,0
2005 Ιαν.	98,7	4,2	101,6	-3,0	98,1	3,4	100,3	6,9
Φεβρ.	97,0	3,1	104,1	-4,6	98,1	2,5	94,0	3,5
Μάρτ.	99,5	2,8	104,5	-4,4	98,3	1,7	100,4	2,4
Απρ.	100,3	3,3	103,8	-2,6	98,9	2,1	100,8	2,6
Μάιος	100,6	3,2	104,0	-2,5	99,7	2,1	101,4	2,5
Ιούν.	100,4	3,2	99,2	-3,1	100,2	2,5	101,4	2,3
Ιούλ.	99,1	3,9	93,1	-1,2	100,6	2,9	98,2	3,5
Αύγ.	98,6	3,6	95,5	0,2	100,7	2,9	95,1	2,1
Σεπτ.	100,9	3,8	96,6	1,3	101,0	3,2	101,4	2,0
Οκτ.	101,6	3,7	98,7	2,4	101,1	3,2	102,3	2,0
Νοέμ.	101,3	3,4	98,8	2,1	101,4	3,5	102,3	2,1
Δεκ.	101,9	3,5	99,9	-1,5	101,8	3,8	102,4	2,1
2006 Ιαν.	101,7	3,0	101,2	-0,4	102,1	4,1	100,4	0,1
Φεβρ.	100,1	3,1	104,5	0,3	102,4	4,4	94,7	0,7
Μάρτ.	102,8	3,3	104,2	-0,2	103,2	4,9	102,1	1,6
Απρ.	103,8	3,5	105,4	1,5	103,4	4,5	102,6	1,8
Μάιος	104,0	3,3	103,3	-0,7	104,5	4,9	103,3	1,9
Ιούν.	103,9	3,4	99,5	0,3	105,6	5,4	103,4	1,9
Ιούλ.	103,0	3,9	98,0	5,2	105,7	5,0	99,8	1,6
Αύγ.	102,0	3,4	98,4	3,0	105,7	5,0	96,2	1,1
Σεπτ.	104,1	3,1	99,9	3,4	106,6	5,5	103,3	1,9
Οκτ.	104,7	3,1	103,0	4,3	107,9	6,7	104,2	2,0
Νοέμ.	104,6	3,2	102,1	3,3	107,9	6,4	104,3	2,0
Δεκ.	105,2	3,2	103,5	3,6	107,7	5,8	104,4	2,0
2007 Ιαν.	104,8	3,0	104,8	3,5	107,8	5,6	103,0	2,5
Φεβρ.	103,1	3,0	103,2	-1,2	107,5	5,0	98,0	3,5
Μάρτ.	105,7	2,8	104,2	0,0	107,9	4,5	104,8	2,7
Απρ.	106,5	2,6	105,6	0,2	108,3	4,7	104,8	2,1
Μάιος	106,7	2,6	104,9	1,6	108,3	3,6	105,3	1,9
Ιούν.	106,6	2,6	102,0	2,6	108,5	2,8	105,4	1,9
Ιούλ.	105,8	2,7	101,3	3,4	108,4	2,5	102,4	2,6
Αύγ.	104,8	2,7	102,9	4,6	108,5	2,7	98,3	2,2

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

(συνεχίζεται →)

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
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
2006	109,4	9,4	103,1	3,1	102,9	2,9
2006 I	106,0	14,8	101,8	3,2	100,9	2,5
II	112,9	12,9	102,8	3,0	103,2	2,9
III	114,2	10,3	103,2	3,0	102,4	2,8
IV	104,7	0,5	104,6	3,4	105,1	3,4
2007 I	103,4	-2,4	105,6	3,7	104,7	3,7
II	112,3	-0,5	106,7	3,7	106,4	3,1
2005 Ιαν.	88,8	7,9	98,7	3,5	99,2	4,7
Φεβρ. ..	91,8	12,1	98,5	3,6	96,8	3,4
Μάρτ. ..	96,2	13,4	98,8	3,6	99,3	2,8
Απρ.	99,7	14,7	99,8	3,7	100,0	3,0
Μάιος ..	99,2	10,8	100,0	4,1	100,4	3,2
Ιούν.	101,0	14,9	99,9	3,6	100,5	2,9
Ιούλ.	101,7	15,0	100,1	3,6	99,5	3,4
Αύγ.	103,3	15,8	100,2	3,5	98,4	2,9
Σεπτ.	105,7	18,8	100,6	3,4	100,9	2,8
Οκτ.	106,9	13,6	100,8	3,7	101,4	3,0
Νοέμ.	102,5	9,3	100,9	3,7	101,5	3,1
Δεκ.	103,1	16,6	101,8	3,3	102,0	3,0
2006 Ιαν.	105,4	18,6	101,9	3,2	101,4	2,2
Φεβρ.	105,1	14,4	101,5	3,1	99,2	2,5
Μάρτ.	107,5	11,8	102,0	3,3	102,2	3,0
Απρ.	112,0	12,3	103,0	3,3	103,0	3,0
Μάιος	113,4	14,3	102,6	2,6	103,2	2,7
Ιούν.	113,2	12,0	102,9	3,0	103,5	3,0
Ιούλ.	116,7	14,8	103,1	3,0	102,3	2,8
Αύγ.	116,0	12,3	103,2	3,0	101,1	2,7
Σεπτ.	110,0	4,1	103,5	2,9	103,9	3,0
Οκτ.	106,2	-0,6	104,1	3,3	104,8	3,4
Νοέμ.	103,7	1,2	104,3	3,4	104,9	3,4
Δεκ.	104,2	1,1	105,4	3,5	105,4	3,4
2007 Ιαν.	101,4	-3,8	105,7	3,7	105,1	3,6
Φεβρ.	102,6	-2,3	105,4	3,8	103,2	4,0
Μάρτ.	106,2	-1,2	105,8	3,7	105,8	3,5
Απρ.	110,3	-1,5	106,7	3,5	106,3	3,2
Μάιος	113,2	-0,2	106,5	3,8	106,4	3,1
Ιούν.	113,3	0,1	106,8	3,8	106,6	2,9
Ιούλ.	112,9	-3,2	107,2	4,0	105,7	3,3
Αύγ.	111,6	-3,7	107,2	3,9	104,4	3,3

