

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ  
ΠΟΛΙΤΙΚΗ  
ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ  
2020



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ  
2020



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ



## **ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

### **Διεύθυνση**

Ελ. Βενιζέλου 21  
102 50 Αθήνα

### **Δικτυακός τόπος**

<http://www.bankofgreece.gr>

### **Τηλέφωνο**

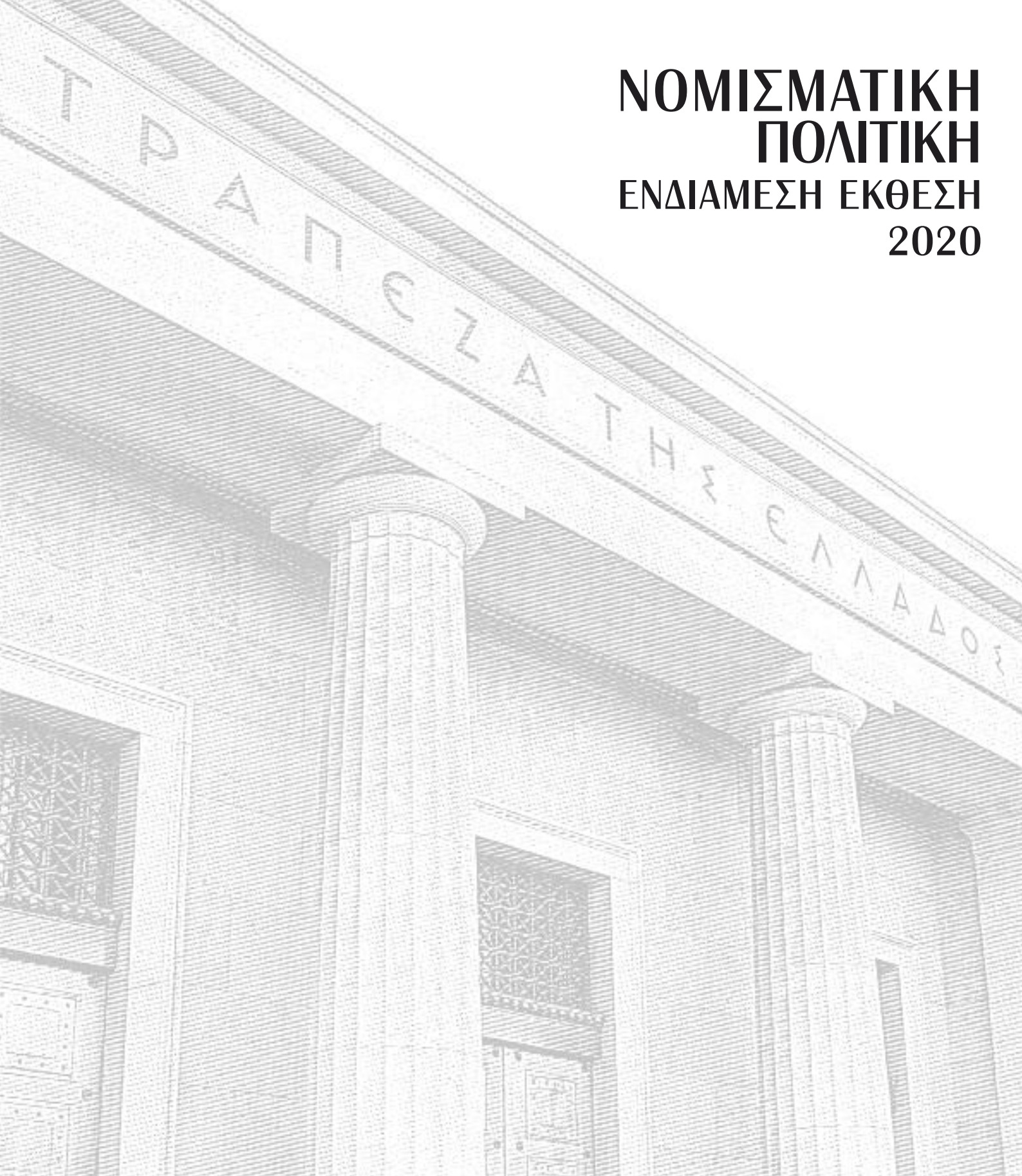
+30 210 320 2393

Τυπώθηκε στο  
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών  
της Τράπεζας της Ελλάδος

**ISSN: 1108-2305 (print)**

**ISSN: 2654-1939 (online)**

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2020



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ  
2020



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ



Προς τη Βουλή των Ελλήνων  
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Ενδιάμεση Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται σε μια περίοδο κατά την οποία η πανδημία του κορωνοϊού συνεχίζει να επηρεάζει αρνητικά την παγκόσμια και την ελληνική οικονομία.

Η πανδημία του κορωνοϊού (COVID-19), εκτός από τις πολύ σοβαρές υγειονομικές και κοινωνικές επιπτώσεις στο σύνολο του πληθυσμού και κυρίως στις πλέον ευάλωτες ομάδες, ανέκοψε και την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας που είχε ξεκινήσει το 2017.

Η ελληνική κυβέρνηση, με το ξέσπασμα της πανδημίας, προχώρησε άμεσα στη λήψη μέτρων για την προστασία των επιχειρήσεων και των εργαζομένων, ενώ και οι ευρωπαϊκές αρχές αντέδρασαν έγκαιρα και αποφασιστικά, αμβλύνοντας έτσι τον αντίκτυπο στην οικονομική δραστηριότητα.



Ωστόσο, η αναζωπύρωση της πανδημίας αύξησε την αβεβαιότητα ως προς τη διάρκεια και την έντασή της. Ως εκ τούτου, και με γνώμονα τη διασφάλιση της δημόσιας υγείας, αποφασίστηκε το Νοέμβριο εκ νέου η λήψη γενικευμένων μέτρων περιορισμού της οικονομικής και κοινωνικής ζωής. Τα νέα γενικευμένα μέτρα, τα οποία είναι ακόμη σε ισχύ, εκτιμάται ότι θα επιδεινώσουν την πορεία της ελληνικής οικονομίας το δ΄ τρίμηνο και θα οδηγήσουν σε βαθύτερη ύφεση για το σύνολο του 2020. Η αβεβαιότητα θα συνεχιστεί και στις αρχές του επόμενου έτους, έως ότου υπάρξει ταχεία παραγωγή και διάθεση του εμβολίου στο ευρύ κοινό. Εντούτοις, οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας αναμένονται θετικές συνολικά για την περίοδο 2021-2022, λόγω και της αξιοποίησης των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης Next Generation EU (NGEU).

Το 2020 υιοθετήθηκε σειρά έκτακτων και στοχευμένων δημοσιονομικών παρεμβάσεων με σκοπό το μετριασμό των επιπτώσεων της πανδημίας στην οικονομική δραστηριότητα. Η έντονα επεκτατική δημοσιονομική πολιτική έχει ως αποτέλεσμα τη μεταστροφή του δημοσιονομικού αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης σε έλλειμμα το 2020 και, σε συνδυασμό με τη μεγάλη ύφεση και τον αποπληθωρισμό, τη σημαντική αύξηση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Οι δημοσιονομικές παρεμβάσεις, εφόσον παραμείνουν στοχευμένες και δεν λάβουν μόνιμο χαρακτήρα, δεν αναμένεται να υπονομεύσουν τη μεσοπρόθεσμη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, χάρη στα ευνοϊκά χαρακτηριστικά του όπως η σύνθεση και το προφίλ αποπληρωμών του.

Την επαύριο της πανδημίας, καθώς η οικονομία θα επανέρχεται σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, κύριο μέλημα θα πρέπει να είναι η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας. Παράλληλα όμως, η οικονομική πολιτική θα πρέπει να συμβάλει στην ανάταξη της ελληνικής οικονομίας με την προώθηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων με έμφαση στις επενδύσεις.

Οι εξελίξεις στην αγορά κεφαλαίων και ιδιαίτερως στην αγορά ομολόγων είναι θετικές, όπως προκύπτει από την πρόσφατη αναβάθμιση του αξιόχρεου της Ελλάδος από τον οίκο αξιολόγησης Moody's, τη σημαντική υποχώρηση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων και τη σταθερή πρόσβαση του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές για άντληση

χρηματοδοτικών πόρων. Σε αυτό συνέβαλε καθοριστικά η αποδοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο έκτακτο πρόγραμμα αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και ως εξασφαλίσεων στις πράξεις αναχρηματοδότησης των τραπεζών από το Ευρωσύστημα.

Επιπλέον, η ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών βελτιώθηκε, κυρίως ως αποτέλεσμα των παρεμβάσεων της ΕΚΤ μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης των τραπεζών (TLTROs) και των παρεμβάσεων της Πολιτείας και των εποπτικών αρχών. Θετικά επέδρασε και η αύξηση των καταθέσεων. Ωστόσο, ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) προς το σύνολο των δανείων παραμένει πολύ υψηλός, πολλαπλάσιος του ευρωπαϊκού μέσου όρου, ενώ η πανδημία αναμένεται να πλήξει περαιτέρω την ποιότητα των δανειακών χαρτοφυλακίων των τραπεζών. Παρά τις σημαντικές θεσμικές αλλαγές που έχουν γίνει τόσο το 2020 όσο και τα προηγούμενα χρόνια, όπως η ενεργοποίηση του μηχανισμού “Ηρακλής” και η αναμόρφωση του πτωχευτικού δικαίου, απαιτούνται πρόσθετες λύσεις για τη ριζικότερη μείωση των ΜΕΔ. Για το λόγο αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος προτείνει τη σύσταση εταιρίας διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού (Asset Management Company – AMC). Η εν λόγω πρόταση προσφέρει τη δυνατότητα για ανάταξη του τραπεζικού συστήματος με πλήρη εξυγίανση του ισολογισμού των ελληνικών τραπεζών, αντιμετωπίζοντας ταυτόχρονα το πρόβλημα των ΜΕΔ και της αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης (DTC).

Η πανδημία του κορωνοϊού έχει οδηγήσει σε μια βαθιά ύφεση την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία. Τα συντονισμένα μέτρα στήριξης που έχουν ληφθεί σε εθνικό, ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο και αφορούν τη δημοσιονομική και τη νομισματική πολιτική αλλά και το τραπεζικό σύστημα έχουν αμβλύνει έως ένα βαθμό τις επιπτώσεις της πανδημίας. Η δημοσιονομική και η νομισματική πολιτική θα πρέπει, ωστόσο, να παραμείνουν επεκτατικές έως ότου η ευρωπαϊκή οικονομία επανέλθει σε σταθερή αναπτυξιακή τροχιά. Μια πρώιμη άρση των μέτρων στήριξης θα καθυστερούσε την ανάκαμψη.

Η υγειονομική κρίση αφήνει βαρύ αποτύπωμα στην ελληνική οικονομία και κοινωνία, ενώ επιτείνει σημαντικά κάποια από τα προβλήματα που αντιμετώπιζε η Ελλάδα μετά τη δεκαετή κρίση χρέους. Παρ’ όλα αυτά, οι κρίσεις γεννούν ευκαιρίες. Έτσι λοιπόν και τώρα, με την κρίση του κορωνοϊού δίνεται η ευκαιρία στην ελληνική οικονομία για τον πλήρη μετασχηματισμό της. Καθοριστικό ρόλο θα διαδραματίσει η αξιοποίηση των κονδυλίων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης, τα οποία προορίζονται για αναπτυξιακές δράσεις, με σημαντικότερες αυτές που αφορούν τη μετάβαση στην πράσινη ενέργεια, την εξοικονόμηση ενέργειας, τον ψηφιακό μετασχηματισμό του δημόσιου τομέα και της οικονομίας γενικότερα, καθώς και τη θωράκιση του τομέα της υγείας. Η αποτελεσματική απορρόφηση των κονδυλίων σε ωφέλιμες οικονομικά και κοινωνικά χρήσεις και σε έργα υψηλής προστιθέμενης αξίας, σε συνδυασμό με την υλοποίηση των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, θα συντείνει ώστε η χώρα να κάνει τη μετάβαση σε ένα νέο, εξωστρεφές και βιώσιμο αναπτυξιακό πρότυπο. Οι πολιτικές δυνάμεις του τόπου θα πρέπει να διασφαλίσουν ότι δεν θα χαθεί αυτή η ευκαιρία για την Ελλάδα, καθώς και ότι μεσοπρόθεσμα, όταν η ανάκαμψη της οικονομίας επανέλθει σε στέρεη βάση, θα αποκατασταθεί η δημοσιονομική ισορροπία.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2020

Γιάννης Στουρνάρας  
Διοικητής

## ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

### Πρόεδρος

Γιάννης Στουρνάρας

### Μέλη

Θεόδωρος Μητράκος

Θεόδωρος Πελαγίδης

Δημήτριος Σιδέρης

Όλγα Χαρίτου

Χρήστος Χατζηεμμανουήλ





# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

### ΤΟ ΔΕΥΤΕΡΟ ΚΥΜΑ ΤΗΣ ΠΑΝΔΗΜΙΑΣ ΑΥΞΑΝΕΙ ΤΗΝ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΚΑΘΥΣΤΕΡΕΙ ΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

1.	Εισαγωγή	11
2.	Εξελίξεις – Προοπτικές	12
3.	Παγκόσμια οικονομία	17
4.	Ενιαία νομισματική πολιτική	18
5.	Χρηματοπιστωτικός τομέας	19
6.	Προκλήσεις	23
7.	Προϋποθέσεις για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της ύφεσης και για την επιτάχυνση της ανάκαμψης	23

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

### ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	29
2.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	
2.1	Παγκόσμια οικονομία	31
2.2	Ζώνη του ευρώ	36
	<b>Πλαίσιο ΙΙ.1</b> Η ανατίμηση του ευρώ και οι επιδράσεις στην οικονομία της ευρωζώνης	39
2.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	45
3.	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	46

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

### Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	49
2.	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή	51
3.	Η ενιαία αγορά χρήματος	57
	<b>Πλαίσιο ΙΙΙ.1</b> Πανδημία και νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ	59

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

### ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	66
2.	Οικονομική δραστηριότητα	68
2.1	Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης	68
2.2	Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς	73
3.	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	76
4.	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	78
5.	Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού, του κόστους εργασίας και της ανταγωνιστικότητας	81
5.1	Πληθωρισμός	81
5.2	Κόστος εργασίας	83
5.3	Κέρδη επιχειρήσεων	85
5.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	85
6.	Ισοζύγιο πληρωμών και διεθνής επενδυτική θέση	88
7.	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	91
	<b>Πλαίσιο ΙV.1</b> Next Generation EU και η επίδραση στην ελληνική οικονομία	94
	<b>Πλαίσιο ΙV.2</b> Μη βιώσιμες επιχειρήσεις, ποιότητα τραπεζικού χαρτοφυλακίου και πτωχευτικό πλαίσιο	98

<b>Πλαίσιο IV.3</b> Οι πολλαπλασιαστικές επιδράσεις κύριων κλάδων της ελληνικής οικονομίας: μια ανάλυση εισροών-εκροών	<b>103</b>
--	------------

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

### ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1. Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	111
2. Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις	112
3. Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2020	115
4. Προτάσεις πολιτικής	118
<b>Πλαίσιο V.1</b> Η σημασία της διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής ως αντίδρασης σε διαταραχές από απροσδόκητα γεγονότα	119
5. Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών το 2020	124
5.1 Γενική κυβέρνηση (εθνολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)	124
5.2 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)	124
5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)	125
5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	127
5.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης	127
<b>Πλαίσιο V.2</b> Ανάλυση βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους	128

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

### ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

1. Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	133
2. Τραπεζικές καταθέσεις	134
3. Τραπεζικά επιτόκια	136
4. Τραπεζική πίστη	138
5. Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	141
<b>Πλαίσιο VI.1</b> Πρόταση για τη δημιουργία εταιρίας διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού (Asset Management Company – AMC)	145
<b>Πλαίσιο VI.2</b> Η απόκλιση του λόγου χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ από τη μακροχρόνια τάση του: ερμηνεία και χρήση του δείκτη	147

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII

### ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1. Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	153
2. Διεθνείς κεφαλαιαγορές	155
3. Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	158
4. Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	160
5. Αγορά μετοχών	162
5.1 Τιμές μετοχών	162
5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων	164
<b>Πλαίσιο VII.1</b> Η επίδραση της πανδημίας COVID-19 στη διάρθρωση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων	164

<b>ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>	<b>171</b>
-----------------------------	------------

# ΤΟ ΔΕΥΤΕΡΟ ΚΥΜΑ ΤΗΣ ΠΑΝΔΗΜΙΑΣ ΑΥΞΑΝΕΙ ΤΗΝ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΚΑΘΥΣΤΕΡΕΙ ΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

## 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η πανδημία του κορωνοϊού συνεχίζει να επηρεάζει αρνητικά την παγκόσμια και την ελληνική οικονομία. Εξελίχθηκε σε παγκόσμια υγειονομική κρίση με τεράστιες οικονομικές και κοινωνικές επιπτώσεις. Έχει οδηγήσει την ελληνική οικονομία σε πολύ μεγάλη ύφεση και σε αποπληθωρισμό, σε αύξηση του πιστωτικού κινδύνου και του δημοσιονομικού ελλείμματος, ενώ αναμένεται και αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Από την άλλη πλευρά, έχει οδηγήσει και σε αύξηση των ιδιωτικών αποταμιεύσεων, είτε λόγω των περιορισμών στην κατανάλωση είτε για λόγους πρόνοιας.

Η ιδιαιτερότητα της τρέχουσας ύφεσης, σε αντιδιαστολή με προηγούμενες υφέσεις που είχαν προκληθεί από κυκλικά αίτια, είναι ότι επηρεάστηκε κυρίως ο τομέας των υπηρεσιών, ο οποίος είναι συνήθως πιο ανθεκτικός από ό,τι άλλοι τομείς της οικονομίας. Δεδομένου ότι οι κλάδοι που σχετίζονται με υπηρεσίες είναι εντάσεως εργασίας, υπάρχουν μεγαλύτερες επιπτώσεις στην αγορά εργασίας, οι οποίες περιλαμβάνουν τη μείωση των εισοδημάτων, τη μείωση της απασχόλησης και την αύξηση των αποχωρήσεων από την αγορά εργασίας. Οι αρνητικές επιπτώσεις είναι πιο έντονες για τα άτομα με χαμηλές δεξιότητες και τους νέους.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η ανάκαμψη από μια ύφεση που σχετίζεται πρωτίστως με τον τομέα των υπηρεσιών της οικονομίας είναι συνήθως πιο αργή από ό,τι στην περίπτωση μιας ύφεσης που επηρεάζει κυρίως τον τομέα των αγαθών, η συνέχιση αυτής της κατάστασης θα μπορούσε να οδηγήσει σε φαινόμενα υστέρησης με αύξηση των ανισοτήτων και να ωθήσει την παγκόσμια και την ελληνική οικονομία σε στασιμότητα, υπονομεύοντας τις μακροπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης. Ωστόσο, τα εκτεταμένα και συντονισμένα μέτρα στήριξης που έχουν ληφθεί σε εθνικό, ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο και αφορούν τη δημοσιονομική και τη νομισματική πολιτική αλλά και το τραπεζικό σύστημα έχουν περιορίσει σε ένα βαθμό τις επιπτώσεις της πανδημίας στην οικονομική δραστηριότητα και έχουν αμβλύνει τους κινδύνους για την αγορά εργασίας.

Παρ' όλα αυτά, η αναζωπύρωση της πανδημίας σε παγκόσμιο επίπεδο, αλλά και στην Ελλάδα, από το Σεπτέμβριο και μετά έχει επιτείνει την αβεβαιότητα. Πολλές ευρωπαϊκές χώρες έλαβαν πρόσθετα περιοριστικά μέτρα εν όψει της εκθετικής αύξησης των κρουσμάτων και των αυξημένων πιέσεων στα συστήματα υγείας. Η ελληνική κυβέρνηση, μετά από σειρά μέτρων τοπικού χαρακτήρα, ανακοίνωσε τη λήψη νέων γενικευμένων περιοριστικών μέτρων (lockdown), τα οποία τέθηκαν σε ισχύ στις 7 Νοεμβρίου. Η απόφαση αυτή αναμένεται να οδηγήσει σε βαθύτερη ύφεση για το 2020 και να μετριάσει την προσδοκώμενη ανάκαμψη το 2021, αλλά ήταν επιβεβλημένη για λόγους προστασίας της δημόσιας υγείας.

Η πίεση που ασκείται στο δημόσιο σύστημα υγείας από την πανδημία αναμένεται να συνεχιστεί τους χειμερινούς μήνες. Αυτό ενδεχομένως θα οδηγήσει σε παράταση των περιοριστικών μέτρων σε τοπικό ή εθνικό επίπεδο. Συνεπώς, η αυξημένη αβεβαιότητα όσον αφορά την εξέλιξη της πανδημίας και η αρνητική επίπτωσή της στο ΑΕΠ αναμένεται να συνεχιστούν και στις αρχές του 2021 και έως ότου καταστούν διαθέσιμα στο ευρύ κοινό αποτελεσματικά εμβόλια και φάρμακα για τον κορωνοϊό. Σύμφωνα με την ιατρική κοινότητα, υπάρχει αξιόλογη πρόοδος σ' αυτό τον τομέα και απτά αποτελέσματα αναμένονται το πρώτο εξάμηνο του επόμενου έτους. Μέχρι τότε, οι μακροοικονομικές προβλέψεις συνεχίζουν να εμπεριέχουν σημαντικό βαθμό αβεβαιότητας και οι αρμόδιες εθνικές και ευρωπαϊκές αρχές μπορούν να διατυπώσουν μόνο εκτιμήσεις με βάση εναλλακτικά σενάρια.



## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

### Η πανδημία ώθησε την ελληνική οικονομία σε βαθιά ύφεση

Η πανδημία του κορωνοϊού (COVID-19) ανέκοψε την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας που είχε ξεκινήσει το 2017. Η ύφεση που καταγράφηκε το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2020 ήταν 8,5% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019, πρωτίστως λόγω της αρνητικής συμβολής των εξαγωγών υπηρεσιών. Η υποχώρηση της ιδιωτικής κατανάλωσης συνέβαλε αρνητικά, αλλά η μείωση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών μετρίασε την ύφεση.

Τα δημοσιονομικά μέτρα που έλαβε η ελληνική κυβέρνηση για τη στήριξη των επιχειρήσεων και των εργαζομένων καθώς και οι άνευ προηγουμένου παρεμβάσεις των ευρωπαϊκών θεσμών –οι οποίες περιλαμβάνουν δημοσιονομικές, νομισματικές, μακροπροληπτικές και διαρθρωτικές πολιτικές– περιόρισαν τις αρνητικές επιπτώσεις για την ελληνική οικονομία.

Παρ' όλα αυτά, οι δείκτες οικονομικής συγκυρίας και οικονομικού κλίματος επηρεάστηκαν από την εξέλιξη της πανδημίας. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων υποχώρησαν σημαντικά σε σύγκριση με τα υψηλά επίπεδα του 2019 και ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών απώλεσε μεγάλο μέρος από τη βελτίωση των τελευταίων ετών. Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI), αν και ανέκαμψε σχετικά γρήγορα μετά την άρση των περιοριστικών μέτρων της άνοιξης, κατέγραψε στη συνέχεια διακυμάνσεις στην παραγωγή και τις προοπτικές του μεταποιητικού τομέα. Επιπλέον, ο δείκτης όγκου της βιομηχανικής παραγωγής μειώθηκε κατά 3,7%, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2020 ενώ ο δείκτης όγκου των λιανικών πωλήσεων κατά 3,6% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου.

Στον εξωτερικό τομέα, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στο διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2020, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, διαμορφώθηκε σε 8,6 δισεκ. ευρώ, αυξημένο κατά 8,5 δισεκ. ευρώ, κυρίως ως αποτέλεσμα της δραματικής μείωσης των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες αλλά και υπηρεσίες μεταφορών, μετά την επιβολή περιοριστικών μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας. Αντισταθμιστικά επέδρασε η μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών, καθώς οι εισαγωγές μειώθηκαν με ρυθμό ταχύτερο από το ρυθμό μείωσης των εξαγωγών.

Στην αγορά εργασίας, η άνοδος της συνολικής απασχόλησης και η πτώση του ποσοστού ανεργίας των προηγούμενων ετών ανακόπηκαν. Η μισθωτή απασχόληση το πρώτο εξάμηνο του 2020 υποχώρησε οριακά σε ετήσια βάση, ενώ ο αριθμός των λοιπών απασχολούμενων υποχώρησε κατά 2,2%, αντανακλώντας τη μείωση όλων των κατηγοριών των αυτοαπασχολούμενων (με ή χωρίς προσωπικό). Τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ αποτυπώνουν τη χαμηλή κινητικότητα στην αγορά εργασίας: το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου του 2020 σημειώθηκε θετικό ισοζύγιο 90.887 νέων θέσεων εργασίας, που όμως υπολείπεται κατά περίπου 40 χιλιάδες θέσεις εργασίας σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019. Το ποσοστό ανεργίας το β' τρίμηνο αυξήθηκε σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο (16,7% από 16,2%). Επίσης, το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών υποχώρησε σημαντικά σε 66,9% το πρώτο εξάμηνο του 2020 (από 68,5% την ίδια περίοδο το 2019). Η επιδείνωση στην αγορά εργασίας ήταν πιο έντονη στον κλάδο υπηρεσιών παροχής καταλύματος και εστίασης, όπου οι εποχικές προσλήψεις που συνήθως πραγματοποιούνται το β' τρίμηνο είτε ματαιώθηκαν είτε αναβλήθηκαν για αργότερα. Εντούτοις, οι επιπτώσεις στη συνολική απασχόληση ήταν πιο ήπιες σε σχέση με την πτώση της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς ελήφθησαν άμεσα αρκετές δέσμες μέτρων για την προστασία της απασχόλησης και του εισοδήματος τόσο των μισθωτών όσο και των αυτοαπασχολούμενων.

Η αυξημένη αβεβαιότητα όσον αφορά τη διάρκεια και το εύρος των επιπτώσεων της πανδημίας επηρεάζει την αγορά ακινήτων και μέρος της δραστηριότητας που καταγράφηκε το 2019 έχει ανακοπεί. Κατά τη διάρκεια του 2020, οι ρυθμοί αύξησης των τιμών των οικιστικών και επαγγελματικών ακινήτων επιβραδύνονται. Επιπλέον, υποχωρεί η οικοδομική δραστηριότητα που

αφορά κατασκευή νέων γραφείων και καταστημάτων. Αντίθετα, στον τομέα των κατοικιών συνεχίζουν να καταγράφονται σημαντικά υψηλοί ρυθμοί αύξησης του αριθμού και όγκου των νέων οικοδομικών αδειών και οι επενδύσεις σε κατοικίες συνέχισαν δυναμικά να ενισχύονται το πρώτο εξάμηνο του 2020. Ωστόσο, το αυξημένο επενδυτικό ενδιαφέρον ειδικά από το εξωτερικό, το οποίο τροφοδοτούσε την ανάκαμψη της αγοράς οικιστικών ακινήτων τα δύο τελευταία έτη, ιδίως στον τομέα των βραχυχρόνιων μισθώσεων, έχει περιοριστεί.

Ο γενικός πληθωρισμός αλλά και ο πυρήνας του πληθωρισμού εκτιμάται ότι κατέγραψαν αρνητικούς μέσους ετήσιους ρυθμούς το 2020, καθώς οι τιμές της ενέργειας και των υπηρεσιών συνεχίζουν να επιδρούν αποπληθωριστικά. Μικρή αρνητική συμβολή είχαν και τα βιομηχανικά αγαθά χωρίς την ενέργεια, ενώ αντίθετα τα είδη διατροφής ακολούθησαν ανοδική πορεία κυρίως λόγω αυξημένης ζήτησης.

Τα νέα γενικευμένα περιοριστικά μέτρα που τέθηκαν σε ισχύ στις 7 Νοεμβρίου αναμένεται να οδηγήσουν σε νέα υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας το δ' τρίμηνο του έτους και συνεπώς σε μεγαλύτερη του αρχικά αναμενομένου ύφεση για το 2020.

### **Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις – Επικρατούν μικτές τάσεις**

Οι εξελίξεις στην αγορά ομολόγων είναι θετικές, όπως προκύπτει από την πρόσφατη αναβάθμιση του αξιόχρεου της Ελλάδος από τον οίκο αξιολόγησης Moody's και την υποχώρηση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων. Σε αυτό συνέβαλε καθοριστικά η αποδοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων ως εξασφαλίσεων στις πράξεις αναχρηματοδότησης των τραπεζών από το Ευρωσύστημα και στο έκτακτο πρόγραμμα αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

Παρά την ανάκαμψη των τιμών των μετοχών διεθνώς μετά τις παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών και των κυβερνήσεων, ο γενικός δείκτης τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών δεν ακολούθησε αντίστοιχη πορεία, επηρεαζόμενος από την πτωτική τάση των τραπεζικών μετοχών λόγω της ανησυχίας των επενδυτών για την επίδραση της πανδημίας στην ποιότητα του ενεργητικού των τραπεζών, ιδίως αν συνυπολογιστεί και το ήδη υψηλό υφιστάμενο απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων. Επιπλέον, η συναλλακτική δραστηριότητα παραμένει αδύναμη, υποδηλώνοντας επιφυλακτικότητα των επενδυτών.

Οι καταθέσεις του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα συνεχίζουν να αυξάνονται, εξαιτίας της αποταμίευσης για λόγους πρόνοιας, της αναβολής καταναλωτικών και άλλων δαπανών, των άμεσων κρατικών ενισχύσεων που πιστώθηκαν στους λογαριασμούς των επιχειρήσεων για τη στήριξη της ρευστότητάς τους και της χρήσης της δυνατότητας αναβολής πληρωμών δανειακών και φορολογικών υποχρεώσεων.

Η πιστωτική επέκταση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αυξήθηκε το 2020, κυρίως ως προς τις μεγάλες επιχειρήσεις, αντανakλώντας τα μέτρα που θέσπισε η ελληνική κυβέρνηση για την ενίσχυση των προγραμμάτων εγγυοδοσίας και συγχρηματοδότησης τραπεζικών πιστώσεων, καθώς και τα ευνοϊκά μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και τις εποπτικές διευκολύνσεις από την πλευρά του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού.

Παρά την υποχώρηση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων παραμένει πολύ υψηλός και αναμένεται να αυξηθεί περαιτέρω εξαιτίας της πανδημίας.

### **Η δημοσιονομική επέκταση οδηγεί σε χειροτέρευση της δημοσιονομικής θέσης της χώρας – Συνεχίζεται όμως αδιάλειπτα και με ιστορικά χαμηλό κόστος δανεισμού η πρόσβαση του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές**

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) τον Οκτώ-

βριο του 2020, λόγω της αναθεώρησης του ΑΕΠ τον Οκτώβριο, το πρωτογενές αποτέλεσμα ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,5% του ΑΕΠ το 2019, ενώ το χρέος αυξήθηκε σημαντικά σε 180,5% του ΑΕΠ.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2019, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας, εκτιμάται σε πλεόνασμα ύψους 3,6% του ΑΕΠ, οριακά πάνω από το δημοσιονομικό στόχο της ενισχυμένης εποπτείας.

Το 2020 η δημοσιονομική πολιτική μεταστράφηκε σε έντονα επεκτατική, προκειμένου να συμβάλει στον περιορισμό των αρνητικών επιπτώσεων της πανδημίας στην πραγματική οικονομία. Με σκοπό τη διατήρηση της οικονομίας σε λειτουργία, αλλά και τη διευκόλυνσή της μετά την επανεκκίνησή της, υιοθετήθηκε σειρά έκτακτων επεκτατικών δημοσιονομικών παρεμβάσεων. Αναμφισβήτητα, αυτό οδηγεί στη δημιουργία δημοσιονομικού ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης το 2020 και, σε συνδυασμό με τη μεγάλη ύφεση της οικονομίας και τον αποπληθωρισμό, σε σημαντική αύξηση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Η επίδραση των μέτρων αποτυπώνεται έντονα στη διαμόρφωση των εσόδων και των δαπανών κατά την πορεία εκτέλεσης του κρατικού προϋπολογισμού. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα δημοσιονομικά στοιχεία για το δεκάμηνο του 2020, το πρωτογενές αποτέλεσμα του κρατικού προϋπολογισμού απέκλινε σημαντικά από το στόχο περιόδου, όπως αυτός είχε διαμορφωθεί στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2020, λόγω τόσο της υστέρησης των φορολογικών εσόδων όσο και της υπέρβασης των πρωτογενών δαπανών. Η επιδείνωση αντικατοπτρίζεται επίσης στα εθνολογιστικά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης για το πρώτο εξάμηνο του 2020.

Ωστόσο, χάρη στη συνολική στρατηγική της κυβέρνησης για τον περιορισμό των επιπτώσεων της πανδημικής κρίσης, σε συνδυασμό με την αποφασιστική συμβολή της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και των μέτρων στήριξης της ΕΚΤ στην αντιμετώπιση της αρνητικής συγκυρίας, οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων συνέχισαν να κινούνται καθοδικά το δεύτερο εξάμηνο του 2020. Η εξέλιξη αυτή επέτρεψε την πρόσβαση του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές για άντληση χρηματοδοτικών πόρων, με αποτέλεσμα τη διατήρηση του ταμειακού αποθέματος σε υψηλά επίπεδα. Συγκεκριμένα, αντλήθηκαν 2,5 δισεκ. ευρώ το Σεπτέμβριο και 2 δισεκ. ευρώ τον Οκτώβριο μέσω επανεκδόσεων του 10ετούς και του 15ετούς ομολόγου αντίστοιχα με ευνοϊκότερους όρους έναντι των αρχικών εκδόσεων (αποδόσεις 1,187% και 1,152%). Ειδικότερα, η επανέκδοση του 15ετούς ομολόγου σηματοδοτεί την εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών στις μακροχρόνιες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και στην ευνοϊκή δυναμική του δημόσιου χρέους, εφόσον το ομόλογο λήγει μετά το 2032 και άρα εκτείνεται πέρα από την περίοδο κατά την οποία η Ελλάδα θα επωφελείται από τις αναβαλλόμενες πληρωμές τόκων στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους που συμφωνήθηκαν το 2018.

Παράλληλα, συνεχίστηκε να υλοποιείται η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου μέσω της έκδοσης εντόκων γραμματίων διάρκειας 13, 26 και 52 εβδομάδων, καταγράφοντας ιστορικά χαμηλές (ακόμη και αρνητικές) αποδόσεις και εξασφαλίζοντας συνεχή εκδοτική παρουσία σε όλο το βραχυχρόνιο τμήμα της καμπύλης αποδόσεων.

#### **Προβλέψεις: Επιδείνωση των μακροοικονομικών και δημοσιονομικών δεδομένων εξαιτίας της πανδημίας το 2020 – Θετικές προοπτικές για το 2021-2022**

Το Σεπτέμβριο του 2020 η Τράπεζα της Ελλάδος αναθεώρησε το βασικό της σενάριο, προβλέποντας πτώση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 7,5% το 2020, έναντι αρχικής πρόβλεψης για πτώση κατά 5,8% τον Ιούνιο του 2020. Η επιδείνωση της πανδημίας από τον Οκτώβριο και έπειτα και τα νέα περιοριστικά μέτρα που επιβλήθηκαν στις 7 Νοεμβρίου στη χώρα αναμένεται να οδηγήσουν σε πτώση της οικονομικής δραστηριότητας το δ' τρίμηνο του έτους και σε επί τα χείρω αναθεώρηση της ύφεσης για το σύνολο του 2020. Στις συνθήκες που έχουν διαμορφωθεί με την πανδημία, οι μακροοικονομικές προβλέψεις περιβάλλονται από μεγάλη αβεβαιότητα. Γι' αυτό, στην παρούσα έκθεση εξετάζονται τρία σενάρια – ένα βασικό και δύο



εναλλακτικά, το ένα πιο ήπιο και το άλλο πιο δυσμενές, βάσει διαφορετικών υποθέσεων για την εξέλιξη της πανδημίας και τη συνολική διάρκεια των μέτρων που ελήφθησαν για τον περιορισμό της. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο, η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι η οικονομική δραστηριότητα θα υποχωρήσει σημαντικά το 2020, με το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ να διαμορφώνεται σε -10%. Το 2021 και 2022 αναμένεται ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας με ρυθμό 4,2% και 4,8% αντίστοιχα, καθώς εκτιμάται ότι τόσο η εγχώρια όσο και η εξωτερική ζήτηση θα ενισχυθούν σημαντικά.

Στο ήπιο σενάριο, που υποθέτει ότι τα μέτρα κοινωνικής αποστασιοποίησης και αναστολής της λειτουργίας πολλών κλάδων της οικονομικής δραστηριότητας θα αρθούν γρηγορότερα και η μετάβαση στην κανονικότητα θα είναι σχετικά σύντομη, το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά 9% το 2020, ενώ θα σημειώσει άνοδο κατά 4,8% το 2021 και 5% το 2022. Σύμφωνα με το δυσμενές σενάριο, το οποίο υποθέτει ότι οι συνέπειες της πανδημίας θα είναι πιο έντονες και η ανάκαμψη της οικονομίας θα καταστεί δυσκολότερη, το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά 11% το 2020 και θα αυξηθεί κατά 3,2% και 4,5% το 2021 και το 2022 αντίστοιχα. Σημειώνεται ότι τα παραπάνω σενάρια ενσωματώνουν όλα τα μέτρα οικονομικής πολιτικής που έχουν ανακοινωθεί από την ελληνική κυβέρνηση για την αντιμετώπιση της διασποράς του κορωνοϊού.

Η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης, στο βασικό σενάριο, εκτιμάται ότι ήταν αρνητική το 2020, λόγω της επιδείνωσης των συνθηκών στην αγορά εργασίας και της μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος, αλλά και λόγω της αναβολής καταναλωτικών δαπανών εξαιτίας των περιοριστικών μέτρων και της αύξησης της αποταμίευσης για λόγους πρόνοιας. Τα επόμενα δύο έτη η σταδιακή ανάκαμψη της αγοράς εργασίας θα συμβάλει στην αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης με σχετικά ήπιους ρυθμούς.

Οι συνολικές επενδύσεις εκτιμάται ότι σημείωσαν σημαντική πτώση το τρέχον έτος αντανακλώντας την πτώση των επιχειρηματικών επενδύσεων, ενώ οι επενδύσεις σε κατοικίες εκτιμάται ότι αυξήθηκαν. Κατά την περίοδο 2021-2022, η επενδυτική δαπάνη αναμένεται να ενισχυθεί, υποβοηθούμενη από τη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος, την αξιοποίηση των πόρων από το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης Next Generation EU (NGEU) και την επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων.

Επιπλέον, με την προοπτική της ομαλοποίησης των συνθηκών από το 2021 και την επιτάχυνση των επενδύσεων και των έργων υποδομής, αναμένεται η ανάπτυξη της οικοδομικής δραστηριότητας και η ανάδειξη νέων ευκαιριών στην αγορά τόσο των οικιστικών όσο και των επαγγελματικών ακινήτων.

Οι συνολικές εξαγωγές εκτιμάται ότι μειώθηκαν το 2020, αντανακλώντας την επίδραση της πανδημίας και των περιοριστικών μέτρων που έχουν ληφθεί σε παγκόσμιο επίπεδο στα έσοδα από τον τουρισμό. Οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών προβλέπεται να αυξηθούν με υψηλούς ρυθμούς το 2021, αλλά και το 2022, σε συνάρτηση με την ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης. Οι εισαγωγές αναμένεται να συμβαδίσουν με την εξέλιξη της εγχώριας ζήτησης και των εξαγωγών καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης.

Το 2020, αναμένεται να μειωθεί η απασχόληση και να ανακοπεί η αποκλιμάκωση της ανεργίας που καταγραφόταν τα τελευταία χρόνια. Η πανδημία του κορωνοϊού και τα μέτρα για τον περιορισμό της διασποράς του επηρεάζουν πιο έντονα την απασχόληση σε κάποιους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Εντούτοις, η συνέχιση των μέτρων στήριξης θα ενισχύσει την ανάπτυξη και τις επενδύσεις και θα βοηθήσει στη διατήρηση και στη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Η ανάκαμψη της οικονομίας με την καταγραφή υψηλών ρυθμών ανάπτυξης τα επόμενα δύο χρόνια και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των ετών που προηγήθηκαν αναμένεται να οδηγήσουν στη σταδιακή αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων και στην υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας.

Ο πληθωρισμός με βάση τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή εκτιμάται ότι θα παραμείνει σε αρνητικά επίπεδα το επόμενο διάστημα, κυρίως λόγω των χαμηλών τιμών του πετρελαίου στη διεθνή αγορά και των υπηρεσιών, ενώ θα καταγράψει θετικό, αν και χαμηλό, ρυθμό έως το 2022. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να κινηθεί σε επίπεδα κοντά σε εκείνα του γενικού δείκτη κατά την περίοδο 2020-2022.

Σύμφωνα με την αναθεωρημένη πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2020, σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας, αναμένεται να επιδεινωθεί έναντι της πρόβλεψης του Ιουνίου και να διαμορφωθεί σε έλλειμμα της τάξεως του 7,3% του ΑΕΠ, εξαιτίας της μεγαλύτερης μείωσης της οικονομικής δραστηριότητας και των επιπλέον δημοσιονομικών παρεμβάσεων.

Για το 2021, υπό την προϋπόθεση του περιορισμού της πανδημίας και της γρήγορης ανάκαμψης της οικονομίας, ο Προϋπολογισμός 2021 προβλέπει υποχώρηση του πρωτογενούς ελλείμματος σε 3,88% του ΑΕΠ. Η πρόβλεψη αυτή περιλαμβάνει την υλοποίηση μιας επεκτατικής δημοσιονομικής δέσμης παρεμβάσεων ύψους 4,3% του ΑΕΠ και την αξιοποίηση σε παραγωγικές επενδύσεις, εντός του 2021, ευρωπαϊκών κονδυλίων ύψους 3,9 δισεκ. ευρώ από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Το δημόσιο χρέος προβλέπεται να αυξηθεί σε 208,9% του ΑΕΠ το 2020 (από 180,5% του ΑΕΠ το 2019), ενώ το 2021 αναμένεται να αποκλιμακωθεί στο 199,6% του ΑΕΠ λόγω της εκτιμώμενης αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 5,6%.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η επίπτωση της πανδημίας στην οικονομική δραστηριότητα και τα συνακόλουθα μέτρα δημοσιονομικής επέκτασης αναμένεται να επιφέρουν μεσοπρόθεσμα μια προς τα άνω μετατόπιση τόσο της καμπύλης του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ όσο και της καμπύλης των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστού του ΑΕΠ σε σχέση με τις προ της πανδημίας εκτιμήσεις. Παρά την αυξημένη αβεβαιότητα σχετικά με την πορεία της οικονομίας και τα δημοσιονομικά μεγέθη την περίοδο 2020-2022, οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παραμένουν περιορισμένοι μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 2030, λόγω της σύνθεσης του χρέους που αποτελείται κατά 80% από δάνεια του επίσημου τομέα, αλλά και της ευνοϊκής διάρθρωσης των αποπληρωμών, όπως αυτή έχει διαμορφωθεί στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους. Κατ'επέκταση, η εκτιμώμενη αύξηση του λόγου του δημόσιου χρέους και των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών προς το ΑΕΠ δεν αναμένεται να υπονομεύσει τη μεσοπρόθεσμη βιωσιμότητα του χρέους, υπό την προϋπόθεση ότι οι δημοσιονομικές παρεμβάσεις για την αντιμετώπιση της πανδημίας είναι προσωρινού χαρακτήρα και η μακροοικονομική ισορροπία θα αποκατασταθεί σύντομα.

### **Οι προβλέψεις υπόκεινται σε αυξημένους κινδύνους που σχετίζονται με την εξέλιξη της πανδημίας**

Όσον αφορά τους κινδύνους που περιβάλλουν το βασικό σενάριο των προβλέψεων της Τράπεζας της Ελλάδος, ο μεγαλύτερος κίνδυνος σχετίζεται με την πρόσφατη αναζωπύρωση της πανδημίας του κορωνοϊού, η οποία τείνει να καθυστερήσει την επιστροφή στην κανονικότητα. Περαιτέρω κλιμάκωση της πανδημίας, που θα συνοδευόταν από παρατεταμένη διάρκεια των μέτρων περιορισμού της οικονομικής και κοινωνικής ζωής, δύναται να έχει πιο έντονες και επίμονες επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία και ιδιαίτερα στους κλάδους εκείνους που σχετίζονται με τις υπηρεσίες και κυρίως τον τουρισμό. Επιπλέον, μια αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων εξαιτίας της ύφεσης θα στερούσε πόρους από παραγωγικές επενδύσεις.

Οι κίνδυνοι από το εξωτερικό περιβάλλον συνδέονται κυρίως με την αβεβαιότητα ως προς τη διάρκεια και την ένταση της πανδημίας, με πιθανή μια βραδύτερη και πιο αδύναμη ανάκαμψη της παγκόσμιας και ευρωπαϊκής οικονομίας. Κίνδυνοι πηγάζουν επίσης από μια επιδείνωση των γεωπολιτικών εντάσεων στη νοτιοανατολική Μεσόγειο και ειδικότερα στις σχέσεις με την Τουρκία και από το ενδεχόμενο αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ χωρίς τη σύναψη συμφωνίας.

Αντίθετα, μια θετικότερη του αναμενομένου έκβαση θα μπορούσε να συνδεθεί με την παραγωγή αποτελεσματικών εμβολίων για τον κορωνοϊό και τη διάθεσή τους στο ευρύ κοινό στις αρχές το 2021. Επίσης, η ταχύτερη απορρόφηση και αποτελεσματικότερη αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU θα μπορούσε να δώσει μεγαλύτερη ώθηση στις αναπτυξιακές προοπτικές τις ελληνικής οικονομίας.

### 3 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

#### **Μεγάλη κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας και του παγκόσμιου εμπορίου το 2020 – Προβλέψεις για ασθενέστερη ανάκαμψη το 2021 εξαιτίας της μεγάλης αβεβαιότητας για την πορεία της πανδημίας**

Οι εκτιμήσεις για το ΑΕΠ του γ' τριμήνου επιβεβαιώνουν την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας από τον Ιούνιο και έπειτα, δηλ. μετά την άρση των περιορισμών στην κοινωνική και οικονομική δραστηριότητα. Η ανάκαμψη που παρατηρήθηκε το γ' τρίμηνο υπήρξε έντονη στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ, ενώ αναμένεται ότι στη συνέχεια θα είναι ασύμμετρη μεταξύ οικονομιών και μεταξύ οικονομικών περιοχών, με ορισμένες ευάλωτες αναδυόμενες οικονομίες να υστερούν.

Ωστόσο, η ραγδαία επιτάχυνση της εξάπλωσης του ιού μετά το καλοκαίρι οδήγησε τις κυβερνήσεις κάποιων κρατών (Ηνωμένο Βασίλειο, Γαλλία, Βέλγιο κ.λπ.) να επαναφέρουν εκτεταμένους περιορισμούς στην οικονομική και κοινωνική ζωή από τα τέλη Οκτωβρίου. Οι συνέπειες των μέτρων αυτών, σε συνδυασμό με τη διατήρηση αβεβαιοτήτων που συνδέονται με τα εκκρεμή ζητήματα του διεθνούς εμπορίου (σχέσεις ΗΠΑ-Κίνας και Ηνωμένου Βασιλείου με ΕΕ-27) και άλλα γεωπολιτικά θέματα, αναμένεται να οδηγήσουν σε εκ νέου εξασθένηση του ΑΕΠ το τελευταίο τρίμηνο του 2020.

Οι προβλέψεις του ΔΝΤ του Οκτωβρίου για το 2020 συνολικά εκτιμούν μικρότερη γενικά ύφεση σε σχέση με εκείνη που προβλεπόταν τον Ιούνιο και ισχυρή, αλλά ελαφρώς ασθενέστερη των προηγούμενων προβλέψεων, ανάκαμψη το 2021. Συγκεκριμένα, το παγκόσμιο ΑΕΠ θα υποχωρήσει κατά 4,4% το 2020, έναντι προηγούμενης πρόβλεψης -4,9%, κυρίως ως αποτέλεσμα της εκτιμώμενης μικρότερης ύφεσης στις προηγούμενες οικονομίες (-5,8% έναντι -8,0%). Παρά την προβλεπόμενη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας το 2021 κατά 5,2%, το επίπεδο του ΑΕΠ θα βρίσκεται μόλις 0,6% πάνω από εκείνο του 2019.

Σύμφωνα με νεότερες εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η πτώση του παγκόσμιου ΑΕΠ θα είναι οριακά μικρότερη από ό,τι προβλέπει το ΔΝΤ, -4,3% το 2020, όπως μικρότερος θα είναι και ο ρυθμός ανάκαμψης το 2021, 4,6%. Ωστόσο, ούτε το ΔΝΤ ούτε η Επιτροπή έχουν συμπεριλάβει στις εκτιμήσεις τους τις επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα του 2020 από το νέο κύμα γενικών απαγορεύσεων και περιορισμών του δ' τριμήνου λόγω της επιδείνωσης της πανδημίας. Τέλος, πιο πρόσφατες εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ (1 Δεκεμβρίου) προβλέπουν ακόμη πιο μικρή ύφεση για το 2020 (-4,2%) και πιο ήπια ανάκαμψη του ΑΕΠ το 2021 (4,2%).

Ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών αναμένεται να μειωθεί κατά 10,4% το 2020, ως συνέπεια της παγκόσμιας ύφεσης που προκάλεσε η διασπορά του κορωνοϊού και τα προληπτικά μέτρα αντιμετώπισής του. Οι τομείς που επλήγησαν περισσότερο και επέδρασαν στη διαμόρφωση της πορείας του διεθνούς εμπορίου ήταν ο τουρισμός και οι μεταφορές. Το εμπόριο αναμένεται να ανακάμψει, με αύξηση του όγκου συναλλαγών κατά 8,3% το 2021 σύμφωνα με το ΔΝΤ. Ωστόσο, τυχόν αρνητικές εξελίξεις σχετικά με τον περιορισμό της πανδημίας και την ανάκαμψη θα επιδράσουν αρνητικά στο εμπόριο.

Παρά τη διευκολυντική νομισματική πολιτική και τις διαταράξεις που παρατηρήθηκαν στις διεθνείς αλυσίδες αξίας, ο πληθωρισμός στις προηγούμενες οικονομίες υποχωρεί, ως αποτέλεσμα κυρίως της πτώσης των διεθνών τιμών των καυσίμων αλλά και της ασθενούς τελικής ζήτησης.



Στη ζώνη του ευρώ όλες οι οικονομίες αντιμετώπισαν ύφεση το 2020. Η βαθμιαία άρση των περιοριστικών μέτρων και τα εκτεταμένα μέτρα νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής οδήγησαν στην υψηλότερη ιστορικά ανάκαμψη του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του έτους κατά 12,5%, μετά την πρωτοφανή πτώση του κατά 11,7% το β' τρίμηνο.

Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2020), κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2020 θα ανακτηθεί το ήμισυ περίπου της απώλειας στο παραγόμενο προϊόν που σημειώθηκε το πρώτο εξάμηνο, ενώ για το σύνολο του 2020 το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά 7,3%. Η προσαρμογή του ΑΕΠ στα προ της κρίσης επίπεδα αναμένεται να είναι αργή και άνιση μεταξύ των οικονομιών, κυρίως ως απόρροια της ασύμμετρης εξέλιξης της υγειονομικής κρίσης και των διαφορών στις αρχικές οικονομικές συνθήκες, στην οικονομική βαρύτητα κλάδων άμεσα επηρεαζόμενων από την κοινωνική αποστασιοποίηση, καθώς και στα μέτρα πολιτικής. Το 2021 το ΑΕΠ προβλέπεται να αυξηθεί κατά 3,9%, λόγω της ανάκαμψης τόσο της εγχώριας όσο και της εξωτερικής ζήτησης.

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, μετρούμενος με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), σημείωσε σημαντική μείωση καθ' όλη τη διάρκεια του 2020. Η καθοδική πορεία του πληθωρισμού οφείλεται κυρίως στην πτώση της διεθνούς τιμής του πετρελαίου από την αρχή της πανδημίας, στην ανατίμηση του ευρώ, καθώς και στην ιστορική κάμψη της ζήτησης. Σύμφωνα με τις προβολές (βασικό σενάριο) των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2020), ο πληθωρισμός εκτιμάται σε 0,2% το 2020, έναντι 1,2% το 2019, ενώ αναμένεται να ανακάμψει στο 1,0% το 2021 ως αποτέλεσμα της αύξησης της τιμής του πετρελαίου από το δεύτερο εξάμηνο του 2020, της σταδιακής ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας και της συνακόλουθης αύξησης του μισθολογικού κόστους. Ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής προβλέπεται στο 0,7% το 2020 και στο 0,8% το 2021, έναντι 1,0% το 2019, αντανακλώντας κυρίως τη σχετικά υποτονική ζήτηση εξαιτίας της συνεχιζόμενης αβεβαιότητας για την πορεία της πανδημίας, καθώς και τη μείωση των έμμεσων φόρων σε ορισμένα κράτη-μέλη.

Παρά την προβλεπόμενη ανάκαμψη της ευρωπαϊκής και της παγκόσμιας οικονομίας για το 2021, οι κίνδυνοι παραμένουν αυξημένοι υπό συνθήκες υψηλής αβεβαιότητας σχετικά με την εξέλιξη της πανδημίας και το χρόνο διάθεσης του εμβολίου στο ευρύ κοινό. Η εμφάνιση του δεύτερου κύματος της πανδημίας έχει ήδη οδηγήσει πολλές μεγάλες οικονομίες σε νέο κύκλο εκτεταμένων περιοριστικών μέτρων. Η παρατεταμένη οικονομική ύφεση μπορεί να προκαλέσει μόνιμο κλείσιμο επιχειρήσεων και νέες απώλειες στην απασχόληση και το εισόδημα, ενώ οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες ενδέχεται να χειροτερεύσουν σε ορισμένες ευάλωτες οικονομίες, οδηγώντας σε νέες δημοσιονομικές και οικονομικές κρίσεις.

## 4 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

### Η ενιαία νομισματική πολιτική συνεχίζει να στηρίζει την ευρωπαϊκή οικονομία

Το Ευρωσύστημα υιοθέτησε ευρεία δέσμη μέτρων νομισματικής πολιτικής προκειμένου να προστατευθούν τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ έναντι των οικονομικών διαταραχών και του κλίματος αβεβαιότητας που δημιουργήσε η πανδημία. Τα εν λόγω μέτρα περιλάμβαναν μεταξύ άλλων: (α) τη διενέργεια πρόσθετων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (LTRO) με χαμηλότερο επιτόκιο από το μέχρι τότε εφαρμοζόμενο στις πράξεις αυτού του τύπου και στη συνέχεια (β) τη διεξαγωγή νέας σειράς πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (PELTRO), (γ) βελτιώσεις των όρων υπό τους οποίους πραγματοποιείται η τρίτη σειρά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III), (δ) αύξηση των αγορών τίτλων του προγράμματος Asset Purchase Programme – APP, (ε) διεξαγωγή έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP), (στ) διεύρυνση των περιουσιακών στοιχείων τα οποία γίνονται αποδεκτά ως εξασφαλίσεις, (ζ) μείωση κατά το 1/5 των περικοπών (haircut) που εφαρμόζονται από το Ευρωσύστημα στις αποτιμήσεις των ως άνω στοιχείων, (η) νέους κανόνες ώστε να δια-

τηρηθεί σε ικανοποιητικά επίπεδα η διαθεσιμότητα δυνητικών εξασφαλίσεων παρά τη γενικευμένη αναθεώρηση επί τα χείρω του αξιόχρεου των οικονομικών μονάδων λόγω της πανδημίας, (θ) σε συνεργασία με τις κυριότερες ξένες κεντρικές τράπεζες, βελτίωση των όρων υπό τους οποίους το Ευρωσύστημα χορηγεί στους αντισυμβαλλομένους του ρευστότητα σε δολάρια ΗΠΑ και (ι) δημιουργία της διευκόλυνσης EUREP για την παροχή ρευστών διαθεσίμων σε ευρώ προς κεντρικές τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ.

Σύμφωνα με τις καθοδηγητικές ενδείξεις (forward guidance) που δημοσιοποιεί το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, τα βασικά επιτόκια κατ' αρχήν δεν πρόκειται να μεταβληθούν –αν και υπογραμμίζεται ότι δεν είναι δυνατόν να αποκλειστούν περαιτέρω μειώσεις– μέχρις ότου οι προοπτικές του πληθωρισμού συγκλίνουν σθεναρά προς το μεσοπρόθεσμο στόχο του Ευρωσυστήματος για πληθωρισμό κοντά αλλά λίγο κάτω του 2%.

Οι αγορές τίτλων σε καθαρή βάση στο πλαίσιο του προγράμματος APP θα συνεχιστούν για όσο χρόνο χρειαστεί να συμπληρώνουν τη διευκολυντική δράση των πολύ χαμηλών βασικών επιτοκίων. Οι καθαρές αγορές θα μηδενιστούν λίγο πριν αρχίσουν να αυξάνονται τα βασικά επιτόκια. Η πολιτική επανεπένδυσης του προϊόντος της εξόφλησης χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος που έχουν αποκτηθεί μέσω του προγράμματος APP θα συνεχιστεί για μακρό χρονικό διάστημα, μάλιστα και μετά τη στιγμή οπότε θα αρχίσουν οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων.