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 3

Δείκτης τιμών παραγωγού (ΔΤΠ) στη βιομηχανία για την εγχώρια αγορά:
γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΠ – εγχώρια αγορά (Γενικός)		Ενέργεια (σύνολο)		Καύσιμα		Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας	
	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2000=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
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
2006	127,1	6,9	128,5	8,1	135,0	12,9	126,5	6,3
2006 I	125,5	9,2	127,0	15,4	133,9	30,0	124,8	6,8
II	127,9	8,6	130,8	12,0	141,1	21,6	126,7	7,2
III	128,7	6,8	131,5	6,1	140,1	8,1	127,5	7,2
IV	126,3	3,0	124,7	0,0	124,7	-3,6	126,9	4,3
2007 I	126,3	0,7	125,2	-1,4	124,7	-6,9	126,8	1,6
II	130,3	1,9	133,9	2,4	139,6	-1,1	128,8	1,6
2005 Ιαν.	113,6	3,9	107,0	7,1	96,9	12,5	116,4	2,7
Φεβρ. ..	114,5	4,6	109,1	10,0	101,2	19,8	116,9	2,5
Μάρτ. ..	116,4	5,3	114,2	12,6	110,9	24,6	117,4	2,5
Απρ.	117,6	5,1	116,6	12,8	115,9	24,9	118,1	2,2
Μάιος ..	117,1	3,7	114,7	7,8	112,0	13,2	118,1	2,1
Ιούν.	118,6	5,7	118,9	14,3	120,3	28,0	118,5	2,4
Ιούλ.	119,2	5,6	120,6	13,9	123,8	26,9	118,5	2,4
Αύγ.	120,2	6,0	123,5	14,9	129,2	28,3	118,8	2,5
Σεπτ.	122,0	7,3	127,9	18,6	136,0	34,0	119,5	2,8
Οκτ.	123,0	7,0	128,0	14,5	136,1	24,3	120,9	4,0
Νοέμ.	122,0	7,0	122,9	13,6	125,7	26,1	121,6	4,3
Δεκ.	122,8	9,1	123,2	17,9	126,3	36,9	122,6	5,7
2006 Ιαν.	124,9	9,9	126,0	17,8	132,0	36,2	124,4	6,9
Φεβρ.	125,4	9,5	126,8	16,2	133,6	32,0	124,9	6,8
Μάρτ.	126,1	8,3	128,2	12,3	136,1	22,7	125,2	6,6
Απρ.	127,8	8,6	131,1	12,4	142,0	22,5	126,3	7,0
Μάιος ..	128,0	9,3	130,8	14,0	141,0	25,9	126,8	7,3
Ιούν.	128,0	8,0	130,5	9,7	140,4	16,7	127,0	7,2
Ιούλ.	129,1	8,3	133,4	10,6	146,3	18,2	127,2	7,3
Αύγ.	129,5	7,7	133,6	8,2	143,2	10,9	127,7	7,4
Σεπτ.	127,6	4,5	127,6	-0,3	130,8	-3,8	127,6	6,8
Οκτ.	126,7	3,0	125,2	-2,1	126,0	-7,4	127,3	5,3
Νοέμ.	126,1	3,4	124,5	1,3	124,2	-1,2	126,7	4,3
Δεκ.	126,1	2,7	124,4	1,0	123,9	-1,9	126,8	3,4
2007 Ιαν.	125,4	0,4	122,6	-2,7	119,6	-9,4	126,6	1,8
Φεβρ.	126,1	0,6	125,0	-1,4	124,5	-6,8	126,6	1,4
Μάρτ.	127,5	1,1	128,0	-0,2	129,9	-4,6	127,3	1,7
Απρ.	129,9	1,7	132,6	1,1	136,8	-3,6	128,7	1,9
Μάιος ..	130,4	1,9	134,2	2,6	140,1	-0,7	128,8	1,6
Ιούν.	130,6	2,0	135,0	3,4	141,9	1,1	128,7	1,4
Ιούλ.	131,3	1,7	136,3	2,2	144,7	-1,1	129,2	1,5
Αύγ.	131,7	1,7	136,1	1,8	142,5	-0,5	129,8	1,7

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
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
2006	115,2	4,2	109,5	2,7	122,0	4,4	109,5	2,8
2006 I	114,7	7,0	108,7	2,7	121,4	7,7	107,9	1,8
II	115,9	5,9	109,3	2,9	123,1	6,8	109,2	2,7
III	116,2	3,2	109,9	2,7	122,5	2,7	110,0	3,1
IV	113,9	0,8	109,9	2,3	120,9	0,7	110,8	3,4
2007 I	113,8	−0,8	110,5	1,6	121,0	−0,4	111,7	3,5
II	116,9	0,9	111,5	2,0	124,6	1,2	112,9	3,3
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
Ιουλ.	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
Ιουλ.	116,3	4,3	109,3	2,4	123,3	3,8	109,8	3,0
Αύγ.	117,3	4,2	110,1	3,0	122,8	2,3	110,0	3,3
Σεπτ. ...	115,0	1,0	110,2	2,9	121,5	2,1	110,2	3,1
Οκτ.	114,3	0,6	110,1	2,8	121,3	1,2	110,6	3,3
Νοέμ. ...	114,0	0,8	110,1	2,5	121,0	0,6	110,9	3,4
Δεκ.	113,5	0,9	109,6	1,7	120,4	0,2	110,9	3,4
2007 Ιαν.	112,7	−1,3	110,1	1,7	119,6	−1,0	111,4	3,6
Φεβρ. ...	113,9	−0,6	110,4	1,5	120,9	−0,4	111,7	3,4
Μάρτ. ...	114,9	−0,5	110,9	1,7	122,4	0,3	112,1	3,6
Απρ.	116,8	0,7	111,6	2,1	123,9	0,8	112,5	3,4
Μάιος ...	116,7	0,8	111,3	1,8	124,6	1,3	112,9	3,4
Ιούν.	117,1	1,1	111,5	2,0	125,2	1,5	113,3	3,3
Ιουλ.	117,7	1,2	111,6	2,1	126,6	2,6	113,4	3,3
Αύγ.	117,1	−0,2	111,6	1,4	...	...	...	...

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 5

Απασχολούμενοι ηλικίας 15 ετών και άνω, κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας

(Χιλιάδες άτομα)

	β' τρίμηνο 2007	
	Σύνολο απασχολούμενων	Μισθωτοί με μισθό ή ημερομίσθιο
Σύνολο	4.519,9	2.896,4
Γεωργία, κτηνοτροφία, θήρα και δασοκομία	507,3	29,4
Αλιεία	15,1	5,0
Ορυχεία και λατομεία	18,1	16,5
Μεταποίηση	558,9	408,1
Παροχή ηλεκτρικού ρεύματος, φυσικού αερίου και νερού	40,0	40,0
Κατασκευές	394,4	263,6
Χονδρικό και λιανικό εμπόριο, επισκευή αυτοκινήτων, οχημάτων, μοτοσυκλετών και ειδών προσωπικής και οικιακής χρήσης	800,6	419,6
Ξενοδοχεία και εστιατόρια	317,9	184,3
Μεταφορές, αποθήκευση και επικοινωνίες	267,6	193,1
Ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί	112,7	100,3
Διαχείριση ακίνητης περιουσίας, εκμισθώσεις και επιχειρησιακές δραστηριότητες	294,8	165,8
Δημόσια διοίκηση και άμυνα, υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση	390,9	390,9
Εκπαίδευση	328,4	302,0
Υγεία και κοινωνική μέριμνα	240,9	198,7
Άλλες δραστηριότητες παροχής υπηρεσιών υπέρ του κοινωνικού συνόλου και άλλων υπηρεσιών κοινωνικού ή ατομικού χαρακτήρα	162,4	114,1
Ιδιωτικά νοικοκυριά που απασχολούν οικιακό προσωπικό	68,5	63,6
Ετερόδοκοι οργανισμοί και όργανα	1,4	1,4

Πηγή: ΕΣΥΕ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

Πίνακας 6

Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών

(Εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος – Ιούλιος			Ιούλιος		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΤΩΝ (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)	-8.380,5	-14.824,5	-19.020,9	-435,9	-481,3	-2.349,0
I.A ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ (I.A.1-I.A.2)	-15.446,7	-20.210,6	-23.279,3	-2.330,1	-2.482,8	-4.247,9
Ισοζύγιο καυσίμων	-3.250,6	-4.882,8	-4.971,2	-529,7	-547,5	-959,2
Εμπορικό ισοζύγιο χωρίς καύσιμα	-12.196,1	-15.327,8	-18.308,1	-1.800,4	-1.935,3	-3.288,7
Ισοζύγιο πλοίων	-247,9	-1.838,1	-2.900,3	14,2	-114,7	-636,5
Εμπορικό ισοζύγιο χωρίς καύσιμα και πλοία	-11.948,2	-13.489,7	-15.407,8	-1.814,6	-1.820,6	-2.652,2
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	7.832,2	9.434,6	9.766,9	1.252,4	1.398,6	1.527,2
Καύσιμα	1.078,1	1.880,0	1.604,9	248,4	276,9	282,9
Πλοία (εισπράξεις)	1.193,5	987,0	1.206,4	138,2	144,1	225,8
Λοιπά αγαθά	5.560,6	6.567,6	6.955,6	865,8	977,6	1.018,5
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	23.278,9	29.645,2	33.046,2	3.582,5	3.881,4	5.775,2
Καύσιμα	4.328,7	6.762,8	6.576,1	778,1	824,4	1.242,1
Πλοία (πληρωμές)	1.441,4	2.825,1	4.106,7	124,0	258,8	862,3
Λοιπά αγαθά	17.508,8	20.057,3	22.363,4	2.680,4	2.798,2	3.670,8
I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1-I.B.2)	8.354,6	7.851,8	8.442,1	2.366,0	2.612,8	2.648,9
I.B.1 Εισπράξεις	15.063,1	15.249,4	16.614,9	3.425,4	3.698,8	4.067,9
Ταξιδιωτικό	5.290,5	5.566,4	5.705,9	1.997,0	2.241,4	2.275,3
Μεταφορές	8.247,9	8.193,2	9.199,8	1.173,0	1.200,1	1.508,8
Λοιπές υπηρεσίες	1.524,6	1.489,8	1.709,2	255,4	257,2	283,7
I.B.2 Πληρωμές	6.708,5	7.397,6	8.172,8	1.059,3	1.086,0	1.419,0
Ταξιδιωτικό	1.407,7	1.335,1	1.402,1	250,0	215,9	222,0
Μεταφορές	3.485,4	3.987,9	4.303,7	510,8	549,1	727,9
Λοιπές υπηρεσίες	1.815,4	2.074,5	2.467,0	298,5	321,0	469,2
I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1-I.Γ.2)	-3.327,4	-4.294,2	-5.584,2	-793,4	-756,7	-1.140,5
I.Γ.1 Εισπράξεις	1.854,6	1.942,4	2.663,9	255,7	335,0	363,8
Αμοιβές, μισθοί	160,6	181,3	210,5	25,2	35,9	35,9
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	1.694,0	1.761,1	2.453,5	230,5	309,3	327,9
I.Γ.2 Πληρωμές	5.182,0	6.236,7	8.248,1	1.049,1	1.091,7	1.504,4
Αμοιβές, μισθοί	121,3	160,6	186,4	20,9	21,5	26,4
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	5.060,7	6.076,0	8.061,7	1.028,2	1.070,2	1.477,9
I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I.Δ.1-I.Δ.2)	2.039,1	1.828,4	1.400,5	321,5	145,3	390,7
I.Δ.1 Εισπράξεις	4.422,5	3.868,8	3.775,8	546,7	388,8	676,7
Γενική κυβέρνηση (κυρίως εισπράξεις από ΕΕ)	3.174,4	2.482,0	2.533,7	311,3	171,1	490,2
Λοιποί τομείς (μεταναστευτικά εμβάσματα κ.λπ.)	1.248,2	1.386,8	1.242,1	235,5	217,7	186,5
I.Δ.2 Πληρωμές	2.383,4	2.040,4	2.375,3	225,2	243,5	286,0
Γενική κυβέρνηση (κυρίως πληρωμές προς ΕΕ)	1.920,4	1.569,9	1.792,0	145,4	171,2	185,1
Λοιποί τομείς	463,0	470,5	583,3	79,8	72,3	100,9
II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (II.1-II.2)	1.025,4	2.002,9	2.490,4	-21,9	494,6	153,1
II.1 Εισπράξεις	1.190,2	2.159,3	2.679,0	38,1	520,2	192,6
Γενική κυβέρνηση (κυρίως εισπράξεις από ΕΕ)	1.084,7	2.050,2	2.540,3	21,6	503,1	167,3
Λοιποί τομείς	105,5	109,1	138,8	16,5	17,1	25,3
II.2 Πληρωμές	164,7	156,4	188,7	60,0	25,7	39,4
Γενική κυβέρνηση (κυρίως πληρωμές προς ΕΕ)	11,6	18,2	16,8	1,8	6,4	2,3
Λοιποί τομείς	153,2	138,2	171,9	58,2	19,3	37,1
III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΤΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΩΝ (I+II)	-7.355,0	-12.821,6	-16.530,6	-457,8	13,2	-2.195,8
IV ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΤΩΝ (IV.A+IV.B+IV.Γ+IV.Δ)	7.371,4	12.747,9	16.453,3	265,3	-499,0	1.842,0
IV.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	15,0	969,5	-2.002,5	-129,7	-40,4	189,5
Κατοίκων στο εξωτερικό	-791,3	-494,5	-2.894,9	-228,9	-152,9	-155,2
Μη κατοίκων στην Ελλάδα	806,3	1.463,9	892,4	99,2	112,6	344,7
IV.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ²	8.149,4	2.541,7	15.432,9	3.210,4	427,8	2.222,1
Απαιτήσεις	-10.854,1	-6.197,2	-9.567,8	176,6	-1.024,6	-1.188,6
Υποχρεώσεις	19.003,5	8.738,9	25.000,7	3.033,8	1.452,4	3.410,7
IV.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ³	-891,0	9.475,7	3.072,9	-2.735,4	-910,4	-446,6
Απαιτήσεις	-13.583,5	-4.070,8	-9.917,9	-2.515,4	-4.370,0	-1.148,2
Υποχρεώσεις	12.692,6	13.546,5	12.990,8	-220,0	3.459,6	701,6
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	688,3	-148,2	-1884,4	306,7	218,4	-117,1
IV.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ²	98,0	-239,0	-50,0	-80,0	24,0	-123,0
V ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	-16,4	73,8	77,3	192,5	485,7	353,9
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ³				1.896,0	2.184,0	2.219,0