Παρομοίως, το προϊόν της εξόφλησης των τίτλων οι οποίοι αγοράζονται στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος PEPP θα επανεπενδύεται τουλάχιστον μέχρι τα τέλη του 2023. Επιπλέον, το Ευρωσύστημα έχει δεσμευθεί η μελλοντική προοδευτική συρρίκνωση του χαρτοφυλακίου των εν λόγω τίτλων να πραγματοποιηθεί κατά τρόπο ώστε να μη δυσχεράνει τη διατήρηση κατάλληλης κατεύθυνσης εκ μέρους της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει τονίσει ότι βρίσκεται σε ετοιμότητα να προσαρμόσει κατάλληλα όλα τα μέσα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, εάν αυτό καταστεί αναγκαίο προκειμένου να προσεγγιστεί μεσοπρόθεσμα η σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ.

Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε κατά τη συνεδρίαση της 10ης Δεκεμβρίου: (α) αύξηση του συνολικού ποσού των καθαρών αγορών τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος PEPP κατά 500 δισεκ. ευρώ σε 1.850 δισεκ. ευρώ και παράταση της διάρκειας των εν λόγω αγορών τουλάχιστον μέχρι το τέλος Μαρτίου 2022, (β) περαιτέρω βελτιώσεις των όρων και διενέργεια τριών πρόσθετων πράξεων στη σειρά TLTRO-III εντός του 2021, (γ) επιμήκυνση μέχρι τα μέσα του 2022 της περιόδου εφαρμογής των μέτρων χαλάρωσης όσον αφορά τις αποδεκτές εξασφαλίσεις, μείωσης των περικοπών και περιορισμού των συνεπειών των υποβαθμίσεων αξιόχρεου για το εν λόγω σύνολο περιουσιακών στοιχείων και (δ) διεξαγωγή τεσσάρων πρόσθετων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης στη σειρά PELTRO κατά το έτος 2021.

Αξίζει να σημειωθεί ότι αυτή την περίοδο το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διεξάγει επανεξέταση της στρατηγικής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

## 5 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

### **Βελτίωση της ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών λόγω αύξησης των καταθέσεων και των μέτρων του Ευρωσυστήματος – Αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις**

Τα επιτόκια καταθέσεων (προθεσμίας και διάρκειας μίας ημέρας) που προσφέρονται στις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και στα νοικοκυριά υποχώρησαν κατά μέσο όρο το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2020 έναντι του προηγούμενου έτους. Την ίδια περίοδο, το κόστος δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων συνέχισε να υποχωρεί, ενώ ελαφρά χαμηλότερο ήταν και το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού των νοικοκυριών. Η διευκολυντική κα-

τεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, συμπεριλαμβανομένης της απόφασης για αποδοχή των ελληνικών κρατικών τίτλων ως εξασφαλίσεων στο πρόγραμμα REPP, επέτρεψε στις ελληνικές τράπεζες να υποκαταστήσουν χρηματοδοτικούς πόρους από τις αγορές χρήματος και κεφαλαίων με φθηνότερους πόρους. Παράλληλα, η ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών ενισχύθηκε από την αύξηση των καταθέσεων λιανικής, εξέλιξη στην οποία συνέβαλαν σε σημαντικό βαθμό τα κυβερνητικά μέτρα που ελήφθησαν για την αντιμετώπιση των οικονομικών επιπτώσεων της πανδημίας. Ωστόσο, οι αποπληθωριστικές πιέσεις που παρατηρούνται από τον Απρίλιο και μετά οδήγησαν σε άνοδο του πραγματικού κόστους τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών.

Οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 σημείωσαν σωρευτική αύξηση κατά 12,8 δισεκ. ευρώ ή 8,9% σε σχέση με το τέλος του 2019, παρά την υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας. Η άνοδος προήλθε κατά κύριο λόγο από τον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ), αντανakλώντας αποταμίευση για λόγους πρόνοιας έναντι μελλοντικών αναγκών, αυξημένο τραπεζικό δανεισμό και κρατικές ενισχύσεις περιλαμβανομένης της δυνατότητας αναβολής πληρωμών δανειακών και φορολογικών υποχρεώσεων. Άνοδο σημείωσαν και οι καταθέσεις των νοικοκυριών, που αποτελούν το 80% περίπου των καταθέσεων του εγχώριου ιδιωτικού τομέα, εξαιτίας της προληπτικής αποταμίευσης, της αναστολής καταναλωτικών δαπανών και των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης.

Το απόθεμα του νομίσματος σε κυκλοφορία στην Ελλάδα σταμάτησε να συρρικνώνεται όπως τα προηγούμενα έτη, καθώς οι καταθέσεις τραπεζογραμματίων σε τραπεζικούς λογαριασμούς υπερέβησαν μόνο οριακά τις αναλήψεις τραπεζογραμματίων. Η υψηλή αβεβαιότητα λόγω της πανδημίας ενίσχυσε τη ζήτηση μετρητών, ενώ ταυτόχρονα, εξαιτίας της κάμψης του τουρισμού, περιορίστηκαν δραστικά τα τραπεζογραμματία και κέρματα που εισέρρεαν τα προηγούμενα έτη στη χώρα από ξένους επισκέπτες.

Η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα αυξήθηκε το 2020 έναντι των προηγούμενων ετών. Οι τράπεζες αύξησαν τις πιστώσεις τους ιδίως προς τις μεγάλες και λιγότερο προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Ειδικότερα, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2020, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μεγάλες ΜΧΕ ανήλθε σε 9,1%, από 6,7% το δεκάμηνο του 2019. Όσον αφορά τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής της τραπεζικής χρηματοδότησης ανήλθε σε 1,2% το δεκάμηνο του 2020, έναντι -1,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2019.

Η ενδυνάμωση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις το 2020 αντανakλά την αυξημένη ζήτηση εξωτερικής χρηματοδότησης εκ μέρους των επιχειρήσεων δεδομένου του περιορισμού των εσόδων τους από πωλήσεις εξαιτίας της πανδημίας. Από την πλευρά της προσφοράς, η σημαντική επέκταση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διευκολύνθηκε μεταξύ άλλων από τα μέτρα που έλαβε το Ευρωσύστημα και τα οποία βελτίωσαν τους όρους χρηματοδότησης των τραπεζών, καθώς και από τα μέτρα που θέσπισε η ελληνική κυβέρνηση για ενίσχυση των προγραμμάτων κάλυψης τραπεζικών δανείων με εγγυήσεις και συγχρηματοδότηση τραπεζικών πιστώσεων.

Η παροχή τραπεζικών πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις ενισχύθηκε, ειδικά μετά τον Ιούνιο, από τα προγράμματα χρηματοδότησης μέσω της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας με εγγυήσεις (από το “Ταμείο Εγγυοδοσίας Επιχειρήσεων COVID-19”) και επιδότηση επιτοκίου (“ΤΕΠΙΧ ΙΙ”), καθώς και από τις χρηματοδοτήσεις της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων. Οι σωρευτικές εκταμιεύσεις δανείων που συνδέονται με τα χρηματοδοτικά εργαλεία του ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και, ιδίως από τον Ιούνιο του τρέχοντος έτους, της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας ανήλθαν το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2020 σε 5,1 δισεκ. ευρώ, ποσό που ισοδυναμούσε με το 42% της ακαθάριστης ροής νέων δανείων τακτής λήξης προς το σύνολο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων για το διάστημα αυτό. Σημαντικό μερίδιο των εν λόγω εκταμιεύσεων αφορούσε προγράμματα με προνομιακούς όρους υπέρ των δανει-

οληπτών (όσον αφορά το επιτόκιο δανεισμού ή τις απαιτούμενες εξασφαλίσεις), τα οποία συνιστούν μέρος των έκτακτων μέτρων στήριξης της ρευστότητας των επιχειρήσεων που επλήγησαν από την πανδημία.

Από την άλλη πλευρά, η πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών σε σχέση με τον τομέα των νοικοκυριών παρέμεινε αρνητική. Συγκεκριμένα, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά κατά τους πρώτους δέκα μήνες του 2020 έφθασε κατά μέσο όρο το -2,7%. Η συρρίκνωση του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά συνδέεται με την επιδείνωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης και τις εκτιμήσεις για άνοδο της ανεργίας, την περιστολή των καταναλωτικών δαπανών και την αύξηση της οικονομικής αβεβαιότητας.

Οι τράπεζες αναμένεται να συνεχίσουν να δίνουν προτεραιότητα στην παροχή δανείων προς τις επιχειρήσεις, στο εγγύς μέλλον για ανάγκες κεφαλαίων κίνησης και πιο μεσοπρόθεσμα για επενδυτικούς σκοπούς, καθώς η οικονομία θα ανακάμπτει. Σημαντικό περιοριστικό παράγοντα για την προσφορά πιστώσεων εκ μέρους των τραπεζών συνεχίζει να αποτελεί η προοπτική της δημιουργίας νέων μη εξυπηρετούμενων δανείων λόγω της ύφεσης. Η ενίσχυση της τραπεζικής χρηματοδότησης αναμένεται ότι θα συνεχίσει να στηρίζεται στα προγράμματα της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων, στο βαθμό που αυτά θα επεκταθούν χρονικά, και, από το 2021, έμμεσα στην επίδραση από τη διοχέτευση στην ελληνική οικονομία των κονδυλίων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU.

#### **Τραπεζικό σύστημα: κερδοφορία, κεφαλαιακή επάρκεια, μη εξυπηρετούμενα δάνεια**

Το πρώτο εννεάμηνο του 2020 οι κύριοι παράγοντες που διαμόρφωσαν τα χρηματοοικονομικά μεγέθη των τραπεζών ήταν η καταγραφή σημαντικού ύψους μη επαναλαμβανόμενων εσόδων, η αύξηση των προβλέψεων έναντι δανείων, η διατήρηση της κεφαλαιακής επάρκειας σε ικανοποιητικό επίπεδο και η μικρή αποκλιμάκωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) λόγω των μέτρων ένταξης πελατών σε καθεστώς αναστολής καταβολής δόσεων, αλλά και της αξιοποίησης του μηχανισμού παροχής κρατικής εγγύησης σε τιτλοποιήσεις δανείων πιστωτικών ιδρυμάτων (γνωστού με την ονομασία “Ηρακλής”). Το 2021 είναι εξαιρετικά πιθανό ότι οι τράπεζες θα δεχθούν πιέσεις σε όλα τα ανωτέρω μεγέθη, αν και η επίπτωση δεν μπορεί ακόμη να ποσοτικοποιηθεί με ακρίβεια, καθώς δεν είναι ακόμη σαφές πώς θα επηρεάσει η πανδημία την ποιότητα του ενεργητικού των τραπεζών.

#### **Καταγραφή ζημιών το πρώτο εννεάμηνο του 2020**

Όσον αφορά τα μεγέθη κερδοφορίας, το πρώτο εννεάμηνο του 2020, οι τράπεζες εμφάνισαν σημαντική άνοδο των λειτουργικών τους εσόδων σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019, η οποία προήλθε (α) από την αύξηση των καθαρών εσόδων από προμήθειες και κυρίως από (β) τα μη επαναλαμβανόμενα έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις. Οριακή μείωση παρατηρήθηκε στα καθαρά έσοδα από τόκους, κυρίως λόγω της μείωσης του υπολοίπου των δανείων και της περαιτέρω υποχώρησης των επιτοκιακών περιθωρίων, που υπεραντιστάθμισαν τη θετική για τα έσοδα επίδραση του περιορισμού του κόστους άντλησης ρευστότητας. Υποχώρηση εμφάνισαν τα λειτουργικά έξοδα, κυρίως λόγω της περαιτέρω συρρίκνωσης του προσωπικού και του δικτύου υποκαταστημάτων και της συνακόλουθης μείωσης των σχετικών δαπανών. Λαμβάνοντας υπόψη την αύξηση των προβλέψεων για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου, λόγω της επίπτωσης της πανδημίας, και της ζημίας συνεπεία της πώλησης μεγάλου όγκου ΜΕΔ μιας συστημικής τράπεζας, το αποτέλεσμα μετά από φόρους ήταν ζημιογόνο.

#### **Ικανοποιητική κεφαλαιακή επάρκεια, αλλά η πρόκληση της υψηλής αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης παραμένει**

Αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια, τόσο ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών της κατηγορίας 1 (Common Equity Tier 1 – CET1) όσο και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε ενοποιημένη βάση παρέμειναν στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2020 σε ικανοποιητικό επίπεδο (14,6%



και 16,3% αντίστοιχα). Ενσωματώνοντας την πλήρη επίδραση του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9), ο δείκτης CET1 διαμορφώθηκε σε 12,1% και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 13,9%.

Θετική συμβολή στην προσπάθεια των τραπεζών να απορροφήσουν τις επιπτώσεις από την πανδημία έχουν η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής από το Ευρωσύστημα και τα μέτρα στήριξης που έχουν λάβει η Ευρωπαϊκή Ένωση, η κυβέρνηση και οι εποπτικές αρχές.

Ενδεικτικά, τόσο η ΕΚΤ όσο και η Τράπεζα της Ελλάδος επέτρεψαν στις τράπεζες να λειτουργήσουν προσωρινά κάτω από τα όρια της κεφαλαιακής κατεύθυνσης του Πυλώνα 2 (Pillar 2 Guidance) και του αποθέματος ασφαλείας διατήρησης κεφαλαίου (capital conservation buffer – CCB) προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις προκλήσεις της πανδημίας. Επιπρόσθετα, η Τράπεζα της Ελλάδος διατήρησε σταθερό το κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας των λοιπών συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων. Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι (α) οι τράπεζες μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα διαθέσιμα κεφάλαια που προκύπτουν μετά τα μέτρα αυτά για την απορρόφηση ζημιών που θα δημιουργηθούν λόγω της κρίσης, αλλά και για τη χρηματοδότηση νέων δανείων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, (β) τα μέτρα είναι προσωρινού χαρακτήρα και θα αρθούν σταδιακά μετά την επιστροφή στην κανονικότητα, αλλά όχι πριν από το τέλος του 2022. Ήδη η ΕΚΤ ζητά ακριβή προσδιορισμό των μη εξυπηρετούμενων δανείων που θα προκύψουν μετά την άρση των προσωρινών αναστολών καταβολής δόσεων.

Πρέπει πάντως να επισημανθεί ότι πάνω από το ήμισυ των κεφαλαίων των τραπεζών αντιστοιχεί σε αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση από το Ελληνικό Δημόσιο. Αυτό το γεγονός χρήζει αντιμετώπισης, ιδίως αν ληφθεί υπόψη ότι το ποσοστό που αντιπροσωπεύει η αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση στα συνολικά κεφάλαια των τραπεζών εκτιμάται ότι θα αυξηθεί στο πλαίσιο της παρούσας στρατηγικής για τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

#### ***Υποχώρηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων το 2020 – Αναμένεται όμως νέα εισροή μη εξυπηρετούμενων δανείων λόγω της πανδημίας***

Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (ΜΕΔ) ανήλθαν, σε ατομική βάση, στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2020 σε 58,7 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά 9,8 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου του 2019 και κατά περίπου 48,5 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου του 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ. Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΔ κατά τη διάρκεια του 2020 οφείλεται κυρίως σε πωλήσεις δανείων ύψους 6,8 δισεκ. ευρώ και σε διαγραφές ύψους 1,7 δισεκ. ευρώ και πολύ λιγότερο σε εισπράξεις μέσω ενεργητικής διαχείρισης (δηλαδή μέσω αναδιαρθρώσεων/ρυθμίσεων δανείων, είσπραξης καθυστερούμενων οφειλών, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων κ.λπ.). Επισημαίνεται ότι η υπαγωγή μεγάλου μέρους των ενήμερων δανείων σε καθεστώς προσωρινής αναστολής καταβολής δόσεων μέχρι τα τέλη Δεκεμβρίου του 2020 συγκράτησε την εισροή νέων ΜΕΔ. Σημειώνεται πάντως ότι το μη εξυπηρετούμενο ιδιωτικό χρέος παραμένει πολύ υψηλό, ανεξαρτήτως αν τα ΜΕΔ των τραπεζών έχουν μειωθεί λόγω των μεταβιβάσεων σε φορείς εκτός τραπεζικού συστήματος.

Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων παρέμεινε υψηλός (35,8%) το Σεπτέμβριο του 2020. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, στο τέλος Ιουνίου του 2020, ο αντίστοιχος δείκτης ανήλθε σε 2,9% (όσο και το αντίστοιχο μέγεθος για τις τράπεζες που εποπτεύονται από τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό). Ως προς τις επιμέρους κατηγορίες χαρτοφυλακίων, ο δείκτης ΜΕΔ διαμορφώθηκε σε 39,5% για το στεγαστικό, 47,4% για το καταναλωτικό και 32,2% για το επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο. Όσον αφορά τη διάρθρωση των ΜΕΔ σε απόλυτα μεγέθη, το 54% αφορά επιχειρηματικά δάνεια, το 35% στεγαστικά και το 11% καταναλωτικά δάνεια. Επίσης, το 51,6% του υπολοίπου αφορά δανειακές συμβάσεις που έχουν ήδη καταγγελθεί από τις τράπεζες, το 27,1% δάνεια αβέβαιης είσπραξης (“unlikely to pay”) και το 21,3% δάνεια σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών τα οποία δεν έχουν ακόμη καταγγελθεί. Ο δείκτης κάλυψης των ΜΕΔ από συσσωρευμένες προβλέψεις παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος σε 43,8%.

Εντός του 2020 υλοποιήθηκαν σημαντικές μεταρρυθμίσεις με σκοπό την επίλυση του προβλήματος των ΜΕΔ. Αυτές αφορούν την πραγματοποίηση τιτλοποιήσεων μη εξυπηρετούμενων δανείων με ενεργοποίηση του μηχανισμού “Ηρακλής” και την ψήφιση του νόμου 4738/2020 που βελτιώνει πολλές πτυχές του πτωχευτικού δικαίου. Καθώς όμως, ακόμη και μετά τις ενέργειες αυτές, τα ΜΕΔ θα παραμείνουν σε υψηλό επίπεδο και δεδομένου ότι αναμένεται να υπάρξει νέα εισροή ΜΕΔ λόγω της πανδημίας, είναι απαραίτητο να εφαρμοστούν και άλλες, συμπληρωματικές του “Ηρακλή”, λύσεις.

Στην κατεύθυνση αυτή, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει υποβάλει στην κυβέρνηση πρόταση για τη δημιουργία μιας εταιρίας διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού, η οποία θα αναλάβει τη διαχείριση ενός σημαντικού ποσοστού ΜΕΔ, ενώ παράλληλα η πρόταση προβλέπει και την αντιμετώπιση του ζητήματος της αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης (DTC). Μία συνολική και άμεση παρέμβαση στο πρόβλημα των ΜΕΔ θα απεμπλέξει τις τράπεζες από την κοστοβόρα και χρονοβόρα διαχείρισή τους, θα διαμορφώσει ευνοϊκές συνθήκες για την επίτευξη διατηρήσιμης οργανικής κερδοφορίας και θα τους δώσει τη δυνατότητα να αξιοποιήσουν πιο αποτελεσματικά στην κατεύθυνση της πιστοδότησης της οικονομίας τα διευκολυντικά μέτρα που έχουν ληφθεί στο πλαίσιο της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και τα μέτρα ενίσχυσης ρευστότητας που έχει υιοθετήσει η Πολιτεία. Θα έχει επίσης σειρά άλλων ευεργετικών επιδράσεων, όπως η ουσιαστική βελτίωση της επενδυσιμότητας των ελληνικών τραπεζών, καθώς και της πιστοληπτικής διαβάθμισης της Ελλάδος.

## 6 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

Η πανδημία του κορωνοϊού έχει επιτείνει σημαντικά κάποια από τα προβλήματα που αντιμετώπιζε η Ελλάδα μετά τη δεκαετή κρίση χρέους. Συγκεκριμένα, παρατηρείται μεγάλη κάμψη του ΑΕΠ, αποπληθωρισμός, αναβολή επενδυτικών αποφάσεων, ανακοπή της πτωτικής πορείας της ανεργίας, ενώ προβλέπεται ότι θα δημιουργηθεί μια νέα γενιά μη εξυπηρετούμενων δανείων τα οποία θα αυξήσουν το ήδη υψηλό απόθεμα. Τα αναγκαία δημοσιονομικά μέτρα στήριξης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών επιδεινώνουν τη δημοσιονομική θέση της χώρας και αυξάνουν τον ήδη υψηλό λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ.

Τα παραπάνω προβλήματα προστίθενται σε αυτά που ήδη αντιμετώπιζε η ελληνική οικονομία πριν από την πανδημία, δηλαδή στη χαμηλή διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της χώρας και τη χαμηλή αποτελεσματικότητα του δημόσιου τομέα, παρά την πρόσφατη βελτίωση της θέσης της Ελλάδος στην κατάταξη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του Ινστιτούτου IMD. Σύμφωνα με το IMD, οι σημαντικότερες προκλήσεις οι οποίες πρέπει να απαντηθούν προκειμένου να βελτιωθεί η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της χώρας είναι η διεύρυνση της παραγωγικής βάσης μέσω αύξησης των επενδύσεων, η βελτίωση της πρόσβασης των επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση, καθώς και η υιοθέτηση ενός περισσότερο φιλικού προς την ανάπτυξη φορολογικού μίγματος. Επιπλέον, παρά την πρόοδο που έχει συντελεστεί την περίοδο της πανδημίας, παραμένει αργός ο ψηφιακός μετασχηματισμός της οικονομίας λαμβάνοντας υπόψη τις επιδόσεις της χώρας στο δείκτη DESI της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Διαχρονικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας εξακολουθούν να αποτελούν το υψηλό επίπεδο φοροδιαφυγής και η προβλεπόμενη δημογραφική επιδείνωση λόγω της γήρανσης του πληθυσμού. Παράλληλα, η επερχόμενη κλιματική αλλαγή αναδεικνύει ως νέα πρόκληση τη μετάβαση της οικονομίας σε πιο καθαρές μορφές ενέργειας.

## 7 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ ΤΗΣ ΥΦΕΣΗΣ ΚΑΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΤΑΧΥΝΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

### **Τα μέτρα στήριξης της ευρωπαϊκής οικονομίας θα πρέπει να συνεχιστούν**

Η πανδημία οδήγησε την παγκόσμια οικονομία σε ύφεση και διαμόρφωσε διεθνώς ένα περιβάλλον ακραίας αβεβαιότητας. Ως εκ τούτου, η διενέργεια προβλέψεων για τα βασικά μακροοικονομικά και

δημοσιονομικά μεγέθη κατέστη ιδιαίτερα δυσχερής. Η έκταση και η διάρκεια της ύφεσης δεν μπορούν να προβλεφθούν με ασφάλεια σε καμία οικονομία. Στο πλαίσιο αυτό, οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις και οι ευρωπαϊκοί θεσμοί επέδειξαν μια αξιοσημείωτη αλλαγή στη συμπεριφορά και την αντίδρασή τους σε σχέση με προηγούμενες καταστάσεις. Αξιοποιώντας την εμπειρία από προηγούμενες κρίσεις, όπως η κρίση χρέους, οι ευρωπαϊκές αρχές αντέδρασαν άμεσα, αποφασιστικά και αποτελεσματικά για να στηρίξουν την ευρωπαϊκή οικονομία και να παράσχουν χρόνο στην ιατρική-επιστημονική κοινότητα ώστε να αναπτύξει κατάλληλη θεραπεία και εμβόλιο κατά του κορωνοϊού.

Η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική σε συνδυασμό με τη διευκολυντική ενιαία νομισματική πολιτική στήριξαν την ευρωπαϊκή και την ελληνική οικονομία, μετριάζοντας τις αρνητικές επιπτώσεις της πανδημίας στην οικονομική δραστηριότητα. Η πρώτη αντίδραση ήρθε από την πλευρά της ΕΚΤ, η οποία εξασφάλισε την απαραίτητη ρευστότητα στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ με προεξάρχουσα δράση την υιοθέτηση του έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (PEPP). Επίσης, η χορήγηση παρέκκλισης (waiver) από τα κριτήρια αποδοχής κρατικών ομολόγων ως εξασφαλίσεων στις πράξεις αναχρηματοδότησης των τραπεζών και κυρίως η συμπερίληψη των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα PEPP συνέβαλαν καταλυτικά στη δραστηκή μείωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων και του κόστους δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου. Η δε χαλάρωση των εποπτικών κανόνων για τις τράπεζες σε συνδυασμό με εθνικές πρωτοβουλίες παροχής κρατικών εγγυήσεων ή επιδότησης δόσεων δανείων επιτρέπουν σημαντική αύξηση της πιστωτικής επέκτασης και βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας.

Η προσωρινή χαλάρωση των κανόνων του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης και του θεσμικού πλαισίου περί κρατικών ενισχύσεων καθώς και το ευρωπαϊκό πακέτο βοήθειας του Απριλίου του 2020, συνολικού ύψους 540 δισεκ. ευρώ, επέτρεψαν στα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ να στηρίξουν την παραγωγή και την απασχόληση. Ωστόσο, η κυρίαρχη δράση της πολιτικής της ΕΕ απέναντι στην πανδημία είναι η δημιουργία του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης Next Generation EU (NGEU), το οποίο θα χρηματοδοτήσει αναπτυξιακές πρωτοβουλίες την περίοδο 2021-2026 αξίας 750 δισεκ. ευρώ σε σταθερές τιμές του 2018. Για τη χρηματοδότηση του NGEU προβλέπεται η έκδοση αμοιβαίου χρέους σε επίπεδο ΕΕ, το οποίο θα αποπληρωθεί μεταξύ 2028 και 2058.

Τα μέτρα στήριξης της ευρωπαϊκής οικονομίας θα πρέπει να συνεχιστούν, καθώς μια πρόωρη απόσυρσή τους θα μπορούσε να καθυστερήσει την ανάκαμψη οδηγώντας σε απότομη αύξηση των πτωχεύσεων, των μη εξυπηρετούμενων δανείων και της διαρθρωτικής ανεργίας και σε μείωση των επενδύσεων και της παραγωγικότητας της εργασίας. Μια τέτοια αρνητική εξέλιξη θα οδηγούσε σε στασιμότητα και αποπληθωρισμό στην Ευρώπη. Συνεπώς, ο συνδυασμός επεκτατικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής θα πρέπει να συνεχιστεί μέχρις ότου η ανάκαμψη τεθεί σε στέρεη τροχιά και ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη προσεγγίσει επίπεδα κοντά αλλά κάτω από το 2% σε σταθερή και βιώσιμη βάση.

Επιπλέον, η δημιουργία του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU δεν θα πρέπει να είναι μια εφάπαξ πολιτική, αλλά θα πρέπει να μετεξελιχθεί σε ένα μόνιμο δημοσιονομικό εργαλείο μακροοικονομικής σταθεροποίησης με έκδοση ασφαλών ομολόγων. Οι παραπάνω πολιτικές θα πρέπει να συμπληρωθούν με τη δημιουργία της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και την ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης, καθώς και από ένα πιο ευέλικτο ευρωπαϊκό πλαίσιο διαχείρισης κρίσεων στο χώρο των τραπεζών, κυρίως με προσαρμογή του σχετικού νομοθετικού πλαισίου (Οδηγία για την ανάκαμψη και την εξυγίανση τραπεζών –BRRD– και κανόνες περί κρατικών ενισχύσεων), δεδομένου ότι η πανδημία αναμένεται να επηρεάσει σημαντικά την ποιότητα του ενεργητικού των τραπεζών.

### **Κορυφαία προτεραιότητα η διασφάλιση της δημόσιας υγείας και ο περιορισμός των επιπτώσεων της πανδημίας**

Προκειμένου να αντιμετωπιστεί το δεύτερο κύμα της πανδημίας και οι επιπτώσεις του στην ελληνική οικονομία και κοινωνία, απαιτείται συνδυασμός δράσεων σε βραχυπρόθεσμο και μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.

Βραχυπρόθεσμα:

- Η διασφάλιση της δημόσιας υγείας αποτελεί απόλυτη προτεραιότητα. Για το σκοπό αυτό, είναι αναγκαία η πιστή τήρηση των γενικευμένων ή/και τοπικών περιοριστικών μέτρων όποτε αυτά κριθούν αναγκαία. Επιπλέον, απαιτείται (α) συνεχής ενίσχυση του δημόσιου συστήματος υγείας προκειμένου να αντιμετωπιστεί το δεύτερο κύμα της πανδημίας κατά τη διάρκεια του χειμώνα, (β) περαιτέρω στήριξη του εκπαιδευτικού συστήματος για να παρέχει εξ αποστάσεως εκπαίδευση σε όλες τις βαθμίδες, (γ) βελτίωση των υποδομών και ενίσχυση του ανθρώπινου δυναμικού των μέσων μαζικής μεταφοράς, καθώς και (δ) αύξηση του ποσοστού των εργαζομένων που θα πρέπει να εργάζονται εξ αποστάσεως στο Δημόσιο και σε όλους τους κλάδους και δραστηριότητες όπου αυτό είναι εφικτό.
- Πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στις αυξανόμενες ανισότητες και στην προστασία των πιο ευάλωτων ομάδων. Για το σκοπό αυτό απαιτούνται στοχευμένες παρεμβάσεις, όπως η ενίσχυση του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος και η διασύνδεση με κοινωνικές υπηρεσίες και υπηρεσίες ενεργοποίησης που στοχεύουν στην ένταξη ή επανένταξη των δικαιούχων στην αγορά εργασίας.
- Πρέπει να συνεχιστεί η στήριξη της επιχειρηματικότητας και της απασχόλησης μέσω κρατικών παρεμβάσεων (δάνεια, εγγυήσεις, επιχορηγήσεις, ρυθμίσεις οφειλών με ευνοϊκούς όρους), οι οποίες λειτουργούν υποστηρικτικά στην ταχεία επανεκκίνηση της οικονομίας.

#### **Μεσοπρόθεσμα απαιτούνται η αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης, η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων, καθώς και η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας**

Μεσοπρόθεσμα, για την επαναφορά της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, είναι απαραίτητο να συνεχιστούν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και να αυξηθούν οι επενδύσεις. Κάτι τέτοιο θα διευκολύνει τη μετάβαση σε ένα βιώσιμο πρότυπο οικονομικής ανάπτυξης, το οποίο θα επιταχύνει τον ψηφιακό μετασχηματισμό, θα ενσωματώνει τις αρχές της πράσινης και κυκλικής οικονομίας και θα εδράζεται στη συνεχή επένδυση σε ανθρώπινο κεφάλαιο. Για το σκοπό αυτό θεωρείται κρίσιμη η έγκαιρη και αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU για την περίοδο 2021-2026, συνολικού ύψους 32 δισεκ. ευρώ σε σταθερές τιμές 2018 για την Ελλάδα, εκ των οποίων 19,3 δισεκ. ευρώ αφορούν επιχορηγήσεις και 12,7 δισεκ. ευρώ δάνεια. Η στόχευση των διαθέσιμων πόρων θα πρέπει να είναι στην υλοποίηση αναπτυξιακών δράσεων υψηλής προστιθέμενης αξίας που θα αφορούν την εξοικονόμηση ενέργειας, τη μετάβαση στην πράσινη ενέργεια, τον ψηφιακό μετασχηματισμό του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, αλλά και την ενίσχυση του τομέα της υγείας. Έμφαση θα πρέπει επίσης να δοθεί στην ενίσχυση των πλέον δυναμικών κλάδων και επιχειρήσεων στη μεταποίηση, δηλαδή των επιχειρήσεων που υποκαθιστούν εισαγωγές και των επιχειρήσεων που προωθούν εξαγωγές, των επιχειρήσεων με υψηλή εγχώρια προστιθέμενη αξία και των επιχειρήσεων και κλάδων που ήδη έχουν υψηλή συμμετοχή στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας. Επιπλέον, σημαντικά κονδύλια θα πρέπει να κατευθυνθούν στην εκπαίδευση, καθώς μια αύξηση της δαπάνης για την εκπαίδευση με στόχο τη διεύρυνση και βάθυνση των δεξιοτήτων του ανθρώπινου κεφαλαίου αναμένεται να έχει σημαντικές πολλαπλασιαστικές επιδράσεις στο ελληνικό ΑΕΠ και την απασχόληση και να ενισχύσει τη διαδικασία του ψηφιακού μετασχηματισμού της ελληνικής οικονομίας.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος που παρουσιάζονται στην παρούσα έκθεση, τα κονδύλια του NGEU θα αυξήσουν το πραγματικό ΑΕΠ κατά 2,3% κατά μέσο όρο ετησίως την περίοδο 2021-2026, πρωτίστως λόγω της αύξησης των συνολικών επενδύσεων. Οι εκτιμήσεις αυτές θα μπορούσαν να αποδειχθούν συντηρητικές, καθώς δεν λαμβάνεται υπόψη ότι η δημοσιονομική τόνωση μέσω αύξησης των επενδύσεων είναι πιο αποτελεσματική σε περιόδους βαθιάς ύφεσης, αλλά και το γεγονός ότι η εφαρμογή του NGEU από τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες θα έχει έμμεσες θετικές επιδράσεις στο ΑΕΠ μέσω των εξαγωγών.



Παράλληλα, οι πόροι του NGEU, μέσω της αύξησης των επενδύσεων και της βελτίωσης του παραγωγικού δυναμικού της οικονομίας, αναμένεται να οδηγήσουν σε υψηλότερη δυναμική ανάπτυξη την επόμενη δεκαετία κατά 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας κατά μέσο όρο ετησίως σε σύγκριση με το σενάριο βάσης χωρίς το NGEU. Επιπλέον, δεδομένου ότι οι επενδύσεις αυτές θα είναι παραγωγικές και εστιασμένες σε νέες τεχνολογίες (όπως πράσινες και ψηφιακές) και έργα υποδομών με υψηλές αποδόσεις και θετικές εξωτερικότητες, η δυναμική ανάπτυξη αναμένεται να ενισχυθεί περαιτέρω μέσω της αύξησης της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής.

Απαραίτητες προϋποθέσεις για την αξιοποίηση των κονδυλίων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης είναι ο καλός και αποτελεσματικός σχεδιασμός και συντονισμός των δράσεων, η αποτελεσματικότητα της δημόσιας διοίκησης, αλλά και η αξιοποίηση οικονομιών κλίμακας από τη συμμετοχή ελληνικών και ξένων μεγάλων επιχειρήσεων οι οποίες χαρακτηρίζονται από υψηλή εξωστρέφεια και διοικητική και χρηματοοικονομική τεχνογνωσία. Για το σκοπό αυτό δημοσιεύθηκε το προκαταρκτικό Ελληνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, το οποίο αξιοποιεί το μεσοπρόθεσμο σχέδιο ανάπτυξης της Επιτροπής Πισσαρίδη. Οι προτεινόμενες παρεμβάσεις του Σχεδίου συνάδουν με αντίστοιχες προτάσεις πολιτικής της Τράπεζας της Ελλάδος, όπως έχουν δημοσιευθεί στις περιοδικές της εκθέσεις.

Στην αγορά εργασίας, η επιστροφή στην προ πανδημίας κατάσταση θα είναι μια επίπονη διαδικασία, καθώς θα χρειαστούν επιπρόσθετες ενεργητικές πολιτικές υποβοήθησης της απασχόλησης – ιδιαίτερα στους κλάδους που επηρεάστηκαν περισσότερο. Η συνέχιση των μέτρων στήριξης, όπως το πρόγραμμα “ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ”, τα προγράμματα ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης του ΟΑΕΔ και το πρόγραμμα των 100.000 επιδοτούμενων θέσεων εργασίας, η μείωση των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης, καθώς και η αξιοποίηση των 2,7 δισεκ. ευρώ του προγράμματος SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των κονδυλίων του NGEU, θα ενισχύσουν την ανάπτυξη και τις επενδύσεις και θα βοηθήσουν στη διατήρηση και στη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας.

Επίσης, για την ενθάρρυνση της συμμετοχής των γυναικών στην αγορά εργασίας είναι απαραίτητο να αντιμετωπιστούν οι ανάγκες για τη φροντίδα ασθενών, ηλικιωμένων και παιδιών που προκύπτουν από την παρούσα υγειονομική κρίση, προκειμένου οι γυναίκες να επανέλθουν ευκολότερα στην αγορά εργασίας. Παράλληλα, θα πρέπει να συνεχιστούν η καταπολέμηση της αδήλωτης εργασίας και η παροχή κινήτρων για ένταξη στην αγορά εργασίας των ευάλωτων ομάδων (γυναίκες, νέοι, μακροχρόνια άνεργοι), ώστε να επιτευχθεί μεσοπρόθεσμα η μείωση του ποσοστού ανεργίας και η σύγκλισή του με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Σε μια οικονομία με υψηλό δημόσιο χρέος και περιορισμένο δημοσιονομικό χώρο, όπως η ελληνική, η δημοσιονομική επέκταση θα πρέπει να παραμείνει στοχευμένη και προσωρινού χαρακτήρα, ώστε να διαφυλαχθεί η βιωσιμότητα του χρέους και να μην κινδυνεύσει να μετατραπεί η πανδημική κρίση σε μια κρίση χρέους. Επιπλέον, το ταμειακό απόθεμα ασφαλείας θα πρέπει να διατηρηθεί σε υψηλά επίπεδα, καθώς συμβάλλει στη διατήρηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και κατά συνέπεια στον περιορισμό του κινδύνου αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους.

Μετά την πανδημία, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει και πάλι να εστιάσει στη σταδιακή μείωση των ελλειμμάτων και στην επίτευξη δημοσιονομικής ισορροπίας, ώστε να εξασφαλιστεί η μακροχρόνια βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Η διαδικασία απόσυρσης της κρατικής στήριξης θα πρέπει να συντονιστεί με τη σταδιακή επιστροφή σε θετικούς και ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης, ώστε να μετριαστεί ο κίνδυνος εγκλωβισμού σε μια κατάσταση μακροχρόνιας οικονομικής στασιμότητας με διαρκείς αποπληθωριστικές πιέσεις.

Παρά την ανάγκη δημοσιονομικής σταθεροποίησης που θα προκύψει τα επόμενα χρόνια, η δημοσιονομική πολιτική, εφόσον υιοθετηθεί το κατάλληλο μίγμα, θα μπορεί και πάλι να υποβοηθή

την ανάπτυξη. Για παράδειγμα, μια περαιτέρω μείωση των φορολογικών συντελεστών και των ασφαλιστικών εισφορών θα στηρίξει την εργασία και την οικονομική ανάπτυξη και θα λειτουργήσει ως κίνητρο για μείωση της φοροδιαφυγής και της αδήλωτης εργασίας. Επιπλέον, δεδομένου του μεγάλου επενδυτικού κενού στην ελληνική οικονομία, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να έχει ισχυρό επενδυτικό προσανατολισμό, με αύξηση φιλικών προς την ανάπτυξη δημόσιων δαπανών, οι οποίες συμβάλλουν και στην αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων με σημαντικά και διατηρήσιμα αναπτυξιακά αποτελέσματα.

Παρά τις σημαντικές θεσμικές αλλαγές, όπως η ενεργοποίηση του μηχανισμού “Ηρακλής” και η αναμόρφωση του πτωχευτικού δικαίου, και τη σημαντική αποκλιμάκωση του αποθέματος των ΜΕΔ που έχει ήδη επιτευχθεί, τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια συνεχίζουν να αποτελούν μείζον πρόβλημα, το οποίο μάλιστα αναμένεται να ενταθεί όταν αρθούν τα μέτρα στήριξης που υιοθετήθηκαν λόγω της πανδημίας. Για το λόγο αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος προτείνει τη ριζικότερη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων με τη δημιουργία εταιρίας διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού. Παράλληλα, η εν λόγω πρόταση αντιμετωπίζει και το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος της κεφαλαιακής βάσης του ελληνικού τραπεζικού τομέα αποτελεί η αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση.

\*\*\*

Η πανδημία του κορωνοϊού έχει οδηγήσει σε βαθιά ύφεση την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία. Τα συντονισμένα έκτακτα νομισματικά, δημοσιονομικά και εποπτικά μέτρα στήριξης που έχουν ληφθεί από τις ευρωπαϊκές κυβερνήσεις και τους ευρωπαϊκούς θεσμούς έχουν περιορίσει σε ένα βαθμό την έκταση της ύφεσης.

Η πρόσφατη αναζωπύρωση της πανδημίας έχει αυξήσει την αβεβαιότητα για την έκταση της ύφεσης και τις προοπτικές ανάκαμψης της ευρωπαϊκής οικονομίας. Για το λόγο αυτό, η δημοσιονομική και η νομισματική πολιτική θα πρέπει να παραμείνουν επεκτατικές έως ότου η ευρωπαϊκή οικονομία επανέλθει σε σταθερή αναπτυξιακή τροχιά. Μια πρόωπη άρση των μέτρων στήριξης θα καθυστερούσε την ανάκαμψη.

Η ελληνική οικονομία έχει πληγεί σε σημαντικό βαθμό από την υγειονομική και οικονομική κρίση, παρά τις εγχώριες και ευρωπαϊκές δράσεις ανάσχεσης των επιπτώσεων της πανδημίας. Το δεύτερο κύμα της πανδημίας και τα νέα γενικευμένα περιοριστικά μέτρα που ελήφθησαν προκειμένου να διασφαλιστεί η δημόσια υγεία μείωσαν περαιτέρω την οικονομική δραστηριότητα και αύξησαν την αβεβαιότητα για την πορεία της οικονομίας το αμέσως επόμενο διάστημα. Ωστόσο, μεσοπρόθεσμα οι προοπτικές της οικονομίας εμφανίζονται βελτιωμένες, εξαιτίας των θετικών ειδήσεων όσον αφορά την παραγωγή και διάθεση αποτελεσματικών εμβολίων για τον κορωνοϊό, καθώς και λόγω των διαθέσιμων πόρων από το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης.

Η πανδημία έχει βαρύτερες υγειονομικές, κοινωνικές, οικονομικές και δημοσιονομικές επιπτώσεις. Ωστόσο, μέσω των κονδυλίων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης δίνεται η δυνατότητα να αξιοποιηθεί η κρίση ως ευκαιρία για τον εκσυγχρονισμό, την πράσινη μετάβαση και τον ψηφιακό μετασχηματισμό της ελληνικής οικονομίας και την υιοθέτηση ενός βιώσιμου και εξωστρεφούς προτύπου οικονομικής ανάπτυξης. Οι πολιτικές δυνάμεις του τόπου θα πρέπει να διασφαλίσουν ότι δεν θα χαθεί αυτή η ευκαιρία για την Ελλάδα, καθώς και ότι μεσοπρόθεσμα, όταν η ανάκαμψη της οικονομίας επανέλθει σε στέρεη βάση, θα αποκατασταθεί η δημοσιονομική ισορροπία.

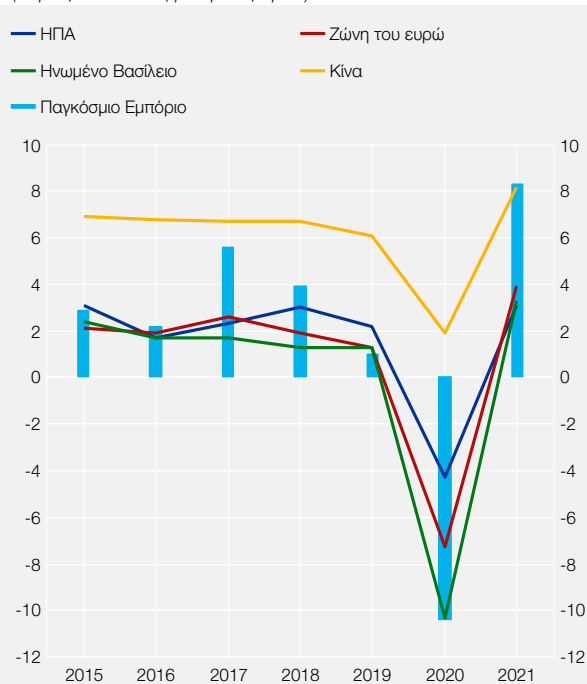


## ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Μετά τη δραματική υποχώρηση του παγκόσμιου ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2020 ως αποτέλεσμα των περιοριστικών μέτρων που ελήφθησαν λόγω της πανδημίας, παρατηρήθηκε έντονη οικονομική ανάκαμψη διεθνώς το γ' τρίμηνο του έτους. Στη συνέχεια όμως, οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας επισκιάστηκαν από τη ραγδαία επιτάχυνση της εξάπλωσης της πανδημίας, η οποία καταγράφεται από το φθινόπωρο, και από το νέο κύμα περιοριστικών μέτρων που ελήφθησαν. Ωστόσο, η πρόοδος που σημειώθηκε στο τέλος του χρόνου ως προς την παρασκευή και διάθεση κατάλληλου εμβολίου, δημιουργεί πλέον θετικότερο κλίμα. Επιπλέον, η πρωτοφανής σε ύψος και μέγεθος αντίδραση της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής μειώνει την αβεβαιότητα και μετριάξει τις συνέπειες σε όρους απασχόλησης και εισοδήματος στις προηγμένες οικονομίες. Εντούτοις, η επιστροφή του ΑΕΠ στα προ της κρίσης επίπεδα αναμένεται να είναι βραδεία και άνιση μεταξύ των οικονομιών και των οικονομικών περιοχών, ως απόρροια της ασύμμετρης εξέλιξης της υγειονομικής κρίσης, των διαφορετικών αρχικών οικονομικών συνθηκών και των αποκλίσεων στο μέγεθος του διαθέσιμου δημοσιονομικού χώρου για άσκηση περαιτέρω διακριτικής πολιτικής.

Διάγραμμα ΙΙ.1 Παγκόσμια οικονομία: ανάπτυξη και διεθνές εμπόριο

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές όγκου)



Πηγές: ΔΝΤ, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ΕΚΤ.  
Για το 2020 εκτιμήσεις και για το 2021 προβλέψεις.

### 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Οι διεθνείς οικονομικές εξελίξεις εξακολουθούν να επισκιάζονται από την εξέλιξη του δεύτερου κύματος της πανδημίας, η εξάπλωση του οποίου επιταχύνθηκε από το φθινόπωρο και μετά, αλλά και από τη θετική τελικά έκβαση των προσπαθειών για εύρεση και διάθεση αξιόπιστου εμβολίου στο τέλος του έτους. Τον Ιούνιο του 2020, όταν δηλαδή ήρθαν τα περιοριστικά μέτρα στις περισσότερες οικονομίες, ο αριθμός των διαγνωσμένων κρουσμάτων παγκοσμίως έφθανε τα 6 εκατομμύρια. Στις αρχές Δεκεμβρίου ο συνολικός αυτός αριθμός είχε ανέλθει σε 66 εκατομμύρια, ενώ σχεδόν 1,5 εκατομμύρια άνθρωποι είχαν χάσει τη ζωή τους εξαιτίας της πανδημίας COVID-19. Η ραγδαία επιτάχυνση της εξάπλωσης του ιού μετά το καλοκαίρι οδήγησε τις κυβερνήσεις ευρωπαϊκών κρατών (Ηνωμένο Βασίλειο, Γαλλία, Βέλγιο κ.λπ.) να επαναφέρουν εκτεταμένους περιορισμούς στην οικονομική και κοινωνική ζωή από τα τέλη Οκτωβρίου. Οι συνέπειες των μέτρων αυτών, σε συνδυασμό με τη διατήρηση αβεβαιοτήτων που συνδέονται με τις εκκρεμείς υποθέσεις του διεθνούς εμπορίου (σχέσεις ΗΠΑ-Κίνας και Ηνωμένου Βασιλείου με ΕΕ-27) και άλλα γεωπολιτικά θέματα αναμένεται ότι θα οδηγήσουν σε

<sup>1</sup> Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφορίες και στοιχεία διαθέσιμα έως και 10 Δεκεμβρίου 2020.



εκ νέου εξασθένηση του ΑΕΠ το τελευταίο τρίμηνο του έτους, μετά από την εντυπωσιακή του ανάκαμψη το γ' τρίμηνο.

Η ανάκαμψη που παρατηρήθηκε το γ' τρίμηνο υπήρξε έντονη στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ, ωστόσο αναμένεται ότι θα είναι ασύμμετρη στη συνέχεια μεταξύ οικονομιών και οικονομικών περιοχών, με ορισμένες ευάλωτες αναδυόμενες οικονομίες να υστερούν. Οι προβλέψεις του ΔΝΤ του Οκτωβρίου εκτιμούν μικρότερη γενικά ύφεση το 2020 σε σχέση με εκείνη που προβλεπόταν τον Ιούνιο και ισχυρή, αλλά ελαφρώς ασθενέστερη των προηγούμενων προβλέψεων ανάκαμψη το 2021. Η μόνη μεγάλη οικονομία που τελικά δεν αντιμετώπισε ύφεση το 2020 είναι της Κίνας. Μεταξύ των προηγμένων οικονομιών, ισχυρότερο πλήγμα στην οικονομική δραστηριότητα το τρέχον έτος εκτιμάται ότι δέχθηκαν το Ηνωμένο Βασίλειο και η ζώνη του ευρώ, ενώ μικρότερο πλήγμα αντιμετώπισαν οι ΗΠΑ και η Ιαπωνία.

Η υποχώρηση του διεθνούς εμπορίου και των εξαγωγών εν μέσω αβεβαιοτήτων, περιορισμών και διαταραχών αποτελεί βασικό δίαυλο μετάδοσης της ύφεσης σε εξωστρεφείς οικονομίες, ενώ τα έκτακτα μέτρα αποστασιοποίησης, η υψηλή αβεβαιότητα και η μεταβολή της συμπεριφοράς και των προτιμήσεων νοικοκυριών και επιχειρήσεων, παρά την αυξημένη δημόσια κατανάλωση, πλήττει δραστικά την εγχώρια ζήτηση και αυξάνει τη ροπή προς αποταμίευση.

Ο πληθωρισμός υποχωρεί στις προηγμένες οικονομίες, παρά την άνευ προηγουμένου διευκολυντική νομισματική πολιτική και τις διαταραχές που παρατηρήθηκαν στις διεθνείς αλυσίδες αξίας και τη συνολική προσφορά, ως αποτέλεσμα κυρίως της πτώσης των διεθνών τιμών των καυσίμων αλλά και της ασθενούς τελικής ζήτησης.

Η άνευ προηγουμένου στήριξη στις οικονομίες την οποία παρείχαν οι κεντρικές τράπεζες, μειώνοντας τα βασικά επιτόκια ή/και υιοθετώντας ένα ευρύ φάσμα μη συμβατικών μέτρων, υπήρξε καθοριστική για την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των αγορών και τη διατήρηση της ρευστότητας για επιχειρήσεις και κυβερνήσεις. Παράλληλα, η παρέμβαση της δημοσιονομικής πολιτικής για την αντιμετώπιση των συνεπειών της πανδημίας ήταν άμεση και πρωτοφανής σε μέγεθος, αποτρέποντας μια βαθύτερη παγκόσμια ύφεση και στηρίζοντας τα εισοδήματα νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, τα μέτρα διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής που είχαν ανακοινωθεί σε παγκόσμιο επίπεδο έφθασαν έως το Σεπτέμβριο του 2020 το 12% του παγκόσμιου ΑΕΠ.

Στην ΕΕ-27 όλες οι οικονομίες αντιμετώπισαν ύφεση το 2020. Στη ζώνη του ευρώ η βαθμιαία άρση των περιοριστικών μέτρων και τα εκτεταμένα μέτρα νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής οδήγησαν στην υψηλότερη ιστορικά ανάκαμψη του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του έτους κατά 12,5% μετά την πρωτοφανή πτώση του κατά 11,7% το β' τρίμηνο.

Στις οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης η μεταβολή του ΑΕΠ εκτιμάται ότι ήταν επίσης έντονα αρνητική το 2020, καθώς οι εν λόγω χώρες επηρεάζονται σημαντικά από την εξωτερική ζήτηση, ενώ η Τουρκία, πλην των επιπτώσεων της πανδημίας, αντιμετωπίζει παράλληλα και τις επιπτώσεις μιας νέας νομισματικής κρίσης λόγω της απώλειας εμπιστοσύνης των επενδυτών στην ασκούμενη πολιτική και της συνακόλουθης υποτίμησης του νομίσματός της.

Παρά την προβλεπόμενη ανάκαμψη της ευρωπαϊκής και της παγκόσμιας οικονομίας για το 2021, οι κίνδυνοι παραμένουν αυξημένοι, καθώς η αβεβαιότητα, αν και υποχωρεί, παραμένει υψηλή και άρρηκτα συνδεδεμένη με τις ενδεχόμενες επιπτώσεις μονιμότερου χαρακτήρα της πανδημίας και την ταχύτητα διάθεσης του εμβολίου. Η εμφάνιση του δεύτερου κύματος της πανδημίας είχε ως συνέπεια την παράταση της υγειονομικής κρίσης, η οποία οδήγησε πολλές μεγάλες οικονομίες σε νέο κύκλο εκτεταμένων περιορισμών. Η παρατεταμένη οικονομική ύφεση μπορεί να οδηγήσει σε μόνιμο κλείσιμο επιχειρήσεων και σε νέες απώλειες στην απασχόληση και το εισόδημα, ενώ οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες ενδέχεται να χειροτερέψουν επιλεκτικά σε ευάλωτες οικονομίες οδηγώντας σε νέες δημοσιονομικές και οικονομικές κρίσεις.

## 2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

### 2.1 Παγκόσμια οικονομία

Οι εκτιμήσεις για το ΑΕΠ του γ' τριμήνου επιβεβαιώνουν την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας από τον Ιούνιο και έπειτα, δηλ. μετά την άρση των περιορισμών στην κοινωνική και οικονομική δραστηριότητα. Η ανάκαμψη που παρατηρήθηκε το γ' τρίμηνο υπήρξε έντονη στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ, ωστόσο η εξέλιξή της διεθνώς αναμένεται ότι θα είναι ασύμμετρη μεταξύ οικονομιών και οικονομικών περιοχών, με ορισμένες ευάλωτες αναδυόμενες οικονομίες να υστερούν.

Το τελευταίο τρίμηνο του έτους ο ρυθμός ανόδου εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί καθώς οι επιπτώσεις των νέων περιορισμών στην οικονομική δραστηριότητα και της αβεβαιότητας σχετικά με τη διάρκειά τους εκτιμάται ότι θα είναι σημαντικότερες της θετικής επίδρασης των προσδοκιών για διάθεση αποτελεσματικού εμβολίου, οι οποίες ενισχύθηκαν κατά το Νοέμβριο μετά από σχετικές ανακοινώσεις εταιριών στις ΗΠΑ και την Ευρώπη. Οι σύνθετοι δείκτες παραγγελιών (PMI) κατέγραψαν για τον Οκτώβριο τον υψηλότερο εδώ και δύο έτη ρυθμό ανόδου της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, ωστόσο το Νοέμβριο έδειξαν στασιμότητα και διεύρυνση των ανισοτήτων της ανάκαμψης κυρίως μεταξύ ΗΠΑ, Κίνας και Γερμανίας, που συνεχίζουν να αναπτύσσονται, και Ιαπωνίας, Γαλλίας, Ιταλίας και Ηνωμένου Βασιλείου, όπου σημειώνεται εκ νέου μείωση της οικονομικής δραστηριότητας. Παράλληλα η ανάκαμψη των υπηρεσιών διεθνώς υπολείπεται εκείνης της μεταποίησης.

Η παγκόσμια οικονομία, η οποία βρισκόταν σε φάση επιβράδυνσης ήδη από το 2018, βρέθηκε σε πρωτοφανή ύφεση το 2020, το βάθος της οποίας είναι ακόμη δύσκολο να εκτιμηθεί. Το ΔΝΤ πάντως τον Οκτώβριο εκτιμούσε ότι θα είναι μικρότερο σε σχέση με τις προβλέψεις του Ιουνίου. Συγκεκριμένα, το **παγκόσμιο ΑΕΠ** θα υποχωρήσει κατά 4,4%, έναντι προηγούμενης πρόβλεψης -4,9%, κυρίως ως αποτέλεσμα της εκτιμώμενης μικρότερης ύφεσης στις προηγμένες οικονομίες (-5,8% έναντι -8,0%). Η ραγδαία πτώση του ΑΕΠ το β' τρίμηνο υπήρξε ελαφρώς μικρότερη των

Πίνακας ΙΙ.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ <sup>1</sup> %	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός <sup>2</sup> (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα <sup>3</sup> (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος <sup>3</sup> (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Παγκόσμιο σύνολο	195	100,0	2,8	-4,4	5,2	3,5	3,2	3,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1. Προηγμένες οικονομίες	39	43,1	1,7	-5,8	3,9	1,4	0,8	1,6	-3,3	-14,2	-6,8	104,2	124,1	124,3	0,7	0,5	0,6
ΗΠΑ		15,9	2,2	-4,3	3,1	1,8	1,5	2,8	-6,3	-18,7	-8,7	108,7	131,2	133,6	-2,2	-2,1	-2,1
Ιαπωνία		4,1	0,7	-5,3	2,3	0,5	-0,1	0,3	-3,3	-14,2	-6,4	238,0	266,2	264,0	3,6	2,9	3,2
Ην. Βασίλειο		2,4	1,3	-10,3	3,3	1,8	0,9	2,3	-2,3	-13,4	-9,0	85,4	104,4	111,0	-4,3	-3,1	-2,9
Ζώνη του ευρώ	19	12,5	1,3	-7,3	3,9	1,2	0,2	1,0	-0,6	-8,0	-6,1	83,9	98,4	99,9	2,3	1,9	2,1
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	156	56,9	3,7	-3,3	6,0	5,1	5,0	4,7	-4,8	-10,4	-8,8	52,1	61,4	64,0	0,2	-0,1	-0,4
Κίνα		17,4	6,1	1,9	8,2	2,9	2,9	2,7	-6,3	-11,9	-11,8	52,6	61,7	66,5	1,0	1,3	0,7
Ρωσία		3,1	1,3	-4,1	2,8	4,5	3,2	3,2	1,9	-5,3	-2,6	13,9	18,9	19,0	3,8	1,2	1,8

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook* και *Fiscal Monitor*, Οκτώβριος 2020. Για το Ηνωμένο Βασίλειο, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Autumn 2020*, Νοέμβριος 2020. Για τη ζώνη του ευρώ, ΕΚΤ, *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, Δεκέμβριος 2020.