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 Ελλάδας 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 Ελλάδας στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 7

Νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ¹

(Υπόλοιπα σε δισεκ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Νόμισμα σε κυκλοφορία	Καταθέσεις μίας ημέρας	M1	Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών	M2	Συμφωνίες επαναγοράς (repos)	Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος	Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών	M3 ²
	(1)	(2)	(3)=(1)+(2)	(4)	(5)	(6)=(3)+(4)+ +(5)	(7)	(8)	(9)	(10)=(6)+(7)+ +(8)+(9)
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	5.632,2	229,7	604,9	102,3	6.568,2
2005	532,8	2.946,8	3.479,6	1.123,7	1.549,6	6.152,9	221,9	615,8	126,2	7.116,8
2006	592,2	3.164,3	3.756,5	1.414,8	1.557,1	6.728,4	248,0	614,1	198,7	7.789,3
2005 Ιαν.	459,9	2.506,1	2.966,0	1.015,4	1.655,9	5.637,3	228,7	616,4	99,2	6.581,6
Φεβρ.	463,6	2.506,6	2.970,7	1.013,0	1.660,3	5.643,4	227,0	615,4	114,1	6.599,9
Μάρτ.	471,8	2.525,8	2.997,6	1.017,7	1.665,2	5.680,4	227,0	614,5	106,0	6.627,8
Απρ.	481,1	2.550,0	3.031,1	1.034,8	1.672,5	5.738,4	226,3	627,8	121,0	6.713,4
Μάιος	485,8	2.578,3	3.064,1	1.035,7	1.678,7	5.778,4	239,2	634,8	113,5	6.766,0
Ιούν.	496,6	2.807,8	3.304,4	1.027,4	1.520,2	5.851,9	238,8	621,1	118,8	6.830,7
Ιουλ.	506,4	2.815,3	3.321,8	1.042,5	1.525,7	5.890,0	238,6	635,1	119,2	6.882,9
Αύγ.	500,9	2.767,7	3.268,6	1.054,3	1.530,0	5.852,9	249,2	639,7	121,0	6.862,8
Σεπτ.	507,1	2.815,4	3.322,5	1.078,4	1.532,0	5.933,0	234,4	631,5	119,9	6.918,7
Οκτ.	510,5	2.838,8	3.349,3	1.088,7	1.532,2	5.970,3	241,4	629,0	121,4	6.962,0
Νοέμ.	514,5	2.864,0	3.378,5	1.085,9	1.531,3	5.995,7	239,3	629,6	130,0	6.994,7
Δεκ.	532,8	2.946,8	3.479,6	1.123,6	1.549,6	6.152,9	221,9	615,8	126,2	7.116,8
2006 Ιαν.	520,8	2.922,2	3.443,1	1.113,7	1.565,7	6.122,5	237,0	608,4	143,4	7.111,3
Φεβρ.	524,8	2.917,2	3.442,0	1.134,8	1.569,2	6.146,1	235,0	610,2	152,7	7.143,9
Μάρτ.	532,3	2.936,0	3.468,2	1.162,0	1.570,9	6.201,2	235,9	603,1	163,1	7.203,3
Απρ.	540,3	2.992,0	3.532,3	1.201,5	1.569,3	6.303,1	249,7	613,1	163,9	7.329,7
Μάιος	543,6	3.006,5	3.550,1	1.189,1	1.568,5	6.307,7	258,2	621,6	173,7	7.361,2
Ιούν.	553,7	3.044,4	3.598,1	1.208,7	1.565,7	6.372,5	245,1	616,5	161,8	7.395,9
Ιουλ.	562,7	3.009,8	3.572,5	1.232,9	1.562,6	6.368,0	250,5	627,4	160,3	7.406,2
Αύγ.	559,0	2.956,9	3.515,9	1.267,8	1.562,6	6.346,3	264,9	639,7	179,1	7.430,0
Σεπτ.	563,2	3.018,2	3.581,4	1.304,8	1.558,9	6.445,1	263,8	645,6	178,7	7.533,2
Οκτ.	567,1	2.996,5	3.563,5	1.341,7	1.551,8	6.457,1	261,2	644,7	194,3	7.557,3
Νοέμ.	571,5	3.038,2	3.609,7	1.367,3	1.543,5	6.520,5	260,8	636,9	199,4	7.617,6
Δεκ.	592,2	3.164,3	3.756,5	1.414,8	1.557,1	6.728,4	248,0	614,1	198,7	7.789,3
2007 Ιαν.	575,6	3.106,1	3.681,8	1.446,4	1.558,4	6.686,5	262,3	641,5	220,8	7.811,1
Φεβρ.	578,7	3.095,3	3.674,0	1.469,6	1.547,0	6.690,6	268,8	652,5	231,9	7.843,7
Μάρτ.	588,3	3.146,9	3.735,3	1.534,1	1.544,8	6.814,2	282,0	666,3	240,1	8.002,5
Απρ.	594,7	3.157,9	3.752,7	1.572,7	1.537,2	6.862,5	281,8	682,3	242,4	8.069,0
Μάιος	597,6	3.178,7	3.776,3	1.599,7	1.533,4	6.909,4	285,2	702,5	255,0	8.152,1
Ιούν.	604,9	3.239,2	3.844,1	1.634,1	1.526,6	7.004,8	282,1	699,6	241,8	8.228,3
Ιουλ.	612,9	3.213,5	3.826,3	1.694,8	1.516,4	7.037,5	287,7	712,6	240,0	8.277,9
Αύγ.*	610,5	3.141,9	3.752,5	1.764,3	1.508,8	7.025,6	298,1	706,1	260,3	8.290,1

1 Τα νομισματικά μεγέθη αποτελούνται από τις νομισματικές υποχρεώσεις των ΝΧΙ και της κεντρικής κυβέρνησης (Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, Υπουργείο Οικονομικών) έναντι κατοίκων της ζώνης του ευρώ που δεν είναι ΝΧΙ εκτός της κεντρικής κυβέρνησης.

2 Στο Μ3 και τις συνιστώσες του δεν περιλαμβάνονται τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και τα χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών που κατέχουν μη κάτοικοι της ζώνης του ευρώ.

* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: ΕΚΤ.

Πίνακας 8

Η ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ

(Υπόλοιπα σε δισεκ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Καταθέσεις μίας ημέρας			Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	Καταθέσεις υπό προει- δοποίηση έως 3 μηνών ¹	Συμφωνίες επαναγο- ράς (repos)	Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών ²	Σύνολο ³ (M3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλο- φορία) (7)=(1)+(2)+ +(3)+(4)+ +(5)+(6)
	(1)	Όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί (1.1)	Απλού ταμειυτη- ρίου (1.2)						
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
2006	100,1	26,0	74,1	69,3	2,9	1,6	5,8	0,5	180,2
2005 Ιαν.	90,4	19,8	70,6	37,8	2,0	5,6	14,9	0,5	151,2
Φεβρ.	91,9	20,8	71,1	39,4	2,0	4,4	14,6	0,5	152,8
Μάρτ. ...	90,9	20,4	70,6	41,0	2,0	4,2	14,2	0,4	152,6
Απρ.	91,1	20,2	70,9	42,3	2,6	3,8	13,0	0,5	153,4
Μάιος ..	91,5	20,2	71,2	42,6	2,8	4,1	12,5	0,5	153,9
Ιούν.	96,8	23,9	72,9	42,2	3,1	3,7	10,9	0,4	157,2
Ιούλ.	93,8	21,8	72,0	44,4	3,3	3,3	10,7	0,4	155,9
Αύγ.	93,5	21,2	72,3	45,6	3,6	3,3	10,1	0,3	156,4
Σεπτ.	94,8	22,5	72,3	46,2	3,9	3,3	7,3	0,4	155,9
Οκτ.	95,5	23,2	72,3	49,2	4,1	2,6	6,2	0,4	158,0
Νοέμ. ...	94,9	23,1	71,8	50,6	4,5	2,7	5,5	0,4	158,6
Δεκ.	99,2	24,8	74,4	51,8	4,4	2,7	4,9	0,4	163,4
2006 Ιαν.	95,8	22,7	73,1	53,8	4,4	2,6	4,7	0,4	161,7
Φεβρ.	95,3	22,6	72,7	55,1	4,5	2,5	4,7	0,4	162,5
Μάρτ. ...	95,3	22,7	72,6	56,8	4,1	2,5	4,6	0,5	163,9
Απρ.	95,6	22,3	73,3	57,9	4,0	2,4	4,6	0,6	165,1
Μάιος ..	95,8	22,6	73,2	59,0	3,7	2,4	4,9	0,6	166,5
Ιούν.	99,2	25,1	74,0	60,4	3,6	2,5	5,2	0,6	171,5
Ιούλ.	98,0	24,2	73,8	61,7	3,5	2,1	5,3	0,6	171,1
Αύγ.	97,0	23,4	73,6	63,3	3,4	2,0	5,4	0,6	171,7
Σεπτ.	96,8	23,4	73,3	63,7	3,3	2,1	5,5	0,5	171,9
Οκτ.	95,3	23,1	72,3	65,4	3,2	1,9	5,6	0,5	171,9
Νοέμ. ...	95,3	23,4	71,9	66,8	3,0	1,6	5,7	0,5	173,0
Δεκ.	100,1	26,0	74,1	69,3	2,9	1,6	5,8	0,5	180,2
2007 Ιαν.	95,5	23,9	71,7	72,9	2,9	1,5	5,9	0,4	179,1
Φεβρ.	95,0	24,0	71,0	73,7	2,8	1,4	6,2	0,3	179,5
Μάρτ. ...	96,7	25,3	71,4	76,0	2,7	1,2	6,5	0,3	183,4
Απρ.	96,2	24,4	71,8	77,3	2,7	1,1	6,7	0,2	184,2
Μάιος ..	94,3	24,4	69,8	79,4	2,7	1,3	7,0	-0,5	184,2
Ιούν.	99,8	27,6	72,2	80,8	2,7	1,4	7,5	-1,1	191,0
Ιούλ.	96,7	25,3	71,4	87,8	2,6	1,0	7,6	-1,8	194,0
Αύγ.	96,5	25,4	71,1	88,4	2,6	0,9	7,8	-1,9	194,3

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

2 Το μέγεθος αυτό υπολογίζεται σε ενοποιημένη βάση με τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Επομένως, από τα χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών που εκδίδονται από τα NXI της ζώνης του ευρώ.

3 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 9

Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα Λοιπά ΝΧΙ,¹ κατά νόμισμα και κατά κατηγορία

(Υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία		
		Καταθέσεις σε ευρώ	Καταθέσεις σε λοιπά νομίσματα	Όψεως	Ταμιευτηρίου	Προθεσμίας ²
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
2006	173.370,4	151.321,5	22.048,9	23.525,0	77.858,2	71.987,2
2005 Ιαν.	131.749,7	114.232,0	17.517,7	17.586,6	73.515,5	40.647,6
Φεβρ.	134.088,9	116.771,1	17.317,8	17.866,2	74.096,0	42.126,7
Μάρτ.	134.801,8	116.303,2	18.498,7	17.521,9	73.527,1	43.752,9
Απρ.	136.854,8	118.087,9	18.766,9	17.333,7	74.453,1	45.068,0
Μάιος	137.472,3	118.223,8	19.248,5	17.189,9	75.046,6	45.235,8
Ιούν.	142.951,8	123.548,2	19.403,6	20.868,4	77.036,6	45.046,9
Ιούλ.	142.705,3	122.700,2	20.005,1	19.144,9	76.318,4	47.241,9
Αύγ.	143.733,0	123.239,3	20.493,7	18.436,6	76.764,9	48.531,5
Σεπτ.	146.180,7	125.211,8	20.968,9	19.789,0	77.143,1	49.248,6
Οκτ.	150.136,2	129.055,6	21.080,6	20.542,2	77.351,8	52.242,2
Νοέμ.	151.140,9	129.736,1	21.404,8	20.228,8	77.297,6	53.614,4
Δεκ.	156.857,7	135.797,3	21.060,4	22.180,2	79.800,8	54.876,7
2006 Ιαν.	155.334,6	134.509,7	20.824,9	20.097,8	78.361,8	56.875,1
Φεβρ.	156.125,0	134.733,6	21.391,4	19.797,5	78.114,4	58.213,2
Μάρτ.	157.740,9	136.352,9	21.388,0	20.229,3	77.611,2	59.900,5
Απρ.	158.730,2	137.689,9	21.040,3	19.707,4	78.160,7	60.862,1
Μάιος	159.942,6	138.812,0	21.130,6	20.063,9	77.829,2	62.049,5
Ιούν.	164.328,2	143.200,2	21.128,0	22.398,2	78.543,2	63.386,8
Ιούλ.	164.473,3	143.231,3	21.242,0	21.667,6	78.137,8	64.667,9
Αύγ.	164.706,1	143.088,1	21.618,0	20.710,5	77.844,8	66.150,8
Σεπτ.	164.750,2	143.309,9	21.440,3	20.693,0	77.479,1	66.578,1
Οκτ.	164.848,2	143.096,0	21.752,2	20.410,6	76.266,5	68.171,1
Νοέμ.	166.195,3	144.335,6	21.859,7	21.116,2	75.520,4	69.558,6
Δεκ.	173.370,4	151.321,5	22.048,9	23.525,0	77.858,2	71.987,2
2007 Ιαν.	171.937,9	149.321,7	22.616,2	20.943,4	75.322,8	75.671,7
Φεβρ.	172.166,2	150.424,2	21.742,0	21.109,9	74.619,3	76.437,1
Μάρτ.	176.068,3	154.217,8	21.850,5	22.393,5	74.931,5	78.743,4
Απρ.	177.261,9	155.599,4	21.662,5	21.878,6	75.236,8	80.146,5
Μάιος	177.486,2	154.859,0	22.627,2	21.160,9	73.954,4	82.370,9
Ιούν.	184.148,2	161.027,9	23.120,2	24.695,0	75.647,6	83.805,6
Ιούλ.	188.181,4	164.079,4	24.102,0	22.986,3	74.519,2	90.675,9
Αύγ.	188.054,4	163.993,2	24.061,2	22.398,6	74.358,8	91.297,0

¹ Τα Λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (Λοιπά ΝΧΙ) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων.