Σημείωση: Για το 2020 εκτιμήσεις και για το 2021 προβλέψεις.

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2019, με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (PPP).

2 ΕνΔΤΚ για τη ζώνη του ευρώ και το Ηνωμένο Βασίλειο και ΔΤΚ για τις λοιπές περιπτώσεις. Μέσα επίπεδα έτους.

3 Της γενικής κυβέρνησης.

προβλέψεων του Ιουνίου, όπως ισχυρότερη του αναμενομένου ήταν και η ανάκαμψη του γ' τριμήνου. Παρά την προβλεπόμενη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας το 2021 κατά 5,2%, το επίπεδο του ΑΕΠ θα βρίσκεται μόλις 0,6% πάνω από εκείνο του 2019.

Οι μεσοπρόθεσμες προβλέψεις για το ρυθμό μεταβολής του παγκόσμιου ΑΕΠ υποχωρούν σταδιακά στο 3,5% το 2025 (από 3,7% την περίοδο 2001-2019), εξέλιξη η οποία, σε συνδυασμό με την υπερχρέωση νοικοκυριών, επιχειρήσεων και κρατών, θα έχει επιπτώσεις αφενός στην ευημερία και αφετέρου στη βιωσιμότητα του χρέους. Η άμεση και εκτεταμένη παρέμβαση της νομισματικής πολιτικής οδήγησε τα βασικά επιτόκια σε μηδενικά επίπεδα, ωστόσο η υποχώρηση του δυνητικού ΑΕΠ, οι αποπληθωριστικές πιέσεις και η συρρίκνωση της φορολογικής βάσης θα επιδεινώσουν σημαντικά τη δημοσιονομική θέση σχεδόν όλων των κρατών, ιδίως τον ήδη προ της πανδημίας υψηλό λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ.

Σύμφωνα με νεότερες εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η πτώση του παγκόσμιου ΑΕΠ θα είναι οριακά μικρότερη από ό,τι προβλέπει το ΔΝΤ, 4,3% το 2020, όπως μικρότερος θα είναι και ο ρυθμός ανάκαμψης το 2021, 4,6%. Ωστόσο, ούτε το ΔΝΤ ούτε η Επιτροπή έχουν συμπεριλάβει στις εκτιμήσεις τους τις επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα του 2020 από το νέο κύμα γενικών απαγορεύσεων και περιορισμών του δ' τριμήνου λόγω της επιδείνωσης της εξέλιξης της πανδημίας. Νεότερες εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ (1η Δεκεμβρίου) προβλέπουν ακόμη πιο μικρή ύφεση το 2020 και πιο ήπια ανάκαμψη του παγκόσμιου ΑΕΠ (2020: -4,2%, 2021: 4,2%). Ο ΟΟΣΑ σημειώνει ότι η ανάκαμψη θα είναι ασύμμετρη μεταξύ οικονομιών και κλάδων και εκτιμά ότι το τελευταίο τρίμηνο του 2020 το επίπεδο του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ θα είναι μικρότερο έναντι του ίδιου τριμήνου του 2019 κατά 7,3% και 3,2% αντιστοίχως.

Στις **προηγμένες οικονομίες** το ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι υποχώρησε κατά 5,8% το 2020, έναντι αύξησής του κατά 1,7% το 2019. Μεταξύ των προηγμένων οικονομιών, ισχυρότερο πλήγμα στην οικονομική δραστηριότητα το τρέχον έτος εκτιμάται ότι δέχθηκαν το Ηνωμένο Βασίλειο και η ζώνη του ευρώ, ενώ μικρότερο πλήγμα αντιμετώπισαν οι ΗΠΑ και η Ιαπωνία. Για το 2021 προβλέπεται ανάκαμψη κατά 3,9%, εντούτοις το επίπεδο του ΑΕΠ θα εξακολουθήσει να υπολείπεται εκείνου του 2019 κατά 2% (βλ. Πίνακα II.1).

Στις **ΗΠΑ**, μετά από συνεχή μεγέθυνση επί δεκαετία, η οικονομία συρρικνώθηκε σημαντικά το πρώτο εξάμηνο του 2020. Το γ' τρίμηνο του 2020 όμως, ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ήταν ο ταχύτερος που έχει καταγραφεί μεταπολεμικά, 7,4% έναντι του προηγούμενου τριμήνου ή 33,1% σε ετησιοποιημένη βάση, έναντι μείωσης κατά 31,4% το β' τρίμηνο. Μετά την άρση των περιορισμών, παρατηρήθηκε μεγάλη αύξηση στην ιδιωτική κατανάλωση, ιδίως τη σχετιζόμενη με τις υπηρεσίες, αλλά και στις επενδύσεις, ενώ η μεγάλη αύξηση των εξαγωγών ήταν μικρότερη εκείνης των εισαγωγών. Η αγορά εργασίας ανέκαμψε σταδιακά και στα τέλη Σεπτεμβρίου είχαν ανακτηθεί οι μισές από τις απολεσθείσες θέσεις εργασίας, ενώ το ποσοστό ανεργίας, από 14,7% τον Απρίλιο, υποχώρησε σταδιακά στο 6,9% τον Οκτώβριο. Ωστόσο, η μείωση των δημόσιων δαπανών το γ' τρίμηνο και ενδεχομένως και το δ' τρίμηνο του έτους, η οποία σχετίζεται με την αδυναμία λήψης σημαντικών αποφάσεων δημοσιονομικού χαρακτήρα λόγω των προεδρικών εκλογών και της μεταβατικής περιόδου μετά από αυτές, επισκιάζουν τις βραχυχρόνιες προοπτικές. Το ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα αυξηθεί κατά 3,7% το 2021, έναντι πτώσης του κατά 4,3% το 2020.

Στο **Ηνωμένο Βασίλειο**, ενώ το ΑΕΠ υποχώρησε κατά μόνο 2,5% το α' τρίμηνο (έναντι του προηγούμενου τριμήνου), το β' τρίμηνο συρρικνώθηκε κατά 19,8%, λόγω της λήψης περιοριστικών μέτρων μεταγενέστερα από άλλα ευρωπαϊκά κράτη. Η εκτιμώμενη ανάκαμψη το γ' τρίμηνο ήταν έντονη, 16,3%, καθώς η οικονομία ευνοήθηκε από την άρση των μέτρων αλλά και τη δημοσιονομική τόνωση ύψους 10% του ΑΕΠ και τα μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας περί το 16% του ΑΕΠ. Για το 2020 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά μεγάλη ύφεση (10,3%) και ασθενή ανάκαμψη για το 2021 (3,3%), ενώ το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι αυξήθηκε στο 5,0% το 2020 από 3,8% το 2019. Οι προβλέψεις για το 2021 ενσωματώνουν την υπόθεση ομαλής με-

τάβασης των εμπορικών σχέσεων Ηνωμένου Βασιλείου και ΕΕ-27 στο καθεστώς του πλέον ευνοούμενου κράτους (most favoured nation) του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου (ΠΟΕ).

Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες** το ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι υποχώρησε κατά 3,3%, έναντι αύξησής του κατά 3,7% το 2019, ενώ για το 2021 προβλέπεται ισχυρή ανάκαμψη κατά 6,0%. Η οικονομία της **Κίνας** είναι η μόνη μεγάλη οικονομία που τελικά δεν αντιμετώπισε ύφεση το 2020, καθώς οι αυστηρότεροι περιορισμοί ξεκίνησαν και τελείωσαν νωρίτερα από άλλες χώρες (ήδη από τον Απρίλιο) και η δραστηριότητα ομαλοποιήθηκε ταχύτερα των προβλέψεων υποστηριζόμενη από την οικονομική πολιτική. Το ΑΕΠ της Κίνας αφού υποχώρησε κατά 6,8% το α' τρίμηνο του 2020 (έναντι του ίδιου τριμήνου του προηγούμενου έτους), ανέκαμψε στη συνέχεια, με άνοδο 3,2% το β' τρίμηνο και 4,9% το γ' τρίμηνο. Αντιθέτως η Ινδία και οι υπόλοιπες αναδυόμενες οικονομίες αντιμετώπισαν σημαντική ύφεση το 2020, καθώς η υγειονομική κρίση δεν τέθηκε υπό έλεγχο, τα περιθώρια της δημοσιονομικής παρέμβασης ήταν πιο περιορισμένα, ενώ η εξάρτηση από το δανεισμό και τις μεταβιβάσεις από το εξωτερικό τις κατέστησε πιο ευάλωτες.

Ο **πληθωρισμός** σε παγκόσμιο επίπεδο παρέμεινε υποτονικός το δεύτερο εξάμηνο του 2020. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι υποχώρησε σε 0,8% το 2020 από 1,4% το 2019 και προβλέπεται να ανακάμψει σε 1,6% το 2021 σε ένα περιβάλλον όπου επιδρούν αποφασιστικά οι διακυμάνσεις της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου, η εξασθενημένη ζήτηση και το αυξημένο παραγωγικό κενό. Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι παρέμεινε στο 5,0% το 2020, σχεδόν αμετάβλητος έναντι του προηγούμενου έτους, καθώς οι συναλλαγματικές και άλλες εξελίξεις αντισταθμίζουν τις επιδράσεις της επιβράδυνσης των οικονομιών.

Ο όγκος του **παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** αναμένεται να μειωθεί κατά 10,4% το 2020, ως συνέπεια της παγκόσμιας ύφεσης που προκάλεσε η διασπορά του κορωνοϊού και τα προληπτικά μέτρα αντιμετώπισής του. Οι τομείς που επλήγησαν περισσότερο και επέδρασαν στη διαμόρφωση της πορείας του διεθνούς εμπορίου ήταν ο τουρισμός και οι μεταφορές. Σύμφωνα με τον ΠΟΕ, η τουριστική δαπάνη μειώθηκε κατά 81% και οι μεταφορές κατά 31% το β' τρίμηνο του 2020 σε σχέση με το β' τρίμηνο του 2019, λόγω των μέτρων περιορισμού των μετακινήσεων κατά τον Απρίλιο και το Μάιο. Σταδιακά, η χαλάρωση αυτών των περιορισμών οδήγησε σε βελτίωση του όγκου των διεθνών εμπορικών συναλλαγών, τόσο επί υπηρεσιών όσο και επί αγαθών. Η μείωση του όγκου του εμπορίου το 2020 θα μπορούσε να είναι δυνητικά μεγαλύτερη, λαμβάνοντας υπόψη το μέγεθος της ύφεσης και συγκρίνοντάς την με την αντίστοιχη επίπτωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.<sup>2</sup> Ωστόσο, οι ιδιαιτερότητες της κρίσης του κορωνοϊού, η οποία έπληξε κατά κύριο λόγο κλάδους μη εμπορεύσιμων υπηρεσιών και λιγότερο κλάδους όπως η μεταποίηση, θεωρείται ότι συνέβαλε στη συγκράτηση της πτώσης του διεθνούς εμπορίου. Το εμπόριο προβλέπεται να ανακάμψει, με αύξηση του όγκου συναλλαγών κατά 8,3% το 2021 σύμφωνα με το ΔΝΤ. Ωστόσο, τυχόν αρνητικές εξελίξεις σχετικά με τον περιορισμό της πανδημίας και την ανάκαμψη θα επιδράσουν αρνητικά στο εμπόριο.

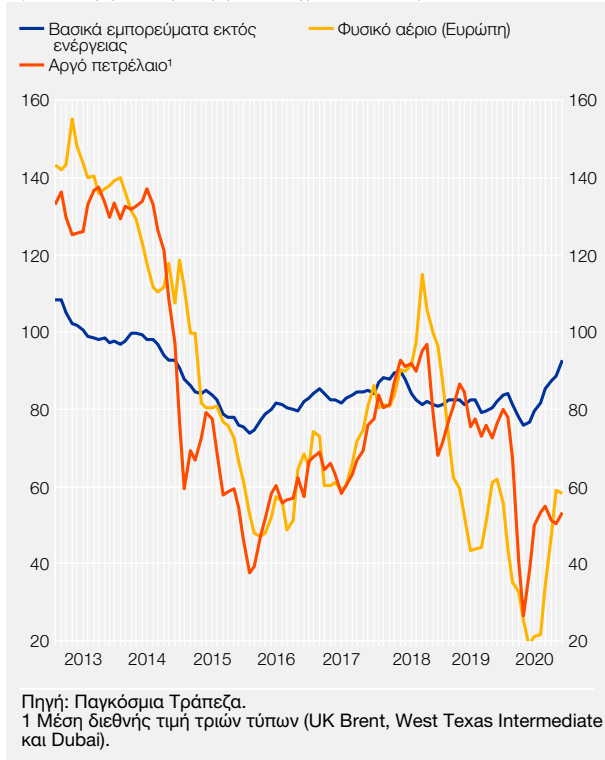
Η **τιμή του αργού πετρελαίου**, η οποία ακολουθεί πτωτική τάση από τις αρχές του 2020, κατέγραψε απότομη πτώση τον Απρίλιο, φθάνοντας στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο των 21 δολαρίων ΗΠΑ ανά βαρέλι. Στη συνέχεια, η τιμή του πετρελαίου ανέκαμψε το γ' τρίμηνο του 2020, ως αποτέλεσμα της δραστηκής μείωσης της παραγωγής, κυρίως από τις χώρες του ΟΠΕΚ και τη Ρωσία, αλλά παραμένει σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με την εποχή πριν από την κρίση του κορωνοϊού. Η βασική επίδραση στην τιμή προήλθε από τους ταξιδιωτικούς περιορισμούς, οι οποίοι μείωσαν δραστικά την παγκόσμια ζήτηση καυσίμων το πρώτο εξάμηνο του 2020. Παρά τη σχετική χαλάρωση των περιορισμών έκτοτε, η συνεχιζόμενη συγκράτηση της διεθνούς αεροπορικής κίνησης διατήρησε χαμηλή τη ζήτηση πετρελαίου καθ' όλη τη διάρκεια του 2020. Η

<sup>2</sup> Το 2009 το παγκόσμιο ΑΕΠ μειώθηκε κατά 1% και το παγκόσμιο εμπόριο κατά 10,4%, δηλαδή όσο αναμένεται να μειωθεί και το 2020, έτος κατά το οποίο εκτιμάται συρρίκνωση του παγκόσμιου ΑΕΠ κατά 4,4%.



Διάγραμμα II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2013 - Νοέμβριος 2020)

(δείκτες αγοραίων τιμών, μηνιαία στοιχεία, 2010=100)



μέση διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου αναμένεται να μειωθεί κατά 32% το 2020 σε σχέση με τα μέσα επίπεδα έτους για το 2019 και να αυξηθεί κατά 12% το 2021. Η ζήτηση πετρελαίου είναι πιθανόν να παραμείνει σε επίπεδα χαμηλότερα σε σχέση με τα προ της πανδημίας τα επόμενα χρόνια στην περίπτωση που η κρίση επιφέρει μόνιμες αλλαγές στη συμπεριφορά των καταναλωτών και στην οργάνωση της εργασίας (τηλεργασία κ.λπ.).

Η τιμή του πετρελαίου, και της ενέργειας γενικότερα, επηρεάστηκε περισσότερο συγκριτικά με τις τιμές άλλων βασικών εμπορευμάτων κατά την τρέχουσα κρίση. Σε αντιδιαστολή, η επίδραση της χρηματοπιστωτικής κρίσης είχε οδηγήσει σε σημαντικές και επίμονες μειώσεις στις διεθνείς τιμές όλων των βασικών εμπορευμάτων. Η **τιμή του φυσικού αερίου** παρουσίασε τη μεγαλύτερη μείωση το Μάιο του 2020 και έκτοτε ανέκαμψε σταδιακά. Αντίθετα, η **τιμή των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων** ανέκαμψε πλήρως κατά το τρίμηνο Ιουνίου-Αυγούστου και το Νοέμβριο έφθασε σε επίπεδα που ξεπερνούσαν σημαντικά τα προ της κρίσης, εξέλιξη που σε μεγάλο μέρος οφείλεται στην επανεκκίνηση της βιομηχανικής παραγωγής στην Κίνα και στην επενδυτική ζήτηση πο-

λύτιμων μετάλλων (βλ. Διάγραμμα II.2). Το ΔΝΤ προβλέπει αύξηση της τιμής των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων κατά 5,6% το 2020 σε σχέση με τη μέση τιμή του 2019. Η διαμόρφωση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων μετά το 2020 είναι δύσκολο να προβλεφθεί και θα εξαρτηθεί από τη διάρκεια και τη σοβαρότητα των οικονομικών επιπτώσεων της πανδημίας.

Έκτακτα μέτρα **νομισματικής πολιτικής** έλαβαν οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες, τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και σε πολλές αναδυόμενες οικονομίες, από τις αρχές Μαρτίου 2020, όταν διαφάνηκε ότι η πανδημία μπορεί να προκαλέσει έλλειψη ρευστότητας και αύξηση του συστημικού κινδύνου. Η άνευ προηγουμένου στήριξη στις οικονομίες την οποία παρείχαν οι κεντρικές τράπεζες, μειώνοντας τα βασικά επιτόκια ή/και υιοθετώντας ένα ευρύ φάσμα μη συμβατικών μέτρων, υπήρξε καθοριστική για την αύξηση της εμπιστοσύνης των αγορών και τη διατήρηση της ρευστότητας για επιχειρήσεις και κυβερνήσεις.

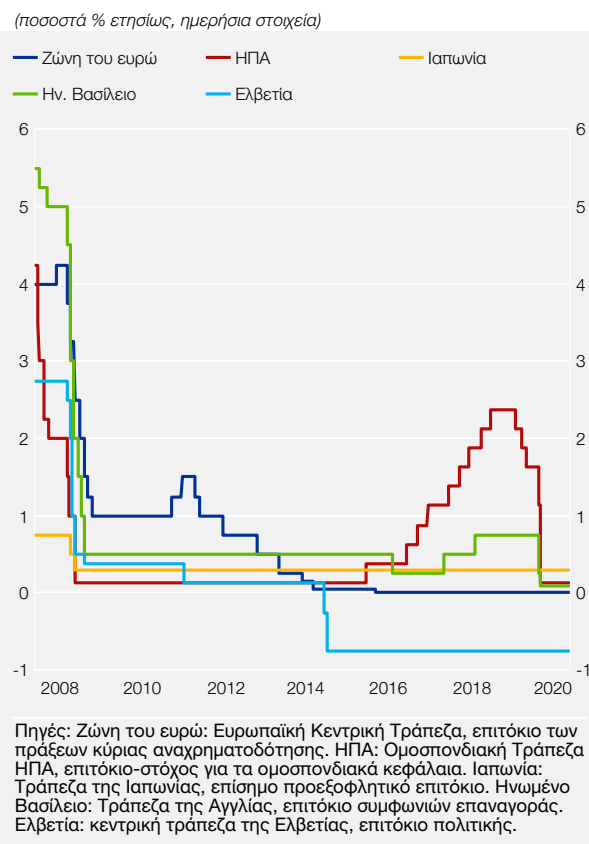
Η **Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ** μείωσε δύο φορές εντός του Μαρτίου του 2020 το βασικό της επιτόκιο, κατά 150 μονάδες βάσης (μ.β.) συνολικά, καθορίζοντας στις 15 Μαρτίου το εύρος-στόχο σε 0,00%-0,25%, όπου παραμένει έκτοτε. Επίσης, ανακοίνωσε την αγορά εντόκων γραμματίων και ενυπόθηκων δανείων μέχρι το αναγκαίο ποσό για την ομαλή λειτουργία των αγορών (700 δισεκ. δολ. κατ' ελάχιστον) και υιοθέτησε προγράμματα χορήγησης δανείων με τελικούς αποδέκτες νοικοκυριά, επιχειρήσεις και τοπικές αρχές, ύψους 2,3 τρισεκ. δολ. έως το Δεκέμβριο του 2020. Επιπλέον, μείωσε το κόστος των γραμμών ανταλλαγής νομισμάτων (swap lines) με μεγάλες κεντρικές τράπεζες και επέκτεινε τις γραμμές ανταλλαγής δολαρίων ΗΠΑ σε περισσότερες κεντρικές τράπεζες και προσέφερε προσωρινές συμφωνίες επαναγοράς (repos) προς ξένες νομισματικές αρχές. Στις 27 Αυγούστου ανακοίνωσε την αναθεώρηση της Δήλωσης για τους Μακροπρόθεσμους Στόχους και τη Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής, βάσει της οποίας η υπέρβαση του στόχου για πληθωρισμό 2% θα είναι ανεκτή βραχυπρόθε-

σμα. Η **EKT** εγκαινίασε το έκτακτο πρόγραμμα αγοράς κρατικών και εταιρικών τίτλων Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) συνολικού ύψους 1,35 τρισεκ. ευρώ, το οποίο επέκτεινε το Δεκέμβριο του 2020 κατά 500 δισεκ. ευρώ, με διάρκεια τουλάχιστον έως το τέλος Μαρτίου 2022, και προσέθεσε έκτακτο ποσό ύψους 120 δισεκ. ευρώ έως το τέλος του 2020 στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων (Asset Purchase Programme – APP), με βάση το οποίο διενεργεί μηνιαίες αγορές περιουσιακών στοιχείων ύψους 20 δισεκ. ευρώ. Επιπλέον, προέβη σε χαλάρωση των εποπτικών και των μακροπροληπτικών μέτρων, προκειμένου να ενισχυθεί η δυνατότητα των τραπεζών να παρέχουν πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα. Η **Τράπεζα της Αγγλίας** επίσης μείωσε δύο φορές εντός του Μαρτίου 2020, κατά 65 μ.β. συνολικά, το βασικό της επιτόκιο σε 0,10%, ενώ παράλληλα αύξησε διαδοχικά το ανώτατο ύψος αγοράς τίτλων του Βρετανικού Δημοσίου και των επιχειρήσεων σε 895 δισεκ. στερλίνες συνολικά στις 20 Νοεμβρίου (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.3).

Η παρέμβαση της **δημοσιονομικής πολιτικής** στην αντιμετώπιση των συνεπειών της πανδημίας ήταν άμεση και πρωτοφανής σε μέγεθος το 2020, αποτρέποντας μια βαθύτερη παγκόσμια ύφεση και στηρίζοντας την εμπιστοσύνη και τα εισοδήματα των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, τα μέτρα διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής που είχαν ανακοινωθεί από τις κυβερνήσεις μέχρι τα μέσα Σεπτεμβρίου ανέρχονταν σε πάνω από 9% του ΑΕΠ στις προηγμένες οικονομίες και σε περίπου 3,5% του ΑΕΠ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, ενώ τα μέτρα στήριξης της ρευστότητας (όπως συμμετοχές σε μετοχικό κεφάλαιο, δάνεια και εγγυήσεις πιστώσεων) ανέρχονταν σε 11% και 2% του ΑΕΠ αντίστοιχα. Συνολικά σε παγκόσμιο επίπεδο, τα δημοσιονομικά μέτρα ισοδυναμούσαν με 11,7 τρισεκ. δολ. ΗΠΑ ή 12% του ΑΕΠ. Μολονότι επί του παρόντος η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται να είναι σημαντικά λιγότερο διευκολυντική το 2021, οι νέες επιδημιολογικές εξελίξεις δημιουργούν αβεβαιότητα. Η εκ νέου επιτάχυνση της εξάπλωσης διεθνώς των κρουσμάτων το φθινόπωρο και η συνακόλουθη εφαρμογή νέων διοικητικών μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης προβλέπεται να επιδεινώσουν τις προοπτικές ανάκαμψης και τους κρατικούς προϋπολογισμούς σε πολλές χώρες, επιβάλλοντας αυξημένες δαπάνες για υγειονομική περίθαλψη και στήριξη της απασχόλησης και της οικονομικής δραστηριότητας. Ο ήδη υψηλός λόγος δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ των περισσότερων προηγμένων οικονομιών εκτιμάται ότι θα αυξηθεί περαιτέρω το 2020 και το 2021. Υπαρκτός παραμένει ο κίνδυνος αύξησης του κόστους δανεισμού από τις αγορές για τις ευάλωτες χώρες, ενώ οι αναθεωρήσεις του δυνητικού προϊόντος προς το δυσμενέστερο όσο παρατείνεται η κρίση συνεπάγονται μικρότερη φορολογική βάση μεσοπρόθεσμα από ό,τι είχε προβλεφθεί, δυσχεραίνοντας την εξυπηρέτηση του χρέους.

Στις **προηγμένες οικονομίες** ως σύνολο, το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα υπερτετραπλασιαστεί σε 14,2% του ΑΕΠ το 2020, από 3,3% το 2019. Στις ΗΠΑ το ήδη μεγάλο έλλειμμα αναμένεται να αυξηθεί στο 18,7% του ΑΕΠ, από 6,3% το 2019, και το ακαθάριστο δημόσιο χρέος να ανέλθει στο 131,2% του ΑΕΠ από 108,7% το 2019. Στην Ιαπωνία το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα ανέλθει σε 14,2% του ΑΕΠ το 2020,

**Διάγραμμα ΙΙ.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2008 - 30 Νοεμβρίου 2020)**



από 3,3% το 2019, και το ακαθάριστο δημόσιο χρέος σε 266,2% του ΑΕΠ. Στο Ηνωμένο Βασίλειο το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται ότι θα αυξηθεί σε 13,4% του ΑΕΠ, από 2,3% το 2019, ενώ το χρέος της γενικής κυβέρνησης θα ανέλθει σε 104,4% του ΑΕΠ, από 85,4% το 2019.

## 2.2 Ζώνη του ευρώ

Το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ κατέγραψε το β' τρίμηνο του έτους ιστορική πτώση κατά 11,7% σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο, ως αποτέλεσμα των καθολικών μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης για την αντιμετώπιση της πανδημίας. Η μείωση της οικονομικής δραστηριότητας ήδη από το α' τρίμηνο του έτους κατά 3,7% σε τριμηνιαία βάση σημειώθηκε μετά από 27 συναπτά τρίμηνα θετικών ρυθμών ανάπτυξης, δηλαδή από το β' τρίμηνο του 2013. Όλες οι οικονομίες στη ζώνη του ευρώ κατέγραψαν έντονα αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2020, ενώ σε επίπεδο κλάδων, η παραγωγή αυτοκινήτων και κεφαλαιακών αγαθών, οι μεταφορές και οι υπηρεσίες ψυχαγωγίας σημείωσαν τις μεγαλύτερες απώλειες. Η βαθμιαία άρση των περιοριστικών μέτρων και τα εκτεταμένα μέτρα νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής οδήγησαν, σύμφωνα με τα προσωρινά τριμηνιαία στοιχεία, στην υψηλότερη ιστορικά ανάκαμψη του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο του έτους κατά 12,5%.

Παρότι αρκετοί δείκτες υψηλής συχνότητας, όπως οι ηλεκτρονικές πληρωμές, η κατανάλωση ηλεκτρικού ρεύματος και οι δείκτες μετακίνησης, επέστρεψαν στα προ της κρίσης επίπεδα, το δεύτερο κύμα της πανδημίας από το Σεπτέμβριο του 2020 και η συνεχιζόμενη αβεβαιότητα αναμένεται να επιβραδύνουν την οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ τα επόμενα τρίμηνα. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2020), κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2020 θα ανακτηθεί περίπου το ήμισυ της απώλειας στο παραγόμενο προϊόν που σημειώθηκε το πρώτο εξάμηνο, ενώ για το σύνολο του 2020 **το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ** εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά 7,3% σε ετήσια βάση. Η προσαρμογή του ΑΕΠ στα προ της κρίσης επίπεδα αναμένεται να είναι εξαιρετικά αργή και άνιση μεταξύ των οικονομιών, κυρίως ως απόρροια της ασύμμετρης εξέλιξης της υγειονομικής κρίσης και των διαφορών στις αρχικές οικονομικές συνθήκες, στην οικονομική βαρύτητα κλάδων άμεσα εξαρτώμενων από την κοινωνική αποστασιοποίηση καθώς και στα μέτρα πολιτικής. Το 2021 το ΑΕΠ προβλέπεται να αυξηθεί κατά 3,9%, λόγω της ανάκαμψης τόσο της εγχώριας όσο και της εξωτερικής ζήτησης.

Η **ιδιωτική κατανάλωση** εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά 8,3% το 2020, έναντι αύξησης κατά 1,3% το 2019, υπό την επίδραση της πτώσης της απασχόλησης και του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, της αυστηροποίησης των όρων χορήγησης τραπεζικών πιστώσεων ως απόρροια της τρέχουσας κρίσης, καθώς και της αύξησης της ροπής προς αποταμίευση κυρίως λόγω της υψηλής αβεβαιότητας για τις προοπτικές της αγοράς εργασίας. Η ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης από το δεύτερο εξάμηνο του 2020 αναμένεται να συνεχιστεί και το επόμενο έτος, εξαιτίας της σταδιακής βελτίωσης της καταναλωτικής εμπιστοσύνης και της σταθεροποίησης της αποταμιευτικής συμπεριφοράς. Παρότι τα εκτεταμένα μέτρα πολιτικής για τη στήριξη της απασχόλησης απέτρεψαν μια ακόμη μεγαλύτερη πτώση της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2020, η σταδιακή άρση τους το επόμενο έτος σε συνδυασμό με την αύξηση της ανεργίας θα περιορίσουν τη δυναμική ανάκαμψη της καταναλωτικής δαπάνης. Αντίθετα, η **δημόσια κατανάλωση** εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,5% το 2020 και κατά 2,5% το 2021, αντανακλώντας κυρίως την αύξηση στις δημόσιες δαπάνες υγείας και στις κοινωνικές μεταβιβάσεις.

Οι επιχειρηματικές **επενδύσεις** στη ζώνη του ευρώ το 2020 και το 2021 προβλέπεται να διατηρηθούν σε επίπεδα σημαντικώς χαμηλότερα από τα προ της πανδημίας, επηρεαζόμενες από την αναμενόμενη υποτονική ζήτηση, τα προβλήματα ρευστότητας και τον περιορισμό των περιθωρίων κέρδους, καθώς και τη συνεχιζόμενη αβεβαιότητα για την εξέλιξη της υγειονομικής κρίσης. Οι συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου εκτιμάται ότι θα μειωθούν κατά 10,1% το 2020, κυρίως εξαιτίας της σημαντικής μείωσης των ιδιωτικών επενδύσεων. Η σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας, το ιστορικά χαμηλό κόστος δανεισμού λόγω της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής και οι εμπροσθοβαρείς δημόσιες επενδύσεις προβλέπεται να αυξήσουν τις

συνολικές επενδύσεις κατά 5,0% το 2021. Η αύξηση του χρέους των επιχειρήσεων λόγω της τρέχουσας κρίσης ενδέχεται ωστόσο να περιορίσει τη δυναμική των επενδύσεων μεσοπρόθεσμα.

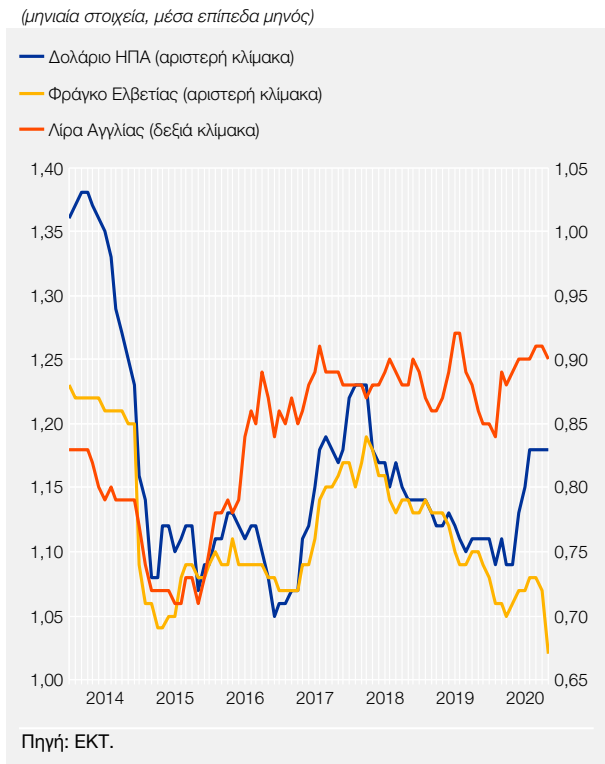
Η βαθιά ύφεση στους βασικούς εμπορικούς εταίρους της ζώνης του ευρώ, οι διαταραχές στις διεθνείς αλυσίδες αξίας και η κατάρρευση της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών συνετέλεσαν στη χαμηλή εξαγωγική επίδοση της ζώνης του ευρώ το 2020. Οι **εξαγωγές** αγαθών και υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα μειωθούν κατά 11,0% το 2020, έναντι αύξησης κατά 2,5% το 2019, κυρίως λόγω της σημαντικής πτώσης των εξαγωγών υπηρεσιών και ιδίως των τουριστικών εισπράξεων. Το 2021 οι εξαγωγές προβλέπεται να αυξηθούν κατά 6,5% υπό την επίδραση του περιορισμού της πανδημίας και της ενίσχυσης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, του διεθνούς εμπορίου και των μετακινήσεων. Παρ' όλα αυτά, οι καθαρές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών εκτιμάται ότι θα έχουν αρνητική συμβολή στο ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ το 2020 και σχεδόν μηδενική το 2021, καθώς η ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης και η ανατίμηση του ευρώ θα οδηγήσουν συγκριτικά σε μεγαλύτερη ανάκαμψη των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών έναντι των εξαγωγών.

Οι προοπτικές στην **αγορά εργασίας** διαγράφονται δυσοίωνες, υπό το πρίσμα της αναιμικής ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας και της άρσης των μέτρων στήριξης των επιχειρήσεων και της απασχόλησης. Η ανεργία στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε στο 8,4% του εργατικού δυναμικού τον Οκτώβριο από 7,4% το Μάρτιο. Οι προσωρινές απολύσεις στην ΕΕ-27 αυξήθηκαν κατά 80% το β' τρίμηνο του 2020 σε σύγκριση με το α' τρίμηνο, και το χάσμα προσφοράς και ζήτησης εργασίας (labour market slack) στο 14% του εργατικού δυναμικού από 12,8% το α' τρίμηνο του έτους. Η σταδιακή αύξηση του εργατικού δυναμικού, η μείωση του οποίου το β' τρίμηνο του 2020 οφειλόταν στην αποθάρρυνση για εύρεση εργασίας λόγω της πανδημίας, και η άρση των βραχυπρόθεσμων μέτρων στήριξης της απασχόλησης αναμένεται, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, να αυξήσουν το ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ στο 8,0% το 2020 και στο 9,3% το 2021, από 7,6% το 2019. Η συνολική απασχόληση εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά 1,8% το 2020 και κατά 0,9% το 2021. Η βραδεία βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας και η αναιμική αναπτυξιακή δυναμική ενισχύουν τους κινδύνους για φαινόμενα υστέρησης και υψηλά επίπεδα ανεργίας μεσοπρόθεσμα.

Ο **πληθωρισμός** στη ζώνη του ευρώ, μετρούμενος με τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), σημείωσε σημαντική πτώση καθ' όλη τη διάρκεια του 2020, από 1,4% τον Ιανουάριο σε -0,3% τον Οκτώβριο, ενώ εκτιμάται ότι παρέμεινε σταθερός στο -0,3% το Νοέμβριο. Η καθοδική πορεία των τιμών οφείλεται κυρίως στην πτώση της διεθνούς τιμής του πετρελαίου από την αρχή της πανδημίας, στην ανατίμηση του ευρώ, καθώς και στην ιστορική κάμψη της ζήτησης. Αντίθετα, οι τιμές των τροφίμων άσκησαν αντισταθμιστικές ανοδικές πιέσεις στον ΕνΔΤΚ, κυρίως το β' τρίμηνο του έτους, υπό την επίδραση των διαταραχών στις αλυσίδες παραγωγής λόγω της πανδημίας και της υποκατάστασης της ζήτησης. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2020), ο πληθωρισμός εκτιμάται σε 0,2% το 2020, έναντι 1,2% το 2019, ενώ αναμένεται να ανακάμψει στο 1,0% το 2021 ως αποτέλεσμα της αύξησης της τιμής του πετρελαίου από το δεύτερο εξάμηνο του 2020, της σταδιακής ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας και της συνακόλουθης αύξησης του μισθολογικού κόστους. Ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής προβλέπεται κοντά στο 0,8% το 2020 και το 2021, έναντι 1,0% το 2019, αντανακλώντας κυρίως τη σχετικά υποτονική ζήτηση εξαιτίας της συνεχιζόμενης αβεβαιότητας για την πορεία της πανδημίας, καθώς και τη μείωση των έμμεσων φόρων σε ορισμένα κράτη-μέλη.

Τα κριτήρια χορήγησης τραπεζικών πιστώσεων και ο συνολικός **ρυθμός χρηματοδότησης της οικονομίας** επηρεάστηκαν σημαντικά από τις βραχυπρόθεσμες οικονομικές εξελίξεις. Ο ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ανήλθε σε 6,8% τον Οκτώβριο του 2020, κοντά στα ιστορικά υψηλά επίπεδα του Μαΐου, ενώ για τα νοικοκυριά ήταν 3,1% τον Οκτώβριο παραμένοντας κοντά σε χαμηλό επίπεδο διατίας.

**Διάγραμμα II.4 Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ, λίρας Αγγλίας και φράγκου Ελβετίας έναντι του ευρώ (Ιανουάριος 2014 - Νοέμβριος 2020)**



Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων της ΕΚΤ για το γ' τρίμηνο του 2020, η ζήτηση επιχειρηματικών δανείων μειώθηκε εξαιτίας των μειωμένων χρηματοδοτικών αναγκών για επενδύσεις. Η μειωμένη ζήτηση αντανάκλα επίσης την ενίσχυση της ρευστότητας των επιχειρήσεων, υπό την άμεση θετική επίδραση των μέτρων πολιτικής για τις επιχειρήσεις και την έμμεση επίδραση στον κύκλο επιχειρηματικών εργασιών των μέτρων στήριξης της απασχόλησης και της ζήτησης. Η διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και το χαμηλό κόστος δανεισμού, καθώς και η μικρή ανάκαμψη της καταναλωτικής εμπιστοσύνης, ενίσχυσαν σημαντικά τη ζήτηση νέων χρηματοδοτήσεων εκ μέρους των νοικοκυριών. Ωστόσο, η υποτονική χρηματοδότηση των νοικοκυριών αντανάκλα υφιστάμενους περιορισμούς στην προσφορά χρηματοδοτήσεων, με περαιτέρω αυστηροποίηση των όρων δανεισμού τους το γ' τρίμηνο του 2020 σε σύγκριση με σχετικά πιο ελαστικούς όρους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Το δ' τρίμηνο του έτους εκτιμάται περαιτέρω αυστηροποίηση των κριτηρίων χορήγησης στεγαστικών και επιχειρηματικών δανείων.

Το 2020 οι **δημοσιονομικές εξελίξεις** στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο υπήρξαν καθοριστικές για την ανάσχεση μιας ακόμη πιο βαθιάς οικονομικής ύφεσης. Οι δημοσιονομικές παρεμβάσεις για τον περιορισμό των οικονομικών επιπτώσεων της πανδημίας σε συνδυασμό με την απότομη πτώση του ονομαστικού ΑΕΠ οδήγησαν στην εκτίναξη του δημοσιονομικού ελλείμματος στο 11,5% του ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2020, από 2,5% το α' τρίμηνο, και του δημόσιου χρέους στο 95,1% του ΑΕΠ, έναντι 86,3% το α' τρίμηνο. Για το 2020, το δημοσιονομικό έλλειμμα στη ζώνη του ευρώ συνολικά εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σε 8,0% του ΑΕΠ, το υψηλότερο επίπεδο ιστορικά, έναντι 0,6% το 2019, υπό την επίδραση τόσο των αυτόματων σταθεροποιητών εξαιτίας της πτώσης της οικονομικής δραστηριότητας όσο και των δημοσιονομικών μέτρων ύψους περίπου 4,5% του ΑΕΠ που ελήφθησαν από τα κράτη-μέλη για την αντιμετώπιση της πανδημίας. Αντίστοιχα, το δημόσιο χρέος εκτιμάται περίπου σε 98% του ΑΕΠ το 2020, έναντι 84% το 2019. Το 2021 το δημοσιονομικό έλλειμμα προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 6,1% του ΑΕΠ, ως αποτέλεσμα της σταδιακής άρσης των δημοσιονομικών παρεμβάσεων και της βελτίωσης του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, ενώ το δημόσιο χρέος προβλέπεται ότι θα ανέλθει στο 99,9% του ΑΕΠ κυρίως εξαιτίας του υψηλού πρωτογενούς ελλείμματος. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ συνολικά, μετρούμενη με το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης εξαιρουμένων έκτακτων μέτρων, εκτιμάται έντονα επεκτατική το 2020 και, αντίστοιχα, περιοριστική το 2021 λόγω της σταδιακής άρσης των δημοσιονομικών παρεμβάσεων.

Το 2020 η **ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ** (έναντι 42 εμπορικών εταίρων) εκτιμάται ότι ενισχύθηκε κατά 3,3%, έναντι υποτίμησης κατά 1,0% το 2019 (σε μέσα επίπεδα έτους). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην ενίσχυση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και των περισσότερων άλλων νομισμάτων εξαιτίας της αυξημένης αβεβαιότητας, της ενίσχυσης του ρόλου του ευρώ ως διεθνούς αποθεματικού νομίσματος καθώς και των μέτρων πολιτικής για την αντιμετώπιση της πανδημίας (βλ. Διάγραμμα II.4 και Πλαίσιο II.1).



Οι **κίνδυνοι και η αβεβαιότητα** για την πορεία της ευρωπαϊκής οικονομίας παραμένουν εξαιρετικά υψηλοί και είναι άρρηκτα συνδεδεμένοι με την εξέλιξη της υγειονομικής κρίσης. Η χρονική επέκταση των μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης, η περαιτέρω επιδείνωση του κλίματος εμπιστοσύνης και τα φαινόμενα υστέρησης στην αγορά εργασίας αποτελούν σημαντικούς κινδύνους για τη δυναμική της ανάκαμψης. Επίσης, η απότομη άρση της δημοσιονομικής στήριξης, τυχόν πιο μόνιμες επιπτώσεις στην παραγωγικότητα και στο δυνητικό προϊόν από την πανδημία και η μη επίτευξη εμπορικής συμφωνίας μεταξύ της ΕΕ και του Ηνωμένου Βασιλείου θα καθυστερήσουν την επιστροφή της οικονομικής δραστηριότητας στα προ της κρίσης επίπεδα. Αντίθετα, μια καλύτερη της αναμενόμενης πορεία της υγειονομικής κρίσης, η ταχεία διάθεση του εμβολίου, η αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών κονδυλίων και η επέκταση των υφιστάμενων μέτρων πολιτικής το 2021 θα οδηγήσουν σε ταχύτερη οικονομική ανάκαμψη.

## Πλαίσιο ΙΙ.1

### Η ΑΝΑΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ

#### Εισαγωγή

Η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ ανατιμήθηκε σημαντικά την περίοδο μετά το ξέσπασμα της διεθνούς κρίσης λόγω της πανδημίας και πλησίασε σε ιστορικά υψηλά επίπεδα στα μέσα Σεπτεμβρίου 2020, ενώ υποχώρησε ελαφρώς τον Οκτώβριο.<sup>1</sup> Η ΕΚΤ, όπως σχεδόν όλες οι κεντρικές τράπεζες των προηγμένων οικονομιών, δεν θέτει στόχο για τη συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματος. Η ανατίμηση του ευρώ ωστόσο προκαλεί εύλογη ανησυχία, διότι αφενός ενδέχεται να δυσχεράνει την ανάκαμψη της οικονομίας της ευρωζώνης μέσω της εξασθένησης των εξαγωγών σε ένα ήδη ασθενικό περιβάλλον εγχώριας και εξωτερικής ζήτησης και αφετέρου προκαλεί περαιτέρω πτωτικές πιέσεις στον ήδη πολύ χαμηλότερο του μεσοπρόθεσμου στόχου εγχώριο πληθωρισμό, επηρεάζοντας έτσι την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ με βάση τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) υποχωρούσε συνεχώς κατά τη διάρκεια του 2020 και από τον Αύγουστο κινείται ήδη σε αρνητικό έδαφος, ενώ μεσοπρόθεσμα θα παραμείνει σημαντικά κάτω του 2%. Αυτό οφείλεται κυρίως στο συνδυαστικό αποτέλεσμα της κατάρρευσης της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου και της ανατίμησης του ευρώ. Στο παρόν πλαίσιο θα επιχειρηθεί η ανάλυση των παραγόντων που συμβάλλουν στην ανατίμηση του ευρώ το 2020 και θα γίνει μία σύντομη περιγραφή των διαύλων επίδρασης στις εγχώριες τιμές και την οικονομική δραστηριότητα. Θα γίνει επισκόπηση των παραγόντων που επηρεάζουν το βαθμό μετακύλισης (pass-through) της ανατίμησης στις εγχώριες τιμές και, τέλος, θα παρουσιαστούν ποσοτικές εκτιμήσεις των επιδράσεων της ανατίμησης στις τιμές και την οικονομική ανάπτυξη.

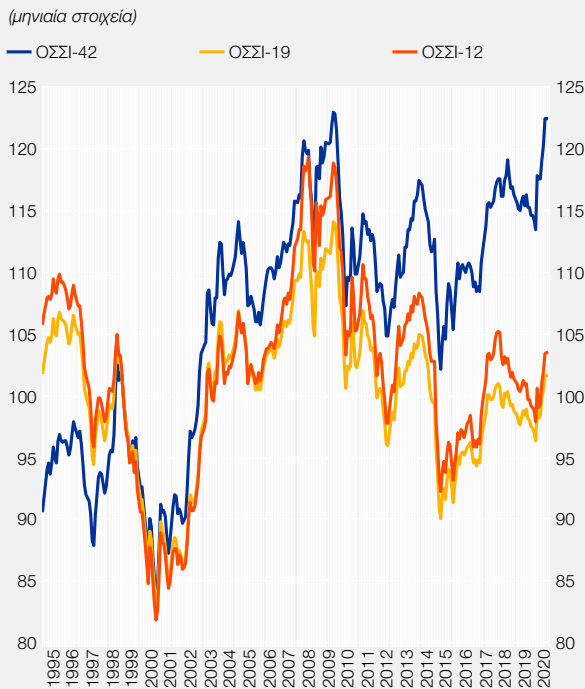
#### Πηγές και παράγοντες της ανατίμησης

Η ανατίμηση του ευρώ από τις αρχές Μαρτίου 2020 οφείλεται στη σημαντική διολίσθηση των νομισμάτων πολλών μεγάλων προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών και συνδέεται έως ένα βαθμό με την αναζήτηση από τους επενδυτές ασφαλών τοποθετήσεων μέσα σε ένα διεθνές περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας και συχνής μεταβολής των προσδοκιών λόγω της πανδημίας. Παράλληλα, οι θεσμικές εξελίξεις και αποφάσεις σε επίπεδο ΕΕ φαίνεται ότι συνέβαλαν επίσης στην ανατίμηση (π.χ. η συμφωνία για το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης “Next Generation EU” – NGEU). Το πρόσφατο επεισόδιο ανατίμησης της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ) του ευρώ επανέφερε κατά το Σεπτέμβριο τον ευρύτερο δείκτη ΣΣΙ στα ιστορικά υψηλά επίπεδα του 2008-2009, μετά από μια σχεδόν συνεχή πορεία ανατίμησής του από το 2000. Η ανατίμηση του ευρώ είναι ισχυρότερη σύμφωνα με τον ευρύτερο δείκτη ΣΣΙ, ο οποίος περιλαμβάνει 42 εμπορικούς εταίρους (6,8% έως το Σεπτέμβριο του 2020 έναντι του Δεκεμβρίου 2019), ενώ περιορίζεται όταν ο δείκτης είναι στενότερος και περιλαμβάνει κυρίως προηγμένες οικονομίες (βλ. Διάγραμμα Α).

Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία, η οποία ενσωματώνει και την εξέλιξη του διαφορικού πληθωρισμού της ζώνης του ευρώ έναντι των εμπορικών της εταίρων, με βάση είτε το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή

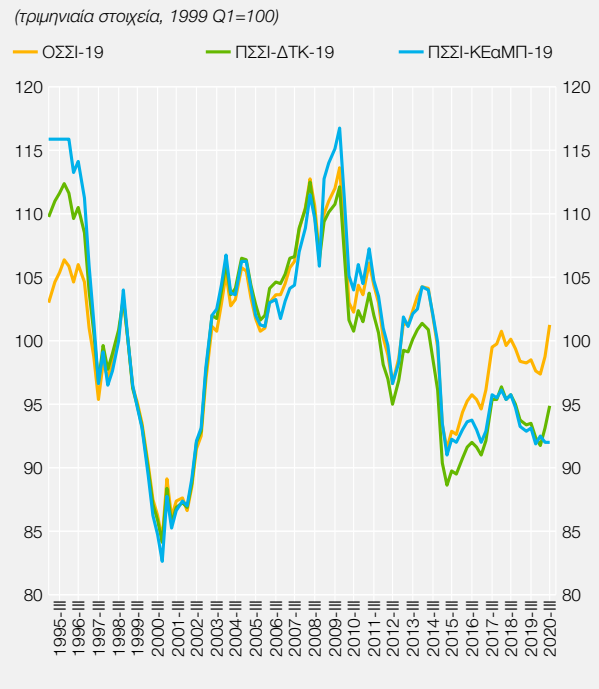
<sup>1</sup> Η ανάλυση βασίζεται σε στοιχεία δημοσιευμένα μέχρι και τα μέσα Νοεμβρίου 2020.

**Διάγραμμα Α Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι ομάδων 42, 19, 12 εμπορικών εταίρων (Ιανουάριος 1995 - Σεπτέμβριος 2020)**



Πηγή: EKT, Statistical Data Warehouse.  
Σημείωση: ΟΣΣΙ: ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία.

**Διάγραμμα Β Ονομαστική και πραγματικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες του ευρώ έναντι 19 εμπορικών εταίρων (α' τρίμηνο 1995 - γ' τρίμηνο 2020)**



Πηγή: EKT, Statistical Data Warehouse.  
Σημείωση: ΟΣΣΙ: ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία, ΠΣΣΙ-ΔΤΚ: πραγματική σταθμισμένη ισοτιμία με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή, ΠΣΣΙ-ΚΕαΜΠ: πραγματική σταθμισμένη ισοτιμία με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας.

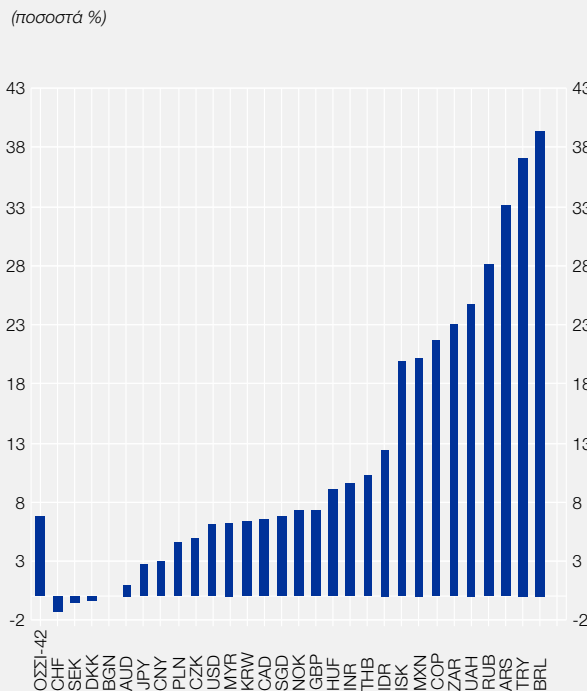
(ΔΤΚ) είτε το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, ανατιμήθηκε επίσης κατά την περίοδο από το Δεκέμβριο του 2019 έως το Σεπτέμβριο του 2020, αλλά ηπιότερα από την ονομαστική ΣΣΙ (βλ. Διάγραμμα Β). Το ευρώ ανατιμήθηκε σημαντικά έναντι του δολαρίου ΗΠΑ εντός του 2020, κυρίως την περίοδο Μαΐου-Αυγούστου (από 1,090 σε 1,183 δολάρια ανά ευρώ), αλλά και έναντι του γιεν Ιαπωνίας και της λίρας Αγγλίας κατά την ίδια περίοδο. Παράλληλα, τα νομίσματα μερικών μεγάλων αναδυόμενων οικονομιών (Βραζιλίας, Αργεντινής, Τουρκίας, Ρωσίας κ.ά.) υποχώρησαν σημαντικά έναντι του ευρώ την περίοδο Δεκεμβρίου 2019-Σεπτεμβρίου 2020, ενισχύοντας το περισσότερο (βλ. Διάγραμμα Γ).

Ανάλογα με τη δομή του εξωτερικού εμπορίου κάθε οικονομίας, διαφοροποιείται ο βαθμός επίδρασης της ανατίμησης του ευρώ στους εθνικούς εναρμονισμένους δείκτες ονομαστικής ΣΣΙ των οικονομιών της ζώνης του ευρώ, όπως αυτοί υπολογίζονται από την ΕΚΤ. Η ανατίμηση της ονομαστικής ΣΣΙ μεταξύ Δεκεμβρίου 2019 και Σεπτεμβρίου 2020 κυμαίνεται από 12,3% για την Κύπρο έως 6,2% για την Αυστρία, ενώ για την Ελλάδα ανέρχεται σε 8,4%, έναντι 6,8% για την ευρωζώνη συνολικά.

Είναι γνωστό στη βιβλιογραφία ότι ουσιαστικά δεν υπάρχει μοντέλο πρόβλεψης των συναλλαγματικών ισοτιμιών επιτυχέστερο της στοχαστικής διαδικασίας του “τυχαίου περιπάτου”,<sup>2</sup> ωστόσο παραδοσιακά η μακροοικονομική ανάλυση ερμηνεύει τις κινήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών με βάση τις διαφορές των βασικών επιτοκίων και τις διαφορές του οικονομικού κύκλου και των προσδοκιών γι’ αυτόν. Στο σύγχρονο νομισματικό περιβάλλον των σχεδόν μηδενικών βασικών επιτοκίων, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι δυνατόν να επηρε-

2 Messe, R. and K. Rogoff (1983), “Empirical exchange rate models of the seventies”, *Journal of International Economics*, 14, 3-24.

**Διάγραμμα Γ Συμβολή (αστάθμητη) νομισμάτων των 42 εμπορικών εταιρών στη μεταβολή της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ (Σεπτέμβριος 2020 έναντι Δεκεμβρίου 2019)**



Πηγή: EKT, Statistical Data Warehouse.

ΕΚΤ, το οποίο βρίσκεται ήδη σε μηδενικό επίπεδο από το 2016.

Η ενίσχυση του ρόλου του ευρώ ως αποθεματικού νομίσματος ενδέχεται επίσης να επιδρά στην πρόσφατη ανατίμησή του. Το β' τρίμηνο του 2020 τα συναλλαγματικά διαθέσιμα που διακρατούνται σε ευρώ παγκοσμίως αυξήθηκαν οριακά σε 20,3% από 20,1% των συνολικών διαθεσίμων το α' τρίμηνο, ενώ το ποσοστό των διαθεσίμων σε δολάρια ΗΠΑ μειώθηκε σε 61,3% από 61,8% το α' τρίμηνο.<sup>4</sup> Ευρύτερα, ο ρόλος του ευρώ στις διεθνείς αγορές χρεογράφων και δανείων, αν και μειωμένος από την εποχή της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, είχε ελαφρώς ενισχυθεί στα τέλη του 2019, ενώ αποτελεί το κυριότερο νόμισμα έκδοσης πράσινων ομολόγων παγκοσμίως.<sup>5</sup> Τέλος, σύμφωνα με το ΔΝΤ, το δολάριο ΗΠΑ το 2019 ήταν υπερτιμημένο κατά 8-14%, ενώ το ευρώ ήταν συνολικά σε αρμονία με τους προσδιοριστικούς του παράγοντες.<sup>6</sup>

### Δίαυλοι επίδρασης της συναλλαγματικής ισοτιμίας

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, η συναλλαγματική ισοτιμία επιδρά πρωτογενώς αφενός στο εγχώριο επίπεδο πληθωρισμού μέσω των τιμών των εισαγομένων και αφετέρου στο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης μέσω της επίδρασης στο εμπορικό ισοζύγιο, στην αγοραστική δύναμη νοικοκυριών και επιχειρήσεων και στην κίνηση κεφαλαίων. Στο βαθμό που κάποια συναλλαγματική εξέλιξη είναι ανεπιθύμητη ως προς την επίπτωσή της στο μεσοπρόθεσμο στόχο του πληθωρισμού, αυτή ενδέχεται να προκαλέσει δευτερογενείς επιδράσεις μέσω της αντίδρασης της νομισματικής πολιτικής. Η επίδραση των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας στον εγχώριο πληθωρισμό, απευθείας μέσω του κόστους των εισαγόμενων τελικών προϊόντων ή εμμέσως μέσω του κόστους των εισαγόμενων ενδιάμεσων αγαθών ή πρώτων υλών, υπολογίζεται σε πλήθος μελετών. Ωστόσο, η επίδραση της συναλλαγματικής

3 BIS (2020), *Quarterly Review*, September.

4 IMF, *World Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*.

5 ECB (2020), *The international role of the euro*, June.

6 IMF (2020), *United States Article IV Consultation*, August, και IMF (2019) *Euro Area Policies Article IV Consultation*, July.