² Περιλαμβάνονται και οι δεσμευμένες καταθέσεις.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 10

Επιτόκια της ΕΚΤ και της Τράπεζας της Ελλάδος

(Ποσοστά % ετησίως)

1. Επιτόκια της ΕΚΤ				2. Επιτόκια της Τράπεζας της Ελλάδος					
Από: ¹	Αποδοχή 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					
	13 Δεκ.	2,50	3,50	4,50					
2007	14 Μαρτ.	2,75	3,75	4,75					
	13 Ιουν.	3,00	4,00	5,00					

1 Από την 1η Ιανουαρίου 1999 μέχρι την 9η Μαρτίου 2004, η ημερομηνία αφορά τις διευκολύνσεις αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης. Για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, οι μεταβολές των επιτοκίων ισχύουν από την πρώτη πράξη μετά την αναφερόμενη ημερομηνία. Η μεταβολή της 18ης Σεπτεμβρίου 2001 τέθηκε σε ισχύ αυθημερόν. Από τις 10 Μαρτίου 2004 και εξής, η ημερομηνία αφορά τις διευκολύνσεις αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης και τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (μεταβολές που θα τίθενται σε ισχύ από την πράξη κύριας αναχρηματοδότησης που ακολουθεί τη σχετική απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου), εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά.

2 Στις 22 Δεκεμβρίου 1998 η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι στο διάστημα 4-21 Ιανουαρίου 1999 θα εφαρμόζεται κατ' εξαίρεση μικρό εύρος διακύμανσης (50 μονάδες βάσης) μεταξύ των επιτοκίων της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, έτσι ώστε οι συμμετέχοντες στην αγορά να προσαρμοστούν ευκολότερα στο νέο νομισματικό καθεστώς.

3 Στις 8 Ιουνίου 2000 η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι, αρχής γενομένης από την πράξη που θα διακανονιστεί στις 28 Ιουνίου 2000, οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα διεξάγονται μέσω δημοπρασίας ανταγωνιστικού επιτοκίου. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς είναι το ελάχιστο επιτόκιο με το οποίο οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να υποβάλλουν τις προσφορές τους.

4 Στις 29 Ιουνίου 2000 καταργήθηκε το δεύτερο κλιμάκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και το επιτόκιο αφορά πλέον τον ενιαίο λογαριασμό αποδοχής καταθέσεων.

Πηγές: ΕΚΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 11

Επιτόκια της αγοράς χρήματος

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	Καταθέσεις μίας ημέρας ¹	Καταθέσεις ενός μηνός ²	Καταθέσεις 3 μηνών ²	Καταθέσεις 6 μηνών ²	Καταθέσεις 9 μηνών ²	Καταθέσεις 12 μηνών ²
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
2006	2,84	2,94	3,08	3,23	3,35	3,44
2005 Ιαν.	2,08	2,11	2,15	2,19	2,25	2,31
Φεβρ.	2,06	2,10	2,14	2,18	2,24	2,31
Μάρτ.	2,06	2,10	2,14	2,19	2,25	2,33
Απρ.	2,08	2,10	2,14	2,17	2,21	2,27
Μάιος	2,07	2,10	2,13	2,14	2,16	2,19
Ιούν.	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	2,10
Ιούλ.	2,07	2,11	2,12	2,13	2,15	2,17
Αύγ.	2,06	2,11	2,13	2,16	2,19	2,22
Σεπτ.	2,09	2,12	2,14	2,17	2,19	2,22
Οκτ.	2,07	2,12	2,20	2,27	2,34	2,41
Νοέμ.	2,09	2,22	2,36	2,50	2,60	2,68
Δεκ.	2,28	2,41	2,47	2,60	2,70	2,78
2006 Ιαν.	2,33	2,39	2,51	2,65	2,75	2,83
Φεβρ.	2,35	2,46	2,60	2,72	2,83	2,91
Μάρτ.	2,52	2,63	2,72	2,87	3,00	3,11
Απρ.	2,63	2,65	2,79	2,96	3,11	3,22
Μάιος	2,58	2,69	2,89	3,06	3,20	3,31
Ιούν.	2,70	2,87	2,99	3,16	3,29	3,40
Ιούλ.	2,81	2,94	3,10	3,29	3,43	3,54
Αύγ.	2,97	3,09	3,23	3,41	3,53	3,62
Σεπτ.	3,04	3,16	3,34	3,53	3,64	3,72
Οκτ.	3,28	3,35	3,50	3,64	3,74	3,80
Νοέμ.	3,33	3,42	3,60	3,73	3,81	3,86
Δεκ.	3,50	3,64	3,68	3,79	3,87	3,92
2007 Ιαν.	3,56	3,62	3,75	3,89	3,99	4,06
Φεβρ.	3,57	3,65	3,82	3,94	4,03	4,09
Μάρτ.	3,69	3,84	3,89	4,00	4,06	4,11
Απρ.	3,82	3,86	3,98	4,10	4,19	4,25
Μάιος	3,79	3,92	4,07	4,20	4,30	4,37
Ιούν.	3,96	4,10	4,15	4,28	4,40	4,51
Ιούλ.	4,06	4,11	4,22	4,36	4,47	4,56
Αύγ.	4,05	4,30	4,54	4,59	4,63	4,67
Σεπτ.	4,03	4,43	4,74	4,75	4,73	4,72

1 Μέσος όρος του δείκτη επιτοκίων μίας ημέρας στη ζώνη του ευρώ (EONIA).

2 Διατραπεζικά επιτόκια προσφοράς στη ζώνη του ευρώ (EURIBOR).

Πηγή: Bloomberg.