ισοτιμίας στην οικονομική ανάπτυξη είναι πιο σύνθετο πρόβλημα, τουλάχιστον μακροχρόνια, καθώς οι επενδυτικές και εξαγωγικές αποφάσεις στις ανεπτυγμένες χώρες είναι δυνατόν να εξαρτώνται κυρίως από τη μεταβλητότητα και όχι από το επίπεδο της ισοτιμίας, το οποίο φαίνεται ότι είναι σημαντικότερο σε αναπτυσσόμενες οικονομίες με χαμηλό κατά κεφαλήν εισόδημα και με συστήματα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.<sup>7</sup>

Ένα χαμηλό επίπεδο ισοτιμίας δημιουργεί συγκριτικό πλεονέκτημα σε εξωστρεφείς οικονομίες, όπως έδειξε η εμπειρία οικονομιών της ΝΑ Ασίας, ωστόσο δεν μπορεί να υποκαταστήσει τη σημασία θεσμικών και διαρθρωτικών παραγόντων, όπως της ποιότητας του εργατικού δυναμικού, της ροπής προς αποταμίευση και του φιλικού ή όχι κλίματος προς τις επιχειρήσεις και τις επενδύσεις.<sup>8</sup> Η υπερτιμημένη συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να αποτελέσει ανασχετικό παράγοντα στο ρυθμό ανάπτυξης ανάλογα και με το μέγεθος του διεθνώς εμπορεύσιμου τομέα.<sup>9</sup> Σε οικονομίες που βρίσκονται σε διαδικασία σταθεροποίησης ή έχουν υψηλή εξάρτηση από εισαγωγές πρώτων υλών, η νομισματική πολιτική υψηλών επιτοκίων, η οποία οδηγεί σε ανατίμηση, ενδέχεται να έχει θετική επίδραση στη ροή κεφαλαίων και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, όπως συνέβη στην Ελλάδα την περίοδο πριν από την ένταξη στην ΟΝΕ.<sup>10</sup> Στις οικονομίες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης, η συζήτηση εντοπίζεται περισσότερο στο καταλληλότερο καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών παρά στην ίδια την ισοτιμία.<sup>11</sup>

### Ο βαθμός μετακύλισης της ανατίμησης του ευρώ στην οικονομία

Η επίπτωση της πρόσφατης ανατίμησης του ευρώ στην οικονομία εξαρτάται εν πολλοίς από το βαθμό μετακύλισης της στις εγχώριες τιμές. Σειρά διαρθρωτικών παραγόντων δύνανται να επηρεάσει την ευαισθησία των εγχώριων τιμών στις διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας, διαφοροποιώντας την τελική επίδραση της ανατίμησης του ευρώ τόσο μεταξύ κλάδων της οικονομίας όσο και μεταξύ των οικονομιών της ευρωζώνης.

Πιο συγκεκριμένα, ο υψηλός **βαθμός ανοίγματος στο διεθνές εμπόριο**, όπως μετρείται από το μερίδιο του εξωτερικού εμπορίου μιας χώρας της ζώνης του ευρώ στο ΑΕΠ της, συνδέεται με μεγαλύτερη πτώση στις τιμές εισαγομένων και καταναλωτή ως αποτέλεσμα της ανατίμησης του ευρώ, σε σύγκριση με λιγότερο ανοικτές οικονομίες. Παρά τις διαφορές μεταξύ των χωρών-μελών της ευρωζώνης, τις τελευταίες δεκαετίες παρατηρείται αύξηση της έντασης εμπορίου σε όλες σχεδόν τις οικονομίες.<sup>12</sup> Παράλληλα, η διαχρονικά μεγαλύτερη εξάρτηση τόσο της ιδιωτικής κατανάλωσης όσο και της εγχώριας παραγωγής από τις εισαγωγές (direct and indirect import content) εντείνει τις καθοδικές πιέσεις στις εγχώριες τιμές από την ανατίμηση του ευρώ.<sup>13</sup>

Το **μέγεθος του εμπορίου το οποίο αποτιμάται σε ευρώ**, ιδίως του εμπορίου σε πρώτες ύλες, καθορίζει επίσης την επίδραση της συναλλαγματικής ισοτιμίας στις εγχώριες τιμές. Η επίδραση αυτή θα είναι μικρότερη στις οικονομίες εκείνες που βασίζονται περισσότερο στο ενδοκοινοτικό εμπόριο, το οποίο αποτιμάται κατά κύριο λόγο σε ευρώ. Ταυτόχρονα, **η τιμολόγηση σε ευρώ των εισαγωγών αγαθών** με προέλευση εκτός της ΕΕ περιορίζει το μερίδιο των συνολικών εισαγωγών που επηρεάζεται από τις διακυμάνσεις του κοινού νομίσματος και συνεπώς εξασθενίζει την επίδραση της πρόσφατης ανατίμησης, ακόμη και στις πιο ανοικτές οικονομίες. Ειδικότερα, το 2019 στην Ελλάδα μόλις το 24% περίπου των εισαγωγών αγαθών από χώρες εκτός της ΕΕ αποτιμάται σε ευρώ,

7 Habib, M., E. Mileva and L. Stracca (2017), "The real exchange rate and economic growth: Revisiting the case using external instruments", *Journal of International Money and Finance*, 73, 386-398.

8 Eichengreen, B. (2008), "The Real Exchange Rate and Economic Growth", Commission on Growth and Development Working Paper No. 4.

9 Rodrik, D. (2008), "The Real Exchange Rate and Economic Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2008.

10 Πατάζογλου, Χ. (1999), "Πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και οικονομική δραστηριότητα", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, 14.

11 Ihnatova, I. and B. Căpraru (2012), "Exchange Rate Regimes and Economic Growth in Central and Eastern European Countries", *Procedia Economics and Finance*, 3, 18-23.

12 Στην Ελλάδα το μερίδιο των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών στο ΑΕΠ, εξαιρουμένου του ενδοκοινοτικού εμπορίου, ήταν περίπου 23% το 2018, κοντά στο μέσο όρο της ευρωζώνης, έναντι περίπου 18% το 1999. Αντίθετα, οι ΗΠΑ αποτελούν μια πιο κλειστή οικονομία, με βαθμό ανοίγματος κοντά στο 12% τα τελευταία χρόνια.

13 Στις περισσότερες οικονομίες, το εισαγωγικό περιεχόμενο της εγχώριας κατανάλωσης αποτελεί περίπου το 50% του συνολικού εισαγωγικού περιεχομένου της οικονομίας. Βλ. Schaefer, S. (2020), "Import share in the HICP consumption basket", Box 1, in Ortega, E. and C. Osbat (eds.), *Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries*, ECB Occasional Paper Series No. 241.

ενώ το μεγαλύτερο μέρος (75%) αποτιμάται σε δολάρια ΗΠΑ, κυρίως λόγω του υψηλού μεριδίου των εισαγωγών πετρελαιοειδών.<sup>14</sup> Σε άλλες χώρες της ευρωζώνης (Ιρλανδία, Μάλτα), το υψηλό μερίδιο τιμολόγησης των εισαγωγών σε δολάρια ΗΠΑ οφείλεται στη δραστηριοποίηση πολυεθνικών επιχειρήσεων.

Επιπλέον, η μεγαλύτερη **διασύνδεση με τις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας** σηματοδοτεί αύξηση του ποσοστού των εισαγόμενων ενδιάμεσων αγαθών για μια οικονομία και επομένως μεγαλύτερη ελαστικότητα του κόστους παραγωγής και των τιμών εξαγομένων σε μεταβολές της ισοτιμίας, υπό την υπόθεση σταθερών περιθωρίων κέρδους και τιμολόγησης των εξαγωγών στο εγχώριο νόμισμα (producer currency pricing).<sup>15</sup> Παράλληλα, η συμμετοχή των εμπορικών εταιρών στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας μειώνει την ευαισθησία των τιμών των εισαγωγών στις διακυμάνσεις του ευρώ. Ειδικότερα στην ευρωζώνη, κατά μέσο όρο το 78% των εγχώριων τιμών καθορίζεται από το κόστος εισροών στην αλυσίδα εφοδιασμού με προέλευση εντός της ευρωζώνης και μόλις το 14% αποτελεί κόστος εισροών (εξαιρουμένων των πετρελαιοειδών) με προέλευση εκτός αυτής.<sup>16</sup>

Σε επίπεδο κλάδων, **ο υψηλός βαθμός ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων** δύναται να μειώσει την επίδραση της συναλλαγματικής ισοτιμίας στην οικονομία μέσω της δυνατότητας των επιχειρήσεων να προσαρμόσουν αντιστοίχως το περιθώριο κέρδους τους βραχυχρόνια. Αντιθέτως, το μικρό μέγεθος των επιχειρήσεων σε έναν κλάδο καθώς και οι περιορισμοί στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, ιδίως των μικρομεσαίων, αποτελούν τροχοπέδη στην αντιστάθμιση (hedging) του κόστους που προέρχεται από τη διακύμανση της συναλλαγματικής ισοτιμίας μέσω χρηματοδοτικών εργαλείων, ενισχύοντας τη μετακύλιση της στις εγχώριες τιμές.<sup>17</sup>

Τέλος, δεδομένης της ενδογένειας της συναλλαγματικής ισοτιμίας με άλλα οικονομικά μεγέθη, **τα αίτια της ανατίμησης του ευρώ** δύναται να επηρεάζουν και το βαθμό της επίδρασής της στην οικονομία. Μία ανατίμηση ενδέχεται να είναι το αποτέλεσμα μιας συγκριτικά αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής ή μιας παρατεταμένης οικονομικής ευρωστίας με συγκριτικά υψηλότερο ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας. Εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι εξωγενείς διαταραχές στη νομισματική πολιτική αυξάνουν την ελαστικότητα των τιμών σε διακυμάνσεις του ευρώ σε σύγκριση με διαταραχές στην εγχώρια ζήτηση και προσφορά, όπου η ενδογενής αντίδραση της νομισματικής πολιτικής αντισταθμίζει εν μέρει την αρχική μεταβολή των τιμών.<sup>18</sup> Ωστόσο, όταν η νομισματική πολιτική περιορίζεται από μηδενικά ονομαστικά επιτόκια, όπως στην παρούσα συγκυρία, οι μη συμβατικές νομισματικές παρεμβάσεις και η άσκηση αξιόπιστης νομισματικής πολιτικής αυξάνουν το βαθμό μετακύλισης της ισοτιμίας στις τιμές.

### **Η επίπτωση της ανατίμησης του ευρώ στις τιμές και στην ανάπτυξη**

Οι διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ δύναται να έχουν μη γραμμική επίδραση στις τιμές και στο παραγόμενο προϊόν. Μια τέτοια επίδραση μπορεί να εξαρτάται από την κατεύθυνση της μεταβολής της ισοτιμίας (υποτίμηση έναντι ανατίμησης), το μέγεθος της μεταβολής, καθώς και τη θέση του οικονομικού κύκλου στην οποία βρίσκεται η οικονομία και συνεπώς το αρχικό επίπεδο των τιμών.

Για την ευρωζώνη εκτιμάται ότι μόνο μεγάλες μεταβολές στη συναλλαγματική ισοτιμία επιδρούν στις τιμές των εισαγομένων και στον πληθωρισμό.<sup>19</sup> Αυτό οφείλεται στη σχετική ακαμψία των τιμών βραχυχρόνια, η οποία οδηγεί και σε μείωση της επίπτωσης κατά μήκος της αλυσίδας τιμολόγησης (pricing chain). Ως αποτέλεσμα, η τελική επίδραση της ισοτιμίας στις τιμές καταναλωτή είναι μόλις το 1/10 αυτής στις τιμές εισαγομένων. Επίσης, εμπειρικές μελέτες καταδεικνύουν ότι η συνολική επίπτωση στις τιμές δεν διαφοροποιείται μεταξύ μιας υποτίμησης και

14 Το αντίστοιχο μερίδιο είναι περίπου 40% κατά μέσο όρο το 2018 στην ευρωζώνη. Βλ. Ortega, E., C. Osbat and I. Rubene (2020), "The transmission of exchange rate changes to euro area inflation", *ECB Economic Bulletin*, Issue 3/2020.

15 Georgiadis, G., J. Gräß and M. Khalil (2019), "Global value chain participation and exchange rate pass-through", *ECB Working Paper Series No. 2327*.

16 ECB Working Group on Global Value Chains (2019), "The impact of global value chains on the euro area economy", *ECB Occasional Paper Series No. 221*.

17 Strasser, G. (2013), "Exchange rate pass-through and credit constraints", *Journal of Monetary Economics*, 60(1), 25-38.

18 Forbes, K., I. Hjortsoe and T. Nenova (2018), "The shocks matter: Improving our estimates of exchange rate pass-through", *Journal of International Economics*, 114, 255-275.

19 Colavecchio, R. and I. Rubene (2020), "Non-linear exchange rate pass-through to euro area inflation: a local projection approach", *ECB Working Paper Series No. 2362*.



μιας ανατίμησης του ευρώ.<sup>20</sup> Σε κλαδικό επίπεδο, ο βαθμός επίδρασης της μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι μεγαλύτερος στους κλάδους έντασης ενέργειας και μικρότερος στη μεταποίηση.<sup>21</sup> Ειδικότερα όσον αφορά τον κλάδο της βιομηχανίας, μια ανατίμηση του ευρώ θα επηρεάσει περισσότερο τις τιμές παραγωγού στα ενεργειακά αγαθά και λιγότερο στα κεφαλαιακά αγαθά. Σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις της ΕΚΤ, μια ανατίμηση του ευρώ κατά 1% μειώνει κατά 0,30% κατά μέσο όρο τις τιμές των εισαγομένων στην ευρωζώνη και μόλις κατά 0,04% τον ΕνΔΤΚ.<sup>22</sup> Αυτή η ποσοτική σχέση μεταξύ της συναλλαγματικής ισοτιμίας και των τιμών είναι σχεδόν σταθερή τις τελευταίες δεκαετίες κατά μέσο όρο στην ευρωζώνη.

Σε αντίθεση με τις τιμές, οι εκτιμήσεις της επίπτωσης μιας ανατίμησης του ευρώ στην οικονομική ανάπτυξη περιβάλλονται από μεγαλύτερη αβεβαιότητα και εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από το εμπειρικό υπόδειγμα και το είδος της διαταραχής που οδηγεί στη μεταβολή της ισοτιμίας. Πρόσφατες εκτιμήσεις της ΕΚΤ με βάση υποδείγματα γενικής ισορροπίας υποστηρίζουν ότι μια (εξωγενής) ανατίμηση του ευρώ, η οποία προσεγγίζεται μέσω μείωσης κατά 1% στη διαφορά επιτοκίων (uncovered interest rate parity) μειώνει το ΑΕΠ της ευρωζώνης μόλις κατά 0,2% τον πρώτο χρόνο. Η μετάδοση στην πραγματική οικονομία συντελείται μέσω της αύξησης των σχετικών τιμών εξαγωγών και εισαγωγών και επομένως της μείωσης των καθαρών εξαγωγών, ενώ η νομισματική πολιτική αντιδρά ενδογενώς. Ωστόσο, σε περιόδους μηδενικών ονομαστικών επιτοκίων, το τελικό αποτέλεσμα στην οικονομική μεγέθυνση της ευρωζώνης ενδέχεται να είναι μεγαλύτερο, καθώς η αρχική μείωση στις καθарές εξαγωγές δεν αντισταθμίζεται από την αύξηση της εγχώριας ζήτησης, εξαιτίας αδυναμίας μείωσης του επιτοκίου. Τέλος, η επίδραση της ανατίμησης του ευρώ στο ΑΕΠ εκτιμάται σε -0,65% και -0,89% τον πρώτο χρόνο, όταν η διακύμανση της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι αποτέλεσμα μιας εξωγενούς συσταλτικής διαταραχής στη νομισματική πολιτική και στην εγχώρια ζήτηση αντιστοίχως.

**Συμπερασματικά**, η πρόσφατη ανατίμηση του ευρώ συμπίπτει με μια συγκυρία υψηλής αβεβαιότητας, μείωσης της παγκόσμιας ζήτησης και του παγκόσμιου εμπορίου, καθώς και άλλων εντάσεων (Brexit, εμπορικές διαμάχες) με δυσμενείς επιπτώσεις στην αναπτυξιακή δυναμική της ευρωζώνης. Παρότι σειρά διαρθρωτικών παραγόντων φαίνεται ότι διαφοροποιεί την τελική επίδραση της ανατίμησης μεταξύ των οικονομιών στην ευρωζώνη, εμπειρικές μελέτες οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η ανατίμηση ασκεί κατά μέσο όρο καθοδικές πιέσεις στις εγχώριες τιμές και, σε μικρότερο βαθμό, στην οικονομική ανάπτυξη της ευρωζώνης. Το γεγονός αυτό θα αντισταθμίσει μερικώς τη θετική επίδραση της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής κατά τη διάρκεια της πανδημίας, η οποία σύμφωνα με την ΕΚΤ εκτιμάται σε σωρευτική αύξηση της ανάπτυξης και του πληθωρισμού στην ευρωζώνη κατά 1,3 και 0,8 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα την περίοδο 2020-2022.<sup>23</sup> Η ανατίμηση δυσχεραίνει επίσης την επίτευξη του μεσοπρόθεσμου στόχου για τον πληθωρισμό και σηματοδοτεί την αναγκαιότητα πρόσθετων παρεμβάσεων νομισματικής πολιτικής, εφόσον οι αποπληθωριστικές πιέσεις συνεχιστούν.

Στην παρούσα συγκυρία, η ανατίμηση αποτελεί πρόσθετο λόγο για τον αποτελεσματικό συντονισμό της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ώστε να ενισχυθεί η υποστηρικτική επίδραση των μέσων πολιτικής και συνακόλουθα η δυναμική της ανάκαμψης. Ταυτόχρονα, έχει καίρια σημασία η δημιουργία των συνθηκών εκείνων που θα ενισχύσουν το διεθνή ρόλο του ευρώ και θα κατανεύουν ισομερώς τα οφέλη του κοινού νομίσματος. Δεδομένου του περιορισμένου δημοσιονομικού χώρου σε πολλές χώρες-μέλη, η δημιουργία του NGEU και η έκδοση κοινού ομολόγου για την αντιμετώπιση της πανδημίας αποτελούν πρώτο βήμα για την ενίσχυση του επιμερισμού των κινδύνων (risk sharing) στην ευρωζώνη σε περιόδους κρίσεων. Ωστόσο, κρίνεται αναγκαία η περαιτέρω πρόοδος στη δημοσιονομική ενοποίηση και την τραπεζική ένωση με στόχο τη μείωση του κατακερματισμού των χρηματοπιστωτικών αγορών στην ευρωζώνη και την αύξηση της προσφοράς ασφαλών περιουσιακών στοιχείων.

20 Lane, P.R. and L. Stracca (2018), "Can appreciation be expansionary? Evidence from the euro area", *Economic Policy*, 33(94), 225-264.

21 Osbat, C., Y. Sun and M. Wagner (2020), "Sectoral exchange rate pass-through in the euro area", ECB Working Paper Series (forthcoming).

22 Ortega, E. and C. Osbat (2020), "Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries", ECB Occasional Paper Series No. 241.

23 Hutchinson, J. and S. Mee (2020), "The impact of the ECB's monetary policy measures taken in response to the COVID-19 crisis", ECB *Economic Bulletin*, Issue 5/2020.

### 2.3 ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής

#### **COVID-19: ένα σχέδιο ανάκαμψης για την Ευρώπη**

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 17-21 Ιουλίου ενέκρινε δέσμη μέτρων ύψους 1.824,3 δισεκ. ευρώ, η οποία συνδυάζει το επόμενο Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο (ΠΔΠ) 2021-2027 με μια πρωτοφανή προσπάθεια ανάκαμψης στο πλαίσιο του νέου μέσου “Next Generation EU” (NGEU), ώστε να αντιμετωπιστούν οι προκλήσεις της πανδημίας COVID-19 και να υποστηριχθούν οι επενδύσεις στην πράσινη και την ψηφιακή μετάβαση. Αυτή η δέσμη μέτρων προστίθεται στα τρία δίχτυα ασφαλείας, ύψους 540 δισεκ. ευρώ, τα οποία είχε ήδη θέσει σε εφαρμογή η ΕΕ το πρώτο εξάμηνο του 2020 για τη στήριξη των εργαζομένων, των επιχειρήσεων και των κρατών-μελών. Το NGEU, ύψους 750 δισεκ. ευρώ, αποτελείται από επτά επιμέρους εργαλεία με την εξής κατανομή (σε δισεκ. ευρώ): (α) Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (Recovery and Resilience Facility): 672,5 (δάνεια: 360, επιχορηγήσεις: 312,5), (β) REACT-EU: 47,5, (γ) Ορίζων Ευρώπη: 5, (δ) InvestEU: 5,6, (ε) Αγροτική ανάπτυξη: 7,5, (στ) Ταμείο Δίκαιης Μετάβασης (Just Transition Fund): 10 και (ζ) rescEU: 1,9.<sup>3</sup> Ταυτόχρονα, οι ηγέτες της ΕΕ συμφώνησαν σε νέους ίδιους πόρους για το ΠΔΠ, οι οποίοι θα συμβάλουν στην αποπληρωμή του χρέους που θα προκύψει από το δανεισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στις κεφαλαιαγορές στο πλαίσιο του NGEU. Ενέκριναν νέο τέλος για τα πλαστικά, που θα θεσπιστεί το 2021. Το ίδιο έτος, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναμένεται να υποβάλει πρόταση για μηχανισμό συνοριακής προσαρμογής άνθρακα και για ψηφιακή εισφορά, που αναμένεται να τεθούν σε εφαρμογή το αργότερο έως 1.1.2023, ενώ αναμένεται να επανέλθει με αναθεωρημένη πρόταση για το σύστημα εμπορίας εκπομπών της ΕΕ, επεκτείνοντάς το ενδεχομένως στην αεροπορία και τη ναυτιλία. Ενδέχεται επίσης να υπάρξουν και άλλοι νέοι ίδιοι πόροι, όπως ο φόρος χρηματοπιστωτικών συναλλαγών. Στις 10 Δεκεμβρίου το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο οριστικοποίησε τη συμφωνία των ηγετών της ΕΕ για το ΠΔΠ 2021-2027, ανοίγοντας το δρόμο για την ολοκλήρωση των νομικών πράξεων προκειμένου να ενεργοποιηθεί ο Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

#### **Ενιαία Αγορά, βιομηχανική πολιτική και ψηφιακός μετασχηματισμός**

Σε Έκτακτο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 1-2 Οκτωβρίου, οι ηγέτες της ΕΕ ζήτησαν την αυστηρή εφαρμογή και επιβολή των κανόνων της Ενιαίας Αγοράς, την άρση των αδικαιολόγητων φραγμών, ιδίως στις υπηρεσίες, την επικαιροποίηση του ευρωπαϊκού πλαισίου ανταγωνισμού και, τέλος, επενδύσεις στην εκπαίδευση, την κατάρτιση και την αποτελεσματική αξιοποίηση των δεξιοτήτων. Όσον αφορά τη βιομηχανική πολιτική, οι ηγέτες της ΕΕ κάλεσαν την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να προσδιορίσει στρατηγικές εξαρτήσεις από τρίτες χώρες, ιδίως στα πιο ευαίσθητα βιομηχανικά οικοσυστήματα, όπως στον τομέα της υγείας, και να προτείνει μέτρα για τον περιορισμό αυτών. Όσον αφορά τον ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας, οι ηγέτες της ΕΕ κάλεσαν την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να υποβάλει, έως το Μάρτιο του 2021, μια ολοκληρωμένη Ψηφιακή Πυξίδα, καθορίζοντας τις ψηφιακές φιλοδοξίες της ΕΕ για το 2030. Αυτές περιλαμβάνουν την ανάπτυξη της επόμενης γενιάς ψηφιακών τεχνολογιών, όπως υπερυπολογιστών, της κβαντικής υπολογιστικής, της αλυσίδας συστοιχιών (blockchain), την ανάπτυξη ικανοτήτων σε στρατηγικές ψηφιακές αλυσίδες αξίας, ιδίως μικροεπεξεργαστές, την επιτάχυνση της υλοποίησης υποδομών υψηλής χωρητικότητας και ασφαλών δικτύων, συμπεριλαμβανομένων των οπτικών ινών και των δικτύων 5G, και την αναβάθμιση των ψηφιακών ικανοτήτων στα εκπαιδευτικά συστήματα. Οι ηγέτες της ΕΕ ζήτησαν επίσης να αναπτυχθεί ένα πανευρωπαϊκό πλαίσιο για ασφαλή δημόσια ηλεκτρονική ταυτοποίηση (e-ID), το οποίο θα διευκολύνει την πρόσβαση των πολιτών σε δημόσιες, ιδιωτικές και διασυνοριακές ψηφιακές υπηρεσίες. Η πρόταση αναμένεται έως τα μέσα του 2021. Τέλος, στις 6 Οκτωβρίου το ECOFIN συζήτησε τη δέσμη μέτρων για τον ψηφιακό χρηματοοικονομικό τομέα, η οποία περιλαμβάνει στρατηγικές για τις πληρωμές λιανικής τραπεζικής και νομοθετικές προτάσεις σχετικά με τα κρυπτοπεριουσιακά στοιχεία (cryptoassets) και με την ψηφιακή επιχειρησιακή ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα. Το Ευρωπαϊκό Συμ-

3 Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το NGEU, βλ. Πλαίσιο IV.1.

βούλιο θα επανέλθει στα θέματα της ενιαίας αγοράς, της βιομηχανικής πολιτικής και της ψηφιακής μετάβασης, μαζί με αξιολόγηση της κατάστασης της ψηφιακής φορολόγησης, το Μάρτιο του 2021.

### **Σχέσεις ΕΕ-Ηνωμένου Βασιλείου**

Οι διαπραγματεύσεις για τη μελλοντική εταιρική σχέση μεταξύ ΕΕ-Ηνωμένου Βασιλείου εξελίχθηκαν με αργούς ρυθμούς κατά τη διάρκεια του έτους, με κύρια πεδία διαφωνίας τους ισότιμους όρους ανταγωνισμού, την αλιεία, τη διακυβέρνηση και την παροχή αγαθών ενέργειας και υπηρεσιών. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 15-16 Οκτωβρίου σημείωσε με ανησυχία ότι η πρόοδος στα βασικά ζητήματα ενδιαφέροντος για την ΕΕ εξακολουθεί να μην επαρκεί για την επίτευξη συμφωνίας πριν από τη λήξη της μεταβατικής περιόδου στις 31 Δεκεμβρίου 2020 και ενθάρρυνε την επιτάχυνση των εργασιών, καθώς και την επίτευξη επιχειρησιακής ετοιμότητας σε όλα τα επίπεδα και για κάθε πιθανή έκβαση. Κάλεσε επίσης την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να εξετάσει εγκαίρως μονομερή και περιορισμένης διάρκειας μέτρα έκτακτης ανάγκης σε περίπτωση μη συμφωνίας. Στις 10 Δεκεμβρίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε τέσσερις προτάσεις κανονισμού για στοχευμένα μέτρα έκτακτης ανάγκης, τα οποία διασφαλίζουν τη βασική αεροπορική και οδική συνδεσιμότητα μεταξύ της ΕΕ και του Ηνωμένου Βασιλείου, καθώς και τη δυνατότητα αμοιβαίας αλιευτικής πρόσβασης στα ύδατα των δύο πλευρών, για την περίοδο κατά την οποία μπορεί να μην υπάρχει συμφωνία σε ισχύ.

### **Ελλάδα: Όγδοη έκθεση ενισχυμένης εποπτείας**

Στις 30 Νοεμβρίου το Eurogroup διαπίστωσε ότι η Ελλάδα υλοποίησε τις μεταρρυθμιστικές της δεσμεύσεις παρά τις αντίζοες συνθήκες λόγω της πανδημίας και, συνεπώς, πληροί τις προϋποθέσεις για την αποδέσμευση της τέταρτης δόσης στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους, ύψους 767 εκατ. ευρώ. Επίσης, το Eurogroup τόνισε τη σημασία που έχουν η πλήρης και αποτελεσματική χρήση των πόρων του NGEU, η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων στη δημόσια διοίκηση και στη διαχείριση δημοσίων εσόδων και η εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών της γενικής κυβέρνησης, ενώ ενθάρρυνε τις ελληνικές αρχές να αντιμετωπίσουν τις εναπομένουσες αδυναμίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

## **3 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ (ΝΑ) ΕΥΡΩΠΗΣ<sup>4</sup>**

Ο μέσος ρυθμός μεταβολής του **ΑΕΠ των οικονομιών της ΝΑ Ευρώπης<sup>5</sup>** εκτιμάται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ότι θα είναι έντονα αρνητικός, -5,8% το 2020, έναντι +3,2% το 2019. Οι εκτιμήσεις αυτές της ύφεσης είναι πιο ήπιες από εκείνες του ΔΝΤ τον Οκτώβριο και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης το Νοέμβριο του τρέχοντος έτους. Η συρρίκνωση αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στις επιπτώσεις από τη συνεχιζόμενη αυξημένη αστάθεια που κυριαρχεί στο διεθνές περιβάλλον, προερχόμενη από την παγκόσμια υγειονομική κρίση της πανδημίας του κορωνοϊού. Η αβεβαιότητα όσον αφορά τη διάρκεια της πανδημίας και τη δυνατότητα περιορισμού των νέων κρουσμάτων το χειμώνα, που εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό και από τη διαθεσιμότητα και την έγκαιρη διανομή του εμβολίου, παραμένουν οι βασικοί κίνδυνοι για την οικονομική δραστηριότητα το 2020 και την ανάκαμψη το 2021, κατά το οποίο ο μέσος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ των οικονομιών της περιοχής προβλέπεται σε 4,4%. Για την αντιμετώπιση των συνεπειών της πανδημίας και την ανάκαμψη των οικονομιών, διεθνείς και ευρωπαϊκοί οργανισμοί προσέφεραν σημαντική χρηματοοικονομική βοήθεια προς τις χώρες των Δυτικών Βαλκανίων υπό τη μορφή επιχορηγήσεων και δανείων με ευνοϊκούς όρους.

Η ύφεση των οικονομιών της περιοχής που παρατηρήθηκε κατά τη διάρκεια του 2020 έπληξε ασύμμετρα τις επιμέρους οικονομίες, καθώς οι υγειονομικές επιπτώσεις, οι αρχικές οικονομικές

4 Εδώ εξετάζονται οι χώρες: Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Μαυροβούνιο, Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, Ρουμανία, Σερβία και Τουρκία.

5 Οι προβλέψεις προέρχονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast, Autumn 2020*, Νοέμβριος 2020.

Πίνακας ΙΙ.2 Βασικοί μακροοικονομικοί και τραπεζικοί δείκτες των χωρών της ΝΑ Ευρώπης

	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες % μεταβολές)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)			Πιστωτική επέκταση (ετήσιες % μεταβολές)			Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)			Δάνεια σε καθυστέρηση (%)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2018	2019	2020 <sup>3</sup>	2018	2019	2020 <sup>3</sup>	2018	2019	2020 <sup>3</sup>
Αλβανία	2,2	-6,8	3,7	1,4	1,9	2,1	-7,6	-10,9	-9,0	-1,8	-6,3	-5,3	-1,7	3,0	5,7	18,2	18,3	18,3	11,1	8,4	8,1
Βοσνία-Ερζεγοβίνη <sup>1</sup>	2,7	-6,5	5,0	0,6	-0,8	0,4	-3,6	-4,4	-6,1	1,5	-5,8	-4,4	6,6	5,7	0,6	17,3	17,9	18,4	9,3	7,9	-
Βουλγαρία <sup>2</sup>	3,4	-4,0	4,1	2,5	1,2	1,7	4,0	1,9	2,3	-1,0	-2,0	-1,1	8,9	7,5	4,9	19,7	20,7	23,1	11,6	9,8	9,5
Μαυροβούνιο	4,1	-14,3	6,8	0,5	-0,5	1,0	-15,0	-15,8	-14,3	-2,0	-8,8	-4,7	8,5	4,5	6,7	-	-	19,6	6,9	4,7	5,0
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	3,6	-4,9	3,8	0,8	0,9	1,2	-3,3	-4,2	-3,9	-2,1	-8,6	-4,5	6,7	7,3	6,9	16,5	16,3	-	5,0	4,6	4,6
Ρουμανία <sup>2</sup>	4,2	-5,2	3,3	3,9	2,5	2,5	-4,7	-4,6	-4,8	-4,4	-10,3	-11,3	8,0	8,0	11,1	20,7	20,0	22,8	5,0	4,1	4,0
Σερβία	4,2	-1,8	4,8	1,7	1,5	1,8	-6,9	-5,8	-6,0	-0,2	-8,9	-2,9	9,4	9,1	16,6	22,3	22,6	-	5,7	4,1	4,0
Τουρκία	0,9	-2,5	3,9	15,2	11,8	11,7	1,2	-4,0	-2,0	-3,0	-6,2	-6,0	13,1	10,8	37,8	14,0	14,0	14,0	3,9	5,4	4,1

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *EU Candidate Countries' & Potential Candidates' Economic Quarterly (CCEQ)*, 3rd Quarter 2020, Οκτώβριος 2020, *European Economic Forecast, Autumn 2020*, Νοέμβριος 2020, ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2020, και εθνικές κεντρικές τράπεζες.

Σημείωση: Για το 2020 εκτιμήσεις και για το 2021 προβλέψεις.

<sup>1</sup> Οι προβλέψεις για τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη προέρχονται από το ΔΝΤ.

<sup>2</sup> Στη Βουλγαρία και στη Ρουμανία η πιστωτική επέκταση αφορά τον ιδιωτικό τομέα, ενώ στις υπόλοιπες χώρες αφορά το σύνολο.

<sup>3</sup> Τελευταίος διαθέσιμος μήνας.

συνθήκες και τα περιθώρια διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής διαφέρουν σε κάθε μία από αυτές. Τη μικρότερη ύφεση στην περιοχή εκτιμάται ότι θα έχουν το 2020 η Σερβία και η Τουρκία (βλ. Πίνακα ΙΙ.2). Γενικά, η πτώση της οικονομικής δραστηριότητας το 2020, ως απόρροια της μείωσης της κατανάλωσης και των επενδύσεων και της ισχυρής διεύρυνσης των εμπορικών ελλειμμάτων λόγω της έντονης συρρίκνωσης των εξαγωγών, ανέτρεψε τη συνεχή βελτίωση της αγοράς εργασίας, η οποία είχε παρατηρηθεί την τελευταία πενταετία και οδήγησε σε επιδείνωση του ποσοστού ανεργίας, ιδίως μετά και τη λήψη των περιοριστικών μέτρων.

Στα **Δυτικά Βαλκάνια** η οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει κατά 6,9% το 2020, μετά από αύξηση κατά 3,4% το 2019. Αυτή η εξέλιξη οφείλεται πρωτίστως στη σημαντική υποχώρηση της οικονομίας του Μαυροβουνίου (β' τρίμηνο: -20,2%), που αντιμετωπίζει τη βαθύτερη ύφεση εδώ και δεκαετίες λόγω της απότομης μείωσης του τουρισμού, ο οποίος αντιπροσωπεύει σχεδόν το 1/4 του ΑΕΠ της χώρας, και των τουριστικών εισπράξεων για το 2020 που εκτιμώνται μόνο σε 25% του επιπέδου του 2019. Δευτερευόντως, η ισχυρή οικονομική συρρίκνωση της περιοχής οφείλεται στη σημαντική επιβράδυνση της οικονομίας της Αλβανίας (β' τρίμηνο: -10,2%), λόγω των επιπτώσεων του καταστροφικού σεισμού το Νοέμβριο του 2019 και της πανδημίας του κορωνοϊού που οδήγησε στην παύση λειτουργίας σημαντικών κλάδων της οικονομίας και στην αναβολή καταναλωτικών και επενδυτικών αποφάσεων.

Οι οικονομίες της **Βουλγαρίας** και της **Ρουμανίας**, των δύο χωρών της περιοχής που είναι κράτη-μέλη της ΕΕ, επίσης θα καταγράψουν βαθιά ύφεση το 2020 με ιδιαίτερα εμφανείς τις επιπτώσεις της πανδημίας σε όλες τις συνιστώσες της ζήτησης, παρά την ανάκαμψη που παρουσίασαν το γ' τρίμηνο του έτους. Ειδικότερα, όσον αφορά τη Βουλγαρία η ύφεση οφείλεται κυρίως στη μεγάλη μείωση των συνολικών ακαθάριστων επενδύσεων (-11,5% από +4,5% το 2019), καθώς οι ιδιωτικές επιχειρήσεις αντιδρούν στο πολύ αβέβαιο περιβάλλον με αναβολή ή ακύρωση επενδυτικών έργων λόγω δραστηκής μείωσης των ταμειακών ροών τους, ενώ οι δημόσιες επενδύσεις παρέμειναν υποτονικές. Όσον αφορά τη Ρουμανία, κυριότερη αιτία ύφεσης εκτιμάται ότι είναι η πτώση της ιδιωτικής κατανάλωσης (-8,8% από +5,5% το 2019), ενώ οι καθαρές εξαγωγές αναμένεται να έχουν μικρή αρνητική συμβολή, καθώς η μείωση των εξαγωγών λόγω της ύφεσης των βασικών εμπορικών εταίρων και των διαταράξεων στις διεθνείς

εφοδιαστικές αλυσίδες αντισταθμίστηκε σε μεγάλο βαθμό από την πτώση των εισαγωγών λόγω ύφεσης.

Οι επιπτώσεις της πανδημίας είναι ορατές και στην οικονομία της **Τουρκίας**, η οποία επιπλέον υφίσταται και τις συνέπειες της απώλειας εμπιστοσύνης και της επαγόμενης συνεχούς διολίσθησης της ισοτιμίας του νομίσματός της, είτε λόγω της εμπλοκής της σε διάφορα γεωπολιτικά μέτωπα είτε λόγω του ασκούμενου μίγματος οικονομικής πολιτικής. Το ΑΕΠ υποχώρησε έντονα το β' τρίμηνο του έτους κατά 11% έναντι του α' τριμήνου, εξέλιξη η οποία οφείλεται στη χαμηλή εξωτερική ζήτηση, στην επιδείνωση του διεθνούς εμπορίου, ιδίως υπηρεσιών, μετά τα αυστηρά περιοριστικά μέτρα που ελήφθησαν, στην υψηλή συμμετοχή της χώρας σε παγκόσμιες αλυσίδες αξίας, στην εξάρτησή της από τον τουρισμό και τις μεταφορές και στην αναζωπύρωση της συναλλαγματικής κρίσης. Από το γ' τρίμηνο φαίνεται σταδιακή ανάκαμψη, με βελτίωση της βιομηχανικής παραγωγής (Αύγουστος: 10,4% σε ετήσια βάση) και ανάκαμψη των εξαγωγών και των αποθεμάτων σε επίπεδα προ πανδημίας. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών τον Οκτώβριο του 2020 (Παγκόσμιας Τράπεζας και ΔΝΤ) και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής το Νοέμβριο του 2020, η ύφεση για το σύνολο του 2020 θα είναι ηπιότερη άλλων οικονομιών της περιοχής, ενώ για το 2021 προβλέπεται σημαντική ανάκαμψη.

Για το 2020 ο **πληθωρισμός** αναμένεται να υποχωρήσει περαιτέρω σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος σε όλες τις χώρες της περιοχής πλην της Αλβανίας και της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας ή και να γίνει αρνητικός σε κάποιες οικονομίες (Βοσνία-Ερζεγοβίνη και Μαυροβούνιο) (βλ. Πίνακα II.2), αντανακλώντας κυρίως τον αντίκτυπο της πανδημίας στις διεθνείς τιμές ενέργειας. Για το λόγο αυτό, η **νομισματική πολιτική** που ακολουθούν όλες οι κεντρικές τράπεζες της περιοχής, πλην της κεντρικής τράπεζας της Τουρκίας, εμπεριέχει μείωση ή σταθεροποίηση των βασικών επιτοκίων, καθώς παρατηρείται έντονη ύφεση των οικονομιών και υψηλή αβεβαιότητα. Ο πληθωρισμός στην Τουρκία, μετά την κορύφωσή του το τελευταίο τρίμηνο του 2018 (22,4%), υποχώρησε σταδιακά, αλλά παραμένει σε υψηλά επίπεδα (Νοέμβριος 2020: 14,0%) και εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 11,8% για το 2020. Στη διατήρηση του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα συμβάλλουν ο υψηλός ρυθμός πιστωτικής επέκτασης και η υποτίμηση της τουρκικής λίρας, η οποία εντάθηκε εκ νέου το 2020 και στα τέλη Νοεμβρίου είχε φθάσει σε 29,0% έναντι του ευρώ και 24,0% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε σύγκριση με το τέλος του 2019. Η κεντρική τράπεζα, προκειμένου να εντείνει την τάση αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού και να περιορίσει τους κινδύνους από τη διολίσθηση της λίρας, αποφάσισε, αν και με καθυστέρηση, να αυξήσει το βασικό επιτόκιο της κατά 200 μονάδες βάσης, καθορίζοντάς το στις 24 Σεπτεμβρίου 2020 σε 10,25% από 8,25%. Το Νοέμβριο, μετά το διορισμό νέου διοικητή στην κεντρική τράπεζα, τα βασικά επιτόκια στην Τουρκία αυξήθηκαν εκ νέου, ώστε να αντιμετωπιστεί η εκροή κεφαλαίων και η υποτίμηση του νομίσματος. Το βασικό επιτόκιο αυξήθηκε κατά 475 ακόμη μονάδες βάσης, στο 15,0% στις 19 Νοεμβρίου και η λίρα ανατιμήθηκε το Νοέμβριο έναντι του Οκτωβρίου, μειώνοντας έτσι τις σωρευτικές απώλειες του έτους.

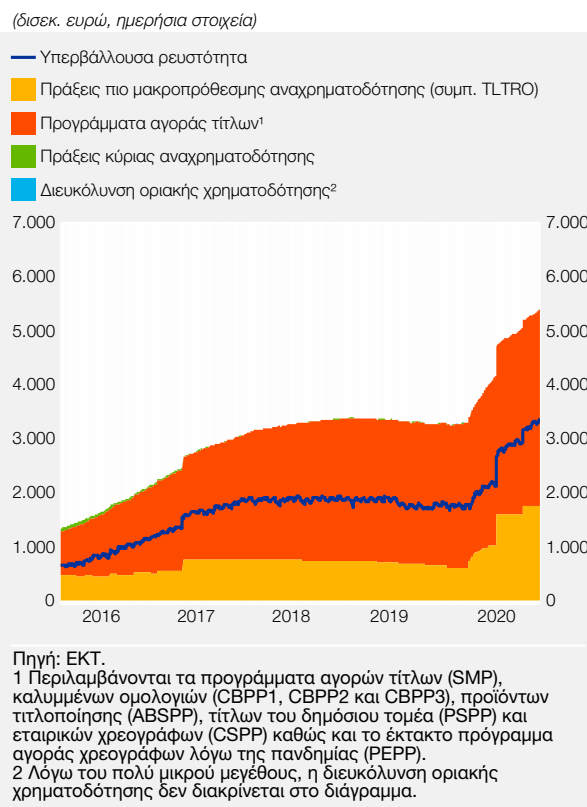
Η **δημοσιονομική θέση** προβλέπεται ότι θα επιδεινωθεί δραματικά το 2020 στις οικονομίες της περιοχής, λόγω των σημαντικών μέτρων στήριξης που έχει λάβει η κάθε χώρα με σκοπό την αντιμετώπιση των οικονομικών επιπτώσεων της πανδημίας. Τα μέτρα αυτά (όπως αναβολή πληρωμής φόρων, οικονομική ενίσχυση τόσο των επιχειρήσεων όσο και των εργαζομένων, κυρίως στους κλάδους των μεταφορών και του τουρισμού και παροχή εγγυήσεων για αποπληρωμή των δανείων) οδηγούν σε σημαντική μείωση των δημόσιων εσόδων και ταυτόχρονα πολύ μεγαλύτερη επιβάρυνση των δημόσιων δαπανών, γεγονός που συνεπάγεται εκτιμώμενη περαιτέρω επιδείνωση του δημοσιονομικού ελλείμματος το 2020 κατά μία ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ (Βουλγαρία) έως 8,7 μονάδες (Σερβία). Λόγω της αύξησης του ελλείμματος και της υποχώρησης του ΑΕΠ, ο λόγος του ακαθάριστου δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ θα αυξηθεί σε όλες τις χώρες της περιοχής και εκτιμάται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ότι θα κυμανθεί το 2020 μεταξύ του 25,7% στη Βουλγαρία έως και 87,3% στο Μαυροβούνιο, ενώ στην Τουρκία προβλέπεται στο 41,4%, από 32,8% το 2019.



# Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Οι οικονομικές εξελίξεις, η χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, αλλά και οι αποφάσεις των εθνικών αρχών στη ζώνη του ευρώ και των ευρωπαϊκών θεσμών σχετικά με άλλες οικονομικές πολιτικές (κυρίως δημοσιονομικά μέτρα) κατά το 2020 επηρεάστηκαν κρίσιμα από την πορεία της πανδημίας. Με την αρχική μετάδοση της COVID-19 στην Ευρώπη, το Ευρωσύστημα δρομολόγησε τα κυριότερα μέτρα νομισματικής πολιτικής. Στα άμεσα αποτελέσματα των μέτρων αυτών συγκαταλέγονται η συγκράτηση της πτώσης του ΑΕΠ κατά το β' τρίμηνο και η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας κατά τους θερινούς μήνες, καθώς η ενιαία νομισματική πολιτική συνέβαλε στη διατήρηση ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών τόσο σε όρους κόστους όσο και σε όρους ευκολίας πρόσβασης στις πηγές χρηματοδότησης. Τον Οκτώβριο το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διαπίστωσε ότι η αύξηση των κρουσμάτων και τα περιοριστικά μέτρα που επανεισήγαγαν οι κυβερνήσεις για την αναχαίτισή της θα διατάρασσαν εκ νέου τη μεσοπρόθεσμη πορεία της Νομισματικής Ένωσης προς τη σταθερότητα των τιμών. Η επίδραση της αναζωπύρωσης της πανδημίας επιχειρείται να αντισταθμιστεί μέσω των αναπροσαρμογών των μέσων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος που αποφασίστηκαν το Δεκέμβριο του 2020.

Διάγραμμα ΙΙΙ.1 Παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα (4 Ιανουαρίου 2016 - 30 Νοεμβρίου 2020)



## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η πανδημία δημιούργησε συνθήκες βαθιάς οικονομικής ύφεσης στην Ευρώπη (ιδίως το β' τρίμηνο του 2020), όπως και σε άλλες οικονομικές περιοχές. Το Ευρωσύστημα υιοθέτησε ευρεία δέσμη μέτρων νομισματικής πολιτικής προκειμένου να προστατευθούν τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις στη Νομισματική Ένωση έναντι των οικονομικών διαταραχών και του κλίματος αβεβαιότητας. Άμεσος στόχος των μέτρων ήταν να παραμείνουν ευνοϊκές οι συνθήκες ρευστότητας και χρηματοδότησης και να διατηρηθεί ομαλή η ροή τραπεζικής πίστης για όλους τους τομείς οικονομικής δραστηριότητας σε όλα τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ.

Τα εν λόγω μέτρα περιλάμβαναν μεταξύ άλλων: (α) τη διενέργεια πρόσθετων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (LTRO) με χαμηλότερο επιτόκιο από το μέχρι τότε εφαρμόζόμενο στις πράξεις αυτού του τύπου και στη συνέχεια, (β) τη διεξαγωγή νέας σειράς πράξεων πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης (PELTRO), (γ) βελτιώσεις των όρων υπό τους οποίους πραγματοποιείται η τρίτη σειρά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III), (δ) αύξηση των αγορών τίτλων του προγράμματος Asset Purchase Programme (APP), (ε) διεξαγωγή νέου προγράμματος αγοράς τίτλων, του προγράμματος έκτακτης ανάγκης

ενόψει της πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP), (στ) διεύρυνση των περιουσιακών στοιχείων τα οποία γίνονται αποδεκτά ως εξασφαλίσεις, (ζ) μείωση κατά το 1/5 των περικοπών (haircut) που εφαρμόζονται από το Ευρωσύστημα στις αποτιμήσεις των ως άνω στοιχείων, (η) νέους κανόνες ώστε να διατηρηθεί σε ικανοποιητικά επίπεδα η διαθεσιμότητα δυννητικών εξασφαλίσεων παρά τη γενικευμένη αναθεώρηση επί τα χείρω του αξιοχρέου των οικονομικών μονάδων λόγω της πανδημίας, (θ) σε συνεργασία με τις κυριότερες ξένες κεντρικές τράπεζες, βελτίωση των όρων υπό τους οποίους το Ευρωσύστημα χορηγεί στους αντισυμβαλλομένους του ρευστότητα σε δολάρια ΗΠΑ και (ι) δημιουργία της διευκόλυνσης EUREP για την παροχή ρευστών διαθεσίμων σε ευρώ προς κεντρικές τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ.

Ως αποτέλεσμα των μέτρων νομισματικής πολιτικής, στην ενιαία αγορά χρήματος η υπερβάλλουσα ρευστότητα αυξήθηκε προοδευτικά (βλ. Διάγραμμα III.1). Η αύξηση αυτή καταγράφηκε παρά την παρατηρηθείσα διόγκωση της ζήτησης τραπεζογραμματίων εκ μέρους του κοινού λόγω της αβεβαιότητας που συνόδευσε την πανδημία και την καταγραφείσα αυξητική τάση των καταθέσεων των κυβερνήσεων των κρατών-μελών στις εθνικές κεντρικές τράπεζες προκειμένου να χρηματοδοτηθεί η στήριξη των εθνικών οικονομιών στη Νομισματική Ένωση. Δεδομένης της περαιτέρω συσσώρευσης υπερβάλλουσας ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ, τα επιτόκια στην ενιαία αγορά χρήματος παρέμειναν πολύ χαμηλά, ορισμένα βραχυπρόθεσμα επιτόκια μάλιστα κατέγραψαν μείωση συνολικά μεταξύ τέλους 2019 και τέλους Νοεμβρίου 2020.

Κατά το γ' τρίμηνο του 2020, η οικονομική δραστηριότητα άρχισε να αναθερμαίνεται στη ζώνη του ευρώ. Εντούτοις, μετά τους θερινούς μήνες η αύξηση των κρουσμάτων της πανδημίας κατέστησε αναγκαία από υγειονομική σκοπιά νέα περιοριστικά μέτρα, που φαίνεται ότι θα οδηγήσουν σε εκ νέου επιβράδυνση του ΑΕΠ. Ο καταγραφόμενος πληθωρισμός (headline inflation) παρέμεινε πολύ υποτονικός, αρχικά λόγω του πολύ χαμηλού επιπέδου των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου και ακολούθως εξαιτίας των χαλαρών συνθηκών που παρουσιάζει η αγορά εργασίας και του ότι η εγχώρια ζήτηση έχει εξασθενήσει, ενώ η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έχει ανατιμηθεί.

Ανοδική πίεση στις τιμές δημιουργούν κάποιοι περιορισμοί της προσφοράς, ενώ μεσοπρόθεσμα στην τόνωση των πληθωριστικών πιέσεων συμβάλλει η ενιαία νομισματική πολιτική, καθώς τηρεί πολύ διευκολυντική κατεύθυνση. Επεκτατικό χαρακτήρα έχουν και οι δημοσιονομικές πολιτικές στη Νομισματική Ένωση.

Τα πιθανά μελλοντικά μέτρα νομισματικής πολιτικής αναφέρονται στις καθοδηγητικές ενδείξεις (forward guidance) που δημοσιοποιεί το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Σύμφωνα με αυτές, τα βασικά επιτόκια κατ' αρχήν δεν πρόκειται να μεταβληθούν –αν και υπογραμμίζεται ότι δεν είναι δυνατόν να αποκλειστούν περαιτέρω μειώσεις– μέχρις ότου οι προοπτικές του πληθωρισμού συγκλίνουν σθεναρά προς το μεσοπρόθεσμο στόχο του Ευρωσυστήματος για πληθωρισμό λίγο κάτω του 2%.

Οι αγορές τίτλων σε καθαρή βάση στο πλαίσιο του προγράμματος APP θα συνεχιστούν για όσο χρόνο χρειαστεί να συμπληρώνουν τη διευκολυντική δράση των πολύ χαμηλών βασικών επιτοκίων. Οι καθαρές αγορές θα μηδενιστούν, λίγο πριν αρχίσουν να αυξάνονται τα βασικά επιτόκια. Η πολιτική επανεπένδυσης του προϊόντος της εξόφλησης χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος που έχουν αποκτηθεί μέσω του προγράμματος APP θα συνεχιστεί για μακρό χρονικό διάστημα, μάλιστα και μετά τη στιγμή οπότε θα αρχίσουν οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων.

Παρομοίως, το προϊόν της εξόφλησης των τίτλων οι οποίοι αγοράζονται στο πλαίσιο του νέου προγράμματος PEPP θα επανεπενδύεται τουλάχιστον μέχρι τα τέλη του 2022.<sup>1</sup> Επιπλέον, το

<sup>1</sup> Το Δεκέμβριο του 2020 το χρονικό αυτό σημείο επαναπροσδιορίστηκε στα τέλη του έτους 2023.

Ευρωσύστημα έχει δεσμευθεί η μελλοντική προοδευτική συρρίκνωση του χαρτοφυλακίου των εν λόγω τίτλων να πραγματοποιηθεί κατά τρόπο ώστε να μη δυσχεράνει τη διατήρηση κατάλληλης κατεύθυνσης εκ μέρους της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είχε τονίσει ότι βρίσκεται σε ετοιμότητα να προσαρμόσει κατάλληλα όλα τα μέσα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, εάν αυτό καταστεί αναγκαίο προκειμένου να προσεγγιστεί μεσοπρόθεσμα η σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Ειδικότερα, τον Οκτώβριο του 2020 ανακοινώθηκε ότι, υπό το φως της επιδείνωσης των επιδημιολογικών δεδομένων, το Διοικητικό Συμβούλιο θα τροποποιούσε τις τεχνικές παραμέτρους των μέσων νομισματικής πολιτικής σύμφωνα με τα πορίσματα της συνολικής επαναξιολόγησης της κατάστασης στη ζώνη του ευρώ στην οποία θα προέβαινε το Δεκέμβριο του 2020. Πράγματι, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε κατά τη συνεδρίαση της 10ης Δεκεμβρίου (α) αύξηση του συνολικού ποσού των καθαρών αγορών τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος PEPP κατά 500 δισεκ. ευρώ και παράταση της διάρκειας των εν λόγω αγορών τουλάχιστον μέχρι το τέλος Μαρτίου 2022, (β) περαιτέρω βελτιώσεις των όρων και παράταση της περιόδου διεξαγωγής των πράξεων στη σειρά TLTRO-III, (γ) επιμήκυνση της περιόδου εφαρμογής των μέτρων εμπλουτισμού των αποδεκτών εξασφαλίσεων, μείωσης των περικοπών και περιορισμού των συνεπειών των υποβαθμίσεων αξιολογίου για το εν λόγω σύνολο περιουσιακών στοιχείων μέχρι τα μέσα του 2022, (δ) διεξαγωγή τεσσάρων πρόσθετων πράξεων ανοικτής αγοράς στη σειρά PELTRO, (ε) παράταση της λειτουργίας της διευκόλυνσης EUREP και της ανταλλαγής νομισμάτων με κεντρικές τράπεζες εκτός Νομισματικής Ένωσης μέχρι το Μάρτιο 2022 και (στ) συνέχιση για όσο χρόνο χρειαστεί της διενέργειας των τακτικών πράξεων αναχρηματοδότησης των τραπεζών με δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου χωρίς ποσοτικό περιορισμό στην προς χορήγηση ρευστότητα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υποστήριξε επανειλημμένως ότι εξαιτίας της πανδημίας είναι αναγκαίες φιλόδοξες και συντονισμένες δημοσιονομικές πολιτικές επεκτατικού χαρακτήρα. Επίσης υπέδειξε ότι τα δημοσιονομικά μέτρα που θα εφαρμοστούν πρέπει να είναι όσο περισσότερο γίνεται στοχευμένα και βεβαίως προσωρινής φύσεως, χωρίς ωστόσο να δημιουργηθεί κίνδυνος να διακοπεί πρόωρα η παρεχόμενη στήριξη.

Το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρεί πολύ σημαντικό το δυναμικό της χρηματοδοτικής στήριξης από το τριπλό δίκτυο ασφαλείας για τους εργαζομένους, τις επιχειρήσεις και τις κυβερνήσεις με προϋπολογισμό 540 δισεκ. ευρώ που ενέκρινε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο. Χαιρετίζει τέλος τη θέσπιση του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης “Next Generation EU” (NGEU) με προϋπολογισμό 750 δισεκ. ευρώ, το οποίο θα βοηθήσει τις περιφέρειες και τους τομείς οικονομικής δραστηριότητας που έχουν πληγεί σοβαρότερα από την πανδημία. Το Διοικητικό Συμβούλιο τονίζει ωστόσο ότι το NGEU θα πρέπει να συνδυαστεί με τις κατάλληλες διαρθρωτικές πολιτικές στο επίπεδο των κρατών-μελών, με έμφαση μεταξύ άλλων στις “πράσινες” επενδύσεις και στην ανάπτυξη της ψηφιακής οικονομίας.

## 2 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Η εκδήλωση της επιδημίας του κορωνοϊού γρήγορα προκάλεσε σημαντική υποχώρηση των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης παγκοσμίως, καθώς διαταράχθηκε η ομαλή λειτουργία των εφοδιαστικών αλυσίδων. Ακολούθησε καθίζηση της συνολικής ζήτησης, εγχώριας και εξωτερικής, λόγω των μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης. Τα μέτρα αυτά θεωρήθηκαν εκ των υψών άνευ για να περιοριστεί με τις τεχνικές δυνατότητες που υπήρχαν τότε η ταχύτητα μετάδοσης του κορωνοϊού.

Στην υποχώρηση της συνολικής ζήτησης και της συνολικής προσφοράς συνέβαλε επίσης η παρατηρηθείσα ισχυρή αύξηση της αβεβαιότητας, η οποία μάλιστα συμβάδισε με αξιολογή οξύνση της μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Έτσι, κατά το β' τρίμηνο του 2020 η Νομισματική Ένωση κατέγραψε συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας με έκταση που δεν είχε προηγούμενο σε καιρό ειρήνης (-11,8% έναντι του α' τριμήνου).

Το Ευρωσύστημα έλαβε σειρά μέτρων νομισματικής πολιτικής που αποσκοπούσαν να αμβλύσουν τον οικονομικό αντίκτυπο της πανδημίας προστατεύοντας νοικοκυριά και επιχειρήσεις έναντι των οικονομικών δυσχερειών και του κλίματος αβεβαιότητας. Τα εν λόγω μέτρα επενέργησαν και εξακολουθούν να επενεργούν διαμορφώνοντας κατάλληλες συνθήκες ρευστότητας και χρηματοδότησης για όλους τους τομείς οικονομικής δραστηριότητας σε όλα τα κράτη-μέλη της Νομισματικής Ένωσης. Προάγουν την ομαλή ροή των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις και με αυτό τον τρόπο βοηθούν τα νοικοκυριά, τις επιχειρήσεις και τις τράπεζες στη Νομισματική Ένωση να απορροφήσουν τους κραδασμούς που προκαλεί η πανδημία.

Τα εν λόγω μέτρα, που θεσμοθετήθηκαν ως επί το πλείστον το δίμηνο Μαρτίου-Απριλίου 2020, έδρασαν παράλληλα με τα μέτρα που ήδη εφαρμόζονταν από προηγούμενα έτη, όπως οι αγορές χρεογράφων τόσο του δημόσιου όσο και του ιδιωτικού τομέα συνολικού μηνιαίου ύψους σε καθαρή βάση 20 δισεκ. ευρώ από τα τέλη του 2019 στο πλαίσιο της επανενεργοποίησης του προγράμματος αγοράς τίτλων (Asset Purchase Programme – APP). Η συνδυαστική επίδραση των μέτρων του Ευρωσυστήματος συνέβαλε και εξακολουθεί να συμβάλλει ώστε να μη διαταραχθεί η μεσοπρόθεσμη πορεία προς τη σταθερότητα των τιμών. Τα μέτρα που ελήφθησαν λόγω της πανδημίας περιελάμβαναν:

1. Διεξαγωγή (κατά την περίοδο Μαρτίου-Ιουνίου 2020) πρόσθετων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (LTRO) με χαμηλότερο επιτόκιο από το μέχρι τότε εφαρμοζόμενο στις πράξεις αυτού του τύπου.
2. Βελτιώσεις των όρων (δηλαδή μείωση του κόστους και αύξηση του επιτρεπόμενου όγκου της χρηματοδότησης προς άντληση, διεύρυνση των δυνατοτήτων πρόωρης αποπληρωμής) υπό τους οποίους διεξάγονται οι στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III).
3. Πραγματοποίηση μέχρι τέλους του έτους επιπλέον αγορών τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του προγράμματος APP ύψους 120 δισεκ. ευρώ.
4. Διενέργεια νέου προγράμματος αγοράς τίτλων, του προγράμματος έκτακτης ανάγκης ενόψει της πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) ύψους 1.350 δισεκ. ευρώ. Το PEPP αφορά τίτλους παρόμοιους με εκείνους που υπάγονται και στο APP, καθώς και τα χρεόγραφα του Ελληνικού Δημοσίου. Θα διαρκέσει τουλάχιστον μέχρι το τέλος Ιουνίου 2021 και πάντως μέχρις ότου το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κρίνει ότι η πανδημική κρίση έχει παρήλθει.
5. Εμπλουτισμό της ποικιλίας των περιουσιακών στοιχείων τα οποία αποδέχεται το Ευρωσύστημα όταν τα προσφέρουν οι αντισυμβαλλόμενοι του ως εξασφαλίσεις έναντι της χρηματοδότησης την οποία τους χορηγεί. Στο πλαίσιο αυτού του μέτρου, οι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου καλύφθηκαν με παρέκκλιση από την απαίτηση ελάχιστης πιστοληπτικής διαβάθμισης που ισχύει (δηλ. BBB-), ως εκ τούτου επιτράπηκε να χρησιμοποιηθούν ως εξασφαλίσεις στις πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, στις πρόσθετες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, στην τρίτη σειρά στοχευμένων πράξεων (MRO, LTRO, TLTRO-III αντίστοιχα), καθώς και στις πράξεις PELTRO (βλ. παρακάτω).
6. Μείωση κατά 20% των περικοπών (haircut) που εφαρμόζονται στις αποτιμήσεις των ως άνω στοιχείων προκειμένου να προσδιοριστεί το ύψος της χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα για την οποία θεωρείται ότι τα στοιχεία αποτελούν επαρκή εξασφάλιση.
7. Μέτρα ώστε να περιοριστεί η επίπτωση στη διαθεσιμότητα δυνητικών εξασφαλίσεων (για τους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος) εξαιτίας των υποβαθμίσεων πιστοληπτικής ικανότητας που αναπόφευκτα επιφέρει η πανδημία.

8. Διεξαγωγή νέας σειράς έκτακτων μη στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης (PELTRO), η οποία ξεκίνησε το Μάιο και θα συνεχιστεί μέχρι το Δεκέμβριο του 2020.

9. Χορήγηση από το Ευρωσύστημα ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ προς αντισυμβαλλομένους που εδρεύουν στη ζώνη του ευρώ με όρους ευνοϊκότερους από ό,τι πριν την πανδημία, σε συντονισμό με τις κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου, της Ιαπωνίας, του Καναδά και της Ελβετίας. Συγκεκριμένα, μειώθηκε το κόστος παροχής διαθεσίμων σε δολάρια ΗΠΑ και άρχισαν να διενεργούνται σε εβδομαδιαία βάση πράξεις για τη χορήγηση χρηματοδότησης σε δολάρια διάρκειας 84 ημερών, ενώ αυξήθηκε από εβδομαδιαία σε ημερήσια η συχνότητα παροχής χρηματοδότησης σε δολάρια διάρκειας 7 ημερών.

10. Στα τέλη του πρώτου εξαμήνου του 2020 το Ευρωσύστημα άρχισε να προσφέρει (πέραν των προϋπαρχουσών σχετικών διμερών συμφωνιών) διευκόλυνση παροχής ρευστότητας σε ευρώ προς κεντρικές τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ. Η ρευστότητα διοχετεύεται με τη συνομολόγηση συμφωνιών επαναγοράς (EUREP) επί τίτλων εκφρασμένων σε ευρώ τους οποίους έχουν εκδώσει οι κεντρικές κυβερνήσεις των κρατών-μελών της Νομισματικής Ένωσης ή υπερεθνικοί οργανισμοί. Η διευκόλυνση αυτή θα λειτουργήσει επί ένα περίπου έτος μέχρι τον Ιούνιο του 2021 ως λύση έσχατης ανάγκης (backstop) με σχετικά υψηλό κόστος για τις δικαιούχους κεντρικές τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ.

Εξάλλου, το Εποπτικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, το οποίο είναι αρμόδιο για την τραπεζική εποπτεία στη ζώνη του ευρώ, επέτρεψε κατ' εξαίρεση στις τράπεζες να λειτουργήσουν προσωρινά με μειωμένη κεφαλαιακή βάση και διευκόλυνε τις υπόχρεες τράπεζες να εκπληρώσουν τις εναπομείνουσες κεφαλαιακές απαιτήσεις. Επίσης παρασχέθηκαν προς τις τράπεζες πρακτικές διευκολύνσεις (π.χ. παράταση διαφόρων προθεσμιών). Τέλος, πιο πρόσφατα, στα μέσα Σεπτεμβρίου 2020, η ΕΚΤ επέτρεψε στα πιστωτικά ιδρύματα επί των οποίων ασκεί απευθείας εποπτεία να μην περιλαμβάνουν στον υπολογισμό του δείκτη μόχλευσης<sup>2</sup> τις καταθέσεις τους (τις εμπλεκόμενες στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής) στις εθνικές κεντρικές τράπεζες ή τα μετρητά στο ταμείο τους, με το σκεπτικό ότι η πανδημία έχει δημιουργήσει ειδικές συνθήκες.

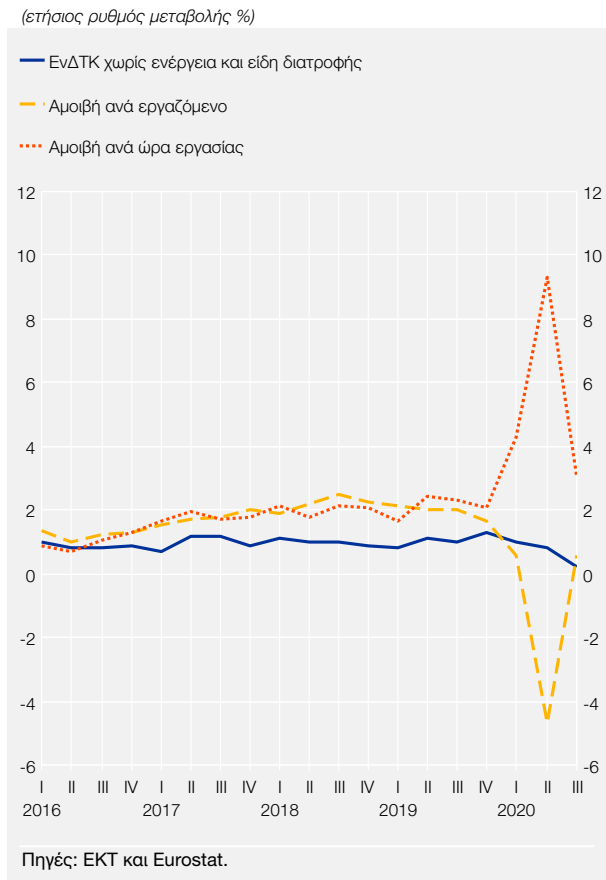
Το Σεπτέμβριο το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι πλέον στη ζώνη του ευρώ βρισκόταν υπό εξέλιξη ανάκαμψη του ΑΕΠ, κυρίως αύξηση της εγχώριας ζήτησης, με αποτέλεσμα να έχει αντιστραφεί περίπου κατά το ήμισυ η πτώση της οικονομικής δραστηριότητας που είχε καταγραφεί κατά το πρώτο εξάμηνο του 2020. Τον Οκτώβριο του 2020 ωστόσο το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε την αναζωπύρωση της επιδημίας και σημείωσε την αυστηροποίηση των περιοριστικών μέτρων εκ μέρους των κρατών-μελών για την αντιμετώπισή της. Το Διοικητικό Συμβούλιο διαπίστωσε ότι πολλοί οικονομικοί δείκτες προοιωνίζονταν συνακόλουθη εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας κατά τη διάρκεια του δ' τριμήνου του 2020. Η εξασθένηση φαίνεται να επικεντρώνεται κυρίως στον τομέα των υπηρεσιών, καθώς ο τομέας αυτός επηρεάζεται συγκριτικά δυσμενέστερα από τους περιορισμούς στις κοινωνικές δραστηριότητες και εν γένει στην κινητικότητα του πληθυσμού.

Εξάλλου οι προοπτικές για το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης εξακολουθούν να περιβάλλονται από μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας. Η αβεβαιότητα είναι συνυφασμένη με την πιθανή περαιτέρω εξέλιξη της επιδημίας και την αποτελεσματικότητα που θα επιδείξουν στην πράξη οι πολιτικές για τον περιορισμό της μετάδοσης του κορωνοϊού. Με τη σειρά της, αυτή η αβεβαιότητα επιφέρει κάποια ατονία όσον αφορά την ιδιωτική κατανάλωση και τις ιδιωτικές επενδυτικές δαπάνες και συμβάλλει στην εξασθένηση της αγοράς εργασίας. Παρά τη στήριξη που προσφέρουν τα δημοσιονομικά μέτρα, οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά τηρούν επιφυλακτική στάση, καθώς συνειδητοποιούν τις δυνητικά δεινές συνέπειες της πανδημίας για τα κέρδη και την απασχόληση. Ειδικότερα ως προς τις ιδιωτικές επενδύσεις, αποτρεπτικούς παράγοντες συνιστούν η παρα-

2 Λόγος ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας (κατ' ακρίβεια του δείκτη κεφαλαίων Tier 1) προς το ενεργητικό της – κατ' ακρίβεια προς ένα συνολικό δείκτη ανοιγμάτων εντός και εκτός ισολογισμού, παραγώγων κ.ά.



**Διάγραμμα III.2**  
**Πυρήνας του πληθωρισμού και αμοιβή της εργασίας**  
**στη ζώνη του ευρώ**  
**(α' τρίμηνο 2016 - γ' τρίμηνο 2020)**



τηρούμενη αύξηση της οικονομικής αβεβαιότητας και η διάβρωση της ποιότητας των ισολογισμών των οικονομικών μονάδων.

Ο καταγραφόμενος πληθωρισμός (headline inflation) παραμένει πολύ υποτονικός ως επακόλουθο αρχικά του χαμηλού επιπέδου των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου και ακολούθως της ανατίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ αλλά και του ότι οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις παραμένουν ασθενείς καθώς επικρατούν χαλαρές συνθήκες στην αγορά εργασίας (βλ. Διάγραμμα III.2), ενώ και η ζήτηση ιδίως στους κλάδους των υπηρεσιών που σχετίζονται με τον τουρισμό είναι σημαντικά μειωμένη σε σύγκριση με την περίοδο πριν την πανδημία.

Βάσει των πιο πρόσφατων μακροοικονομικών προβλέψεων που υποβλήθηκαν στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ το Δεκέμβριο του 2020, ο μέσος ετήσιος ρυθμός καταγραφόμενου πληθωρισμού αναμένεται να διαμορφωθεί σε 0,2% το 2020, 1,0% το 2021, 1,1% το 2022 και 1,4% το 2023. Όταν η πανδημία παρέλθει, προσδοκάται ενίσχυση της συνολικής ζήτησης, η οποία, σε συνδυασμό με τη διευκολυντική νομισματική πολιτική και τη δημοσιονομική πολιτική που ακολουθείται στη ζώνη του ευρώ, θα οδηγήσει σε μεσοπρόθεσμη επιτάχυνση του πληθωρισμού.

Ο πυρήνας του πληθωρισμού, δηλαδή ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών στη ζώνη

του ευρώ εξαιρουμένων των τιμών της ενέργειας και των ειδών διατροφής, προβλέπεται ότι θα σημειώσει περιορισμένη επιτάχυνση από 0,7% το τρέχον έτος σε 0,8% το 2021, 1,0% το 2022 και 1,2% το 2023. Με βάση τις τιμές του αργού πετρελαίου (τρέχουσες και μελλοντικές) και λαμβάνοντας υπόψη την προσωρινή μείωση του φόρου προστιθεμένης αξίας στη Γερμανία, ο καταγραφόμενος πληθωρισμός θεωρείται πιθανό να κινηθεί σε αρνητικά επίπεδα μέχρι τις αρχές του 2021. Ακολούθως ο ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να ενισχυθεί.

Σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, οι πληθωριστικές πιέσεις εκτιμάται ότι θα παραμείνουν υποτονικές λόγω της ασθενούς συνολικής ζήτησης, του μετριασμού των μισθολογικών πιέσεων και της ανατίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Ανοδική πίεση στις τιμές προκαλούν κάποιοι περιορισμοί της προσφοράς, ενώ μεσοπρόθεσμα προς την κατεύθυνση της τόνωσης των πληθωριστικών πιέσεων επισημαίνεται ότι συμβάλλει η ασκούμενη διευκολυντική ενιαία νομισματική πολιτική. Ομοίως και οι δημοσιονομικές πολιτικές στη Νομισματική Ένωση κρίνεται ότι θα επιδράσουν θετικά στον πληθωρισμό, καθώς αναμένεται να προκαλέσουν μεγέθυνση του ΑΕΠ.

Όσον αφορά τους δείκτες των πληθωριστικών προσδοκιών, αυτοί που τεκμαίρονται από τις συναλλαγές στις χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν επιστρέψει στα επίπεδα που επικρατούσαν προ της πανδημίας, τα οποία ωστόσο θεωρούνται πολύ χαμηλά. Επίσης χαμηλός είναι ο αναμενόμενος πληθωρισμός που καταρτίζεται με βάση τις αποκρίσεις σε σχετικές έρευνες πεδίου.

Κατά συνέπεια, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κρίνει ότι παραμένει αναγκαία για την οικονομία της ζώνης του ευρώ η παροχή άφθονης νομισματικής ώθησης προκειμένου να στηριχθεί η οικο-

νομική δραστηριότητα και να εξασφαλιστεί ότι μεσοπρόθεσμα θα υπάρξει προσέγγιση προς τη σταθερότητα των τιμών. Το Διοικητικό Συμβούλιο επίσης τονίζει ότι τα μέτρα που έχει λάβει, σε συνδυασμό με τα μέτρα που έχουν υιοθετήσει οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών και οι ευρωπαϊκοί θεσμοί (βλ. παρακάτω), εξασφαλίζουν την πρόσβαση των οικονομικών μονάδων, συμπεριλαμβανομένων αυτών που έχουν πληγεί καίρια από την πανδημία, σε χρηματοδοτικούς πόρους.

Τα μέτρα νομισματικής πολιτικής που θεωρείται πιθανό να ληφθούν στο μέλλον σκιαγραφούνται διά της παροχής καθοδηγητικών ενδείξεων (forward guidance) από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Προς τούτο, έχει ανακοινωθεί ότι τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος θα παραμείνουν κατ' αρχήν σταθερά. Εντούτοις, έχει επισημανθεί ότι δεν μπορεί να αποκλειστούν περαιτέρω μειώσεις των βασικών επιτοκίων. Έχει υπογραμμιστεί ότι ενδέχεται οι μειώσεις να καταστούν αναγκαίες προκειμένου οι προοπτικές για τον καταγραφόμενο πληθωρισμό, κατά τη διάρκεια του (κατά το μέγιστο τριετούς) ορίζοντα των οικονομετρικών προβλέψεων οι οποίες υποβάλλονται, όπως προαναφέρθηκε, περιοδικά στο Διοικητικό Συμβούλιο, να παραμείνουν προσανατολισμένες στη σύγκλιση προς τον πρωταρχικό στόχο του Ευρωσυστήματος. Όπως είναι γνωστό, το Ευρωσύστημα επιδιώκει την εδραίωση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ, δηλαδή την επικράτηση καταγραφόμενων ρυθμών πληθωρισμού λίγο κάτω του 2%.

Επιπλέον, έχει τονιστεί εκ μέρους του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ ότι η σύγκλιση του καταγραφόμενου πληθωρισμού στα επιθυμητά επίπεδα θα πρέπει να αναμένεται να πραγματοποιηθεί με υψηλό βαθμό βεβαιότητας και ειδικότερα θα πρέπει να επιβεβαιώνεται από την εξέλιξη του υποκείμενου ρυθμού πληθωρισμού (underlying inflation). Η εξέλιξη του πυρήνα του πληθωρισμού –ως δείκτη του υποκείμενου ρυθμού πληθωρισμού– θα πρέπει να καταδεικνύει ενίσχυση των εγχώριων πληθωριστικών πιέσεων στη ζώνη του ευρώ.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει επίσης ανακοινώσει ότι οι αγορές τίτλων σε καθαρή βάση στο πλαίσιο του προγράμματος APP θα εξακολουθήσουν για όσο χρόνο χρειαστεί να επικουρούν τη διευκολυντική επίδραση των πολύ χαμηλών βασικών επιτοκίων. Οι καθαρές αγορές θα μηδενιστούν, λίγο πριν το Ευρωσύστημα προβεί σε αύξηση επιτοκίων. Η πολιτική επανεπένδυσης του προϊόντος της εξόφλησης χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος τα οποία έχουν αποκτηθεί μέσω του προγράμματος APP θα συνεχιστεί για παρατεταμένο διάστημα, μάλιστα και μετά το χρονικό σημείο οπότε θα αρχίσουν εκ νέου τα βασικά επιτόκια να αυξάνονται. Η πολιτική αυτή θα εξακολουθήσει για όσο χρόνο θα παραμένει αναγκαίοι οι συνθήκες ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ να είναι ιδιαίτερος ευνοϊκές και ο βαθμός στον οποίο η ενιαία νομισματική πολιτική ακολουθεί διευκολυντική κατεύθυνση να διατηρείται υψηλός.

Παρομοίως, έχει καθοριστεί ότι το προϊόν της εξόφλησης των τίτλων στο χαρτοφυλάκιο του Ευρωσυστήματος οι οποίοι αποκτώνται μέσω του νέου προγράμματος PEPP θα επανεπενδύεται σε τίτλους τουλάχιστον μέχρι τα τέλη του 2022.<sup>3</sup> Επιπλέον, το Ευρωσύστημα έχει δεσμευθεί να μεθοδεύσει την προοδευτική συρρίκνωση του εν λόγω χαρτοφυλακίου, η οποία αναμένεται να λάβει χώρα ενδεχομένως μετά τα τέλη του 2023, κατά τρόπο ώστε να μην παραβλαφθεί η διατήρηση κατάλληλης κατεύθυνσης εκ μέρους της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Οι προαναφερθείσες καθοδηγητικές ενδείξεις<sup>4</sup> εξακολούθησαν να επαναλαμβάνονται μέχρι και την πιο πρόσφατη τακτική συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ της 10ης Δεκεμβρίου του 2020.

Γενικότερα, εν όψει του περιβάλλοντος έντονης αβεβαιότητας που επικρατεί και των καθοδικών κινδύνων που περιβάλλουν τις οικονομικές προοπτικές, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ

<sup>3</sup> Το Δεκέμβριο του 2020 το χρονικό αυτό σημείο επαναπροσδιορίστηκε στα τέλη του 2023.

<sup>4</sup> Με την εξαίρεση της ημερομηνίας πιθανής ολοκλήρωσης της πολιτικής επανεπένδυσης του προϊόντος της ωρίμανσης των τίτλων που αποκτώνται μέσω του προγράμματος PEPP, η οποία τροποποιήθηκε όπως προαναφέρθηκε.

έχει δηλώσει ότι εξετάζει διαρκώς τόσο τα δεδομένα της επιδημίας και την πρόοδο ως προς τη διανομή του εμβολίου και την πραγματοποίηση του εμβολιασμού όσο και τις τρέχουσες οικονομικές εξελίξεις, συμπεριλαμβανομένης της πορείας της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Ειδικότερα σχηματίζεται εκτίμηση του αντικτύπου των προαναφερθέντων παραγόντων στο ρυθμό πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ. Το Ευρωσύστημα βρίσκεται σε ετοιμότητα να προσαρμόσει κατάλληλα όλα τα μέσα νομισματικής πολιτικής που χρησιμοποιεί, εάν αυτό χρειαστεί προκειμένου να συγκλίνει ο πληθωρισμός προς τα επίπεδα στα οποία στοχεύει η ενιαία νομισματική πολιτική. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε τον Οκτώβριο του 2020 ότι θα προέβαινε σε λεπτομερή επαναξιολόγηση της κατάστασης στη ζώνη του ευρώ με βάση τις οικονομετρικές προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος που θα ετίθεντο στη διάθεσή του το Δεκέμβριο του 2020. Με έρεισμα αυτή την επαναξιολόγηση, το Ευρωσύστημα προχώρησε σε επαναπροσδιορισμό διαφόρων τεχνικών παραμέτρων των μέσων νομισματικής πολιτικής με στόχο να αντισταθμιστεί η μειωτική επίδραση που ασκεί η πανδημία στην τροχιά του πληθωρισμού. Οι τροποποιήσεις αυτές περιέλαβαν (α) αύξηση του συνολικού ποσού των καθαρών αγορών τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος PEPP κατά 500 δισεκ. ευρώ σε 1.850 δισεκ. ευρώ και παράταση της διάρκειας των εν λόγω αγορών τουλάχιστον μέχρι το τέλος Μαρτίου 2022, (β) περαιτέρω βελτιώσεις των όρων και παράταση της περιόδου διεξαγωγής των πράξεων στη σειρά TLTRO-III μέχρι τα τέλη του 2021, (γ) επιμήκυνση μέχρι τα μέσα του 2022 της περιόδου εφαρμογής των μέτρων εμπλουτισμού των αποδεκτών εξασφαλίσεων, μείωσης των περικοπών και περιορισμού των συνεπειών των υποβαθμίσεων αξιοχρέου για το εν λόγω σύνολο περιουσιακών στοιχείων, (δ) διεξαγωγή τεσσάρων πρόσθετων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης στη σειρά PELTRO κατά το έτος 2021, (ε) παράταση της λειτουργίας της διευκόλυνσης EUREP και της ανταλλαγής νομισμάτων με κεντρικές τράπεζες εκτός Νομισματικής Ένωσης μέχρι το Μάρτιο 2022, (στ) συνέχιση, για όσο χρόνο χρειαστεί της διενέργειας με δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου χωρίς ποσοτικό περιορισμό στην προς χορήγηση ρευστότητα, των τακτικών πράξεων αναχρηματοδότησης των τραπεζών (MRO, LTRO).

Ήδη από το Μάρτιο του 2020 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είχε απευθύνει έκκληση προς τις κυβερνήσεις των κρατών-μελών και όλους τους άλλους αρμόδιους φορείς να δρομολογήσουν εγκαίρως στοχευμένα μέτρα προκειμένου να περιοριστεί η μετάδοση της επιδημίας και να μετριαστούν οι οικονομικές της επιπτώσεις. Το Διοικητικό Συμβούλιο χαρακτήρισε ως ευπρόσδεκτη τη λήψη μέτρων με στόχο αφενός να εξασφαλιστούν πόροι για τον τομέα της υγείας και αφετέρου να καλυφθούν με εγγυήσεις (κρατικές και άλλες) νέες τραπεζικές πιστώσεις. Η εγγυοδοσία αυτή συμβάλλει στην ενίσχυση της επίδρασης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο υπέδειξε την αναγκαιότητα εφαρμογής φιλόδοξων και συντονισμένων μέτρων επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, δεδομένης της δραματικής εξασθένησης της ιδιωτικής δαπάνης και της οικονομικής δραστηριότητας. Το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι επιβάλλεται να στηριχθούν οι επιχειρήσεις που έχουν πληγεί από την πανδημία και να βοηθηθούν οι εργαζόμενοί τους. Γενικότερα, τα δημοσιονομικά μέτρα θα πρέπει να είναι όσο περισσότερο γίνεται στοχευμένα και προσωρινής φύσεως. Βεβαίως το Διοικητικό Συμβούλιο διευκρίνισε πρόσφατα ότι η αδυναμία της συνολικής ζήτησης και το γεγονός ότι οι πιθανότητες να καθυστερήσει η ανάκαμψη βαίνουν αυξανόμενες συνηγορούν υπέρ της συνέχισης της στήριξης των οικονομιών με δημοσιονομικά εργαλεία στο εθνικό επίπεδο.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εκτιμά ότι το τριπλό δίκτυο ασφαλείας για τους εργαζομένους, τις επιχειρήσεις και τις κυβερνήσεις με προϋπολογισμό 540 δισεκ. ευρώ, το οποίο ενέκρινε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, παρέχει σημαντική χρηματοδοτική στήριξη. Το Διοικητικό Συμβούλιο χαιρετίζει τη θέσπιση του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU με προϋπολογισμό 750 δισεκ. ευρώ και υπογραμμίζει την επιτακτική ανάγκη να τεθεί σε λειτουργία χωρίς καθυστερήσεις. Το NGEU έχει τις δυνατότητες να στηρίξει αποφασιστικά τις περιφέρειες και τους τομείς οικονομικής δραστηριότητας που έχουν επηρεαστεί δυσμενέστερα από την πανδημία. Θα θωρακίσει επίσης την Ενιαία Αγορά και θα συντηρήσει πολυετή και ισχυρή οικονομική ανάκαμψη.

Οι δυνατότητες που δημιουργεί το NGEU θα υλοποιηθούν στο μέγιστο εφόσον η αύξηση των δημόσιων επενδύσεων την οποία θα καταστήσει δυνατή συμπορευθεί με κατάλληλες διαρθρωτικές πολιτικές εθνικής έμπνευσης και εφαρμογής. Οι καλώς σχεδιασμένες διαρθρωτικές πολιτικές που προάγουν την παραγωγικότητα θα καταστήσουν την οικονομική ανάκαμψη ταχύτερη και περισσότερο ομοιόμορφη και θα επαυξήσουν την αποτελεσματικότητα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Ιδιαίτερα σημαντικός θα είναι ο ρόλος των διαρθρωτικών πολιτικών που θα επιλύσουν μακροχρόνια διαρθρωτικά προβλήματα ή θεσμικές αγκυλώσεις και αυτών που θα ενθαρρύνουν (α) τις πράσινες επενδύσεις και (β) την ανάπτυξη της ψηφιακής οικονομίας.

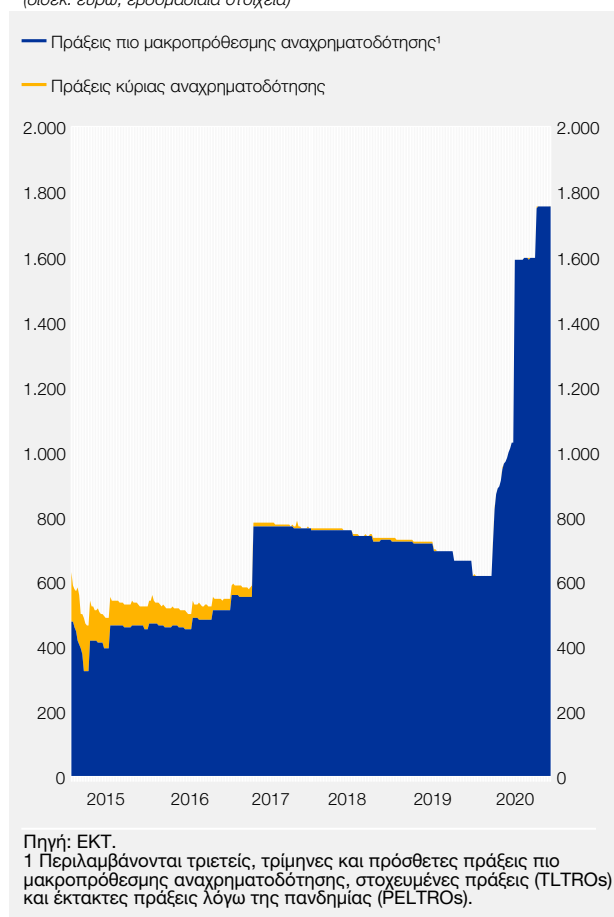
### 3 Η ΕΝΙΑΙΑ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Η παρασχεθείσα ρευστότητα από το Ευρωσύστημα προς το τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ κατά την περίοδο της πανδημικής κρίσης (από το Μάρτιο του 2020 και εξής) ήταν ιδιαίτερα υψηλή φθάνοντας τα 235 δισεκ. ευρώ σε μέση μηνιαία βάση. Αντιπροσώπευε δηλαδή σχεδόν το δεκαπενταπλάσιο της αντίστοιχης μέσης μηνιαίας παροχής ρευστότητας κατά την προηγούμενη δεκαετία 2009-2019.

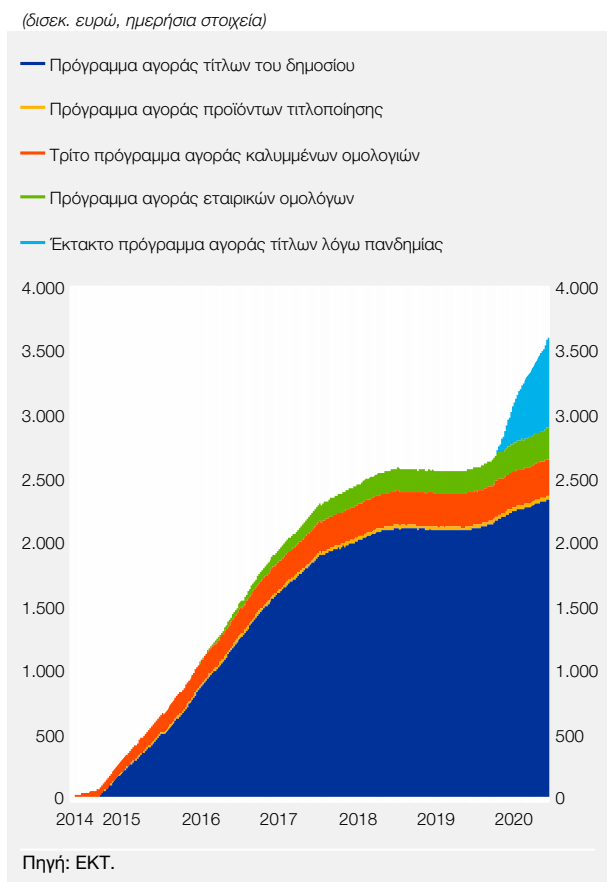
Λίγο παραπάνω από το 1/4 του υφιστάμενου υπολοίπου της συνολικής ρευστότητας κατά μέσο όρο το ενδεκάμηνο του 2020 έχει αντληθεί από τους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος (δηλ. εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες που εδρεύουν στα διάφορα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ) κυρίως μέσω συμμετοχής τους στην τρίτη σειρά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III) και κατά δεύτερο λόγο μέσω συμμετοχής τους κατά τα παρελθόντα έτη σε στοχευμένες πράξεις στη δεύτερη σειρά TLTRO-II οι οποίες δεν έχουν ακόμη λήξει όλες. Σημειώνεται ότι από τα μέσα Μαρτίου μέχρι τα τέλη Ιουνίου 2020, δηλαδή μεταξύ της διεξαγωγής της τρίτης και της τέταρτης πράξης TLTRO-III (ημερομηνίες διακανονισμού 25 Μαρτίου και 24 Ιουνίου 2020 αντιστοίχως) οι αντισυμβαλλόμενοι του Ευρωσυστήματος τροφοδοτήθηκαν με ρευστότητα μέσω (13 εν όλω) διαδοχικών πρόσθετων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Αυτές οι πράξεις είχαν εβδομαδιαία συχνότητα, ημερομηνία εξόφλησης που συνέπιπτε με την ημερομηνία διακανονισμού της τέταρτης πράξης στη σειρά TLTRO-III και πολύ ευνοϊκούς όρους. Σημαντικά μικρότερο είναι το ποσοστό της συνολικής ρευστότητας που έχει χορηγηθεί μέσω πράξεων PELTRO, ενώ συγκριτικά αμελητέο ήταν το μερίδιο της συνολικής ρευστότητας που έχουν αντλήσει οι αντισυμβαλλόμενοι μέσω συμμετοχής στις κύριες (MRO) και στις συνήθεις (δηλαδή τρίμηνης διάρκειας) πιο μακροπρόθεσμες πράξεις αναχρηματοδότησης (LTRO) (βλ. Διαγράμματα ΙΙΙ.1 και ΙΙΙ.3). Το μέσο υπόλοιπο των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης την περίοδο της πανδημίας ήταν υπερδιπλάσιο του αντίστοιχου υπολοίπου τη δεκαετία 2009-2019.

Διάγραμμα ΙΙΙ.3 Πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (Ιανουάριος 2015 - Νοέμβριος 2020)

(δισεκ. ευρώ, εβδομαδιαία στοιχεία)



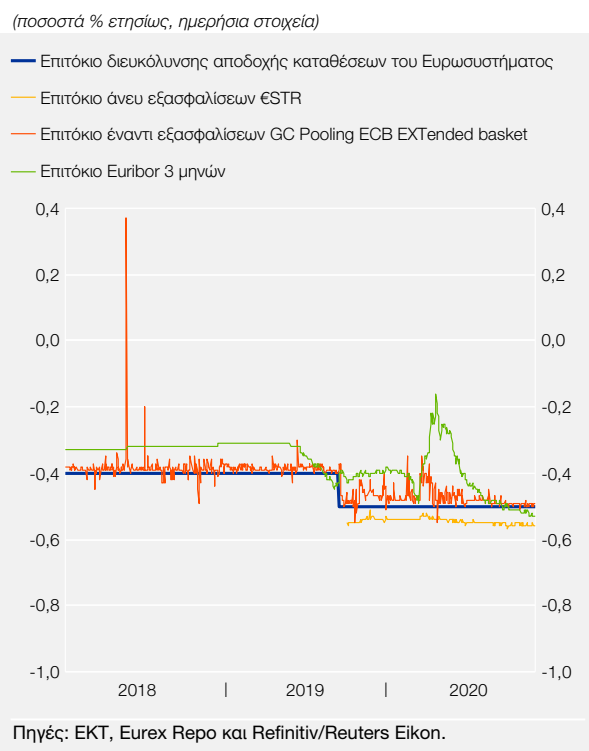
**Διάγραμμα III.4 Χαρτοφυλάκιο τίτλων του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος και του έκτακτου προγράμματος λόγω πανδημίας (24 Οκτωβρίου 2014 - 30 Νοεμβρίου 2020)**



αγορές τίτλων. Οι εν λόγω αγορές έχουν πραγματοποιηθεί εκ μέρους του Ευρωσυστήματος σε εκτέλεση του προγράμματος αγοράς τίτλων APP (κατά τα προηγούμενα έτη όπως και κατά το 2020), καθώς και του προγράμματος αγοράς PEPP κατά το τρέχον έτος. Είναι αξιοσημείωτο ότι κατά την περίοδο της πανδημίας (Μάρτιος-Νοέμβριος 2020) το Ευρωσύστημα αποκτούσε χρεόγραφα ύψους 108 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο κάθε μήνα, σε σύγκριση με 0,8 δισεκ. ευρώ κατά το προηγούμενο έτος 2019 (βλ. Διάγραμμα III.4).

Στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ η υπερβάλλουσα ρευστότητα άρχισε να διογκώνεται απότομα και με επιταχυνόμενο ρυθμό μετά τα μέσα Μαρτίου του 2020 (βλ. Διάγραμμα III.1). Το ύψος της υπερβάλλουσας ρευστότητας ήταν 2.591 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο την περίοδο της πανδημικής κρίσης στην Ευρώπη (Μάρτιος-Νοέμβριος 2020), έναντι 1.807 δισεκ. ευρώ κατά το 2019. Υπενθυμίζεται ότι υπερβάλλουσα ρευστότητα αποτελούν τα ρευστά διαθέσιμα που απομένουν στο ενεργητικό των εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών αφού, από το σύνολο της ρευστότητας που έχει δημιουργήσει το Ευρωσύστημα ως αποτέλεσμα της εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής, κατά πρώτον αφαιρεθεί το μέρος που είναι αναγκαίο για κάθε μία από τις παρακάτω χρήσεις<sup>5</sup>: (α) εκπλήρωση υποχρεωτικών καταθέσεων, (β) ικανοποίηση της ζήτησης τραπεζογραμματίων εκ μέρους του κοινού, η οποία μάλιστα παρουσίασε διαρκή και σημαντική άνοδο λόγω της έντονης αβε-

**Διάγραμμα III.5 Επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων και επιτόκιο στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ (2 Ιανουαρίου 2018 - 30 Νοεμβρίου 2020)**



Τέλος, κατά μέσο όρο την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2020, το 75% του υπολοίπου της συνολικής ρευστότητας που έχει χορηγηθεί από το Ευρωσύστημα προέρχεται από οριστικές

5 Κατά δεύτερον, προστίθεται η ρευστότητα η οποία δημιουργείται όχι άμεσα, μέσω της εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, αλλά σε άλλες περιπτώσεις που αυξάνονται οι καθαρές απαιτήσεις του Ευρωσυστήματος έναντι του εξωτερικού ή του εσωτερικού – π.χ. χορήγηση έκτακτης ρευστότητας από μια εκ των εθνικών κεντρικών τραπεζών σε εμπορική ή επενδυτική τράπεζα.



βαιότητας που προκάλεσε η πανδημία (ώστε το υπόλοιπο των τραπεζογραμμάτων σε ευρώ που καταγράφεται ως υποχρέωση του Ευρωσυστήματος κατά την περίοδο Μαρτίου-Νοεμβρίου 2020 να φθάσει κατά μέσο όρο τα 1.350 δισεκ. ευρώ, από 1.230 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2019), και (γ) τήρηση καταθέσεων από το Δημόσιο στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Οι συνθήκες που αναπτύχθηκαν λόγω της πανδημίας δικαιολογούν την καταγραφείσα αυξητική τάση των εν λόγω καταθέσεων (ώστε να φθάσουν τα 550 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο την περίοδο Μαρτίου-Νοεμβρίου 2020, έναντι 280 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2019), καθώς κατέστη αναγκαία η κινητοποίηση δημόσιων πόρων μεγάλου ύψους προκειμένου να χρηματοδοτηθεί η στήριξη των οικονομιών των κρατών-μελών της Νομισματικής Ένωσης, όπως αναφέρθηκε παραπάνω.

Συνεπεία της αυξητικής τάσης της υπερβάλλουσας ρευστότητας, τα επιτόκια στην αγορά χρημάτων παρέμειναν πολύ χαμηλά και συνολικά σημείωσαν περαιτέρω αποκλιμάκωση μεταξύ τέλους 2019 και τέλους Νοεμβρίου 2020. Βέβαια ήδη από τα τέλη Φεβρουαρίου και μέχρι και τον Απρίλιο του 2020 τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια –ιδίως τα επιτόκια Euribor– παρουσίασαν αυξημένη μεταβλητότητα στο πλαίσιο της έντονης όξυνσης της αβεβαιότητας καθώς η επιδημία μεταδιδόταν παγκοσμίως (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.5).

### Πλαίσιο ΙΙΙ.1

## ΠΑΝΔΗΜΙΑ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

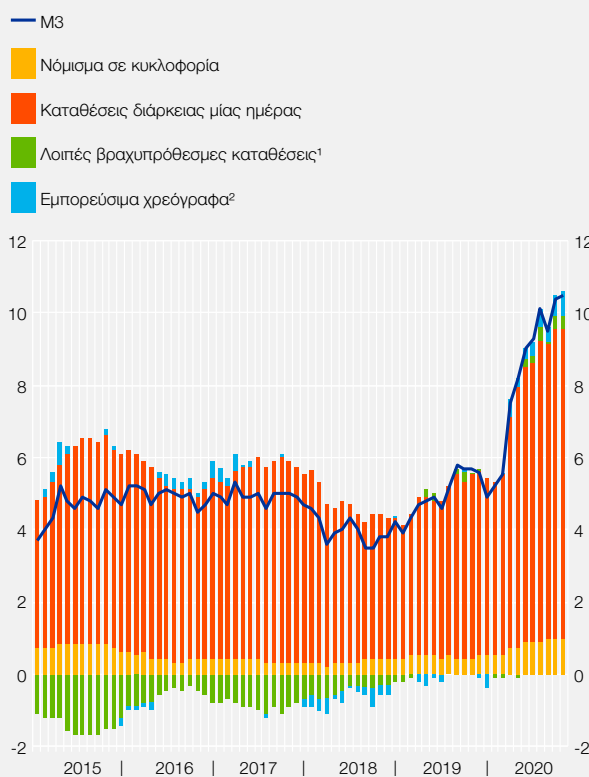
Το Ευρωσύστημα, οι κυβερνήσεις και οι εποπτικές αρχές των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ έλαβαν, όπως είναι γνωστό, εκτεταμένα μέτρα για τον περιορισμό των οικονομικών επιπτώσεων της πανδημίας. Οι συνθήκες αβεβαιότητας που δημιούργησε η πανδημία και τα εν λόγω μέτρα πολιτικής αποτυπώνονται χαρακτηριστικά στην εξέλιξη των νομισματικών μεγεθών στη ζώνη του ευρώ το 2020.

Η ποσότητα χρήματος με την ευρεία έννοια (Μ3) κατέγραψε έντονη επιτάχυνση (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2020: 8,5%, Ιανουάριος-Οκτώβριος 2019: 5,0%, βλ. Διάγραμμα Α). Η επιτάχυνση αυτή αντανάκλα τη συσσώρευση κατά κύριο λόγο καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας και σε μικρότερο βαθμό μετρητών. Πέρα από τα προαναφερθέντα μέτρα πολιτικής, στην εξέλιξη των νομισματικών μεγεθών συνέβαλαν η προτίμηση για διακράτηση ρευστών διαθεσίμων για λόγους πρόνοιας έναντι μελλοντικών αναγκών υπό συνθήκες υψηλής αβεβαιότητας καθώς και η ανάγκη θεσμικών επενδυτών (αμοιβαίων κεφαλαίων κ.λπ.) κατά τους πρώτους μήνες της πανδημίας να δημιουργήσουν αποθέματα ρευστότητας έναντι πιθανών εκροών κεφαλαίων.

Από τα επιμέρους στοιχεία του Μ3, η νομισματική κυκλοφορία αντιπροσώπευε τα δύο τελευταία έτη κατά μέσο όρο το 9,4% του συνολικού Μ3 (ή 10% του ΑΕΠ). Η νομισματική κυκλοφορία αυξανόταν τα τελευταία έτη, χωρίς όμως ενδείξεις εκτεταμένης υποκατάστασης τραπεζικών καταθέσεων με μετρητά παρά το πολύ χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων. Κατά την εξάπλωση της πανδημίας στην

Διάγραμμα Α Συμβολή στο ρυθμό αύξησης του Μ3 (Ιανουάριος 2015 - Οκτώβριος 2020)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής % για το Μ3, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες)

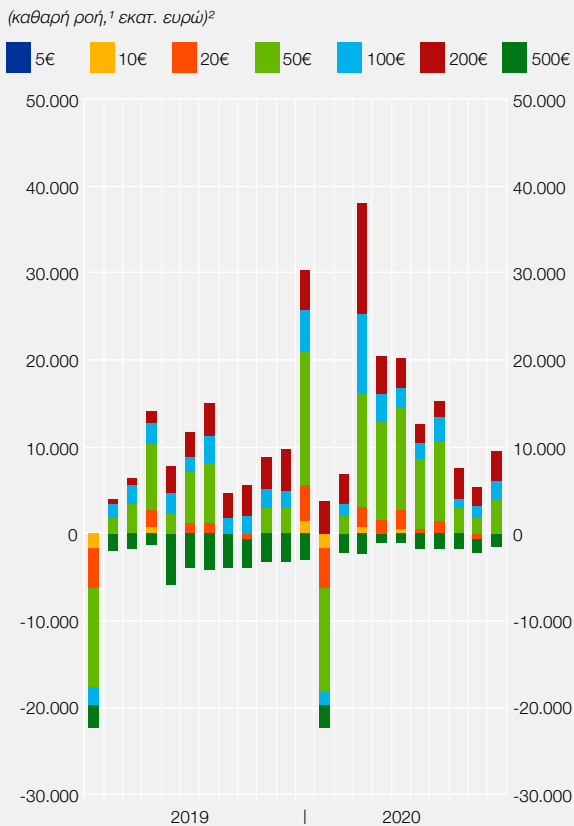


Πηγή: ΕΚΤ.

1 Καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 έτη και υπό προειδοποίηση έως 3 μήνες.

2 Συμφωνίες επαναγοράς, χρεόγραφα και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων, έως 2 έτη.

**Διάγραμμα Β Ροή τραπεζογραμμάτων σε κυκλοφορία στη ζώνη του ευρώ ανά ονομαστική αξία τραπεζογραμμάτων (Ιανουάριος 2019 - Οκτώβριος 2020)**



Πηγή: ΕΚΤ.  
 1 Η αξία των τραπεζογραμμάτων που εκδόθηκαν από το Ευρωσύστημα μείον την αξία των τραπεζογραμμάτων που επεστράφησαν στο Ευρωσύστημα.  
 2 Μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία. Η ροή Δεκεμβρίου και Ιανουαρίου εκάστου έτους επηρεάζεται έντονα από εποχικούς παράγοντες.

βαθμό ρευστότητας, δηλ. οι καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (βλ. Διάγραμμα Α).<sup>4</sup> Η άνοδος των καταθέσεων μίας ημέρας, η οποία είχε παρουσιάσει ενδείξεις επιβράδυνσης στη διάρκεια του 2018 και του 2019 ως αποτέλεσμα της εξασθένησης του ρυθμού ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ, κατά τη διάρκεια της πανδημίας επιταχύνθηκε σημαντικά (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2020: 12,3%, Ιανουάριος-Οκτώβριος: 2019: 7,9%). Στην επιτάχυνση αυτή συνετέλεσε κυρίως ο τομέας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Η συσσώρευση ρευστών διαθεσίμων από την πλευρά των επιχειρήσεων σχετίζεται με την προσπάθειά τους να δημιουργήσουν αποθέματα ρευστών διαθεσίμων για το μεσοδιάστημα που θα λειτουργούν με μειωμένες ταμειακές ροές, ώστε να συνεχίσουν να εξυπηρετούν τις υποχρεώσεις τους. Η ρευστότητα αυτή προήλθε από νέο τραπεζικό δανεισμό, έκδοση εταιρικών ομολόγων και άμεσες κρατικές ενισχύσεις. Η συσσώρευση ρευστότητας υποβοηθήθηκε σημαντικά από τα μέτρα πολιτικής για την αναστολή καταβολής δανειακών και φορολογικών υποχρεώσεων τα οποία ελήφθησαν κατά τη διάρκεια της πανδημίας σε πολλά κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ.

Ευρώπη, η ζήτηση χρήματος σε φυσική μορφή ενισχύθηκε έντονα: το Μάρτιο του 2020 η αύξηση της αξίας των τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία διαμορφώθηκε σε περίπου 36 δισεκ. ευρώ. Πρόκειται για τη δεύτερη μεγαλύτερη αύξηση ύστερα από το ιστορικά υψηλό επίπεδο των 44 δισεκ. ευρώ που είχε καταγραφεί τον Οκτώβριο του 2008. Η αύξηση της ζήτησης αφορούσε κυρίως τραπεζογραμμάτια ονομαστικής αξίας 200 και 50 ευρώ, αντανακλώντας κυρίως την ενίσχυση του αποθησαυρισμού όπως συνήθως παρατηρείται όταν αναπτύσσονται συνθήκες εξαιρετικής αβεβαιότητας, ενώ από τον Απρίλιο και μετά παρουσίασε ενδείξεις αποκλιμάκωσης (βλ. Διάγραμμα Β). Στο τέλος Οκτωβρίου 2020 η νομισματική κυκλοφορία ως ποσοστό του Μ3 κυμαινόταν περίπου στα προ κρίσης επίπεδα (9,4%).

Την περίοδο της πανδημίας εκφράστηκαν ανησυχίες σχετικά με την πιθανότητα μετάδοσης του ιού μέσω της χρήσης των μετρητών. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και πολλές εθνικές κεντρικές τράπεζες προέβλεψαν σε ενέργειες ενημέρωσης του κοινού για το χαμηλό κίνδυνο μετάδοσης μέσω των μετρητών ώστε να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη του κοινού στη φυσική μορφή του νομίσματος και να διαφυλαχθεί η γενική αποδοχή του στις συναλλαγές. Είναι πάντως πιθανόν η πανδημική κρίση, παρότι άμεσα επιφέρει ενίσχυση του κινήτρου για διακράτηση μετρητών για προληπτικούς λόγους ή για αποθησαυρισμό, να ενδυναμώσει την ήδη υποκείμενη μακροπρόθεσμη τάση αυξανόμενης ζήτησης αποτελεσματικών μέσω των ηλεκτρονικών πληρωμών εκ μέρους των οικονομικών μονάδων.<sup>1,2,3</sup>

Κινητήρια δύναμη της ανόδου της προσφοράς χρήματος στη ζώνη του ευρώ αποτέλεσαν, όπως και τα προηγούμενα έτη, οι τραπεζικές καταθέσεις με τον υψηλότερο

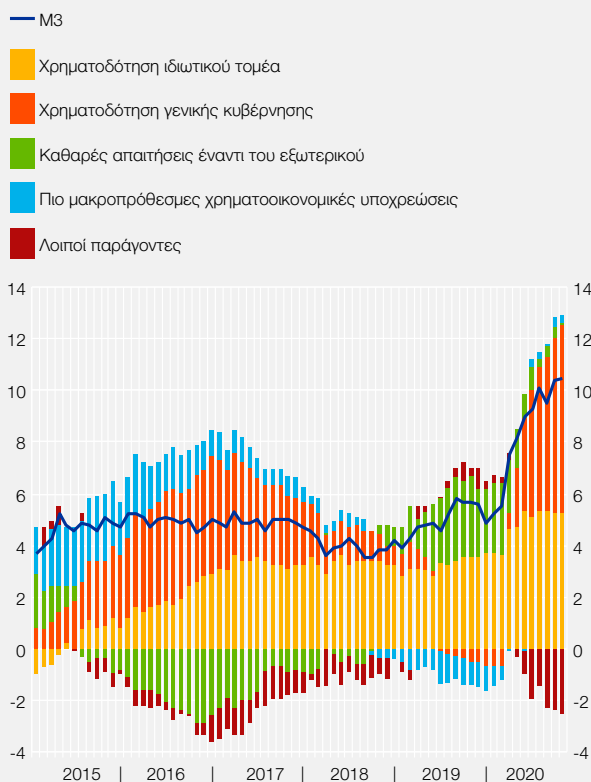
1 Βλ. Auer, R.,G. Cornelli and J. Frost, "Covid-19, Cash and the Future of payments", *BIS Bulletin*, no. 3, 3.4.2020.  
 2 Βλ. Fabio Panetta, Member of the Executive Board of the ECB, "Beyond monetary policy – protecting the continuity and safety of payments during the coronavirus crisis", *The ECB Blog*, 28.4.2020.  
 3 Βλ. "Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)", ECB, December 2020.  
 4 Οι καταθέσεις αυτές αποτελούν το 60% περίπου του συνολικού Μ3 στη ζώνη του ευρώ.

Οι καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας των νοικοκυριών, που αντιπροσωπεύουν το 1/3 του συνολικού Μ3, ενισχύθηκαν επίσης την περίοδο αυτή. Η ροπή των νοικοκυριών προς αποταμίευση, όπως αποτυπώνεται στο ποσοστό αποταμίευσης με βάση τα εθνικολογιστικά στοιχεία, κατέγραψε απότομη άνοδο τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2020.<sup>5</sup> Έτσι, παράλληλα με τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος, καταγράφηκε ενίσχυση της αποταμίευσης για λόγους πρόνοιας έναντι μελλοντικών αναγκών στο πλαίσιο των κινδύνων που δημιουργήσε η πανδημία για τις προοπτικές του διαθέσιμου εισοδήματος και της απασχόλησης. Επιπλέον, στην άνοδο των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών συνετέλεσαν σημαντικά ειδικόι παράγοντες όπως οι εκ των πραγμάτων περιορισμένες δυνατότητες για κατανάλωση λόγω των μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης, καθώς και τα μέτρα για την ενίσχυση του εισοδήματος των νοικοκυριών και την αναστολή καταβολής δανειακών και άλλων υποχρεώσεων.<sup>6</sup>

Η άνοδος της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια το 2020 αποτυπώνεται ως άνοδος μέρους των υποχρεώσεων του τραπεζικού συστήματος<sup>7</sup> η οποία αντικρύστηκε από την πλευρά του ενεργητικού σε μεγάλο βαθμό από αύξηση της πιστωτικής επέκτασης από τα εγχώρια νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (NXI, δηλ. ως επί το πλείστον τις τράπεζες και το Ευρωσύστημα)<sup>8</sup> προς τον ιδιωτικό τομέα (βλ. Διάγραμμα Γ).<sup>9</sup> Η χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα –είτε μέσω δανείων είτε μέσω αγοράς χρεογράφων από τα NXI– ήταν κατά τη διετία 2018-2019 η κύρια πηγή δημιουργίας χρήματος στη ζώνη του ευρώ. Στην απρόσκοπτη ροή χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία κατά τη διάρκεια της πανδημίας συνέβαλε η διασφάλιση πολύ ευνοϊκών συνθηκών ρευστότητας για το τραπεζικό σύστημα, κυρίως μέσω των στοχευμένων πράξεων TLTRO-III.<sup>10</sup>

### Διάγραμμα Γ Παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή του νομισματικού μεγέθους Μ3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2015 - Οκτώβριος 2020)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής % για το Μ3, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες για τους παράγοντες)



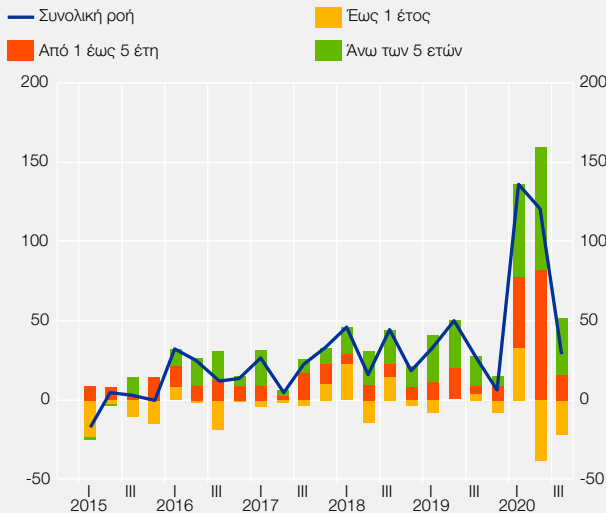
Πηγή: ΕΚΤ.