Πίνακας 12

Αποδόσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	Απόδοση ετήσιων έντοκων γραμματίων	Απόδοση ομολόγων						
		3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	32 ετών
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
2006	3,44	3,58	3,72	3,87	4,07	4,16	4,23	4,42
2005 Ιαν.	2,31	2,72	2,96	3,29	3,69	3,99	4,12	...
Φεβρ.	2,31	2,80	2,97	3,34	3,69	3,94	4,04	...
Μάρτ.	2,34	2,88	3,06	3,56	3,92	4,12	4,24	4,49
Απρ.	2,27	2,70	3,06	3,37	3,76	3,98	4,11	4,38
Μάιος	2,19	2,55	2,89	3,21	3,60	3,82	3,95	4,21
Ιούν.	2,10	2,35	2,70	3,02	3,44	3,66	3,79	4,05
Ιούλ.	2,17	2,42	2,75	3,06	3,46	3,71	3,84	4,10
Αύγ.	2,22	2,49	2,79	3,07	3,47	3,69	3,82	4,08
Σεπτ.	2,22	2,42	2,66	2,92	3,30	3,52	3,64	3,91
Οκτ.	2,41	2,66	2,88	3,11	3,45	3,64	3,75	4,00
Νοέμ.	2,69	2,91	3,15	3,36	3,67	3,84	3,94	4,14
Δεκ.	2,78	2,95	3,14	3,31	3,57	3,73	3,82	4,02
2006 Ιαν.	2,84	2,99	3,17	3,32	3,60	3,71	3,79	3,98
Φεβρ.	2,91	3,09	3,30	3,50	3,77	3,86	3,94	4,14
Μάρτ.	3,11	3,38	3,50	3,74	3,95	4,02	4,11	4,29
Απρ.	3,22	3,61	3,72	4,01	4,23	4,32	4,41	4,60
Μάιος	3,31	3,63	3,80	4,05	4,30	4,38	4,48	4,69
Ιούν.	3,41	3,70	3,93	4,07	4,31	4,41	4,50	4,72
Ιούλ.	3,54	3,78	3,98	4,10	4,33	4,42	4,50	4,72
Αύγ.	3,61	3,72	3,88	3,98	4,19	4,29	4,37	4,58
Σεπτ.	3,72	3,71	3,81	3,89	4,06	4,15	4,21	4,39
Οκτ.	3,80	3,77	3,87	3,93	4,08	4,15	4,21	4,35
Νοέμ.	3,87	3,77	3,82	3,86	3,98	4,05	4,09	4,23
Δεκ.	3,92	3,84	3,89	3,93	4,04	4,12	4,17	4,30
2007 Ιαν.	4,06	4,01	4,08	4,13	4,28	4,33	4,38	4,51
Φεβρ.	4,09	4,03	4,09	4,14	4,30	4,35	4,40	4,54
Μάρτ.	4,11	4,00	4,04	4,08	4,20	4,27	4,33	4,49
Απρ.	4,25	4,17	4,24	4,28	4,40	4,46	4,52	4,70
Μάιος ¹	4,37	4,31	4,37	4,40	4,51	4,59	–	4,77
Ιούν. ¹	4,51	4,52	4,65	4,68	4,80	4,97	–	5,05
Ιούλ. ¹	4,56	4,54	4,64	4,67	4,79	4,96	–	5,02
Αύγ. ¹	4,72	4,20	4,34	4,39	4,56	4,82	–	4,92

¹ Δεν υπάρχει στην αγορά ομόλογο με εναπομένονσα διάρκεια κοντά στα 20 έτη.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 13

Δάνεια προς τις εγχώριες επιχειρήσεις και νοικοκυριά κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI

(Υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ)

Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις						Νοικοκυριά			
		Σύνολο	Γεωργία	Βιομηχανία ¹	Εμπόριο	Τουρισμός	Λοιποί κλάδοι	Σύνολο	Στεγαστικά	Καταναλωτικά	Λοιπά
2000	59.330,0	42.360,3	3.884,9	11.823,7	12.374,2	1.814,3	12.463,2	16.969,7	11.271,9	5.511,3	186,5
2001	74.027,4	50.198,7	3.724,2	12.614,9	15.524,3	2.171,3	16.164,0	23.828,7	15.652,2	7.852,0	324,5
2002	86.510,5	55.012,2	3.224,7	14.364,0	15.670,8	2.903,2	18.849,5	31.498,3	21.224,7	9.755,4	518,2
2003	101.178,1	60.979,3	3.082,7	15.865,1	16.514,4	3.488,2	22.028,9	40.198,8	26.534,2	12.409,6	1.255,0
2004	117.201,7	65.566,3	3.248,0	15.675,6	18.821,6	4.040,0	23.781,1	51.635,4	33.126,8	17.053,8	1.454,8
2005	136.981,1	71.282,9	2.954,0	15.753,8	19.958,4	4.189,8	28.426,9	65.698,2	43.199,4	20.850,0	1.648,8
2006	156.896,4	76.659,8	3.051,0	16.371,4	20.572,0	4.194,1	32.471,3	80.236,6	52.502,5	25.599,2	2.134,9
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	1.858,4
Ιουλ. . . .	150.012,0	76.374,7	3.203,6	16.706,6	20.573,2	4.350,0	31.541,3	73.637,3	48.165,4	23.610,7	1.861,2
Αύγ. . . .	150.031,2	76.033,8	3.204,1	16.658,0	20.371,5	4.301,8	31.498,4	73.997,4	48.138,4	23.956,0	1.903,0
Σεπτ. . . .	152.943,1	77.450,6	3.239,2	16.769,4	20.916,6	4.337,6	32.187,8	75.492,5	49.140,0	24.394,4	1.958,1
Οκτ. . . .	153.584,8	76.893,8	3.226,8	16.627,6	20.662,5	4.346,0	32.030,9	76.691,0	49.923,5	24.709,6	2.057,9
Νοέμ. . . .	152.551,9	74.519,8	3.141,2	16.223,8	19.823,8	4.213,5	31.117,5	78.032,1	50.672,3	25.283,7	2.076,1
Δεκ. . . .	156.896,4	76.659,8	3.051,0	16.371,4	20.572,0	4.194,1	32.471,3	80.236,6	52.502,5	25.599,2	2.134,9
2007 Ιαν.	157.445,6	75.917,1	3.021,6	16.099,9	20.119,0	4.218,6	32.458,0	81.528,5	53.517,4	25.881,3	2.129,8
Φεβρ. . .	159.987,8	77.080,3	3.039,1	16.168,8	20.500,8	4.327,7	33.043,9	82.907,5	54.619,9	26.114,4	2.173,2
Μάρτ. . .	164.281,1	79.285,9	3.049,5	16.366,8	21.120,2	4.355,7	34.393,7	84.995,2	56.200,1	26.572,7	2.222,4
Απρ. . . .	165.479,2	79.008,3	3.005,9	16.364,7	21.008,8	4.361,1	34.267,8	86.470,9	57.218,4	27.071,9	2.180,6
Μάιος . .	168.128,9	79.941,2	3.034,2	16.706,6	21.238,3	4.380,6	34.581,5	88.187,7	58.277,3	27.714,2	2.196,2
Ιούν. . . .	173.093,9	84.391,7	3.206,8	17.077,7	22.083,4	4.439,4	37.584,4	88.702,2	58.156,5	28.101,5	2.444,2
Ιουλ. . . .	173.441,0	84.073,0	3.216,2	16.876,8	22.117,2	4.388,6	37.474,2	89.368,0	58.169,6	28.596,5	2.601,9
Αύγ. . . .	175.889,4	85.133,8	3.276,4	16.979,5	22.211,6	4.346,8	38.319,5	90.755,6	59.067,4	29.055,8	2.632,4