- 5 Το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών στη ζώνη του ευρώ ανήλθε σε 16,8% και 24,6% το α΄ και το β΄ τρίμηνο του 2020 αντίστοιχα, δηλ. στα υψηλότερα επίπεδα από τη δημιουργία της νομισματικής ένωσης, έναντι 12,5% το δ΄ τρίμηνο του 2019.
- 6 Βλ. Dossche, M. and S. Zlatanos, "COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced?", ECB, *Economic Bulletin*, Issue 6/2020.
- 7 Οι εναπομένουσες υποχρεώσεις των NXI που δεν περιλαμβάνονται στο Μ3 αφορούν υποχρεώσεις έναντι της κεντρικής κυβέρνησης, καθώς και πιο μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (όπως καταθέσεις προθεσμίας και χρεόγραφα άνω των 2 ετών, καταθέσεις υπό προειδοποίηση άνω των 3 μηνών και κεφάλαια και αποθεματικά).
- 8 Ειδικότερα, τα NXI στη ζώνη του ευρώ περιλαμβάνουν τις εθνικές κεντρικές τράπεζες και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, τα πιστωτικά ιδρύματα και άλλους οργανισμούς που δέχονται καταθέσεις, καθώς και τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων, με έδρα στη ζώνη του ευρώ. Τα εν λόγω αμοιβαία κεφάλαια αντιπροσωπεύουν το 3% του ισολογισμού των NXI.
- 9 Εκτιμάται ότι την περίοδο Μαρτίου-Οκτωβρίου 2020 το 62% της δημιουργίας χρήματος με βάση το Μ3 οφείλεται σε χρηματοδότηση μέσω δανείων ή χρεογράφων από τα NXI εκτός του Ευρωσυστήματος και το 43% οφείλεται σε χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα (έναντι 60% και 5% αντιστοίχως την προηγούμενη περίοδο Ιανουαρίου 2019-Φεβρουαρίου 2020).
- 10 Αναλυτικότερα για τις παρεμβάσεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος λόγω της πανδημικής κρίσης, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2019-2020*, Πλαίσιο ΙΙΙ.1.

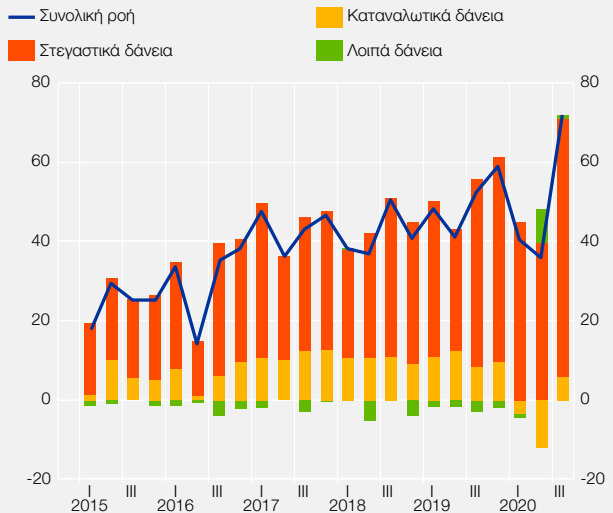
Διάγραμμα Δ Τραπεζικά δάνεια στη ζώνη του ευρώ  
(α' τρίμηνο 2015 - γ' τρίμηνο 2020)

(τριμηνιαία σωρευτική καθαρή ροή, δισεκ. ευρώ)

α. Προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με βάση τη διάρκεια



β. Προς τα νοικοκυριά



Πηγή: ΕΚΤ.

Ειδικότερα, η καθαρή ροή των δανείων προς ΜΧΕ αυξήθηκε απότομα το Μάρτιο του 2020, αντανακλώντας την ισχυρή ζήτηση νέων δανείων που εκδηλώθηκε λόγω των έκτακτων αναγκών ρευστότητας των επιχειρήσεων, καθώς οι εισπράξεις από πωλήσεις συρρικνώθηκαν. Η χορήγηση επιχειρηματικών δανείων το Μάρτιο αφορούσε κατά κύριο λόγο πολύ βραχυπρόθεσμα δάνεια με διάρκεια μέχρι ένα έτος, κατόπιν προσφυγής των επιχειρήσεων σε υπάρχουσες πιστωτικές γραμμές (βλ. Διάγραμμα Δ.α). Στη συνέχεια, η πιστωτική επέκταση επικεντρώθηκε σε δάνεια μεσομακροπρόθεσμης διάρκειας (1 έως 5 έτη και άνω των 5 ετών) στο πλαίσιο των δημόσιων προγραμμάτων στήριξης και επειδή άρχισε να διαφαίνεται ότι η διάρκεια της πανδημίας και της επακόλουθης φάσης ανάκαμψης θα ήταν παρατεταμένη. Κεντρική συνιστώσα των προγραμμάτων αυτών αποτέλεσαν τα προγράμματα εγγυοδοσίας επιχειρηματικών δανείων, τα οποία μειώνουν σημαντικά το μέρος του πιστωτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν οι τράπεζες, ενισχύοντας τα κίνητρα για χορήγηση τραπεζικών δανείων και περιορίζοντας τον κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων των επιχειρήσεων λόγω έλλειψης ρευστότητας.<sup>11</sup> Αυξητική επίδραση στην καθαρή ροή επιχειρηματικών δανείων εκτιμάται ότι άσκησαν και τα μέτρα που ελήφθησαν σε πολλά κράτη-μέλη και αφορούσαν την αναστολή αποπληρωμών δανείων. Ωστόσο, κατά το γ' τρίμηνο του έτους η συνολική καθαρή ροή επιχειρηματικών δανείων περιορίστηκε αισθητά και διαμορφώθηκε σε επίπεδα ελαφρώς υψηλότερα από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2019.

Η εκδήλωση έντονης ζήτησης νέου τραπεζικού δανεισμού από την πλευρά των επιχειρήσεων αποτυπώνεται και στις απαντήσεις των τραπεζών στην Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων στη ζώνη του ευρώ. Με βάση την έρευνα, το καθαρό ποσοστό των τραπεζών που ανέφεραν αύξηση της ζήτησης επιχειρηματικών δανείων διαμορφώθηκε το β' τρίμηνο του 2020 σε 62%, δηλ. στο υψηλότερο επίπεδο από την έναρξη διεξαγωγής της έρευνας, ωστόσο κατά το γ' τρίμηνο του έτους η ζήτηση αυτή εκτιμάται ότι μειώθηκε παράλληλα με την υποχώρηση των έκτακτων αναγκών ρευστότητας των επιχειρήσεων (βλ. Διάγραμμα Ε). Οι παράγοντες οι οποίοι τροφοδότησαν τη ζήτηση κατά την πανδημική κρίση ήταν κυρίως οι εξαιρετικά υψηλές ανάγκες των επιχειρήσεων για αποθέματα και κεφάλαια κίνησης, και σε μικρότερο βαθμό οι ανάγκες για αναχρηματοδότηση/αναδιάρθρωση χρέους. Από την άλλη πλευρά, οι ανάγκες των επιχειρήσεων για χρηματοδότηση πάγιων επενδύσεων υποχώρησαν έντονα ιδίως κατά το β' τρίμηνο του 2020, καθώς οι επιχειρήσεις μείωσαν ή ανέβαλαν κεφαλαιακές δαπάνες ως αποτέλεσμα

11 Βλ. "Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses", ECB, *Financial Stability Review*, May 2020, Box 4.

της απώλειας εσόδων και της αυξημένης αβεβαιότητας, εξέλιξη που εν πολλοίς διατηρήθηκε και κατά το γ' τρίμηνο του έτους. Σε αντίθεση με την περίοδο της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης και της κρίσης χρέους, οπότε είχε καταγραφεί σημαντική αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων των τραπεζών, η πανδημική κρίση είχε περιορισμένη αρνητική επίδραση στα εν λόγω κριτήρια τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2020, γεγονός που εκτιμάται ότι οφείλεται στο εύρος των παρεμβάσεων νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής, καθώς και στη βελτιωμένη κεφαλαιακή θέση των τραπεζών στη ζώνη του ευρώ μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Ωστόσο κατά το γ' τρίμηνο του 2020 τα πιστοδοτικά κριτήρια των τραπεζών εκτιμάται ότι αυστηροποιήθηκαν σημαντικά, καθώς οι τράπεζες συνέχισαν να σταθμίζουν την προοπτική ενίσχυσης του πιστωτικού κινδύνου των επιχειρήσεων.

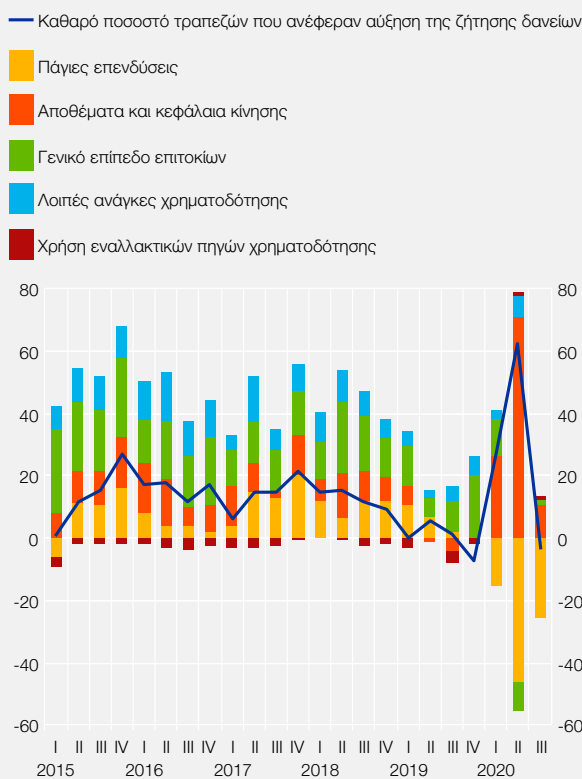
Αντίθετα, η χορήγηση δανείων προς τα νοικοκυριά επιβραδύνθηκε τους πρώτους μήνες της πανδημίας, όπως αποτυπώνεται στην υποχώρηση της καθαρής ροής και στην επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των δανείων προς τον τομέα αυτό. Ειδικότερα, η υποχώρηση αφορούσε κατά κύριο λόγο τα καταναλωτικά δάνεια, που κατέγραψαν σημαντική καθαρή εκροή το δίμηνο Μαρτίου-Απριλίου 2020, σε συνέπεια με τη συρρίκνωση της κατανάλωσης και της καταναλωτικής εμπιστοσύνης το α' τρίμηνο του 2020 και τον υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο που ενέχει το χαρτοφυλάκιο αυτό συγκριτικά με τα στεγαστικά δάνεια (βλ. Διάγραμμα Δ.β). Στην περίπτωση των στεγαστικών δανείων, η μηνιαία καθαρή ροή, αν και εξασθένησε σημαντικά το δίμηνο Μαρτίου-Απριλίου, στη συνέχεια σταδιακά ανέκαμψε και σε τριμηνιαία βάση διαμορφώθηκε σε επίπεδα ελαφρώς υψηλότερα του προηγούμενου έτους. Η καθαρή ροή των λοιπών δανείων προς τα νοικοκυριά –που περιλαμβάνουν κυρίως δάνεια προς αυτοαπασχολούμενους– αυξήθηκε σημαντικά το β' τρίμηνο του έτους.

Με βάση τις απαντήσεις των τραπεζών στην Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων στη ζώνη του ευρώ, η ζήτηση στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων εκ μέρους των νοικοκυριών υποχώρησε το β' τρίμηνο του 2020 σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Κατά το γ' τρίμηνο του έτους όμως, η ζήτηση στεγαστικών δανείων εκτιμάται ότι γρήγορα ανέκαμψε, υποβοηθούμενη από το πολύ χαμηλό γενικό επίπεδο των επιτοκίων, ενώ η ζήτηση καταναλωτικών δανείων σταθεροποιήθηκε. Από την πλευρά της προσφοράς, σημαντική αυστηροποίηση εκτιμάται ότι σημείωσαν κατά την περίοδο της πανδημίας τα πιστοδοτικά κριτήρια προς τα νοικοκυριά και στις δύο κατηγορίες δανείων.

Στη διάρκεια του β' τριμήνου του 2020 καταγράφηκε η υψηλότερη καθαρή ροή χρηματοδότησης μέσω χρεογράφων από τη δημιουργία της νομισματικής ένωσης. Η έκδοση εταιρικών και κρατικών χρεογράφων κατά τη διάρκεια αυτού του τριμήνου ενθαρρύνθηκε από τη συμπίεση των διαφορών αποδόσεων λόγω της επέκτασης των καθαρών αγορών τίτλων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος, κυρίως με τη δρομολόγηση του έκτακτου προγράμματος λόγω της πανδημίας (PEPP). Σημαντικά επέδρασε προς αυτή την κατεύθυνση και η παράταση του χρονικού ορίζοντα τόσο των καθαρών αγορών όσο και της πολιτικής επανεπένδυσης στο πλαίσιο του έκτακτου αυτού προγράμματος τον Ιούνιο του 2020, η οποία σηματοδότησε ότι η νομισματική πολιτική θα παραμείνει εξαιρετικά υποστηρικτική για όσο χρονικό διάστημα εξακολουθεί η πανδημία.

### Διάγραμμα Ε Μεταβολή στη ζήτηση δανείων ή πιστωτικών γραμμών από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ και παράγοντες που συμβάλλουν σε αυτή (α' τρίμηνο 2015 - γ' τρίμηνο 2020)

(καθαρό ποσοστό τραπεζών που αναφέρουν αύξηση της ζήτησης και σχετικοί παράγοντες)



Πηγή: ΕΚΤ, Bank Lending Survey (BLS).



Ειδικότερα, η χρηματοδότηση της γενικής κυβέρνησης από τα ΝΧΙ συνέβαλε καθοριστικά στην άνοδο του Μ3 (βλ. Διάγραμμα Γ). Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα σχεδόν αποκλειστικά τις αγορές κρατικών ομολόγων εκ μέρους του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος PEPP και του διευρυμένου προγράμματος APP. Τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ προέβησαν επίσης σε αυξημένες αγορές κρατικών χρεογράφων εκδοθέντων από τη χώρα προέλευσής τους, ιδιαίτερα κατά την περίοδο Μαρτίου-Μαΐου 2020, εξέλιξη που εν μέρει συνδέεται με την αυξημένη έκδοση νέων ομολόγων από τα κράτη-μέλη λόγω των δημοσιονομικών μέτρων αντιμετώπισης των συνεπειών της πανδημίας.

Πέρα από τη χρηματοδότηση του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, μικρή θετική συμβολή στην αύξηση του Μ3 το 2020 είχαν οι καθαρές χρηματικές ροές από το εξωτερικό (βλ. Διάγραμμα Γ). Οι ροές αυτές από τις αρχές του 2019 αποτελούσαν τη δεύτερη σημαντικότερη πηγή δημιουργίας χρήματος, υποδηλώνοντας το αυξημένο ενδιαφέρον επενδυτών εκτός της ζώνης του ευρώ για περιουσιακά στοιχεία εκδοθέντα στη ζώνη του ευρώ (κυρίως νεοεκδοθέντα κρατικά ομόλογα). Ο περιορισμός των καθαρών απαιτήσεων των ΝΧΙ έναντι του εξωτερικού την περίοδο της πανδημίας οφείλεται κυρίως σε επαναπατρισμό κεφαλαίων τόσο από την πλευρά του εγχώριου ιδιωτικού τομέα όσο και από την πλευρά των επενδυτών-μη κατοίκων το Μάρτιο, γεγονός που είναι ενδεικτικό της προτίμησης των επενδυτών για εγχώριες τοποθετήσεις σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας, αλλά και στο σημαντικό χαμηλότερο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στη ζώνη του ευρώ τον Απρίλιο και το Μάιο ως αποτέλεσμα της συρρίκνωσης της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς λόγω της πανδημίας. Στη διάρκεια του β' και του γ' τριμήνου του 2020, το πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών ανέκαμψε αισθητά και οι διασυνοριακές ροές κεφαλαίων άρχισαν να αποκαθίστανται. Ωστόσο, συνολικά την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2020 καταγράφηκε καθαρή εκροή κεφαλαίων από τη ζώνη του ευρώ. Από τον Απρίλιο και μετά, οι εγχώριοι επενδυτές πραγματοποίησαν καθαρές αγορές βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων χρεογράφων και μετοχικών τίτλων εκδοθέντων εκτός της ζώνης του ευρώ, ενώ οι επενδυτές-μη κάτοικοι απέκτησαν κυρίως βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα καθώς και μετοχές και μερίδια επενδυτικών κεφαλαίων εκδοθέντων στη ζώνη του ευρώ.

# IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Στη διάρκεια του 2020 η οικονομική δραστηριότητα υποχώρησε σημαντικά εξαιτίας της πανδημίας COVID-19. Η εγχώρια και η εξωτερική ζήτηση κατέγραψαν μεγάλες απώλειες, καθώς μειώθηκαν τα εισοδήματα και η κατανάλωση των νοικοκυριών, συρρικνώθηκαν οι επενδύσεις και περιορίστηκε η εξωτερική ζήτηση ελληνικών αγαθών και κυρίως υπηρεσιών. Οι δημοσιονομικές, νομισματικές, χρηματοπιστωτικές και διαρθρωτικές παρεμβάσεις στήριξαν επιχειρήσεις και εργαζομένους και περιόρισαν τις συνέπειες, οι οποίες πάντως υπήρξαν ιδιαίτερα εκτεταμένες στις υπηρεσίες και κυρίως στον τουρισμό.

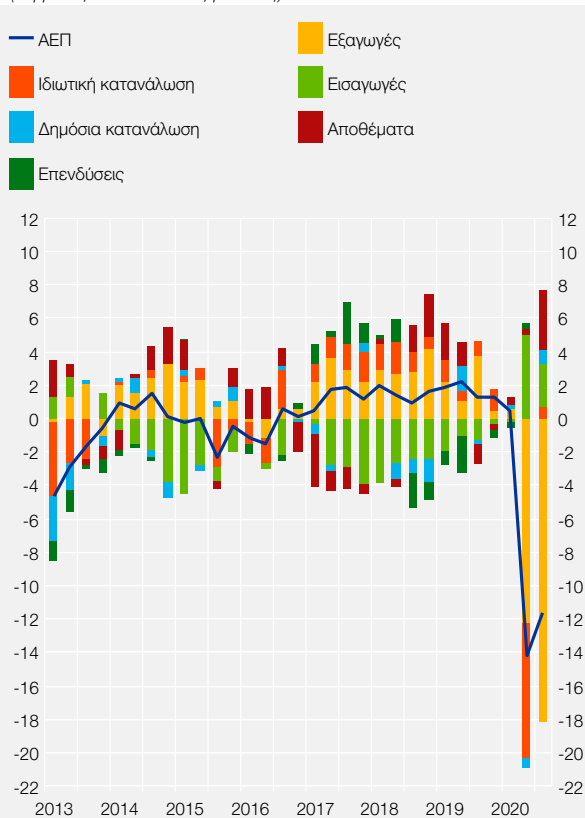
Ο πληθωρισμός επέστρεψε σε έντονα αρνητικά επίπεδα, ύστερα από τρία συνεχόμενα έτη θετικών ρυθμών. Στην αγορά εργασίας ανακόπηκαν η αύξηση της συνολικής απασχόλησης και η πτώση του ποσοστού ανεργίας. Στον εξωτερικό τομέα η συνολική ανταγωνιστικότητα της οικονομίας βελτιώθηκε, αλλά το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε σημαντικά, κυρίως λόγω της δραματικής μείωσης των τουριστικών εισπράξεων. Η επιδείνωση της πανδημίας το δ΄ τρίμηνο και η επιβολή περιοριστικών μέτρων για τη συγκράτηση της διασποράς του κορωνοϊού (lockdown) αναμένεται να επιβαρύνουν σημαντικά το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας το τρέχον έτος.

Για την επαναφορά της οικονομίας σε αναπτυξιακή τροχιά και τη μετάβαση σε ένα βιώσιμο πρότυπο οικονομικής ανάπτυξης, κεντρικό ρόλο αναμένεται να διαδραματίσουν η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης “Next Generation EU” (NGEU) και η αντιμετώπιση μεσοπρόθεσμων προκλήσεων, όπως ο δραστικός περιορισμός των μη εξυπηρετούμενων δανείων και ο προσανατολισμός της παραγωγής σε εξωστρεφείς και υψηλής προστιθέμενης αξίας δραστηριότητες.

Η οικονομική δραστηριότητα προβλέπεται να ανακάμψει με υψηλούς ρυθμούς το 2021. Η έκταση και η διάρκεια της πανδημίας, περαιτέρω γεωπολιτικές εντάσεις ή αβεβαιότητες που προέρχονται από το εξωτερικό περιβάλλον, όπως οι εξελίξεις γύρω από το Brexit, μπορούν να επιβαρύνουν το ρυθμό ανάπτυξης. Αντίθετα, ενδεχομένη ταχύτερη του αναμενομένου διάθεση του εμβολίου για την COVID-19 ή/και αποτελεσματικότερη αξιοποίηση των πόρων του NGEU θα επιταχύνουν την ανάκαμψη.

Διάγραμμα IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης (α΄ τρίμηνο 2013 - γ΄ τρίμηνο 2020)

(συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

Σημείωση: Τα στοιχεία των συστατικών του ΑΕΠ αναφέρονται σε σταθερές τιμές του έτους 2015 και είναι εποχικώς διορθωμένα.

## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Στη διάρκεια του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2020, και ιδιαίτερα το β' τρίμηνο του έτους, το αποτύπωμα της πανδημίας COVID-19 στην οικονομική δραστηριότητα υπήρξε εξαιρετικά έντονο. Το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 8,5% σε σταθερές τιμές 2015, καθώς τόσο η εγχώρια όσο και η εξωτερική ζήτηση συρρικνώθηκαν (βλ. Πίνακα IV.1 και Διάγραμμα IV.1). Η παγκόσμια εξάπλωση της νόσου και τα περιοριστικά μέτρα που έλαβαν οι περισσότερες κυβερνήσεις είχαν ως αποτέλεσμα να υποχωρήσουν οι ελληνικές εξαγωγές αγαθών και να υποστεί καθίζηση η εξωτερική ζήτηση των τουριστικών κυρίως υπηρεσιών. Ταυτόχρονα, από την πλευρά της προσφοράς, η αναστολή δραστηριότητας ή υπολειτουργία επιχειρήσεων λόγω των περιοριστικών μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας το β' τρίμηνο του έτους επέδρασε αρνητικά στο προϊόν κυρίως των υπηρεσιών. Τα περιοριστικά μέτρα που επιβλήθηκαν το δ' τρίμηνο, λόγω της επιδείνωσης της πανδημίας, επιβάρυναν περαιτέρω την οικονομική δραστηριότητα. Ωστόσο, τα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν ληφθεί και παραμένουν σε ισχύ για τη στήριξη της οικονομίας, των επιχειρήσεων και των εργαζομένων, καθώς και οι σε εξέλιξη δράσεις πολιτικής των ευρωπαϊκών θεσμών –οι οποίες περιλαμβάνουν δημοσιονομικές, νομισματικές, χρηματοπιστωτικές και διαρθρωτικές παρεμβάσεις– περιόρισαν τις επιπτώσεις.

Οι δείκτες οικονομικής συγκυρίας και οικονομικού κλίματος (βλ. Διάγραμμα IV.2) επηρεάστηκαν από την εξέλιξη της πανδημίας. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων υποχώρησαν σημαντικά σε σύγκριση με τα υψηλά επίπεδα του 2019 και όσον αφορά την εμπιστοσύνη των καταναλωτών χάθηκε μεγάλο μέρος της βελτίωσης των τελευταίων ετών. Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI), αν και ανέκαμψε σχετικά γρήγορα μετά το τέλος των περιοριστικών μέτρων τον Ιούνιο, κατέγραψε στη συνέχεια διακυμάνσεις στην παραγωγή και τις προοπτικές του μεταποιητικού τομέα. Ο δείκτης όγκου της βιομηχανικής παραγωγής μειώθηκε κατά 3,7%, ενώ ο δείκτης όγκου των λιανικών πωλήσεων κατά 3,6% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2020.

Οι εξελίξεις στην ελληνική αγορά ακινήτων διαμορφώνονται μέσα σε ένα πλαίσιο αβεβαιότητας, καθώς μέρος της βελτίωσης που καταγράφηκε το 2019 έχει –προσωρινά τουλάχιστον– ανακοπεί λόγω της πανδημίας. Ωστόσο, με την προοπτική της ομαλοποίησης των συνθηκών από το 2021 και την επιτάχυνση των επενδύσεων και των έργων υποδομής, αναμένεται η ανάπτυξη της οικοδομικής δραστηριότητας και η ανάδειξη νέων ευκαιριών στην αγορά τόσο των οικιστικών όσο και των επαγγελματικών ακινήτων.

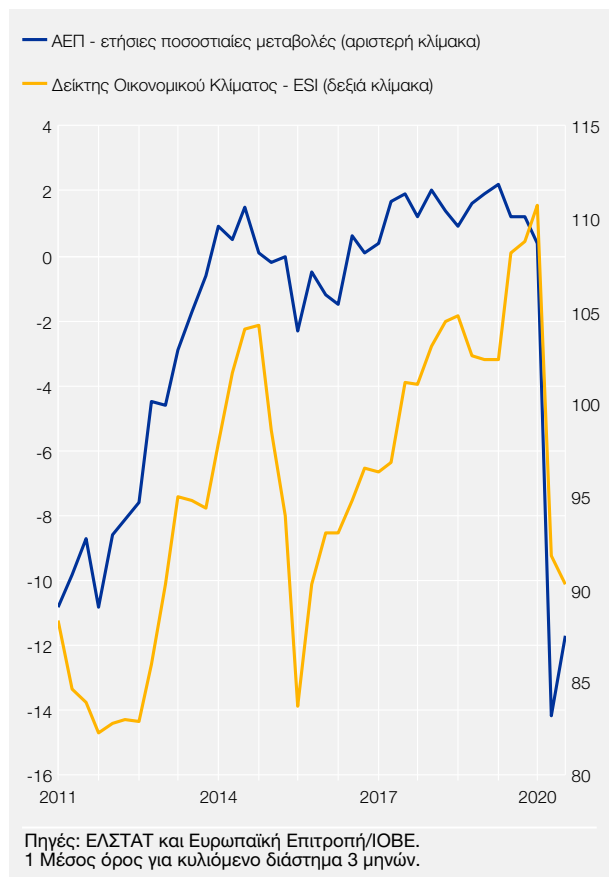
Στην αγορά εργασίας, η αύξηση της συνολικής απασχόλησης και η πτώση του ποσοστού ανεργίας που καταγράφονταν τα προηγούμενα έτη ανακόπηκαν, αλλά τα μέτρα στήριξης και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των προηγούμενων ετών μετρίασαν τις αρνητικές συνέπειες. Η επιστροφή στην προ πανδημίας κατάσταση θα είναι μια επίπονη διαδικασία, καθώς θα χρειαστούν πρόσθετες ενεργητικές πολιτικές υποβοήθησης της απασχόλησης –ιδιαίτερα στους κλάδους που επηρεάστηκαν περισσότερο– ενώ παράλληλα τα μέτρα αντιμετώπισης της μακροχρόνιας ανεργίας και της ανεργίας των νέων και των γυναικών θα πρέπει να συνεχιστούν.

Ο γενικός πληθωρισμός και ο πυρήνας του πληθωρισμού εκτιμάται ότι κατέγραψαν αρνητικούς μέσους ετήσιους ρυθμούς το 2020, καθώς οι τιμές της ενέργειας και των υπηρεσιών συνέχισαν να επιδρούν αποπληθωριστικά. Μερική ανάκαμψη προβλέπεται το 2021.

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας εκτιμάται ότι συνολικά βελτιώθηκε το 2020, καθώς σημειώθηκε πρόοδος τόσο σε όρους σχετικών τιμών (όχι όμως σε όρους σχετικού κόστους εργασίας) όσο και σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας – κυρίως με τη μείωση φορολογικών συντελεστών και την επιτάχυνση του ψηφιακού μετασχηματισμού της οικονομίας λόγω των έκτακτων συνθηκών.

<sup>1</sup> Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 10.12.2020.

Διάγραμμα IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος - ESI<sup>1</sup> (α' τρίμηνο 2011 - γ' τρίμηνο 2020)



Στον εξωτερικό τομέα, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τους πρώτους εννέα μήνες του 2020, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, ήταν αυξημένο σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019, κυρίως ως αποτέλεσμα της δραματικής μείωσης των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες, η οποία ακολούθησε την επιβολή περιοριστικών μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας. Αντισταθμιστικά έδρασε η μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών, καθώς οι εισαγωγές μειώθηκαν με ρυθμό ταχύτερο από το ρυθμό μείωσης των εξαγωγών.

Η επαναφορά της οικονομίας στην αναπτυξιακή τροχιά των τελευταίων ετών θα πρέπει να συνδυαστεί με τη μετάβαση σε ένα βιώσιμο πρότυπο οικονομικής ανάπτυξης, το οποίο θα επιταχύνει τον ψηφιακό μετασχηματισμό, θα ενσωματώνει τις αρχές της πράσινης και κυκλικής οικονομίας και θα εδράζεται στη συνεχή επένδυση σε ανθρώπινο κεφάλαιο. Ειδικότερα:

(α) Κρίσιμη, από την άποψη αυτή, θεωρείται η έγκαιρη αξιοποίηση των πόρων του NGEU για την περίοδο 2021-2026 συνολικού ύψους 32 δισεκ. ευρώ σε σταθερές τιμές 2018, με την υλοποίηση υψηλής προστιθέμενης αξίας αναπτυξιακών δράσεων σχετικών με την εξοικονόμηση ενέργειας, τη μετάβαση στην πράσινη ενέργεια, τον ψηφιακό μετασχηματισμό του δημόσιου και

ιδιωτικού τομέα και την ενίσχυση του τομέα της υγείας (βλ. Πλαίσιο IV.1). Απαραίτητες προϋποθέσεις είναι ο καλός σχεδιασμός και συντονισμός των δράσεων, η αποτελεσματικότητα της δημόσιας διοίκησης, αλλά και η αξιοποίηση οικονομικών κλίμακας από τη συμμετοχή ελληνικών και ξένων μεγάλων επιχειρήσεων, οι οποίες χαρακτηρίζονται από υψηλή εξωστρέφεια και διοικητική και χρηματοοικονομική τεχνογνωσία. Μια τέτοια εξέλιξη ενίσχυσης των παραγωγικών υποδομών της οικονομίας εκτιμάται ότι θα τονώσει την επενδυτική ζήτηση στην οικονομία, θα επιταχύνει το πρόγραμμα των ιδιωτικοποιήσεων και θα πολλαπλασιάσει τις συμπράξεις δημόσιου-ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ).

(β) Η συσσώρευση απλήρωτων φορολογικών και ασφαλιστικών υποχρεώσεων λόγω της πανδημίας και κυρίως η άνοδος του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων υπονομεύουν τη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων και τη ρευστότητα της πραγματικής οικονομίας (βλ. Πλαίσιο IV.2). Πρόσθετες πρωτοβουλίες που θα ενισχύσουν την ποιότητα του ενεργητικού των ελληνικών τραπεζών και την τραπεζική χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας είναι επιθυμητές.

(γ) Οι έκτακτες και στοχευμένες παρεμβάσεις στη διάρκεια της πανδημίας παρέχουν, στο βαθμό που δεν διακυβεύεται η δημοσιονομική σταθερότητα, σημαντική στήριξη σε επιχειρήσεις και εργαζομένους, ιδιαίτερα στους κλάδους όπου παρατηρούνται οι μεγαλύτερες απώλειες. Εκτιμάται ότι η απόσυρσή τους θα πρέπει να είναι σταδιακή, προκειμένου, στη διάρκεια της ομαλοποίησης, να μην προκληθεί ανεπιθύμητη απώλεια εισοδημάτων και θέσεων εργασίας.

(δ) Η παρατεταμένη διάρκεια της πανδημίας σε συνδυασμό με τα μέτρα αντιμετώπισής της πλήττουν με σφοδρότητα τις υπηρεσίες και κυρίως τον τουρισμό, του οποίου η ζήτηση αποδει-

κνύεται ιδιαίτερα ευάλωτη σε εξωγενείς κλονισμούς. Η αναπτυξιακή στρατηγική μπορεί να διευκολύνει αναδιαρθρωτικές μετακινήσεις πόρων και παραγωγικών συντελεστών από την τουριστική δραστηριότητα σε άλλους κλάδους της οικονομίας, προκειμένου να ενισχυθεί η ανθεκτικότητα της οικονομίας σε απρόβλεπτες μεταβολές στο διεθνές περιβάλλον. Σε αυτή την κατεύθυνση είναι χρήσιμη η γνώση της υφιστάμενης κλαδικής διάρθρωσης της ελληνικής οικονομίας (βλ. Πλαίσιο IV.3).

Στις συνθήκες που έχουν διαμορφωθεί με την πανδημία, οι μακροοικονομικές προβλέψεις περιβάλλονται από μεγάλη αβεβαιότητα. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο, η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι η οικονομική δραστηριότητα υποχώρησε σημαντικά το 2020, με το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ να διαμορφώνεται σε -10,0%. Το 2021 και 2022 προβλέπεται ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας με ρυθμό 4,2% και 4,8% αντίστοιχα, καθώς εκτιμάται ότι τόσο η εγχώρια όσο και η εξωτερική ζήτηση θα ενισχυθούν σημαντικά.

Όσον αφορά τους κινδύνους που περιβάλλουν το βασικό σενάριο των προβλέψεων της Τράπεζας της Ελλάδος, ο μεγαλύτερος κίνδυνος σχετίζεται με τη διάρκεια και την έκταση της πανδημίας του κορωνοϊού σε διεθνές και εγχώριο επίπεδο. Επιπλέον κίνδυνοι θα προέκυπταν από ενδεχόμενη αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων ως απόρροια της υποχώρησης της οικονομικής δραστηριότητας, από την περαιτέρω όξυνση των γεωπολιτικών εντάσεων, καθώς και από την αβεβαιότητα που περιβάλλει τη μελλοντική σχέση του Ηνωμένου Βασιλείου με την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Αντίθετα, μια θετικότερη έκβαση θα μπορούσε να προκύψει από την ταχύτερη και αποτελεσματικότερη του αναμενομένου αξιοποίηση των πόρων του NGEU καθώς και από την ταχύτερη παραγωγή και διάθεση εμβολίων κατά του κορωνοϊού.

## 2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ

### 2.1 Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

Η πανδημία του κορωνοϊού ανέκοψε την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας που είχε ξεκινήσει το 2017 και συνεχίστηκε έως και τους δύο πρώτους μήνες του 2020. Η ύφεση που καταγράφηκε το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου ήταν 8,5% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019, λόγω πρωτίστως της αρνητικής συμβολής των εξαγωγών υπηρεσιών (-10,3 ποσοστιαίες μονάδες, βλ. Πίνακα IV.1). Η υποχώρηση της ιδιωτικής κατανάλωσης συνέβαλε αρνητικά (-2,5 ποσ. μον.), αλλά η μείωση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών μετρίασε (κατά +2,4 ποσ. μον.) την ύφεση.

Η ιδιωτική κατανάλωση υποχώρησε το εννεάμηνο (-3,6%), λόγω της σημαντικής μείωσης της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών το β' τρίμηνο του έτους (-12,0%) ως αποτέλεσμα της επιβολής μέτρων από τα μέσα Μαρτίου για τον περιορισμό της διασποράς του κορωνοϊού και της συνακόλουθης μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ, το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ) μειώθηκε κατά 8,1% το β' τρίμηνο του 2020 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019, λόγω κυρίως της αρνητικής συμβολής του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος/μικτού εισοδήματος (σε μεγάλο βαθμό εισόδημα αυτοαπασχολούμενων, -9,0 ποσ. μον. εξαιρουμένων των κρατικών επιδοτήσεων) και του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας (-4,0 ποσ. μον.). Το εισόδημα περιουσίας επίσης είχε αρνητική συμβολή στο διαθέσιμο εισόδημα (-1,4 ποσ. μον.). Αντιθέτως, η μείωση των τρεχόντων φόρων εισοδήματος και πλούτου (-9,0%), που εν μέρει αντανάκλα την αναστολή της υποχρέωσης καταβολής φόρων, ενίσχυσε το εισόδημα των νοικοκυριών κατά 1 ποσοστιαία μονάδα. Επιπλέον, οι κρατικές επιδοτήσεις, οι μεταβιβάσεις και οι κοινωνικές παροχές για την ενίσχυση των εισοδημάτων που επλήγησαν λόγω της πανδημίας ανήλθαν σε 1.795 εκατ. ευρώ το



Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2014-γ' τρίμ. 2020)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές, σε ποσοστιαίες μονάδες, σταθερές αγοραίες τιμές 2015)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (α' τρίμ.)	2020 (β' τρίμ.)	2020 (γ' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	0,3 (0,2)	-0,9 (-0,6)	-0,1 (-0,1)	2,1 (1,4)	2,0 (1,4)	1,5 (1,0)	0,2 (0,1)	-12,0 (-8,2)	1,0 (0,7)
Δημόσια κατανάλωση	-0,5 (-0,1)	1,5 (0,3)	-0,2 (0,0)	-0,2 (0,0)	-4,1 (-0,8)	1,2 (0,2)	1,4 (0,3)	-2,7 (-0,5)	4,4 (0,8)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-2,0 (-0,2)	-0,5 (0,0)	-0,6 (-0,1)	11,6 (1,2)	-3,3 (-0,4)	-8,1 (-0,9)	-3,2 (-0,3)	4,6 (0,5)	-0,3 (0,0)
Επενδύσεις σε κατοικίες	-52,8 (-1,2)	-26,1 (-0,3)	-11,4 (-0,1)	-6,9 (0,0)	22,8 (0,1)	0,4 (0,0)	22,2 (0,2)	32,3 (0,2)	6,6 (0,0)
Εγχώρια τελική ζήτηση <sup>1</sup>	-0,1 (-0,1)	-0,3 (-0,3)	-0,2 (-0,2)	2,6 (2,6)	0,1 (0,2)	0,3 (0,3)	0,1 (0,1)	-8,4 (-8,3)	1,5 (1,5)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	0,8%	1,4%	2,2%	0,6%	1,6%	2,2%	3,1%	3,2%	5,4%
Εγχώρια ζήτηση	0,3 (0,4)	0,3 (0,1)	0,2 (0,3)	1,1 (1,1)	1,2 (1,2)	0,8 (1,0)	0,1 (0,1)	-6,9 (-7,0)	4,0 (4,0)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	8,1 (2,3)	5,0 (1,5)	-0,3 (-0,1)	8,4 (2,7)	9,0 (3,1)	5,0 (1,8)	1,6 (0,6)	-33,1 (-12,2)	-44,9 (-18,1)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	6,8 (-2,0)	7,7 (-2,4)	2,1 (-0,7)	7,4 (-2,5)	7,9 (-2,9)	3,0 (-1,2)	0,6 (-0,2)	-12,9 (5,0)	-6,4 (2,5)
Εξωτερική ζήτηση	... (0,3)	... (-0,8)	... (-0,8)	... (0,2)	... (0,3)	... (0,7)	... (0,3)	... (-7,2)	... (-15,6)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	0,8	-0,8	-0,5	1,3	1,5	1,6	0,4	-14,2	-11,7

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4 Δεκεμβρίου 2020, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

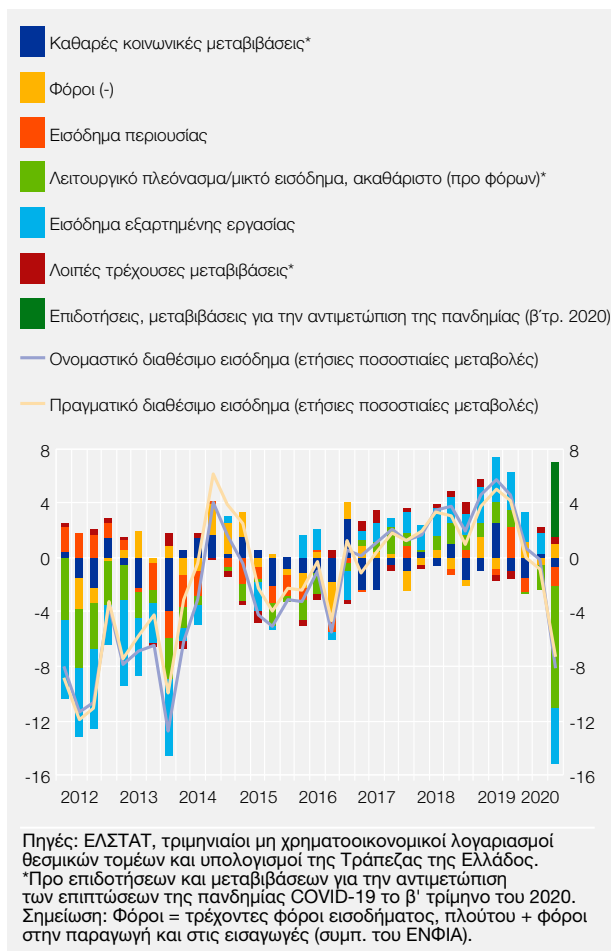
1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

β' τρίμηνο του έτους και εκτιμάται ότι ενίσχυσαν σημαντικά (κατά 5,5 ποσ. μον.) το εισόδημα των νοικοκυριών (βλ. Διάγραμμα IV.3).<sup>2</sup>

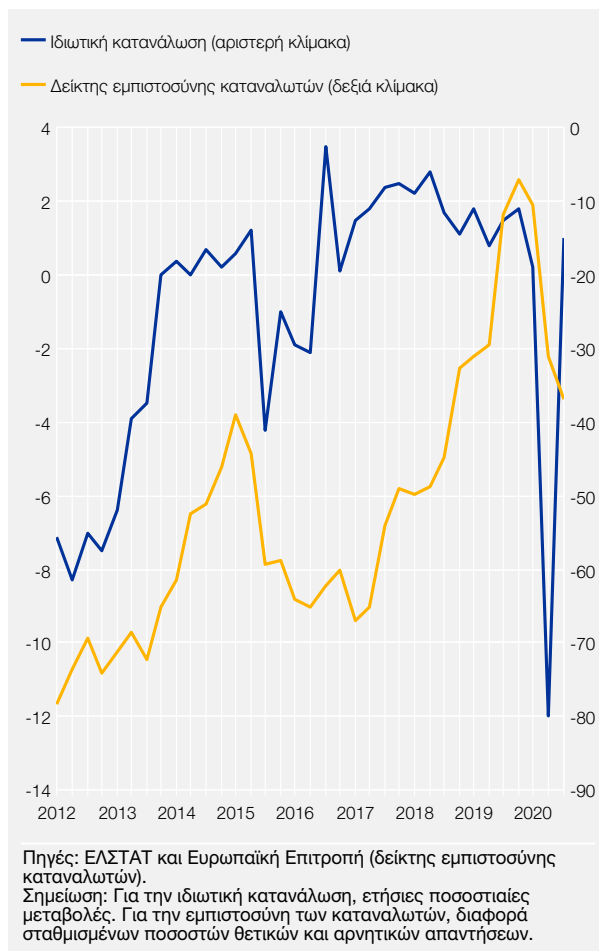
Παράλληλα, η διοικητική αναστολή λειτουργίας των επιχειρήσεων σε κλάδους υπηρεσιών την περίοδο των γενικευμένων μέτρων περιορισμού το Μάρτιο του 2020 είχε ως αποτέλεσμα να μειωθεί σημαντικά ή να εκμηδενιστεί η κατανάλωση υπηρεσιών που συνδέονται με ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές, είδη ένδυσης και υπόδησης, αναψυχή και πολιτισμό, καθώς και η κατανάλωση διαρκών αγαθών. Σύμφωνα με τη διάρθρωση της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών (Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών, 2019), οι δαπάνες των νοικοκυριών που επηρεάστηκαν από τα περιοριστικά μέτρα ανήλθαν σε 48,2% των συνολικών τους δαπανών. Ως εκ τούτου, η πραγματική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών μειώθηκε με ταχύτερο ρυθμό (-12,0%) σε σχέση με τη μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος (-7,3%, μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία), με αποτέλεσμα το ποσοστό αποταμίευσης να ανέλθει σε 5,9%, από 0,9% το β' τρίμηνο του 2019 (βλ. Διάγραμμα IV.5). Η άνοδος των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών, με τις καταθέσεις τους να έχουν αυξηθεί κατά 1,8 δισεκ. ευρώ το β' τρίμηνο του έτους και κατά 5,8 δισεκ. ευρώ την περίοδο Μαρτίου-Οκτωβρίου 2020, ενδέχεται να αντανάκλα την αβεβαιότητα των καταναλωτών ως προς την έκταση των επιπτώσεων της πανδημίας, όπως καταγράφεται και από τη σημαντική πτώση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης από το Φεβρουάριο και μετά (βλ. Διάγραμμα IV.4 και Πίνακα IV.2). Εξάλλου,

2 Σύμφωνα με ανάλυση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ("Households' income and the cushioning effect of fiscal policy measures during the Great Lockdown", European Commission JRC Working Paper on Taxation and Structural Reforms No. 06/2020), τα δημοσιονομικά μέτρα που ελήφθησαν από τα κράτη-μέλη της ΕΕ για την προστασία των εισοδημάτων των νοικοκυριών που επλήγησαν από την πανδημία εκτιμάται ότι έχουν σημαντική θετική επίδραση στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών. Επιπλέον, τα εν λόγω δημοσιονομικά μέτρα αναμένεται να αμβλύνουν τις ανισότητες που δημιουργεί η ύφεση (δεδομένου ότι τα φτωχότερα νοικοκυριά έχουν υποστεί τις πιο σοβαρές απώλειες από την κρίση του κορωνοϊού), με αποτέλεσμα να υπάρχει μια σχετικά ομοιογενής επίπτωση σε όλη την κατανομή εισοδήματος.

**Διάγραμμα IV.3 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμηνο 2012 - β' τρίμηνο 2020)**



**Διάγραμμα IV.4 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών (α' τρίμηνο 2012 - γ' τρίμηνο 2020)**



τα εμπειρικά αποτελέσματα ερευνών<sup>3</sup> καταδεικνύουν ότι τα νοικοκυριά που αναμένουν αύξηση της ανεργίας, ανάκληση των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης ή πιο παρατεταμένες επιπτώσεις της πανδημίας καταναλώνουν μικρότερο ποσοστό των κρατικών επιδοτήσεων.

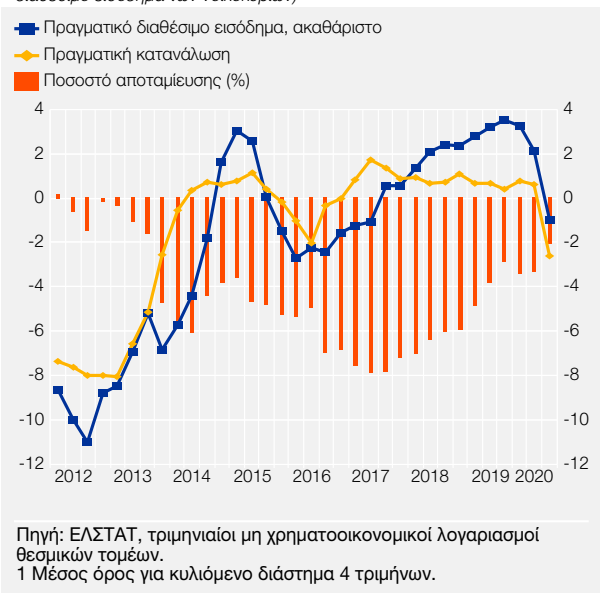
Η έλευση του δεύτερου κύματος της πανδημίας το δ' τρίμηνο και η εκ νέου επιβολή μέτρων περιορισμού της αναμένεται να μειώσουν τα εισοδήματα από εργασία, ιδίως νοικοκυριών που απασχολούνται σε κλάδους υπηρεσιών που πλήττονται από την πανδημία. Παράλληλα, η αναστολή λειτουργίας ή υπολειτουργία επιχειρήσεων αυξάνει τον κίνδυνο χρεοκοπίας ιδίως πολύ μικρών επιχειρήσεων. Ωστόσο, η διατήρηση των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης επιχειρήσεων και εργαζομένων καθώς και τα μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας των επιχειρήσεων μέσω δανείων και εγγυήσεων αναμένεται να συγκρατήσουν τις απώλειες θέσεων εργασίας και εισοδημάτων και να στηρίξουν την ιδιωτική κατανάλωση.

Ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος το εννεάμηνο του 2020, καθώς ορισμένες κατηγορίες του επηρεάστηκαν από το γενικότερα αρνητικό κλίμα και την αβεβαιότητα που προκάλεσε η πανδημία. Πιο συγκεκριμένα, οι συνολικές επενδύσεις, με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, αυξήθηκαν οριακά κατά 0,3%, έναντι αύξησης 9,0% το αντίστοιχο διάστημα του 2019. Η κατηγορία που σημείωσε τη μεγαλύτερη πτώση είναι οι επενδύσεις

3 Βλ. μεταξύ άλλων Baker et al. (2020), "Income, Liquidity, and the Consumption Response to the 2020 Economic Stimulus Payments", NBER Working Paper No. 27097, September.

### Διάγραμμα IV.5 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης<sup>1</sup> (α' τρίμηνο 2012 - β' τρίμηνο 2020)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές για την ιδιωτική κατανάλωση και το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών)



σε μεταφορικό εξοπλισμό και οπτικά συστήματα (-49,1%), η οποία οφείλεται τόσο σε επιδράσεις βάσης όσο και στην απροθυμία των τουριστικών επιχειρήσεων να προχωρήσουν σε ανανέωση του μεταφορικού τους στόλου λόγω της αβεβαιότητας. Αντίθετα, σημαντική άνοδο σημείωσαν οι επενδύσεις σε κατοικίες 20,2%, γεγονός που καταδεικνύει ότι η προσωρινή αναστολή λειτουργίας των επιχειρήσεων δεν επηρέασε ιδιαίτερα την οικοδομική δραστηριότητα. Αντίστοιχα, οι λοιπές κατασκευές αυξήθηκαν κατά 4,1%, ενώ οι υπόλοιπες κατηγορίες εξοπλισμού (μεταφορικός εξοπλισμός-οπτικά συστήματα και εξοπλισμός ΤΠΕ) σημείωσαν μικρή αύξηση κατά 3,6% και 6,8% αντίστοιχα.

Με βάση τα ενοποιημένα στοιχεία εθνικών λογαριασμών και χρηματοοικονομικών λογαριασμών της Τράπεζας της Ελλάδος, το β' τρίμηνο του 2020 οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου του ιδιωτικού τομέα επιδεινώθηκαν σημαντικά σε σύγκριση με το δ' τρίμηνο του 2019, δηλαδή την προ της πανδημίας περίοδο, και ανέρχονται

### Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής και επενδυτικής ζήτησης (2014-2020)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)<sup>1</sup>

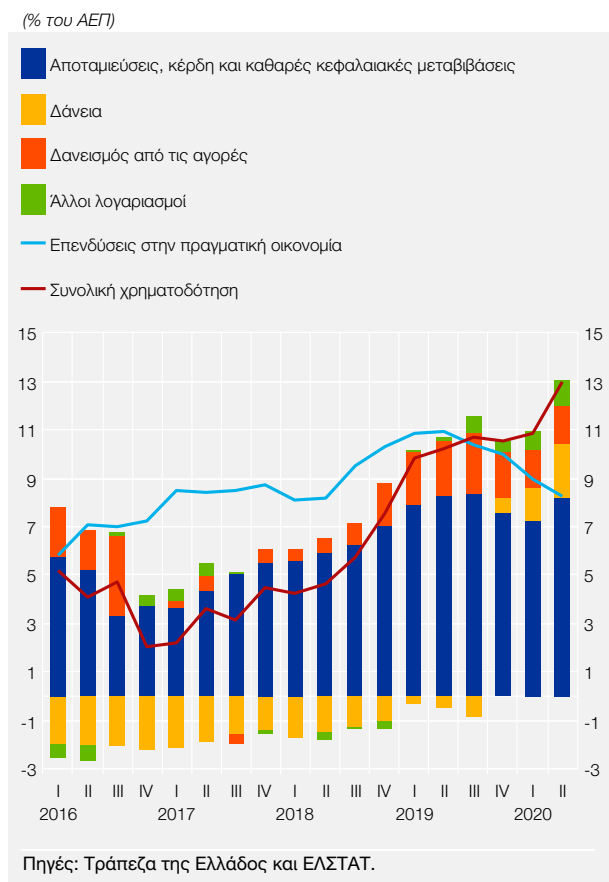
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-0,4	-1,5	-0,6	1,2	1,4	0,8	-3,6 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	27,1	-9,1	20,9	-6,7	9,3	6,0	-19,4 (Ιαν.-Νοέμ.)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-52,8	-50,3	-62,9	-58,9	-44,0	-19,8	-48,3 (Νοέμ.)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	30,1	13,8	10,7	22,2	25,8	13,2	-29,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
Καταναλωτική πίστη <sup>2</sup>	-2,8 (Δεκ.)	-2,3 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-0,5 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-1,6 (Δεκ.)	-1,5 (Οκτ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	64,7	62,1	65,5	64,1	69,4	69,8	70,9 (Ιαν.-Νοέμ.)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	-2,2	2,3	-2,3	2,1	5,8	6,0	-0,6 (Ιαν.-Οκτ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	-0,9	-2,8	-1,8	-5,4	4,8	-9,5	170,7 (Ιαν.-Οκτ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων <sup>2</sup>	-3,3 (Δεκ)	-1,2 (Δεκ)	0,0 (Δεκ.)	0,4 (Δεκ.)	0,2 (Δεκ.)	1,7 (Δεκ.)	8,6 (Οκτ.)
Στεγαστική πίστη <sup>2</sup>	-3,0 (Δεκ)	-3,5 (Δεκ)	-3,5 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-3,4 (Δεκ.)	-2,8 (Οκτ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	15,5	3,1	6,0	-18,2	-14,0	-6,0	-26,6 (β' τρίμ.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	-6,0	-0,5	-6,8	19,5	21,4	9,8	15,4 (Ιαν.-Αύγ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	23,8	-29,9	-1,1	-9,6	4,8	0,0	12,8 (Ιαν.-Νοέμ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (λιανικό εμπόριο, αυτοκίνητα, παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή στις κατασκευές), IOBE (προσδοκίες, βαθμός χρησιμοποίησης), IOBE και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών) και Τράπεζα της Ελλάδος (καταναλωτική και στεγαστική πίστη, χρηματοδότηση επιχειρήσεων και εκταμιεύσεις ΠΔΕ).

1 Με εξαίρεση το δείκτη εμπιστοσύνης καταναλωτών (διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων) και το βαθμό χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία.

2 Οι ρυθμοί προκύπτουν από τις μεταβολές των υπολοίπων διορθωμένες ως προς τις διαγραφές δανείων, απομειώσεις αξίας χρεογράφων, συναλλαγματικές διαφορές και ανατινιόμενες.

**Διάγραμμα IV.6 Πηγές χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και πραγματικές επενδύσεις**



εσωτερικής χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα αντανακλά τα μέτρα στήριξης της οικονομίας που υιοθετήθηκαν τόσο για τα νοικοκυριά όσο και για τις επιχειρήσεις, καθώς και την περικοπή των δαπανών λόγω των μέτρων περιορισμού και της αυξημένης αβεβαιότητας που προκλήθηκε από την πανδημία (βλ. Διάγραμμα IV.6). Ο συνδυασμός της σημαντικής επιδείνωσης των επενδύσεων και της ταυτόχρονης αύξησης της εσωτερικής χρηματοδότησης είχε ως αποτέλεσμα τη σχεδόν εξάλειψη του χρηματοδοτικού κενού του ιδιωτικού τομέα (-0,1% του ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2020).

Παράλληλα, ενδυναμώθηκε η τάση αύξησης των επενδύσεων σε χρηματοοικονομικά στοιχεία του ιδιωτικού τομέα (3,8% του ΑΕΠ) που ξεκίνησε διστακτικά το 2019, ανακόπτοντας την πολυετή αποεπένδυση χρηματοοικονομικού πλούτου η οποία εν μέρει στήριζε τις πραγματικές επενδύσεις τα προηγούμενα έτη. Ο ιδιωτικός τομέας επένδυσε, ως αντιστάθμισμα στην αβεβαιότητα που επέφερε η πανδημία, πρωτίστως σε καταθέσεις και δευτερευόντως σε μετοχές και τεχνικά ασφαλιστικά αποθεματικά. Η ενίσχυση των καταθέσεων αντανακλά, πέρα από τη συμμετοχή των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στα ευρύτερα κρατικά προγράμματα στήριξης μετά το ξέσπασμα της πανδημίας, την υποχώρηση της κατανάλωσης και την αναστολή πληρωμής δανείων, τόκων και λοιπών φορολογικών υποχρεώσεων (μορατόρια) ευάλωτων νοικοκυριών και επιχειρήσεων.

Η εξέλιξη της επενδυτικής δαπάνης μεσοπρόθεσμα θα εξαρτηθεί από την εξέλιξη της πανδημίας και την υποχώρηση της αβεβαιότητας. Σημειώνεται ότι λόγω της πανδημίας παρατηρήθηκαν

πλέον σε 8,3% του ΑΕΠ ή 14,8 δισεκ. ευρώ σε ετησιοποιημένη βάση. Στην επιδείνωση αυτή συνέβαλαν αποκλειστικά οι επιχειρήσεις (-1,7% του ΑΕΠ). Ταυτόχρονα, ο καθαρός σχηματισμός κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις, δηλαδή το επίπεδο της επενδυτικής δαπάνης αφού αφαιρεθεί το ύψος των αποσβέσεων, ενώ είχε εισέλθει σε θετικό έδαφος από το τέλος του 2018, επέστρεψε σε αρνητικό επίπεδο από το α' τρίμηνο του 2020, αντανακλώντας συρρίκνωση της παραγωγικής κεφαλαιακής βάσης των επιχειρήσεων.

Από το τέλος του 2019 η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα εμφάνισε σημαντική βελτίωση, ως απόρροια της αύξησης της “εξωτερικής χρηματοδότησης” αλλά και της “εσωτερικής χρηματοδότησης” από ιδίους πόρους.<sup>4</sup> Η πρώτη ενισχύθηκε σημαντικά το β' τρίμηνο του 2020 και ανήλθε σε 4,8% του ΑΕΠ, στηριζόμενη κυρίως στο δανεισμό, ο οποίος τριπλασιάστηκε συγκριτικά με το δ' τρίμηνο του 2019. Ειδικότερα, βελτιώνεται η εξωτερική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων χάρη στην αυξητική τάση των δανείων και στη διατήρηση της δυναμικής της έκδοσης νέων μετοχών μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών (εκ των οποίων το 31% αφορά ξένες επενδύσεις σε ακίνητα), η οποία αντιστάθμισε τις μειωμένες επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά παράγωγα και την αποεπένδυση σε χρεόγραφα. Επιπλέον, η ενίσχυση της

4 Η εσωτερική χρηματοδότηση ορίζεται ως το άθροισμα της ακαθάριστης αποταμίευσης των νοικοκυριών (και των παρακρατηθέντων κερδών των επιχειρήσεων) και των καθαρών κεφαλαιακών μεταβιβάσεων.

μεγάλες καθυστερήσεις στο πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων του ΤΑΙΠΕΔ, με συνέπεια την καθυστέρηση στην έναρξη των επενδυτικών τους προγραμμάτων. Σε κάθε περίπτωση, η υλοποίηση του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων συμβάλλει θετικά στην αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων, δεδομένου ότι στους όρους των περισσότερων συμβάσεων περιλαμβάνεται και ένα σχέδιο υποχρεωτικών επενδύσεων. Επιπλέον, τα τελευταία χρόνια η Ελλάδα έχει ενισχυθεί ως επενδυτικός προορισμός και η εμπιστοσύνη των ξένων επενδυτών βελτιώνεται, έστω και αν ανακόπηκε προσωρινά από την πανδημία. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η συμφωνία της ελληνικής κυβέρνησης και της Microsoft για τη δημιουργία του πρώτου μεγάλου κέντρου δεδομένων (data centre) στην Ελλάδα, με συνολικό οικονομικό όφελος που μπορεί να ξεπεράσει το 1 δισεκ. ευρώ με βάση την εμπειρία άλλων κρατών.

Για την επαναφορά της ευρωπαϊκής οικονομίας σε αναπτυξιακή τροχιά και την ενίσχυση των επενδύσεων και των υποδομών, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανακοίνωσε ένα νέο μέσο ανάκαμψης, το Next Generation EU (NGEU), με χρηματοδοτική ισχύ 750 δισεκ. ευρώ. Η Ελλάδα αναμένεται να διεκδικήσει χρηματοδότηση της τάξεως των 32 δισεκ. ευρώ (σε σταθερές τιμές 2018), εκ των οποίων τα 12,7 δισεκ. ευρώ θα είναι σε δάνεια και τα υπόλοιπα 19,3 δισεκ. ευρώ σε επιχορηγήσεις (βλ. Πλαίσιο IV.1).

## 2.2 Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

Το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2020 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας κατέγραψε μείωση 8,6%, καθώς η αναστολή δραστηριότητας ή υπολειτουργία επιχειρήσεων λόγω των περιοριστικών μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας επέδρασε αρνητικά στο προϊόν κυρίως των υπηρεσιών (βλ. Πίνακα IV.3). Η μείωση του προϊόντος της οικονομίας ως αποτέλεσμα της πανδημίας αντανακλάται στη σημαντική πτώση του κύκλου εργασιών για το

**Πίνακας IV.3 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2015-γ' τρίμ. 2020)**

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά κλάδο, σε σταθερές τιμές έτους 2015)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (α' τρίμ.)	2020 (β' τρίμ.)	2020 (γ' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	-2,4 (-0,1)	-7,4 (-0,3)	13,1 (0,5)	-1,4 (-0,1)	5,1 (0,2)	0,5 (0,0)	-0,4 (0,0)	-0,2 (0,0)
<b>Δευτερογενής τομέας</b>	<b>-1,5 (-0,2)</b>	<b>2,4 (0,4)</b>	<b>-1,8 (-0,3)</b>	<b>0,6 (0,1)</b>	<b>1,1 (0,2)</b>	<b>-0,1 (0,0)</b>	<b>-7,4 (-1,2)</b>	<b>-0,9 (-0,2)</b>
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	-1,4 (-0,2)	0,7 (0,1)	3,7 (0,5)	0,3 (0,0)	0,8 (0,1)	-1,8 (-0,3)	-10,8 (-1,6)	-2,4 (-0,4)
Κατασκευές	-1,6 (0,0)	13,4 (0,3)	-33,5 (-0,8)	3,1 (0,1)	3,3 (0,1)	14,2 (0,3)	23,8 (0,4)	12,3 (0,2)
<b>Τριτογενής τομέας</b>	<b>-0,1 (-0,1)</b>	<b>-1,0 (-0,8)</b>	<b>1,8 (1,4)</b>	<b>1,3 (1,1)</b>	<b>0,8 (0,6)</b>	<b>-0,8 (-0,6)</b>	<b>-15,2 (-12,1)</b>	<b>-12,0 (-9,4)</b>
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	-1,5 (-0,4)	-2,7 (-0,7)	4,9 (1,2)	3,0 (0,7)	1,8 (0,5)	-1,6 (-0,4)	-33,4 (-8,6)	-30,3 (-7,8)
Ενημέρωση και επικοινωνία	-0,2 (0,0)	0,8 (0,0)	2,3 (0,1)	0,6 (0,0)	1,2 (0,0)	2,0 (0,1)	-5,1 (-0,1)	-5,0 (-0,1)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	0,5 (0,0)	11,7 (0,6)	1,4 (0,1)	-5,4 (-0,3)	-0,3 (0,0)	-5,2 (-0,3)	-10,6 (-0,6)	-10,1 (-0,5)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	0,8 (0,1)	-1,6 (-0,3)	0,2 (0,0)	1,1 (0,2)	0,2 (0,0)	0,2 (0,0)	-1,3 (-0,2)	-0,2 (0,0)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-3,0 (-0,2)	-1,9 (-0,1)	3,5 (0,2)	2,4 (0,1)	0,1 (0,0)	0,5 (0,0)	-20,9 (-1,0)	-19,3 (-1,0)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	1,9 (0,4)	-1,4 (-0,3)	-1,1 (-0,2)	0,2 (0,0)	-0,4 (-0,1)	1,4 (0,3)	1,0 (0,2)	3,0 (0,6)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	-2,2 (-0,1)	-1,5 (0,0)	4,4 (0,1)	7,4 (0,2)	5,9 (0,2)	-8,9 (-0,3)	-45,6 (-1,6)	-16,4 (-0,6)
<b>Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-14,3</b>	<b>-10,7</b>

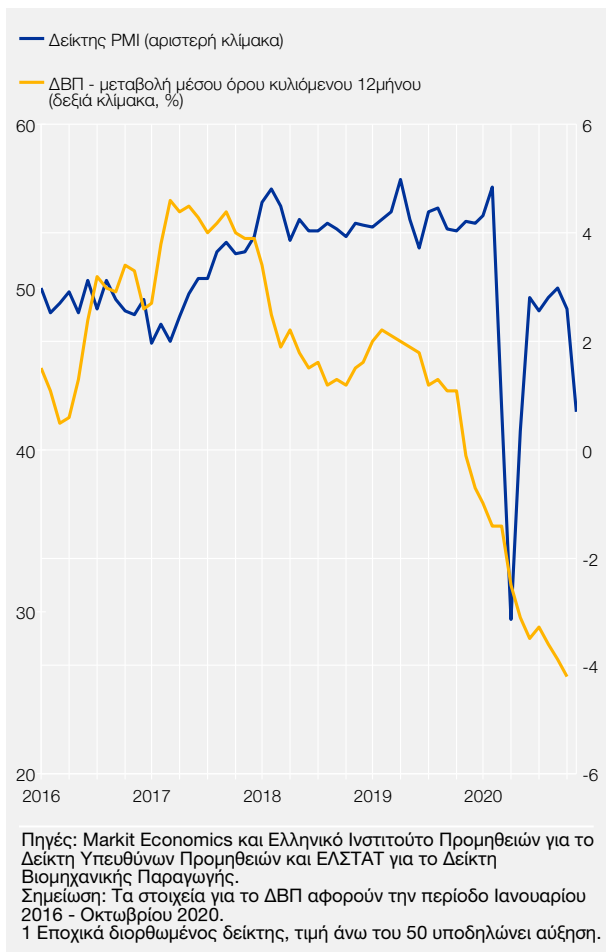
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 4 Δεκεμβρίου 2020, εποχικός διορθωμένα στοιχεία.  
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.



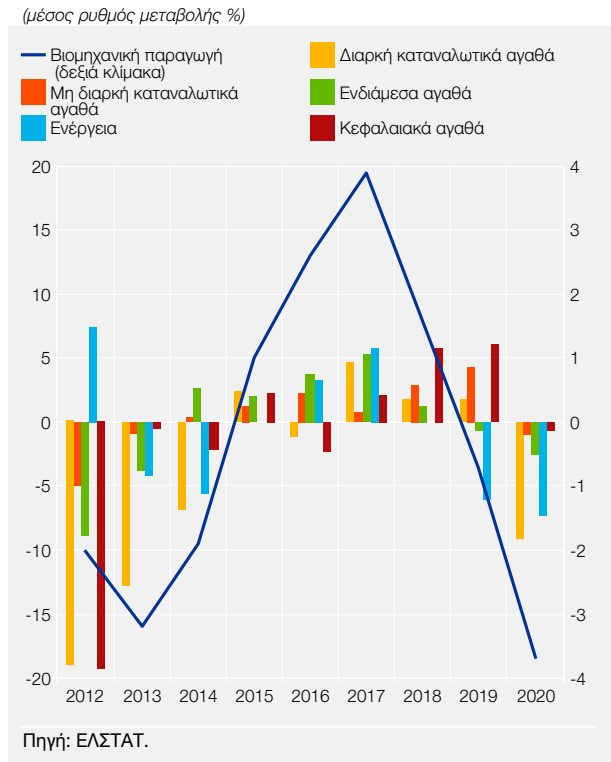
σύνολο των επιχειρήσεων της ελληνικής οικονομίας κατά 25,1% το β' τρίμηνο και κατά 15,8% το γ' τρίμηνο του έτους. Τις μεγαλύτερες απώλειες σε όρους κύκλου εργασιών κατέγραψε ο κλάδος υπηρεσιών παροχής καταλύματος και υπηρεσιών εστίασης (-78,8% και -50,4% το β' και το γ' τρίμηνο, αντίστοιχα).

Αρνητική ήταν η εξέλιξη της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας της βιομηχανίας συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας (-5,0%) το εννεάμηνο, αν και οι απώλειες στη βιομηχανία ήταν σαφώς πιο περιορισμένες σε σχέση με τον κλάδο των υπηρεσιών. Ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής μειώθηκε κατά 3,7% την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 (βλ. Διάγραμμα IV.7), με τη μεταποιητική παραγωγή να καταγράφει πτώση 2,7%. Ο πρόδρομος δείκτης PMI μειώθηκε σε ιστορικά χαμηλό τον Απρίλιο και, παρόλο που ανέκαμψε σχετικά γρήγορα υποδηλώνοντας σταθεροποίηση της μεταποιητικής παραγωγής,

**Διάγραμμα IV.8 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών<sup>1</sup> (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (Ιανουάριος 2016 - Νοέμβριος 2020)**



**Διάγραμμα IV.7 Βιομηχανική παραγωγή (2012 - δεκάμηνο 2020)**



υποχώρησε εκ νέου τον Οκτώβριο και το Νοέμβριο, αντανακλώντας τις επιπτώσεις της αναζωπύρωσης της πανδημίας (βλ. Διάγραμμα IV.8).

Θετική ήταν η εξέλιξη του προϊόντος του κατασκευαστικού τομέα το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου (16,6%). Εξάλλου, αύξηση κατέγραψε ο όγκος οικοδομικών αδειών (15,4%) την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου, ενώ σημαντική ήταν και η άνοδος του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στον κατασκευαστικό κλάδο (12,8%) την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου.

Κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών μειώθηκε με ετήσιο ρυθμό 9,4% και συνέβαλε αρνητικά κατά 7,4 ποσοστιαίες μονάδες στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας, αντανακλώντας τη δυσμενή οικονομική κατάσταση που προέκυψε από την πανδημία και τα μέτρα αντιμετώπισής της. Τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών στις υπηρεσίες σε τρέχουσες τιμές για το 2020 (βλ. Πίνακα IV.4) επιβεβαιώνουν τις αρνητικές εξελίξεις. Ωστόσο, οι προσδοκίες των επιχειρήσεων του τομέα των υπηρεσιών, που επηρεάστηκαν και αυτές έντονα από τις πρόσφα-

Πίνακας IV.4 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2015-2020)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (διαθέσιμη περίοδος)
<b>A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες</b>						
<b>1. Εμπόριο</b>						
Χονδρικό εμπόριο	-4,4	-1,6	3,7	6,9	-1,7	-10,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Λιανικό εμπόριο	-2,9	-2,1	1,8	2,0	1,3	-3,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσικλετών	7,8	7,2	6,3	10,8	8,4	-15,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>2. Μεταφορές</b>						
Χερσαίες μεταφορές	-5,7	-2,3	10,9	-1,2	1,0	-19,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	-3,1	-4,6	-9,6	-0,2	6,3	-26,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
Αεροπορικές μεταφορές	7,8	3,9	10,4	-0,1	6,3	-65,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	3,0	8,2	8,0	9,0	10,2	-16,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια</b>						
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	7,8	0,8	8,2	7,6	1,3	-63,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>4. Ενημέρωση και επικοινωνία</b>						
Τηλεπικοινωνίες	-1,3	0,5	-0,5	0,6	2,4	-1,8 (Ιαν.-Ιουν.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλ/κών προγραμμάτων-ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-24,2	-1,3	-5,0	9,0	-6,6	-14,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοηλεκτρονικών εκπομπών	-22,4	-15,0	-3,7	14,1	6,1	-4,6 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες</b>						
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	-12,7	-13,5	4,1	6,9	4,2	-2,8 (Ιαν.-Ιουν.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	4,6	-9,1	-8,4	-12,8	0,4	0,5 (Ιαν.-Ιουν.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	1,0	-5,9	3,9	-1,1	9,9	-17,2 (Ιαν.-Ιουν.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-7,4	-4,7	9,1	25,6	3,1	-76,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>B. Επιβατική κίνηση</b>						
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών	19,0	10,7	8,6	11,0	6,0	-67,2 (Ιαν.-Νοέμ.)
Επιβάτες Aegean Airlines <sup>1</sup>	15,2	7,0	6,0	5,7	7,3	-62,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-9,7	-3,0	4,1	2,2	8,7	-64,1 (Ιαν.-Ιουν.)
<b>Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες</b>						
	-16,2	1,5	16,9	4,6	0,7	-20,4 (Ιαν.-Νοέμ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες), ΔΑΑ, Aegean Airlines, ΟΛΠ και IOBE (προσδοκίες).

<sup>1</sup> Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

τες εξελίξεις, παρουσιάζουν ενδείξεις ανάκαμψης, με το σχετικό δείκτη να διαμορφώνεται στις 69,3 μονάδες το Νοέμβριο, από 47,9 τον Ιούνιο. Η πανδημία μείωσε την κατανάλωση συγκεκριμένων υπηρεσιών (κυρίως των υπηρεσιών του τουρισμού,<sup>5</sup> των μεταφορών και της αποθήκευσης, του εμπορίου, των τεχνών και της ψυχαγωγίας), αλλά δημιούργησε και ενίσχυσε νέες αγοραστικές συνήθειες, όπως το ηλεκτρονικό εμπόριο, η κατανάλωση υπηρεσιών και προϊόντων εστίασης στο σπίτι (delivery και take away) και η αγορά διαδικτυακών υπηρεσιών ψυχαγωγίας.

Όσον αφορά τις υπηρεσίες του τουρισμού, οι αφίξεις μη κατοίκων και οι ταξιδιωτικές εισπράξεις για το εννεάμηνο του 2020 δεν ξεπέρασαν το 23% και 22% αντίστοιχα των επιπέδων που είχαν

5 Μελέτη της Εθνικής Τράπεζας με τίτλο "Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις: Έρευνα Συγκυρίας και δείκτης εμπιστοσύνης", Αύγουστος 2020, αναφέρει ότι μία στις τρεις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) εμφανίζει ενισχυμένες άμυνες έναντι του χτυπήματος της πανδημίας. Σε κλαδικό επίπεδο δε, θετικότερα ξεχωρίζει ο τουρισμός χάρη στη δεκαετία έντονης ανάπτυξης που προηγήθηκε (61% των ΜΜΕ του κλάδου βρίσκονται σε καλύτερη κατάσταση το 2020 σε σύγκριση με το 2008), διαθέτοντας έτσι περιθώρια απορρόφησης των επιπτώσεων της τρέχουσας κρίσης, η οποία πλήττει τον κλάδο με ιδιαίτερη ένταση.

καταγραφεί το ίδιο διάστημα του 2019. Η εξέλιξη αυτή έχει συνέπειες στην οικονομία και τις τοπικές κοινωνίες, ειδικά σε περιοχές οι οποίες έχουν μεγάλη εξάρτηση από τον τουρισμό. Επίσης, η δυσμενέστερη του αναμενομένου πορεία των τουριστικών μεγεθών δημιουργεί ανησυχία για ενδεχόμενη επιδείνωση των δεικτών μη εξυπηρετούμενων δανείων στον κλάδο του τουρισμού, αλλά και του συνολικού ιδιωτικού χρέους των τουριστικών επιχειρήσεων. Περαιτέρω, η ασύμμετρη εξέλιξη της πανδημίας, δηλαδή το ότι βρίσκεται σε διαφορετική φάση εξέλιξης στις διάφορες χώρες, δυσκολεύει την ανάταξη της τουριστικής βιομηχανίας. Το 2021 αναμένεται ανάκαμψη του κλάδου, η οποία ωστόσο εκτιμάται ότι θα είναι σταδιακή, λόγω της έκτασης και της διάρκειας της πανδημίας.

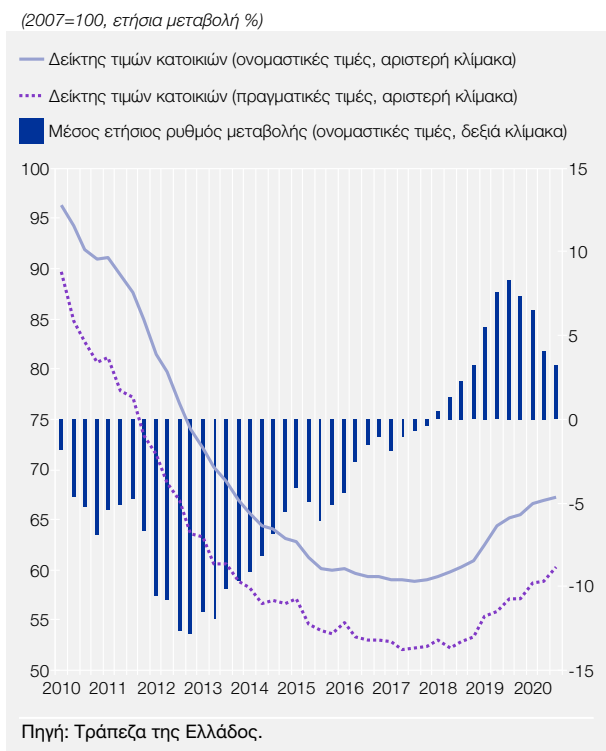
### 3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Μετά από μια χρονιά κατά την οποία η αγορά ακινήτων ανέπτυξε σημαντική δυναμική, το 2020, ειδικά μετά το πρώτο δίμηνο, αποτελεί ένα έτος έντονων πιέσεων υπό το βάρος των πρωτόγνωρων συνθηκών που διαμορφώνονται στο πλαίσιο της τρέχουσας υγειονομικής κρίσης. Τομείς όπως ο τουρισμός, η αναψυχή, η εστίαση και η κατοικία επηρεάστηκαν, και συνεχίζουν να επηρεάζονται άμεσα, από μέτρα περιορισμού των μετακινήσεων, την αναστολή δραστηριοτήτων και την καθυστέρηση ή και ακύρωση επιχειρηματικών και επενδυτικών σχεδίων. Υπό τις συνθήκες αυτές, οι εξελίξεις στην ελληνική αγορά ακινήτων διαμορφώνονται μέσα σε ένα πλαίσιο αβεβαιότητας, που αφορά τόσο τη διάρκεια όσο και το εύρος των επιπτώσεων της πανδημίας σε τοπικό και παγκόσμιο επίπεδο. Ωστόσο, παρά το γεγονός ότι μέρος της δραστηριότητας που καταγράφηκε το 2019 στην αγορά ακινήτων έχει προσωρινά τουλάχιστον ανασταλεί, νέες ευκαιρίες και προοπτικές αναδεικνύονται σταδιακά σε τομείς οι οποίοι έρχονται να ανταποκριθούν στις νέες ανάγκες της εποχής.

Στην αγορά κατοικιών, λόγω της πανδημίας, καταγράφεται μια τάση αποκλιμάκωσης των ρυθμών αύξησης των αξιών σε ετήσια βάση. Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τα στοιχεία εκτιμήσεων που συλλέγονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, το εννεάμηνο του 2020 οι τιμές των διαμερισμάτων (σε ονομαστικούς όρους) ήταν αυξημένες κατά 4,6% σε ετήσια βάση, έναντι αύξησης κατά 7,1% το αντίστοιχο διάστημα του 2019 (βλ. Διάγραμμα IV.9). Αν και η επίδραση της πανδημίας δεν έχει ακόμη αποτυπωθεί πλήρως στις τιμές των οικιστικών ακινήτων, οι ετήσιοι ρυθμοί αύξησης των τιμών των διαμερισμάτων για το σύνολο της χώρας κατά τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2020 επιβραδύνθηκαν (6,5%, 4,1% και 3,2%, αντίστοιχα) ενώ η επιβράδυνση ήταν πιο ήπια στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα. Συγκεκριμένα, το εννεάμηνο του 2020 οι τιμές των διαμερισμάτων αυξήθηκαν έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2019 κατά 7,6% στην Αθήνα και 4,5% στη Θεσσαλονίκη, ενώ στις άλλες μεγάλες πόλεις και τις λοιπές περιοχές της χώρας οι ρυθμοί που καταγράφονται είναι μεν θετικοί, αλλά αρκετά ηπιότεροι (0,6% και 2,6% αντίστοιχα). Η ανθεκτικότητα στην αγορά των κατοικιών αποτυπώνεται και σε σχετικούς δείκτες της ΕΛΣΤΑΤ. Ειδικότερα, η οικοδομική δραστηριότητα κατοικιών συνεχίζει σε επίπεδο χώρας να καταγράφει σημαντικά υψηλούς ρυθμούς αύξησης του αριθμού και του όγκου των νέων οικοδομικών αδειών κατά 22,1% και 21,8% αντίστοιχα το οκτάμηνο του 2020 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2019. Οι αντίστοιχοι ρυθμοί αύξησης στην Αττική ήταν εντονότεροι (25,3% και 24,8%). Παράλληλα οι επενδύσεις σε κατοικίες ενισχύονται κατά 20,2% το εννεάμηνο έναντι μείωσης κατά 1,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2019, αλλά παραμένουν σε χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ (1,0%). Ωστόσο, το αυξημένο επενδυτικό ενδιαφέρον ειδικά από το εξωτερικό, το οποίο τροφοδοτούσε την ανάκαμψη της αγοράς οικιστικών ακινήτων τα δύο τελευταία έτη για στοχευμένα ακίνητα σε συγκεκριμένες θέσεις, ιδίως στον τομέα των βραχυχρόνιων μισθώσεων, έχει περιοριστεί, όπως αποτυπώνεται στη μείωση των ξένων άμεσων επενδύσεων για αγορά ακινήτων κατά 42,5% για το εννεάμηνο του 2020 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2019.<sup>6</sup>

6 Επισημαίνεται ότι η αγορά ακινήτων εξακολουθεί να απορροφά σημαντικό μερίδιο των ξένων άμεσων επενδύσεων (25,3% επί του συνόλου για το εννεάμηνο του 2020, έναντι 32,3% για το 2019).

**Διάγραμμα IV.9 Δείκτης τιμών κατοικιών**  
(α' τρίμηνο 2010 - γ' τρίμηνο 2020)



Στην αγορά επαγγελματικών ακινήτων, και σύμφωνα με τους δείκτες που δημοσιεύει η Τράπεζα της Ελλάδος, κατά το πρώτο εξάμηνο του 2020 ανακόπηκαν οι πολύ υψηλοί ρυθμοί αύξησης των τιμών που καταγράφηκαν καθ' όλη τη διάρκεια του 2019. Συγκεκριμένα, με βάση προσωρινά στοιχεία, για το σύνολο της χώρας, κατά το πρώτο εξάμηνο του 2020 οι τιμές γραφείων υψηλών προδιαγραφών παρέμειναν αμετάβλητες, ενώ στα καταστήματα υψηλών προδιαγραφών καταγράφηκε αύξηση 1,1% σε σχέση με το δεύτερο εξάμηνο του 2019. Σημειώνεται ότι, για το ίδιο χρονικό διάστημα, η Αθήνα κατέγραψε θετικούς ρυθμούς στις τιμές τόσο των γραφείων (0,3%) όσο και των καταστημάτων (1,4%). Η μέση ετήσια αύξηση για το 2019 ανήλθε σε 4,1% και 6,9% για τα γραφεία και τα καταστήματα υψηλών προδιαγραφών αντίστοιχα.

Παρά την ανακοπή της δυναμικής της αγοράς επαγγελματικών ακινήτων, τα ακίνητα υψηλών προδιαγραφών εμφανίζονται πιο ανθεκτικά στις δυσμενείς εξελίξεις της αγοράς, όπως συνέβη και στην περίοδο της οικονομικής κρίσης που προηγήθηκε. Ειδικά στην παρούσα συγκυρία, ακίνητα με ανώτερες προδιαγραφές βιοκλιματικού σχεδιασμού, αερισμού, φωτισμού και τεχνο-

λογικών υποδομών ανταποκρίνονται καλύτερα στις υγειονομικές απαιτήσεις και στις νέες ανάγκες απομακρυσμένης εργασίας, γεγονός το οποίο αναμένεται να αποτυπωθεί σταδιακά και στις αξίες τους. Παράλληλα, υπάρχουν ενδείξεις για ανάδειξη νέων τομέων ενδιαφέροντος. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι στο προσεχές διάστημα αναμένεται περαιτέρω ενίσχυση της τάσης αναζήτησης από εταιρίες, αλλά και επενδυτικά χαρτοφυλάκια ακινήτων, επαγγελματικών αποθηκευτικών χώρων υψηλών προδιαγραφών, εντός και εκτός του αστικού ιστού. Η έλλειψη επαγγελματικών αποθηκευτικών και διαμετακομιστικών χώρων οι οποίοι να πληρούν τις απαιτούμενες προδιαγραφές έκτασης και όγκου, ποιότητας, πρόσβασης και διασύνδεσης με τις υποδομές μεταφοράς και διακίνησης αγαθών αναμένεται να οδηγήσει σύντομα σε νέα έργα ανάπτυξης και ενδεχομένως στην επίλυση, σε ιδιωτικό επίπεδο, του σύνθετου προβλήματος των κατακερματισμένων ιδιοκτησιών.

Τέλος, με βάση την καταγραφή της οικοδομικής δραστηριότητας από την ΕΛΣΤΑΤ, για το οκτάμηνο του 2020 φαίνεται ότι ανακόπτονται οι ισχυροί ρυθμοί ανάπτυξης στην κατασκευή νέων γραφείων και καταστημάτων που καταγράφηκαν κατά το πρώτο δίμηνο του έτους, ενώ ο όγκος νέων κατασκευών για άλλες επαγγελματικές χρήσεις (π.χ. γεωργικές και λοιπές χρήσεις) ενισχύεται, αποτυπώνοντας πιθανώς τις νέες ανάγκες και την προσαρμογή των επιχειρήσεων στα νέα δεδομένα. Αξιοσημείωτο είναι και το γεγονός ότι η οικοδομική δραστηριότητα στον τομέα των ξενοδοχείων παραμένει σε θετικά επίπεδα.

Τους προσεχείς μήνες, και με την προοπτική της ομαλοποίησης των συνθηκών εντός του 2021, αναμένεται περαιτέρω αυξητική τάση στην έκδοση αδειών για νέα έργα ακινήτων πέραν των κατοικιών, γραφείων και καταστημάτων. Παράλληλα, η επιτάχυνση των διαδικασιών για το έργο του πρώην αεροδρομίου του Ελληνικού, η προώθηση των έργων υποδομών και αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου, αλλά και οι ανακοινωθείσες νέες επενδύσεις από πολυεθνικές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στους χώρους του φαρμάκου, της τεχνολογίας, του ηλεκτρονικού εμπορίου κ.ά., αναμένεται να έχουν σημαντική θετική επίδραση

στην οικοδομική δραστηριότητα. Η ανάπτυξη νέων ακινήτων αναμένεται να διαμορφώσει νέες αγορές υψηλών προδιαγραφών και χρήσεων αιχμής, οι οποίες θα οδηγήσουν πιθανώς σε αναδιατάξεις σημαντικής εμβέλειας στην αγορά τόσο των οικιστικών όσο και των επαγγελματικών ακινήτων.

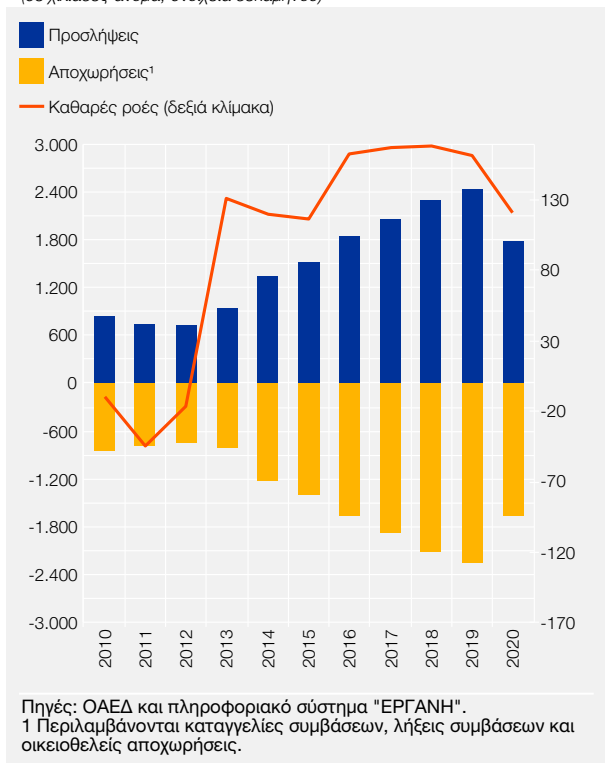
#### 4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Ύστερα από μία πενταετία συνεχούς βελτίωσης της αγοράς εργασίας, κατά την οποία η συνολική απασχόληση αυξανόταν με μέσους ρυθμούς γύρω στο 2% ετησίως, η πανδημία COVID-19 και τα μέτρα περιορισμού της εξάπλωσής της ανέκοψαν τη θετική πορεία και οδήγησαν σε πτώση της απασχόλησης το β' τρίμηνο του 2020 και σε σταθεροποίηση του ποσοστού ανεργίας σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019. Η επιδείνωση ήταν πιο έντονη στην αγορά εργασίας στον κλάδο δραστηριοτήτων υπηρεσιών παροχής καταλύματος και εστίασης, όπου οι εποχικές προσλήψεις που πραγματοποιούνταν το β' τρίμηνο είτε ματαιώθηκαν είτε αναβλήθηκαν για αργότερα. Εντούτοις, οι επιπτώσεις στην απασχόληση ήταν πιο ήπιες σε σχέση με την πτώση της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς ελήφθησαν άμεσα δέσμες μέτρων για την προστασία της απασχόλησης και του εισοδήματος τόσο των μισθωτών όσο και των αυτοαπασχολουμένων. Καθώς η οικονομία προσαρμόζεται στις νέες συνθήκες, η αγορά εργασίας παρουσιάζει ενδείξεις οριακής επιδείνωσης: το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 αυξήθηκαν οι καθαρές ροές μισθωτής απασχόλησης, ωστόσο είναι σημαντικά μειωμένες σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019. Το ποσοστό ανεργίας το β' τρίμηνο αυξήθηκε σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο (16,7% από 16,2%) και το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών υποχώρησε σημαντικά σε 66,9% το πρώτο εξάμηνο του 2020 (από 68,5% την ίδια περίοδο το 2019). Εντούτοις, η εξέλιξη της αγοράς εργασίας θα εξαρτηθεί από πολλούς παράγοντες, όπως η εξέλιξη της πανδημίας και οι επιπτώσεις των νέων

περιοριστικών μέτρων, η συνέχιση των μέτρων στήριξης της αγοράς, η παραγωγή και ευρεία διάθεση του εμβολίου του κορωνοϊού πριν από την έναρξη της τουριστικής περιόδου του 2021, καθώς και από την αποτελεσματικότητα των πακέτων στήριξης της ΕΕ.

Διάγραμμα IV.10 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2010-2020)

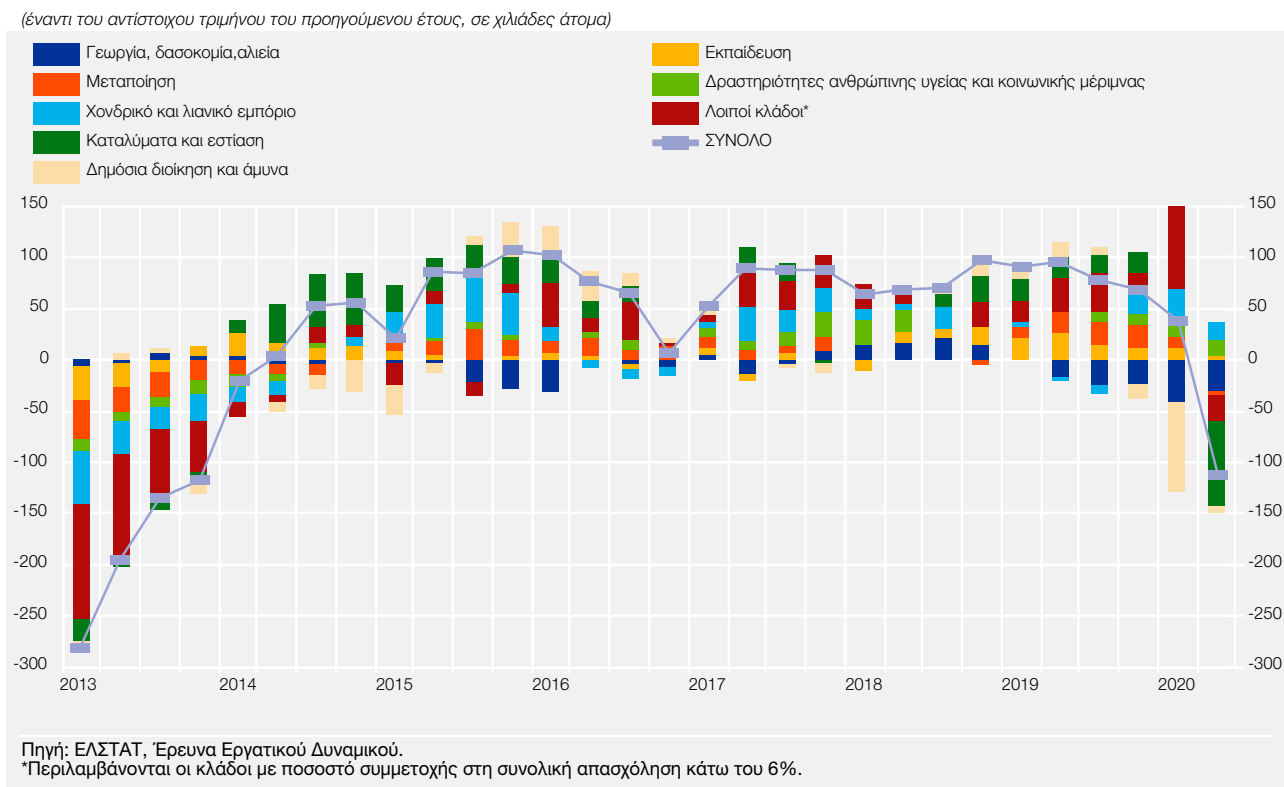
(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία δεκαμήνου)



Τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ αποτυπώνουν τη χαμηλή κινητικότητα στην αγορά εργασίας. Πιο συγκεκριμένα, το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 σημειώθηκε θετικό ισοζύγιο 120.820 νέων θέσεων εργασίας, που όμως υπολείπεται κατά 41 χιλιάδες θέσεις σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019 (βλ. Διάγραμμα IV.10). Η επιβράδυνση στη δημιουργία νέων θέσεων μισθωτής εργασίας οφείλεται στη σημαντικά αρνητική επίδοση της περιόδου Μαρτίου-Μαΐου, κατά την οποία υπό κανονικές συνθήκες πραγματοποιείται η πλειοψηφία των εποχικών προσλήψεων στις επιχειρήσεις καταλυμάτων και εστίασης. Από τον Ιούνιο οι μηνιαίες ροές επανήλθαν στα επίπεδα των προηγούμενων ετών, αλλά οι σωρευτικές ροές δεν έφθασαν τα αντίστοιχα προηγούμενα επίπεδα. Σαφώς μειωμένος κατά το δεκάμηνο σε σχέση με την περυσινή περίοδο ήταν ο αριθμός όχι μόνο των προσλήψεων, αλλά και των αποχωρήσεων, γεγονός που υπο-



Διάγραμμα IV.11 Μεταβολές του αριθμού των απασχολούμενων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (α' τρίμηνο 2013 - β' τρίμηνο 2020)



δηλώνει ότι τα μέτρα στήριξης της απασχόλησης που ελήφθησαν πέτυχαν το στόχο της ανάσχεσης των απολύσεων.

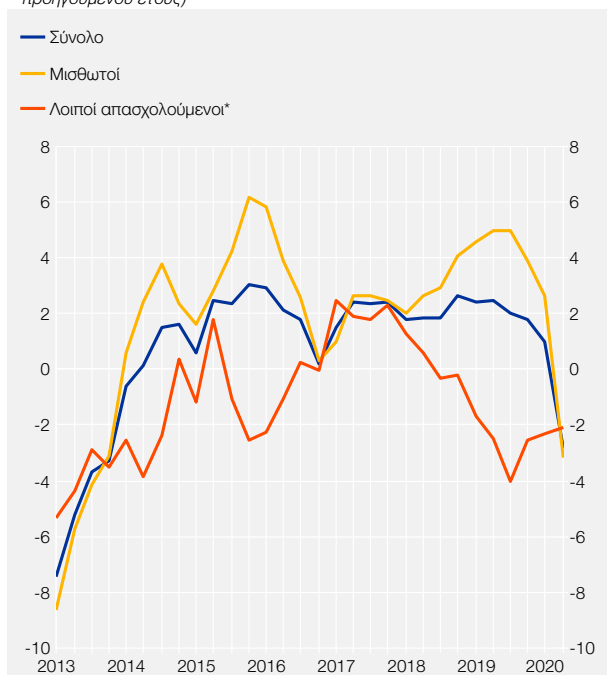
Ο αριθμός των απασχολούμενων ανά τομέα οικονομικής δραστηριότητας, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, υποχώρησε στον πρωτογενή και το δευτερογενή τομέα (-7,8% και -1,4% αντίστοιχα) κατά το πρώτο εξάμηνο του 2020 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2019, ενώ αυξήθηκε οριακά στον τριτογενή τομέα (0,2%). Σε κλαδικό επίπεδο, η μείωση της απασχόλησης την ίδια περίοδο προήλθε από τη σημαντική μείωση του αριθμού των απασχολούμενων στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες (-10,4%, έναντι 5,9% το πρώτο εξάμηνο του 2019), λόγω των σημαντικών αρνητικών συνεπειών της πανδημίας στο συγκεκριμένο κλάδο, στις κατασκευές (-6,5%, έναντι -1,9%) και στη δημόσια διοίκηση και άμυνα (-3,4%, έναντι 3,9%). Αντίθετα, αύξηση των απασχολούμενων παρατηρήθηκε στους κλάδους του χονδρικού και λιανικού εμπορίου (3,6%), στην εκπαίδευση (2,1%) και στις δραστηριότητες ανθρώπινης υγείας και κοινωνικής μέριμνας (6,5%, έναντι 0,3% το πρώτο εξάμηνο του 2019) (βλ. Διάγραμμα IV.11).

Η μισθωτή απασχόληση το πρώτο εξάμηνο του 2020 υποχώρησε οριακά σε ετήσια βάση (-0,3%, έναντι αύξησης 4,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2019), ενώ ο αριθμός των λοιπών απασχολούμενων υποχώρησε κατά 2,2%, αντανakλώντας τη μείωση όλων των κατηγοριών των αυτοαπασχολούμενων (με ή χωρίς προσωπικό) (βλ. Διάγραμμα IV.12).

Την ίδια περίοδο το ποσοστό ανεργίας αποκλιμακώθηκε σε 16,5% (από 18,1% το πρώτο εξάμηνο του 2019). Υποχώρηση σημειώθηκε και στο ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας (11,2%, έναντι 12,2% το 2019). Ωστόσο, το ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 20-29 ετών υποχώρησε οριακά σε 29,1% (από 29,4%), καθώς το β' τρίμηνο του 2020 αυξήθηκε σημαντικά σε ετήσια βάση (βλ. Διάγραμμα IV.13).

**Διάγραμμα IV.12 Απασχόληση**  
(α' τρίμηνο 2013 - β' τρίμηνο 2020)

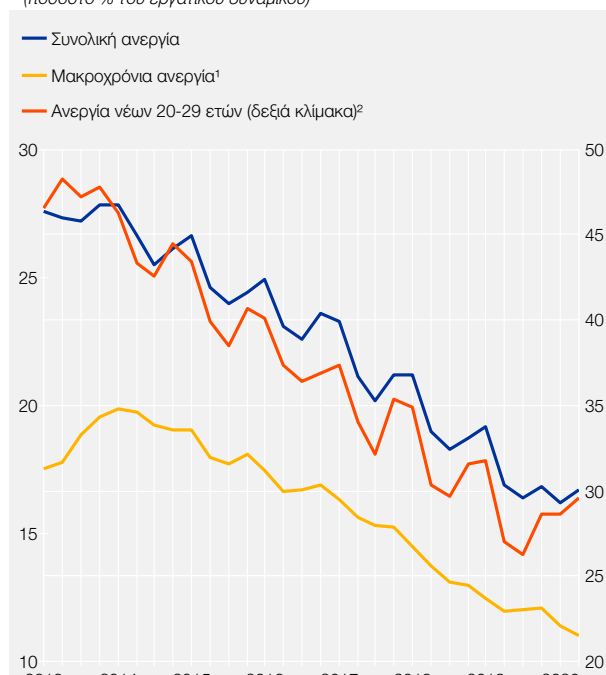
(ποσοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.  
\* Λοιποί απασχολούμενοι = αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό (εργοδότες) + αυτοαπασχολούμενοι χωρίς προσωπικό + βοηθοί στην οικογενειακή επιχείρηση.

**Διάγραμμα IV.13 Ποσοστά ανεργίας**  
(α' τρίμηνο 2013 - β' τρίμηνο 2020)

(ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.  
1 Για διάστημα άνω των δώδεκα μηνών.  
2 Ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού αυτής της ηλικιακής ομάδας.

Με σκοπό τη στήριξη των εργαζομένων, των επιχειρήσεων και των ανέργων στο πλαίσιο της πανδημίας, ελήφθησαν εγκαίρως έκτακτα και αναγκαία μέτρα, όπως: αναστολή των συμβάσεων εργασίας με παράλληλη αποζημίωση ειδικού σκοπού και ρήτρα διατήρησης των θέσεων εργασίας, άδεια ειδικού σκοπού για τους εργαζόμενους γονείς, δυνατότητα τηλεργασίας, θέσπιση του μηχανισμού ενίσχυσης της απασχόλησης “ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ” με πλήρη κάλυψη των ασφαλιστικών εισφορών, επέκταση της αποζημίωσης ειδικού σκοπού σε όλους τους κλάδους που επλήγησαν από την πανδημία και μείωση του μη μισθολογικού κόστους για τις επιχειρήσεις.

Με το νόμο 4722/15.9.2020 κυρώθηκαν οι επείγουσες ρυθμίσεις που συμπεριλαμβάνονταν στις Πράξεις Νομοθετικού Περιεχομένου (10.8.2020 και 22.8.2020) για την περαιτέρω στήριξη της αγοράς εργασίας και την προστασία από τη διασπορά του κορωνοϊού. Ειδικότερα, ο νόμος προβλέπει μεταξύ άλλων: (α) παράταση και για το μήνα Οκτώβριο της ισχύος του μέτρου των αναστολών συμβάσεων εργασίας στους κλάδους εστίασης, μεταφορών, τουρισμού, αθλητισμού, πολιτισμού, (β) παράταση της ισχύος του μηχανισμού ενίσχυσης της απασχόλησης “ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ” μέχρι το τέλος του έτους, ενώ στο μηχανισμό εντάσσονται και οι εποχικοί εργαζόμενοι με πρόσληψη μετά τις 30 Μαΐου και έως 10 Αυγούστου, (γ) δίμηνη παράταση των επιδομάτων ανεργίας για τους ανέργους των οποίων το δικαίωμα στην επιδότηση έληξε τον Ιούνιο, τον Ιούλιο και τον Αύγουστο, (δ) παράταση μέχρι το τέλος του 2020 του νέου έκτακτου πλαισίου της τηλεργασίας που προβλέπει τη δυνατότητα του εργοδότη να επιβάλει μονομερώς το μέτρο, (ε) θεσμοθέτηση νέας ειδικής άδειας των γονέων λόγω νόσησης των παιδιών τους από τον κορωνοϊό. Με την έναρξη του ολικού απαγορευτικού που ισχύει από τις 7 Νοεμβρίου ελήφθησαν νέα μέτρα για τη στήριξη των εργαζομένων που αποτελούν επέκταση των ισχυουσών παρεμβάσεων. Συγκεκριμένα, μεταξύ άλλων: (α) προβλέπεται αναστολή συμβάσεων εργασίας και αποζημίωση ειδικού σκοπού για τους εργαζόμενους των οποίων η σύμβαση εργασίας τίθεται υποχρεωτικά σε αναστολή και απασχολούνται σε επιχειρήσεις που κλείνουν

με κρατική εντολή βάσει ΚΑΔ, καθώς και για εργαζομένους επιχειρήσεων που χαρακτηρίζονται πληττόμενες για το μήνα Νοέμβριο, και (β) παρατείνεται κατά δύο μήνες η καταβολή του επιδόματος ανεργίας σε ανέργους των οποίων η επιδότηση έληξε τους μήνες Σεπτέμβριο, Οκτώβριο, Νοέμβριο και Δεκέμβριο.

Επίσης, για τη στήριξη της αγοράς εργασίας θεσπίστηκε ανοιχτό πρόγραμμα για τη δημιουργία 100.000 νέων θέσεων εργασίας με επιδότηση των ασφαλιστικών εισφορών. Παράλληλα, στο πλαίσιο της ενίσχυσης των ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης, προωθήθηκαν στοχευμένα επιδοτούμενα προγράμματα χιλιάδων θέσεων του ΟΑΕΔ. Για το 2021 προβλέπεται νέα μείωση του μη μισθολογικού κόστους για τις επιχειρήσεις και τους εργαζομένους μέσω της μείωσης των ασφαλιστικών εισφορών κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες.

Η πανδημία και κυρίως οι επιπτώσεις που είχε στην παγκόσμια και στην εγχώρια οικονομία είχαν σημαντικό αντίκτυπο στην αγορά εργασίας, καθώς η ανάκαμψη της συνολικής απασχόλησης και η πτώση του ποσοστού ανεργίας των προηγούμενων ετών ανακόπηκαν. Εντούτοις, τα μέτρα στήριξης της οικονομίας και ειδικότερα της αγοράς εργασίας, αλλά και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των προηγούμενων ετών, μετρίασαν τις αρνητικές συνέπειες. Μέχρις ότου η οικονομική δραστηριότητα επανέλθει στην προ πανδημίας κανονικότητα, η συνέχιση των μέτρων στήριξης, όπως το πρόγραμμα “ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ”, τα προγράμματα ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης του ΟΑΕΔ και το πρόγραμμα των 100.000 επιδοτούμενων θέσεων εργασίας, η μείωση του μη μισθολογικού κόστους και η αξιοποίηση των 2,7 δισεκ. ευρώ του προγράμματος SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) της ΕΕ και των κονδυλίων του NGEU θα ενισχύσουν την ανάπτυξη και τις επενδύσεις και θα βοηθήσουν στη διατήρηση και στη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Παράλληλα, θα πρέπει να συνεχιστεί η υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων των προηγούμενων ετών που έχουν ήδη αποδώσει καρπούς, όπως η καταπολέμηση της αδήλωτης εργασίας και η παροχή κινήτρων για ένταξη στην αγορά των ευάλωτων ομάδων (γυναίκες, νέοι, μακροχρόνια άνεργοι), ώστε να επιτευχθεί μεσοπρόθεσμα η μείωση του ποσοστού ανεργίας και η σύγκλιση του με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

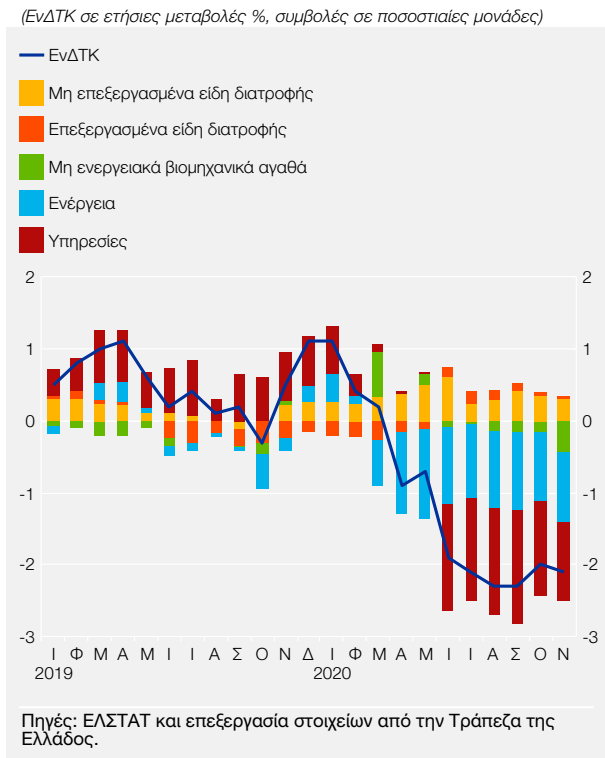
## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ, ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

### 5.1 Πληθωρισμός

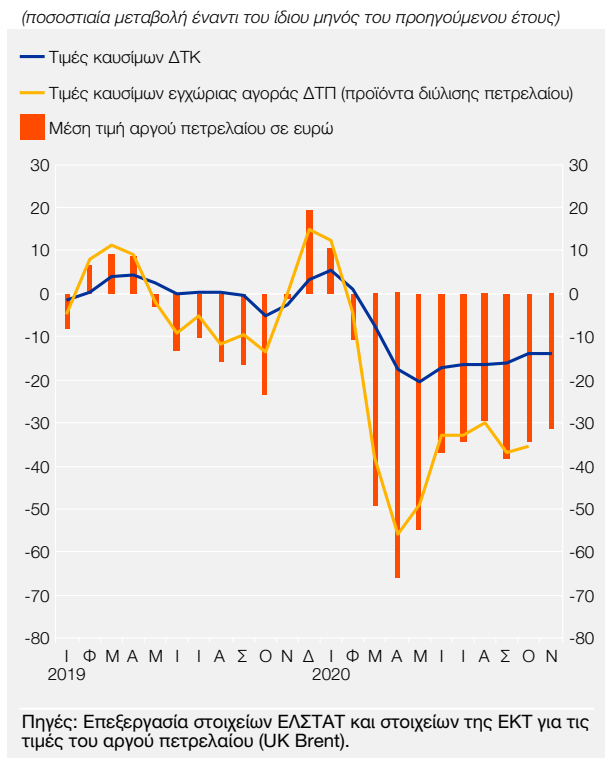
Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), κατέγραψε ρυθμό 0,5% το 2019, όπως άλλωστε και ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής) με τη χαμηλή επίδοσή του να αποδίδεται στη μείωση της έμμεσης φορολογίας. Αν και η εικόνα για το 2020 ήταν τελείως διαφορετική στις αρχές του έτους, η έλευση της πανδημίας μαζί με τα μέτρα περιορισμού της εξάπλωσής της οδήγησαν τόσο το γενικό πληθωρισμό όσο και τον πυρήνα του πληθωρισμού σε αποπληθωρισμό, με την καταγραφή έντονα αρνητικών ετήσιων ρυθμών (βλ. Διάγραμμα IV.14). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται κυρίως με την κατάρρευση της ζήτησης πετρελαίου σε παγκόσμια κλίμακα, αλλά και την καθίζηση που έχει υποστεί ο τομέας του τουρισμού λόγω των περιοριστικών μέτρων και του διάχυτου φόβου.

Η αναστολή της οικονομικής δραστηριότητας σε πολλές χώρες ανά τον κόσμο οδήγησε σε εντυπωσιακή πτώση της παγκόσμιας ζήτησης πετρελαίου, ιδιαίτερα τον Απρίλιο, κατά τον οποίο η μέση μηνιαία τιμή κατέγραψε ιστορικό χαμηλό 17ετίας (23,34 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι). Πριν από το ξέσπασμα της κρίσης του κορωνοϊού σε ευρωπαϊκό και σε παγκόσμιο επίπεδο, στις αρχές του 2020 προηγήθηκε αντίστοιχη κρίση στη Νοτιοανατολική Ασία και κυρίως στην Κίνα. Η τελευταία κατέγραψε ισχυρή ύφεση κατά το α΄ τρίμηνο του 2020, στην οποία και αποδίδεται η περιορισμένη ζήτηση πετρελαίου και η επακόλουθη υποχώρηση των διεθνών τιμών του.

**Διάγραμμα IV.14 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (Ιανουάριος 2019 - Νοέμβριος 2020)**



**Διάγραμμα IV.15 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2019 - Νοέμβριος 2020)**



Η συμφωνία που καθυστερημένα επιτεύχθηκε (ανάμεσα στις χώρες-μέλη του ΟΠΕΚ και άλλες σημαντικές πετρελαιοπαραγωγικές χώρες στα μέσα Απριλίου) για μείωση της παγκόσμιας ημερήσιας παραγωγής κατά 10% οδήγησε σε μερική ανάκαμψη των διεθνών τιμών, αλλά η τιμή του πετρελαίου Brent συνέχισε να βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα, καταγράφοντας αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής.