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

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 14

Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ κατοίκων της ζώνης του ευρώ

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Καταθέσεις από νοικοκυριά			Καταθέσεις από επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα		Συμφωνίες επαναγοράς (repos)
	Μίας ημέρας ^{1,2}	Ταμιευτηρίου ²	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας ²	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	
2003	0,93	0,92	2,48	0,63	2,49	2,24
2004	0,91	0,90	2,29	0,55	2,17	1,98
2005	0,91	0,88	2,23	0,60	2,09	2,00
2006	1,02	0,98	2,86	0,79	2,81	2,67
2005 Ιαν.	0,96	0,95	2,25	0,56	2,08	1,97
Φεβρ.	0,95	0,94	2,19	0,55	2,07	1,97
Μάρτ.	0,93	0,91	2,22	0,55	2,02	1,97
Απρ.	0,89	0,86	2,22	0,55	2,07	1,98
Μάιος	0,89	0,87	2,20	0,56	2,04	1,99
Ιούν.	0,89	0,86	2,21	0,58	2,07	1,99
Ιούλ.	0,88	0,86	2,20	0,60	2,07	1,98
Αύγ.	0,89	0,86	2,19	0,59	2,08	1,98
Σεπτ.	0,89	0,87	2,19	0,70	2,09	1,98
Οκτ.	0,89	0,87	2,22	0,65	2,10	1,97
Νοέμ.	0,90	0,87	2,27	0,65	2,11	1,99
Δεκ.	0,91	0,88	2,39	0,71	2,32	2,18
2006 Ιαν.	0,93	0,90	2,44	0,69	2,33	2,23
Φεβρ.	0,93	0,90	2,45	0,65	2,35	2,25
Μάρτ.	0,99	0,95	2,58	0,73	2,57	2,42
Απρ.	0,98	0,95	2,63	0,73	2,61	2,50
Μάιος	0,98	0,95	2,66	0,73	2,57	2,47
Ιούν.	1,02	0,98	2,76	0,75	2,70	2,60
Ιούλ.	1,02	0,98	2,84	0,74	2,79	2,60
Αύγ.	1,04	1,00	2,95	0,83	2,96	2,74
Σεπτ.	1,05	1,00	3,03	0,83	2,97	2,85
Οκτ.	1,11	1,06	3,24	0,93	3,15	3,02
Νοέμ.	1,09	1,04	3,26	0,89	3,24	3,09
Δεκ.	1,14	1,09	3,47	0,92	3,48	3,30
2007 Ιαν.	1,16	1,10	3,50	0,91	3,49	3,32
Φεβρ.	1,16	1,10	3,51	0,87	3,54	3,35
Μάρτ.	1,18	1,11	3,64	0,99	3,73	3,53
Απρ.	1,20	1,13	3,74	0,98	3,81	3,60
Μάιος	1,20	1,13	3,74	1,05	3,81	3,63
Ιούν.	1,24	1,15	3,95	1,05	4,01	3,80
Ιούλ.	1,24	1,16	4,00	1,15	4,05	3,86
Αύγ.	1,24	1,16	4,09	1,12	4,13	3,87

1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων ταμιευτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 15

Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(Ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Δάνεια προς νοικοκυριά ¹					Δάνεια προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα ¹		
	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{2,3}	Καταναλωτικά δάνεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{3,4}	Κυμαινόμενο επιτόκιο ή σταθερό επιτόκιο έως ένα έτος	
		Με κυμαινόμενο 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
2006	13,45	7,89	8,58	4,20	4,28	7,18	5,76	4,37
2005 Ιαν.	13,42	8,85	9,39	4,23	4,39	6,95	4,89	3,54
Φεβρ.	13,72	8,99	9,62	4,20	4,34	6,95	5,08	3,53
Μάρτ.	13,51	8,53	9,43	4,15	4,27	6,94	5,00	3,70
Απρ.	13,74	8,58	9,37	4,13	4,23	6,94	5,09	3,58
Μάιος	13,63	8,88	9,13	4,12	4,21	6,89	4,96	3,47
Ιούν.	13,48	8,16	8,78	4,07	4,18	6,87	4,82	3,46
Ιούλ.	13,14	8,45	9,35	4,06	4,14	6,82	5,01	3,50
Αύγ.	13,16	8,48	9,39	4,11	4,18	6,84	5,12	3,50
Σεπτ.	13,23	8,36	8,79	3,99	4,05	6,82	5,06	3,57
Οκτ.	13,07	8,32	8,68	3,94	4,01	6,85	5,06	3,79
Νοέμ.	13,09	8,28	8,56	3,88	3,93	6,93	5,41	3,84
Δεκ.	13,07	7,78	8,26	3,86	3,91	7,00	5,41	3,93
2006 Ιαν.	13,18	7,77	8,30	3,92	4,00	6,94	5,26	3,70
Φεβρ.	13,18	8,06	8,51	3,89	3,97	6,99	5,44	3,74
Μάρτ.	13,22	8,09	8,44	3,92	4,02	7,13	5,50	4,15
Απρ.	13,24	7,82	8,48	3,93	4,08	7,09	5,57	3,92
Μάιος	13,22	7,84	8,66	4,00	4,15	7,10	5,61	4,17
Ιούν.	13,45	8,09	8,75	4,22	4,32	7,18	5,65	4,41
Ιούλ.	13,41	7,85	8,59	4,28	4,36	7,19	5,70	4,40
Αύγ.	13,60	7,99	8,77	4,51	4,53	7,26	5,88	4,27
Σεπτ.	13,58	8,03	8,85	4,50	4,54	7,26	5,91	4,72
Οκτ.	13,72	8,15	8,87	4,66	4,62	7,37	6,14	4,83
Νοέμ.	13,81	8,19	8,86	4,69	4,52	7,25	6,15	4,94
Δεκ.	13,80	6,82	7,82	4,36	4,26	7,35	6,30	5,16
2007 Ιαν.	13,87	7,35	8,30	3,92	4,19	7,32	6,27	5,22
Φεβρ.	13,85	7,53	8,40	3,80	4,09	7,34	6,36	5,01
Μάρτ.	13,88	7,60	8,23	4,00	4,09	7,45	6,38	5,08
Απρ.	13,97	7,72	8,36	4,45	4,23	7,50	6,45	5,12
Μάιος	13,92	8,18	8,74	4,46	4,25	7,47	6,51	5,06
Ιούν.	14,09	7,82	8,61	4,90	4,52	7,56	6,48	5,32
Ιούλ.	14,12	8,00	8,70	5,01	4,53	7,56	6,44	5,12
Αύγ.	14,15	8,38	8,78	5,00	4,58	7,75	6,76	5,48

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 υπερεναλίψεων 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 υπερεναλίψεων από λογαριασμούς όψεως.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