Οι διεθνείς τιμές και γενικότερα η πορεία του πετρελαίου αντανακλώνται στην ενεργειακή συνιστώσα του ΕνΔΤΚ (βλ. Διάγραμμα IV.15). Τα ενεργειακά αγαθά από το Μάρτιο επέστρεψαν σε αποπληθωρισμό, καταγράφοντας ελάχιστο ετήσιο ρυθμό μεταβολής των τιμών τους -15,9% το Μάιο και έντονα αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς τους επόμενους μήνες (-12,6% κατά μέσο όρο στο διάστημα Ιουνίου-Νοεμβρίου 2020). Η ενεργειακή συνιστώσα του ΕνΔΤΚ υπήρξε ο βασικός παράγοντας αποπληθωρισμού πριν από την πλήρη εκδήλωση του φαινομένου του αποπληθωρισμού στο επίπεδο του γενικού δείκτη.

Η άλλη συνιστώσα που συνέβαλε επίσης καταλυτικά, ωθώντας το γενικό δείκτη αλλά και τον πυρήνα του πληθωρισμού σε έντονα αρνητικό έδαφος, ήταν εκείνη των υπηρεσιών, με μεγάλη καθίζηση ειδικότερα στις τιμές των υπηρεσιών που σχετίζονται με τον τουρισμό. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν οι υπηρεσίες παροχής καταλυμάτων, των οποίων οι τιμές κατά το πρώτο πεντάμηνο του έτους κατέγραψαν μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 1,7%, ενώ τους επόμενους έξι μήνες υποχώρησαν κατά 13,6%. Έντονο αποπληθωρισμό παρουσίασαν και τα αεροπορικά εισιτήρια πτήσεων εξωτερικού, που μετά από ρυθμό μεταβολής 7,8% κατά το πρώτο πεντάμηνο κατέγραψαν -31,0% στο διάστημα Ιουνίου-Νοεμβρίου 2020.

Η διοικητική απόφαση για μείωση του ΦΠΑ στα μέσα μαζικής μεταφοράς έχει επίσης καθοδική επίδραση στο μέσο επίπεδο των τιμών. Παράλληλα, επιβλήθηκε μείωση και στην έμμεση φορολογία σε υπηρεσίες εστίασης που φορολογούνταν με τον κανονικό συντελεστή ΦΠΑ (24%), π.χ. στα παρεχόμενα είδη στις καφετέριες. Η συνδυαστική επίδραση των ανωτέρω μέτρων επέφερε εντυπωσιακή υποχώρηση του ρυθμού μεταβολής των τιμών των υπηρεσιών από 0,5% το πρώτο πεντάμηνο του έτους σε -2,8% κατά το διάστημα Ιουνίου-Νοεμβρίου.

Έντονη αβεβαιότητα χαρακτηρίζει την πορεία των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών. Μετά από εννέα συνεχόμενα έτη σε αποπληθωρισμό, η φετινή χρονιά αρχικά έδειχνε σημεία ανάκαμψης, ωστόσο η σοβούσα κρίση περιπλέκει την πορεία των ειδών αυτών για τουλάχιστον ακόμη μια χρονιά. Η αύξηση της ανεργίας και η συνακόλουθη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται να επηρεάσουν την εγχώρια ζήτηση και την κατανάλωση. Ο πληθωρισμός αυτών των αγαθών λοιπόν θα παραμείνει κατά πάσα πιθανότητα σε αρνητικό έδαφος.

Τέλος, οι τιμές των ειδών διατροφής παρουσίασαν έντονη μεταβλητότητα, κυρίως όσον αφορά τα μη επεξεργασμένα τρόφιμα. Οι τιμές ευάλωτων ειδών όπως τα φρέσκα φρούτα και λαχανικά κινήθηκαν σε αντίθετη κατεύθυνση από το μέσο επίπεδο του πληθωρισμού, κυρίως λόγω αυξημένης ζήτησης. Τα είδη διατροφής ούτως ή άλλως αποτελούν αγαθά ανελαστικής ζήτησης και, όπως διαπιστώθηκε κατά τη διάρκεια των περιοριστικών μέτρων, δεν υπήρξαν ελλείψεις αυτών στην αγορά. Οι αυξήσεις τιμών που κατέγραψαν τα φρέσκα φρούτα και λαχανικά κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο του έτους ανέρχονται σε 17,6% και 2,5% αντίστοιχα, συμπαράσφροντας και τον πληθωρισμό των μη επεξεργασμένων τροφίμων στο 4,8% (από 2,0% το 2019).

Τα επεξεργασμένα τρόφιμα κατέγραψαν αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς κατά το πρώτο πεντάμηνο του έτους, λόγω των μεταφερόμενων επιδράσεων βάσης από τις περυσινές μειώσεις στην έμμεση φορολογία συγκεκριμένων ειδών τους. Από τον Ιούνιο και μετά καταγράφουν ετήσιους ρυθμούς πλησίον ή χαμηλότερα του 1,0%. Η γενικότερη πορεία των τιμών τους παρουσιάζει σχετική σταθερότητα χωρίς ιδιαίτερες εξάρσεις ή υφέσεις (βλ. Διάγραμμα IV.16).

Συμπερασματικά, οι συνιστώσες της ενέργειας και των υπηρεσιών επέδρασαν καταλυτικά και επανέφεραν το γενικό πληθωρισμό σε αρνητικά επίπεδα από τον Απρίλιο. Μικρή αρνητική συμβολή είχαν και τα βιομηχανικά αγαθά χωρίς την ενέργεια. Αντίθετη πορεία από αυτή που καταγράφει ο γενικός δείκτης ακολουθούν τα είδη διατροφής. Έτσι, τόσο ο γενικός πληθωρισμός όσο και ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να καταγράψουν αρνητικούς μέσους ετήσιους ρυθμούς το 2020. Μερική ανάκαμψη αναμένεται το 2021.

## 5.2 Κόστος εργασίας

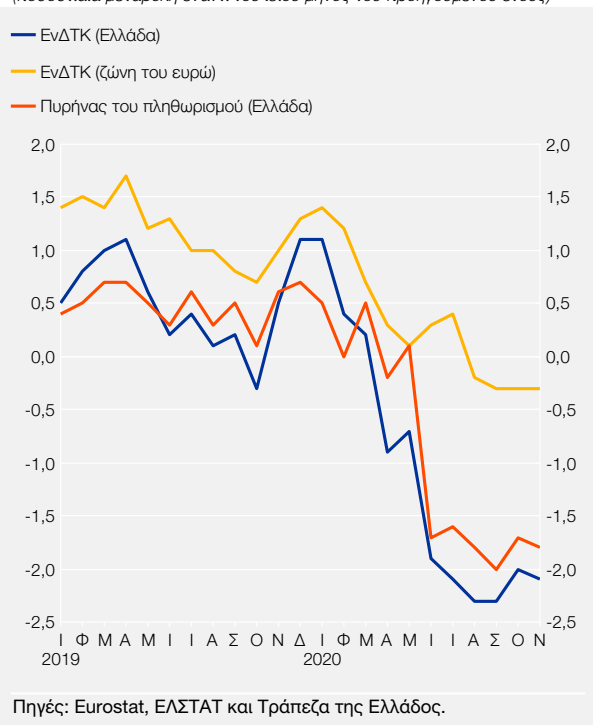
Το 2019, σύμφωνα με τα αναθεωρημένα στοιχεία των ετήσιων εθνικών λογαριασμών της ΕΛΣΤΑΤ (16.10.2020), η αξιολογη άνοδος της μισθωτής απασχόλησης συνοδεύθηκε από ήπια αύξηση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό, με αποτέλεσμα το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας να αυξηθεί σχεδόν όσο και το 2018 (βλ. Πίνακα IV.5).

Καθώς η παραγωγικότητα αυξήθηκε με χαμηλό ρυθμό, έναντι σχεδόν στασιμότητας το 2018, η άνοδος του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας ήταν συγκρατημένη και μικρότερη από ό,τι το 2018.

Εξάλλου, το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2020 (σύμφωνα με τα αναθεωρημένα τριμηνιαία στοιχεία που δημοσιεύθηκαν στις 4.12.2020) το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας υπο-

**Διάγραμμα IV.16** Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2019 - Νοέμβριος 2020)

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)





Πίνακας IV.5 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2018-2020)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2018	2019	2020 (πρόβλ.)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	3,5	3,2	-4,2
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	1,8	1,0	-2,8
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	0,15	0,6	-8,4
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	1,6	0,4	6,1
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	1,0	0,9	0,6 (6μηνο)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	4,7	4,3	-4,4 (6μηνο)

Πηγές: Για το 2018-2019: ΕΛΣΤΑΤ, αναθεωρημένα στοιχεία ετήσιων εθνικών λογαριασμών και λογαριασμών θεσμικών τομέων 16-29.10.2020. Για το εξάμηνο του 2020: στοιχεία τριμηνιαίων μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων 23.10.2020 (υπό αναθεώρηση). Για το 2020: προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Οι προβλέψεις έγιναν με βάση τα στοιχεία και την πληροφόρηση που ήταν διαθέσιμα στις 25.11.2020.

χώρησε με ετήσιο ρυθμό 1,0%, ενώ είχε αυξηθεί αισθητά (3,5%) το αντίστοιχο διάστημα του 2019, λόγω της μείωσης του αριθμού των απασχολούμενων μισθωτών (με ετήσιο ρυθμό 0,65%) και των αμοιβών ανά μισθωτό (κατά 0,3% λόγω των συνεπειών της πανδημίας, οι οποίες όμως αντισταθμίστηκαν από μέτρα όπως η αποζημίωση ειδικού σκοπού και το πρόγραμμα ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ). Η παραγωγικότητα μειώθηκε σημαντικά (με ετήσιο ρυθμό 7,8%), έναντι περίπου στασιμότητας την αντίστοιχη περίοδο του 2019 (0,5%), ενώ το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 8,4%, δηλ. πολύ περισσότερο από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2019 (0,6%).

Συνολικά το 2020 (βλ. και τον Πίνακα IV.5) το σύνολο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας αναμένεται να μειωθεί. Ωστόσο, η αρνητική επίδραση στην απασχόληση και στις μέσες αμοιβές λόγω των περιοριστικών μέτρων και των γενικότερων οικονομικών συνεπειών της πανδημίας αντισταθμίζεται έως ένα βαθμό από τις ειδικές πολιτικές που ασκούνται. Επειδή η παραγωγικότητα αναμένεται επίσης να εμφανίσει μείωση το 2020, που μάλιστα θα είναι μεγαλύτερη από την υποχώρηση των μέσων αμοιβών, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα αυξηθεί το 2020.

Το 2020 η εξέλιξη των αποδοχών στον επιχειρηματικό τομέα (όπου η δαπάνη για αμοιβές μειώθηκε με ετήσιο ρυθμό 4,4% το πρώτο εξάμηνο του έτους, σύμφωνα με τα τριμηνιαία στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ) έχει επηρεαστεί εν μέρει από την πλήρη ή μερική διακοπή της δραστηριότητας πολλών κλάδων στη διάρκεια των αρχικών, γενικής ισχύος, περιοριστικών μέτρων, καθώς και όσων εφαρμόζονται κατά περιοχή ή περίπτωση έκτοτε, τη χορήγηση αποζημιώσεων ειδικού σκοπού στους θιγόμενους μισθωτούς και στη συνέχεια την εφαρμογή του προγράμματος ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ. Βάσει του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, στον επιχειρηματικό τομέα το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 υπογράφηκαν 121 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις εργασίας, που αφορούσαν 76.574 μισθωτούς. Από αυτές, 29 συμβάσεις προβλέπουν αυξήσεις μισθών, έξι προβλέπουν μείωση, ενώ με βάση τις υπόλοιπες οι αποδοχές παραμένουν αμετάβλητες. Επίσης, συγκρατημένες αυξήσεις προβλέπουν και ορισμένες κλαδικές συλλογικές συμβάσεις.<sup>7</sup>

7 Για παράδειγμα, η διετούς διάρκειας σύμβαση των ηλεκτρολόγων ηλεκτρολογικών καταστημάτων προέβλεπε αυξήσεις 1% από 1.9.2019 και 1% από 1.7.2020, ενώ η τριετούς διάρκειας σύμβαση των τραπεζοϋπαλλήλων προέβλεπε αυξήσεις 0,50% από 1.12.2019, 0,75% από 1.12.2020 και 1,5% από 1.12.2021. Εξάλλου, η σύμβαση της τιμεντοβιομηχανίας για τα έτη 2018-2020 προέβλεπε σταθερότητα μισθών έως το τέλος του 2020, αλλά και χορήγηση εφάπαξ διατακτικών σίτισης έως το τέλος Μαρτίου των ετών 2019 και 2020. Πιο πρόσφατα (21.10.2020) η σύμβαση του προσωπικού των βιομηχανικών-βιοτεχνικών επιχειρήσεων ζαχαρωδών προϊόντων προβλέπει αυξήσεις των ημερομισθίων κατά 10,5-11,6% από 1.10.2020 σε σχέση με εκείνα που είχαν συμφωνηθεί την 1.6.2018.

Τέλος, στον τομέα της γενικής κυβέρνησης, η δαπάνη για αμοιβές αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 0,6% το πρώτο εξάμηνο του 2020 (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ).

### 5.3 Κέρδη επιχειρήσεων

Η πανδημία COVID-19 είχε σημαντικό αντίκτυπο στα κέρδη των επιχειρήσεων, καθώς η αναστολή λειτουργίας ενός μεγάλου μέρους των επιχειρήσεων την περίοδο Μαρτίου-Μαΐου είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική πτώση τόσο του κύκλου εργασιών όσο και των κερδών τους. Σε ενοποιημένη βάση, οι 103 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (πλην των διυλιστηρίων και της ΔΕΗ<sup>8</sup>) κατέγραψαν σημαντική πτώση του κύκλου εργασιών τους κατά 15,4% το πρώτο εξάμηνο του 2020 συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους (τομέας υπηρεσιών: -19,1%, εμπόριο: -14,3%). Τα μικτά κέρδη συρρικνώθηκαν περαιτέρω κατά 21,0%, ενώ δραματική πτώση σημείωσαν τα κέρδη προ φόρων (-73,5%, αντανακλώντας σε μεγάλο βαθμό την αύξηση των χρηματοοικονομικών εξόδων κατά 29,9%), αλλά και τα κέρδη μετά από φόρους (-83,1%, παρά τη μείωση του φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων κατά 57,4%). Κατά συνέπεια, τόσο το περιθώριο μικτού κέρδους όσο και το περιθώριο καθαρού κέρδους μειώθηκαν (σε 16,1% και 1,9% αντίστοιχα, από 17,2% και 6,0% το πρώτο εξάμηνο του 2019). Σε κλαδικό επίπεδο, το περιθώριο καθαρού κέρδους επιδεινώθηκε κυρίως στις υπηρεσίες (1,7% από 7,9%), ενώ μικρότερη μείωση σημειώθηκε στη βιομηχανία (1,8% από 3,0%) και στο εμπόριο (2,4% από 3,7%). Η δανειακή επιβάρυνση στο σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων αυξήθηκε σε 2,3% από 2,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2019, ενώ τόσο η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων όσο και η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων επιδεινώθηκαν (σε 1,5% και 0,5% αντίστοιχα, από 5,3% και 1,7% το πρώτο εξάμηνο του 2019).

Ανάλογη εικόνα αποτυπώνουν τα στοιχεία των μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ για το πρώτο εξάμηνο του 2020. Το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μειώθηκε κατά 12,3% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019 (έναντι μείωσης κατά 3,1% το πρώτο εξάμηνο του 2018). Η μείωση αυτή οφείλεται στη σημαντική υποχώρηση (-9,3%) της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας, που εν μέρει μόνο αντισταθμίστηκε από τη μείωση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας κατά 4,1% (έναντι αύξησης 10,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2019) και τη σημαντικά ευνοϊκότερη συμβολή των φόρων μείον επιδοτήσεων στην παραγωγή.

Το μερίδιο καθαρού κέρδους (που ορίζεται ως ο λόγος του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος προς την καθαρή προστιθέμενη αξία) μειώθηκε σε 33,9% το πρώτο εξάμηνο του 2020, από 38,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2019.

### 5.4 Διεθνής ανταγωνιστικότητα

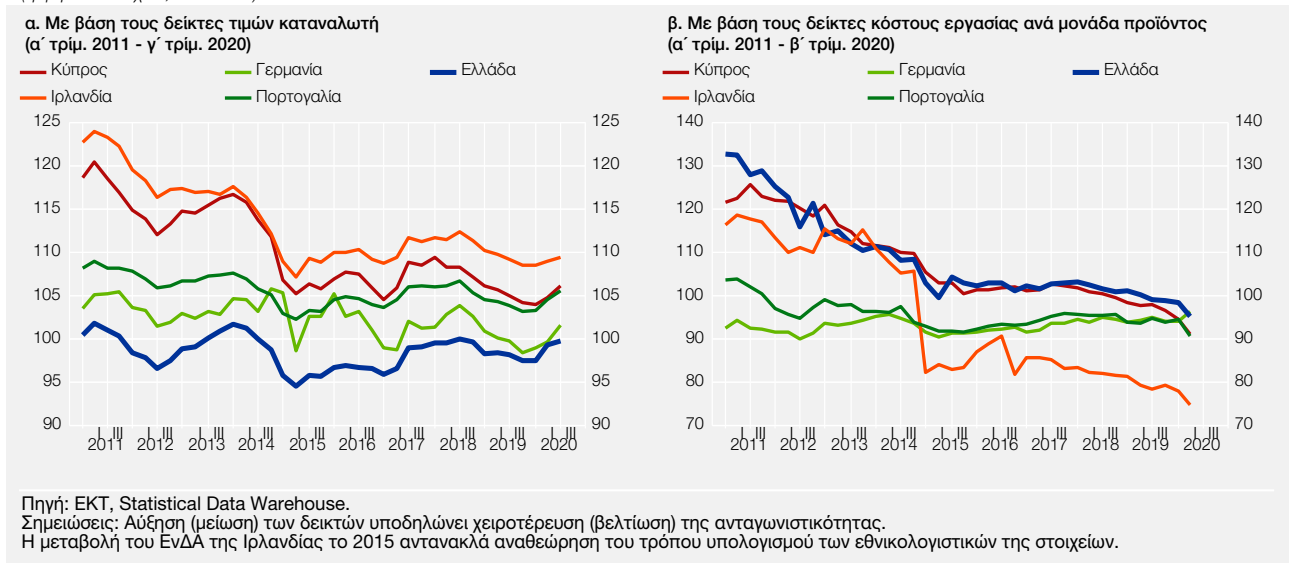
Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας εκτιμάται ότι σημείωσε συνολικά μικρή βελτίωση το 2020. Σε όρους σχετικών τιμών, η διατήρηση της ευνοϊκής διαφοράς πληθωρισμού τιμών επέτρεψε στην οικονομία να αυξήσει περαιτέρω το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα το 2020, παρά την ανατίμηση του ευρώ. Σε όρους σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται επιδείνωση, καθώς τα έκτακτα μέτρα προστασίας της απασχόλησης εν μέσω των ειδικών συνθηκών που δημιουργήθηκαν από την πανδημία εκτιμάται ότι οδήγησαν σε μεγάλη απώλεια εγχώριας παραγωγικότητας. Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, θετικά συνέβαλαν μεταξύ άλλων η μείωση φορολογικών συντελεστών και η επιτάχυνση του ψηφιακού μετασχηματισμού της οικονομίας λόγω των έκτακτων συνθηκών.

Ο δείκτης ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας εκτιμάται ότι θα αυξηθεί (ανατίμηση) σημαντικά, κατά 1,4% το 2020, έναντι μικρής υποχώρησης το 2019, σύμφωνα με τους

8 Η ΔΕΗ δεν συμπεριλήφθηκε στα αποτελέσματα των εισηγμένων επιχειρήσεων, λόγω των υψηλών ζημιών μετά από φόρους το πρώτο εξάμηνο του 2019, οι οποίες υπερβαίνουν τα 270 εκατ. ευρώ και δημιουργούν μία τεχνητή βελτίωση των καθαρών κερδών το πρώτο εξάμηνο του 2020.

**Διάγραμμα IV.17 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας (δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας)**

(τριμηνιαία στοιχεία, 2000=100)



σχετικούς δείκτες που υπολογίζει για την ελληνική οικονομία η Τράπεζα της Ελλάδος. Η ανατίμηση του ευρώ που παρατηρήθηκε έναντι πολλών νομισμάτων προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών σχετίζεται με την αύξηση της αβεβαιότητας διεθνώς μετά το Μάρτιο και την αποστροφή προς τον κίνδυνο και επηρέασε σε διαφορετικό βαθμό όλες τις οικονομίες της ζώνης του ευρώ (βλ. σχετικά και το Πλαίσιο II.1). Το 2020 το ευρώ ανατιμήθηκε σημαντικά έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, της στερλίνας και της κορώνας Νορβηγίας, ενώ υποχώρησε ελαφρώς έναντι του ελβετικού φράγκου, της σουηδικής κορώνας και του γιεν. Η ανατίμηση του ευρώ έχει επηρεάσει δυσμενώς (αυξητικά) τους εθνικούς εναρμονισμένους δείκτες ανταγωνιστικότητας τους οποίους καταρτίζει η ΕΚΤ, τόσο της Ελλάδος όσο και άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.17).

Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι αυξήθηκε στην Ελλάδα το 2020, έναντι υποχώρησης το 2019, καθώς η αναμενόμενη ταχύτερη άνοδος του εγχώριου κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος έναντι των κυριότερων εμπορικών της εταίρων (4,8% έναντι 4,3%, σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής) προστίθεται στην απώλεια ανταγωνιστικότητας λόγω της ανατίμησης της ονομαστικής σταθμισμένης ισοτιμίας. Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τους σχετικούς δείκτες τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) αντίθετως εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει και το 2020 κατά 0,5%, παρά την ανατίμηση του ευρώ, επιστρέφοντας σε επίπεδα του 2002-2003. Ο εγχώριος πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ προβλέπεται ότι θα είναι αρνητικός το 2020 (-1,3%, σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής), ενώ υπολείπεται σταθερά εδώ και μία δεκαετία του σταθμισμένου αντίστοιχου πληθωρισμού των εμπορικών εταίρων (βλ. Πίνακα IV.6).

Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, αν και παραμένει συγκριτικά χαμηλή σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, εμφανίζει βελτίωση σε ορισμένους τομείς. Η μείωση του κόστους των επιχειρήσεων σε όρους φορολογίας και εργοδοτικών εισφορών και η αύξηση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα είναι μερικοί από αυτούς. Το δυσμενές παγκόσμιο μακροοικονομικό περιβάλλον αποτελεί κοινή αρνητική διαταραχή για τις περισσότερες οικονομίες και συνεπώς δεν αναμένεται να έχει επίπτωση στη σχετική ανταγωνιστικότητα των περισσότερων οικονομιών, όπως αυτή αποτυπώνεται στους κυριότερους σύνθετους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας.

Πίνακας IV.6 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ) της Ελλάδος

(Δείκτης: 2000=100)

Έτος	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*							
	Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>		Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>				Έναντι χωρών της ζώνης του ευρώ			
	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*		Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*	
Δείκτης (2000=100)			Ποσοστιαία μεταβολή	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2009	115,7	1,2	118,9	1,6	128,9	4,1	109,2	1,0	118,3	2,2
2010	112,4	-2,8	118,4	-0,5	126,5	-1,9	112,6	3,1	120,6	2,0
2011	112,9	0,5	118,8	0,4	123,9	-2,0	113,0	0,4	118,5	-1,8
2012	110,7	-1,9	114,6	-3,5	116,3	-6,2	111,3	-1,6	113,6	-4,2
2013	112,9	1,9	113,8	-0,8	108,2	-7,0	108,7	-2,3	104,5	-8,0
2014	113,7	0,8	111,7	-1,8	105,8	-2,2	106,7	-1,8	102,0	-2,4
2015	110,6	-2,7	106,6	-4,6	100,4	-5,1	105,3	-1,3	100,6	-1,4
2016	112,0	1,3	107,2	0,5	99,8	-0,6	105,1	-0,2	99,7	-0,8
2017	113,6	1,4	107,8	0,6	100,2	0,4	104,7	-0,4	99,7	-0,1
2018	116,0	2,1	108,5	0,6	100,4	0,3	103,7	-0,9	98,6	-1,0
2019	115,8	-0,2	106,8	-1,5	98,1	-2,3	103,0	-0,7	97,8	-0,9
2020**	117,4	1,4	106,3	-0,5	100,1	2,0	101,4	-1,6	98,7	1,0

Πηγές: Δείκτες υπολογισμένοι από την Τράπεζα της Ελλάδος με βάση στοιχεία της ΕΚΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Αύξηση (μείωση) των δεικτών ΣΣΙ υποδηλώνει χειροτέρευση (βελτίωση) της ανταγωνιστικότητας. Τα στοιχεία για τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, τις τιμές καταναλωτή (ΔΤΚ) και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας προέρχονται από την ΕΚΤ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

\* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

\*\* Εκτίμηση.

<sup>1</sup> Οι ευρείς δείκτες πραγματικής ΣΣΙ περιλαμβάνουν τους 28 κυριότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος, εντός και εκτός Ευρώπης. Οι συντελεστές στάθμισης έχουν υπολογιστεί με βάση τις εισαγωγές και εξαγωγές των προϊόντων της μεταποίησης (κατηγορίες 5-8 της Ταυτοποιημένης Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου - SITC).

Σύμφωνα με την κατάταξη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του Ινστιτούτου IMD (*World Competitiveness Ranking*, 16 Ιουνίου 2020), η Ελλάδα επέτυχε βελτίωση κατά 9 θέσεις, κατατασσόμενη 49η μεταξύ 63 οικονομιών, κάτω από την Ουγγαρία και τη Βουλγαρία. Η πρόοδος αυτή προήλθε από βελτίωση των κριτηρίων και στους τέσσερις υποδείκτες, κυρίως όμως στους υποδείκτες της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα (από την 60ή στην 52η θέση) και των επιχειρήσεων (από την 58η στην 51η θέση) και δευτερευόντως στους υποδείκτες της μακροοικονομικής επίδοσης (από την 60ή στην 55η θέση) και των υποδομών (από την 41η στην 39η θέση). Σύμφωνα με το IMD,<sup>9</sup> οι σημαντικότερες προκλήσεις οι οποίες πρέπει να αντιμετωπιστούν είναι η διεύρυνση της παραγωγικής βάσης μέσω αύξησης των παραγωγικών επενδύσεων, η βελτίωση της πρόσβασης των επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση, καθώς και η υιοθέτηση ενός περισσότερο φιλικού προς την ανάπτυξη φορολογικού μίγματος.

Σύμφωνα με το διεθνή δείκτη φορολογικής ανταγωνιστικότητας του Tax Foundation (14 Οκτωβρίου 2020), ο οποίος εξετάζει πάνω από 40 μεταβλητές φορολογικής πολιτικής, η Ελλάδα κατατάχθηκε 29η μεταξύ 36 κρατών, όπως και το 2019. Παρά ταύτα, η επίδοσή της σε απόλυτους όρους βελτιώθηκε, καθώς πραγματοποιήθηκε μείωση των φορολογικών συντελεστών του εισοδήματος φυσικών προσώπων στο 24% (μέσος όρος ΟΟΣΑ: 23,6%) και

9 Συνεργάτης του IMD στην Ελλάδα είναι ο Σύνδεσμος Βιομηχανιών Ελλάδος (ΣΒΕ) στη Θεσσαλονίκη.

των μερισμάτων από 10% σε 5% (μέσος όρος ΟΟΣΑ: 23,9%). Υψηλές σε διεθνές επίπεδο παραμένουν στην Ελλάδα οι φορολογικές επιβαρύνσεις στην κατανάλωση και στην ακίνητη περιουσία, κατατάσσοντας τη χώρα στην 31η και 32η θέση αντίστοιχα με βάση τους σχετικούς υποδείκτες.

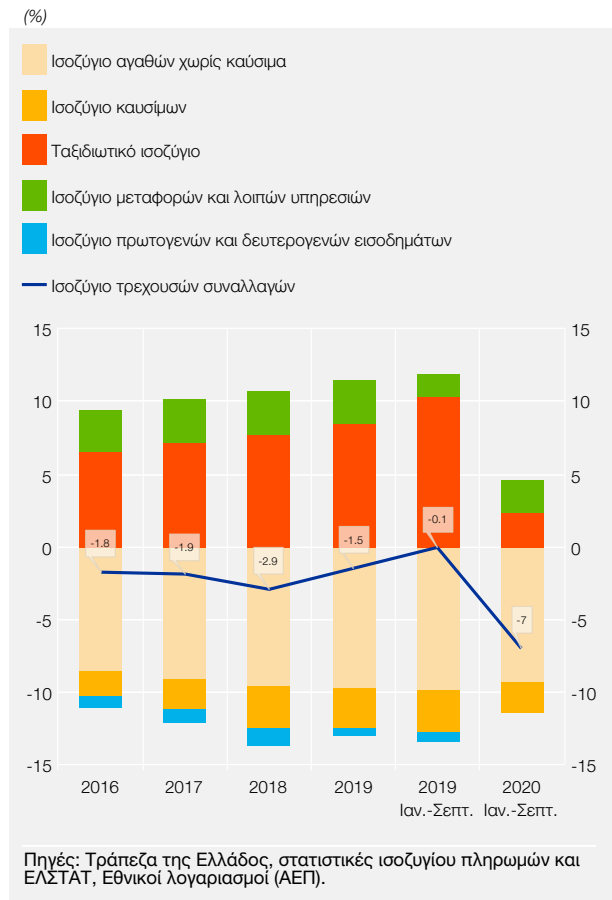
## 6 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ), σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, διευρύνθηκε κατά 8,5 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2020 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους και διαμορφώθηκε σε 8,6 δισεκ. ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.18). Η εξέλιξη αυτή ήταν αποτέλεσμα κυρίως της δραματικής μείωσης (κατά 78,2%) των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες λόγω των περιοριστικών μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας, τα οποία επηρέασαν αρνητικά και τις θαλάσσιες και αεροπορικές μεταφορές. Επιπλέον, μετά την επανεκκίνηση των δραστηριοτήτων του τουρισμού, η ανάκαμψη των εισπράξεων πραγματοποιήθηκε με βραδείς ρυθμούς, καθώς το γ' τρίμηνο του 2020, που συμπίπτει με την αιχμή της τουριστικής περιόδου, τα μεγέθη της ταξιδιωτικής κίνησης και των σχετικών εισπράξεων διαμορφώθηκαν στο 22,6% και το 26% αντίστοιχα εκείνων της ίδιας περιόδου του 2019.

Σημαντική αντισταθμιστική επίδραση προήλθε από τη μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών, αφού οι εισαγωγές αγαθών μειώθηκαν (σε τρέχουσες τιμές) ταχύτερα από τις εξαγωγές. Μεγάλη συμβολή στη βελτίωση αυτή είχε η μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου καυσίμων, αποτέλεσμα σε μεγάλο βαθμό της πτώσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου. Γενικά, οι εξαγωγές αγαθών παρουσίασαν σχετική αντοχή στην υποχώρηση της εξωτερικής ζήτησης. Το β' τρίμηνο του 2020, κατά τη διάρκεια των περιοριστικών μέτρων, οι εξαγωγές αγαθών μειώθηκαν μόνο κατά 3%, με ρυθμό πολύ βραδύτερο από εκείνον της μείωσης των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.19).

Για το 2020, η μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών θα αντισταθμίσει μερικώς τη μείωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών. Οι εξαγωγές αγαθών θα ακολουθήσουν τις εξελίξεις της εξωτερικής ζήτησης. Σημειώνεται ότι μεγάλο ποσοστό των εξαγωγών χωρίς καύσιμα αφορά αγαθά με ανελαστική ζήτηση, όπως τα αγροτικά προϊόντα και τρόφιμα και τα φαρμακευτικά προϊόντα. Επίσης, τα ελληνικά προϊόντα έχουν ενισχύσει τα μερίδιά τους στις αγορές του εξωτερικού. Από την άλλη πλευρά, καθώς η ελληνική μεταποίηση έχει περιορισμένη συμμετοχή στις διεθνείς αλυσίδες προσφοράς, η διατάραξη των τελευταίων λόγω της πανδημίας δεν είχε μεγάλη επίδραση στις εξαγωγές. Παράλληλα, η μείωση της εγχώριας ζήτησης (κατανάλωση και επενδύσεις), σε συνδυασμό με τον περιορισμό των εξαγωγών, θα οδηγήσει σε μείωση και των εισαγωγών. Τέλος, η πτώση των τιμών του πετρελαίου, οι οποίες διατηρήθηκαν σε χαμηλό επίπεδο λόγω της πανδημίας και της επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας

Διάγραμμα IV.18 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ (2016-2020)





που ακολούθησε, θα περιορίσει το έλλειμμα του ισοζυγίου καυσίμων.

Το ισοζύγιο υπηρεσιών θα συνεχίσει να επηρεάζεται αρνητικά από τη μείωση των εισπράξεων πρωτίστως από τον τουρισμό και δευτερευόντως από τις μεταφορές, θαλάσσιες και αεροπορικές. Η ανάκαμψη των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες εμφανίζεται ιδιαίτερα περιορισμένη, καθώς αφενός κατά το γ' τρίμηνο οι εν λόγω εισπράξεις επηρεάστηκαν δυσμενώς από το κλίμα αβεβαιότητας για την εξέλιξη της πανδημίας και τη μείωση των εισοδημάτων στις χώρες προέλευσης των ταξιδιωτών και αφετέρου το δεύτερο κύμα της πανδημίας επήλθε νωρίτερα από ό,τι προβλεπόταν αρχικά. Τέλος, οι εισπράξεις των τελευταίων μηνών συνήθως αντιπροσωπεύουν μικρό ποσοστό (περίπου 11%) του συνόλου του έτους. Οι προοπτικές για το επόμενο έτος είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με την εξέλιξη της πανδημίας COVID-19. Εάν τα μέτρα κοινωνικής αποστασιοποίησης και περιορισμών στις διεθνείς μετακινήσεις αρθούν στις αρχές του 2021 και ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου επανέλθει σε ανοδική τροχιά, οι εισπράξεις τόσο από τον τουρισμό όσο και από τις μεταφορές εκτιμάται ότι θα μπορέσουν να ανακάμψουν, αν και σε επίπεδο χαμηλότερο από εκείνο του 2019.

Γενικότερα, θα πρέπει να επισημανθεί ότι συμπεριφορικές μεταβολές που υπαγορεύθηκαν από τις νέες συνθήκες ενδέχεται να διατηρηθούν στις προτιμήσεις των καταναλωτών και να επηρεάσουν τη σύνθεση της ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένων των ταξιδιωτικών τους συνθηκών, με περισσότερο μόνιμα αποτελέσματα, στα οποία πρέπει να προσαρμοστεί το περιεχόμενο των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών.

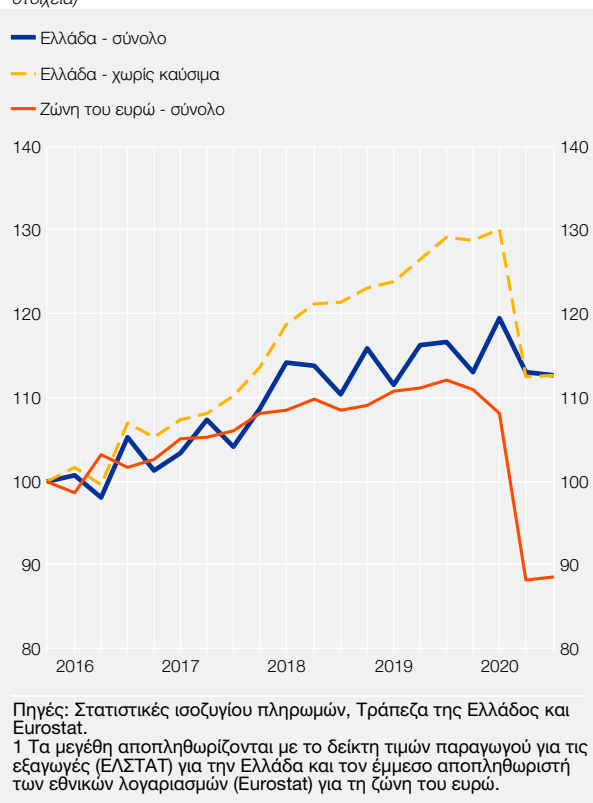
Θετική συμβολή στο ΙΤΣ το 2021 αναμένεται από τις εισροές τόσο από τα υπάρχοντα προγράμματα (ΕΣΠΑ 2014-2020 και τις προκαταβολές από το επόμενο πρόγραμμα 2021-2027) όσο και από τα έκτακτα προγράμματα της ΕΕ λόγω της πανδημίας (π.χ. NGEU και SURE). Οι εισροές αυτές θα καταγραφούν στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Επιπροσθέτως, οι μεταβιβάσεις με κεφαλαιακό χαρακτήρα θα μειώσουν τις συνολικές χρηματοδοτικές ανάγκες της οικονομίας, αφού καταγράφονται στο ισοζύγιο κεφαλαίων.

Τέλος, οι ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα το 2020 αναμένεται να κινηθούν σε χαμηλότερο επίπεδο σε σχέση με εκείνο της τελευταίας τριετίας, κυρίως λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας που επικρατεί στο διεθνές περιβάλλον εξαιτίας της παγκόσμιας υγειονομικής κρίσης.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2020 οι εξελίξεις του ισοζυγίου αγαθών αντανακλούν σε μεγάλο βαθμό τη μείωση των εξαγωγών και εισαγωγών καυσίμων, λόγω της πτώσης των τιμών του πετρελαίου, όπως προαναφέρθηκε. Οι εξαγωγές χωρίς καύσιμα, παρά τη μείωσή τους το β' τρίμηνο του τρέχοντος έτους σε σταθερές τιμές, δεν έχουν μεταβληθεί σημαντικά σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2019. Οι κλάδοι των αγροτικών προϊόντων και παραγωγής τροφίμων και των φαρμακευτικών προϊόντων είχαν τη μεγαλύτερη θετική συμβολή στις εξελίξεις των εξα-

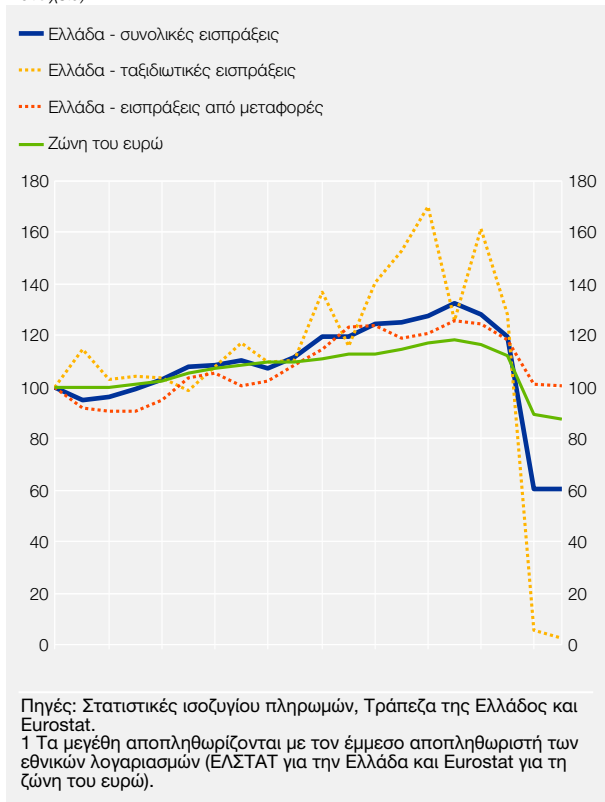
Διάγραμμα IV.19 Εξαγωγές αγαθών (δ' τρίμηνο 2015 - γ' τρίμηνο 2020)

(δείκτης δ' τριμ. 2015=100, σε σταθερές τιμές,<sup>1</sup> εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



**Διάγραμμα IV.20 Εξαγωγές υπηρεσιών  
(δ' τρίμηνο 2015 - γ' τρίμηνο 2020)**

(δείκτης δ' τριμ. 2015=100, σε σταθερές τιμές,<sup>1</sup> εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



γωγών και έχουν αυξήσει το μερίδιό τους στο σύνολο. Γενικά οι ελληνικές εξαγωγές είχαν καλύτερη επίδοση στις αγορές των χωρών της ΕΕ. Οι εισαγωγές αγαθών χωρίς καύσιμα μειώθηκαν σε σταθερές τιμές κατά 7,9%, με τις εισαγωγές ενδιάμεσων αγαθών να διατηρούν θετικό ρυθμό ανόδου.

Η εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2020 ήταν μειωμένη κατά 77,2% έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου και οι συνολικές εισπράξεις διαμορφώθηκαν σε 3,5 δισεκ. ευρώ, έναντι 16,1 δισεκ. ευρώ την ίδια περίοδο του 2019. Οι αφίξεις από την ΕΕ σημείωσαν μικρότερη πτώση (-71,0%) από ό,τι οι αφίξεις και εισπράξεις από χώρες εκτός ΕΕ (-81%). Επίσης, η μέση δαπάνη ανά ταξίδι ήταν μειωμένη κατά 2,2% στο σύνολο της περιόδου. Η μείωση της ταξιδιωτικής δαπάνης των κατοίκων σε μικρό μόνο βαθμό αντιστάθμισε τη μείωση των εισπράξεων, με αποτέλεσμα τη συρρίκνωση του πλεονάσματος του ταξιδιωτικού ισοζυγίου.

Ειδικότερα, το β' τρίμηνο του 2020 οι αφίξεις ταξιδιωτών και οι αντίστοιχες εισπράξεις σχεδόν μηδενίστηκαν (βλ. Διάγραμμα IV.20). Κατά το γ' τρίμηνο του 2020, που αντιστοιχεί στην αιχμή της τουριστικής περιόδου, οι ταξιδιωτικές αφί-

ξεις και εισπράξεις ήταν μειωμένες κατά 77,4% και 74,0% αντίστοιχα σε σύγκριση με το ίδιο διάστημα του 2019. Ωστόσο, η μέση δαπάνη ανά ταξίδι ήταν αυξημένη κατά 18,0%.

Το πρώτο εννιάμηνο του 2020 οι εισπράξεις από μεταφορές μειώθηκαν κατά 16,2% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2019, αφού οι εισπράξεις τόσο από θαλάσσιες όσο και από αεροπορικές μεταφορές κατέγραψαν μείωση.<sup>10</sup> Συγκεκριμένα, οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές μειώθηκαν κατά 10,3%, αντανακλώντας τη μείωση του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου και τον αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, παρουσίασαν όμως σχετική ανθεκτικότητα συγκριτικά με τις εξελίξεις στις εισπράξεις άλλων υπηρεσιών.<sup>11</sup> Για το υπόλοιπο του 2020, οι εισπράξεις από μεταφορές εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν, αν και σε μικρότερο βαθμό, να επηρεάζουν αρνητικά το ισοζύγιο υπηρεσιών.

Θετική ήταν η συμβολή από τη βελτίωση των ισοζυγίων πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαίων παρουσίασε άνοδο κατά 1,1 δισεκ. ευρώ σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019. Όσον αφορά τις εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ,<sup>12</sup> το πρώτο εννιάμηνο του 2020 οι απολήψεις ανήλθαν σε 2,2 δισεκ. ευρώ και οι αγρο-

10 Οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές αποτελούν το κυριότερο στοιχείο του λογαριασμού μεταφορών, αφού αντιστοιχούσαν σε περίπου 85% των συνολικών εισπράξεων την περίοδο 2015-2019. Το αντίστοιχο ποσοστό για τις αεροπορικές μεταφορές ήταν 11%.

11 Σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea Index, το μέσο επίπεδο των ναύλων αυξήθηκε κατά 17,1% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2020 έναντι της αντίστοιχου εννιάμηνου του 2019, αφού οι ναύλοι των πετρελαιοφόρων σχεδόν διπλασιάστηκαν, ενώ οι ναύλοι των πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου μειώθηκαν κατά περίπου 23%.

12 Στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων και στο ισοζύγιο κεφαλαίων καταγράφονται επίσης οι μεταβιβάσεις από την ΕΕ, κυρίως στο πλαίσιο της ΚΑΠ και της πολιτικής συνοχής της ΕΕ, καθώς και οι αποδόσεις στον κοινοτικό προϋπολογισμό.

τικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ σε 2,2 δισεκ. ευρώ.<sup>13</sup> Σημειώνεται ότι η Ελλάδα κατατάχθηκε δεύτερη σε επενδύσεις στο πρόγραμμα InvestEU, με 2,9 δισεκ. ευρώ εγκεκριμένη χρηματοδότηση από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων.<sup>14</sup>

Οι εισροές που αντιστοιχούν σε ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα, την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2020 ανήλθαν σε 2,4 δισεκ. ευρώ και αντιπροσωπεύουν κυρίως αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών εταιριών που βρίσκονται στην Ελλάδα και δευτερευόντως επενδύσεις σε ακίνητα και δάνεια. Οι κλάδοι οικονομικής δραστηριότητας στους οποίους κατευθύνονται είναι η μεταποίηση, και ειδικότερα ο κλάδος των φαρμακευτικών προϊόντων, και οι υπηρεσίες (χρηματοπιστωτικές, μεταφορών, διαχείρισης ακινήτων και εστίασης).

Αναφορικά με τις ιδιωτικοποιήσεις, σύμφωνα με το ΤΑΙΠΕΔ,<sup>15</sup> πολλά έργα βρίσκονται σε εξέλιξη το τρέχον έτος, αλλά λόγω της πανδημίας COVID-19 τα περισσότερα έργα έχουν καθυστερήσει και η πραγματοποίησή τους θα ξεκινήσει το 2021.

Όσον αφορά τη Διεθνή Επενδυτική Θέση,<sup>16</sup> στο τέλος του β' τριμήνου του 2020 οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας έναντι του εξωτερικού διαμορφώθηκαν σε 285 δισεκ. ευρώ (164% του ΑΕΠ), καταγράφοντας μικρή μείωση κατά περίπου 741 εκατ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος του 2019, αφού η αύξηση των απαιτήσεων υπεραντιστάθμισε την αύξηση των υποχρεώσεων. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα κυρίως: (α) τις συναλλαγές της Τράπεζας της Ελλάδος στο πλαίσιο της άσκησης νομισματικής πολιτικής μέσω των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης και μέσω των αγορών κρατικών τίτλων υπό το έκτακτο πρόγραμμα της ΕΚΤ λόγω της πανδημίας (βλ. επίσης Κεφάλαιο III), (β) τις τιτλοποιήσεις δανείων συστημικών πιστωτικών ιδρυμάτων και (γ) την πώληση δανείων των λοιπών τομέων της οικονομίας που μεταφέρθηκαν σε χρηματοοικονομικά ιδρύματα του εξωτερικού.<sup>17</sup> Σημειώνεται ότι οι υποχρεώσεις της γενικής κυβέρνησης αντιπροσωπεύουν πάνω από το 50% των υποχρεώσεων της χώρας έναντι του εξωτερικού και το μεγαλύτερο μέρος αυτών αφορά δάνεια από το μηχανισμό στήριξης (EFSF και ESM) με ευνοϊκούς όρους.

## 7 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Σύμφωνα με το βασικό σενάριο της Τράπεζας της Ελλάδος, αναμένεται σημαντική μείωση της οικονομικής δραστηριότητας το 2020, με το ρυθμό μεταβολής να διαμορφώνεται σε -10,0%. Το 2021 η οικονομική δραστηριότητα θα ανακάμψει και θα αυξηθεί με ρυθμό 4,2%, ενώ το 2022 θα σημειώσει αύξηση 4,8% (βλ. Πίνακα IV.7). Ταυτόχρονα, και δεδομένης της μεγάλης αβεβαιότητας που διέπει τις μακροοικονομικές προβλέψεις λόγω της αναζωπύρωσης της πανδημίας COVID-19, έχουν εκπονηθεί και δύο εναλλακτικά σενάρια, ένα πιο ήπιο και ένα πιο δυσμενές, βάσει υποθέσεων για την εξέλιξη της πανδημίας και τη συνολική διάρκεια των μέτρων που ελήφθησαν για τον περιορισμό της. Σύμφωνα με το ήπιο σενάριο, στο οποίο τα μέτρα κοινωνικής αποστασιοποίησης και αναστολής της λειτουργίας πολλών κλάδων της οικονομικής δραστηριότητας θα αρθούν γρηγορότερα και η μετάβαση στην κανονικότητα θα είναι σχετικά σύντομη, το

13 Επεξεργασία στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος για τις ταμειακές εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ (προσωρινά στοιχεία). Ως διαρθρωτικά ταμεία στην παρούσα ενότητα ορίζονται το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης, το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο και το Ταμείο Συνοχής.

14 Investment Plan Results of the European Fund for Strategic Investments (EFSI), September 2020.

15 Βλ. το αναθεωρημένο Επιχειρησιακό Πρόγραμμα Αξιοποίησης των Περιουσιακών Στοιχείων του ΤΑΙΠΕΔ (9 Σεπτεμβρίου 2020) και τη δημοσίευση των χρηματοοικονομικών του καταστάσεων τον ίδιο μήνα.

16 Η Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ) αποτυπώνει, σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή, το ύψος των απαιτήσεων και υποχρεώσεων της χώρας έναντι μη κατοίκων. Σημειώνεται ότι μεταβολές στη ΔΕΘ δεν αντανάκλουν μόνο μεταβολές στις επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα και κατοίκων στο εξωτερικό, δηλαδή τις ροές που προκύπτουν από το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, αλλά και μεταβολές στην αποτίμηση των επενδύσεων αυτών.

17 Σημειώνεται ότι η διαχείριση αυτών των δανείων έχει ανατεθεί στις Εταιρίες Διαχείρισης Απαιτήσεων από Δάνεια και Πιστώσεις (ΕΔΑΔΠ) του ν. 4354/2015.

## Πίνακας IV.7 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα (Βασικό σενάριο)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

	2019	2020	2021	2022
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	1,9	-10,0	4,2	4,8
Ιδιωτική κατανάλωση	1,9	-10,8	2,2	3,9
Δημόσια κατανάλωση	1,2	2,3	2,2	1,0
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-4,6	-16,2	32,4	9,4
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	4,8	-19,0	13,5	7,9
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	3,0	-15,2	15,1	5,3
ΕνΔΤΚ	0,5	-1,3	-0,1	0,6
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,6	-0,5	-0,3	0,4
Απασχόληση	2,2	-1,7	0,5	2,0
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	17,3	16,7	16,6	15,6
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-1,5	-5,8	-5,3	-2,3

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Οι προβλέψεις έγιναν με βάση τα στοιχεία και την πληροφόρηση που ήταν διαθέσιμα στις 25.11.2020.

ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά -9,0% το 2020, ενώ θα σημειώσει άνοδο κατά 4,8% το 2021 και 5,0% το 2022. Σύμφωνα με το δυσμενές σενάριο, το οποίο υποθέτει ότι οι συνέπειες της πανδημίας θα είναι πιο έντονες και η ανάκαμψη της οικονομίας θα καταστεί δυσκολότερη, το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά -11,0% το 2020 και θα αυξηθεί κατά 3,2% και 4,5% το 2021 και το 2022 αντίστοιχα (βλ. Πίνακα IV.8). Σημειώνεται ότι τα παραπάνω σενάρια ενσωματώνουν όλα τα μέτρα οικονομικής πολιτικής που έχουν ανακοινωθεί από την ελληνική κυβέρνηση για την αντιμετώπιση της διασποράς του κορωνοϊού.

Σύμφωνα με το βασικό σενάριο, η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης εκτιμάται ότι ήταν αρνητική το 2020, λόγω της επιδείνωσης των συνθηκών στην αγορά εργασίας και της μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος (ως αποτέλεσμα της επιδείνωσης των συνθηκών στην αγορά εργασίας και της μείωσης των συνολικών αμοιβών των απασχολούμενων), αλλά και λόγω της αναβολής καταναλωτικών δαπανών εξαιτίας των περιοριστικών μέτρων και της αύξησης της αποταμίευσης για λόγους πρόνοιας. Τα επόμενα δύο έτη, και καθώς θα ανακάμπτει σταδιακά η αγορά εργασίας, η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι θα αυξηθεί με σχετικά ήπιους ρυθμούς.

Οι επενδύσεις εκτιμάται ότι σημείωσαν μεγάλη πτώση το τρέχον έτος. Η συνεχιζόμενη αβεβαιότητα ως προς την εξέλιξη της διασποράς του κορωνοϊού συντείνει στην προσωρινή αναβολή επενδυτικών αποφάσεων. Κατά την περίοδο 2021-2022, η επενδυτική δαπάνη αναμένεται να ενισχυθεί. Η επαναφορά στην κανονικότητα και η βελτίωση του επενδυτικού κλίματος, η αξιοποίηση των διαθέσιμων χρηματοδοτικών μέσων, και κυρίως των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU, η επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων θα συμβάλουν προς αυτή την κατεύθυνση.

Οι συνολικές εξαγωγές εκτιμάται ότι μειώθηκαν σημαντικά το 2020, αντανάκλωντας την επίδραση της πανδημίας και των περιοριστικών μέτρων που έχουν ληφθεί σε παγκόσμιο επίπεδο στα έσοδα από τον τουρισμό. Επιπλέον, οι ναυτιλιακές εισπράξεις θα καθοριστούν από την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου. Συνολικά, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αναμένεται να αυξηθούν με υψηλούς ρυθμούς το 2021 και το 2022. Τέλος, οι εισαγωγές θα συμβαδίσουν με την εξέλιξη της εγχώριας ζήτησης και των εξαγωγών καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης.

Το 2020, η απασχόληση αναμένεται να μειωθεί και η αποκλιμάκωση της ανεργίας που παρατηρούνταν τα τελευταία χρόνια να επιβραδυνθεί. Η πανδημία και τα μέτρα για τον περιορισμό της

Πίνακας IV.8 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα (Εναλλακτικά σενάρια)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

	2019	2020	2021	2022
<b>Βασικό σενάριο</b>				
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	1,9	-10,0	4,2	4,8
ΕνΔΤΚ	0,5	-1,3	-0,1	0,6
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	17,3	16,7	16,6	15,6
<b>Εναλλακτικό σενάριο 1: Ήπιο</b>				
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	1,9	-9,0	4,8	5,0
ΕνΔΤΚ	0,5	-1,2	0,1	0,6
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	17,3	16,5	16,5	15,5
<b>Εναλλακτικό σενάριο 2: Δυσμενές</b>				
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	1,9	-11,0	3,2	4,5
ΕνΔΤΚ	0,5	-1,3	-0,5	0,4
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	17,3	16,9	17,8	17,0

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Οι προβλέψεις έγιναν με βάση τα στοιχεία και την πληροφόρηση που ήταν διαθέσιμα στις 25.11.2020.

επηρεάζουν πιο έντονα κάποιους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Εντούτοις, τα μέτρα που υιοθετήθηκαν από την ελληνική κυβέρνηση για τη στήριξη των επιχειρήσεων και των εργαζομένων αναμένεται να μετριάσουν τις αρνητικές επιδράσεις στην αγορά εργασίας. Η ανάκαμψη της οικονομίας με την καταγραφή υψηλών ρυθμών ανάπτυξης τα επόμενα δύο χρόνια και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των ετών που προηγήθηκαν αναμένεται να οδηγήσουν στη σταδιακή αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων και στην υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας.

Ο πληθωρισμός με βάση τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή εκτιμάται ότι θα παραμείνει σε αρνητικά επίπεδα το επόμενο διάστημα, κυρίως λόγω των χαμηλών διεθνών τιμών του πετρελαίου αλλά και των τιμών των υπηρεσιών, ενώ θα καταγράψει θετικό αν και χαμηλό ρυθμό μεταβολής έως το 2022. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να κινηθεί σε επίπεδα κοντά σε εκείνα του γενικού δείκτη κατά την περίοδο 2020-2022.

Όσον αφορά τις αβεβαιότητες που περιβάλλουν το βασικό σενάριο των προβλέψεων της Τράπεζας της Ελλάδος, ο μεγαλύτερος κίνδυνος απορρέει από την πρόσφατη αναζωπύρωση της πανδημίας του κορωνοϊού, η οποία τείνει να καθυστερήσει την επιστροφή στην κανονικότητα. Περαιτέρω κλιμάκωση της πανδημίας, που θα συνοδευόταν από παρατεταμένη διάρκεια των μέτρων περιορισμού της οικονομικής και κοινωνικής ζωής, δύναται να έχει πιο έντονες και επίμονες επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία και ιδιαίτερα στους κλάδους εκείνους που σχετίζονται με τις υπηρεσίες και κυρίως με το τουριστικό προϊόν. Επιπλέον, μια αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων εξαιτίας της ύφεσης θα στερούσε πόρους από παραγωγικές επενδύσεις.

Οι κίνδυνοι από το εξωτερικό περιβάλλον συνδέονται κυρίως με την αβεβαιότητα ως προς τη διάρκεια και την ένταση της πανδημίας, με πιθανή μια βραδύτερη και πιο αδύναμη ανάκαμψη της παγκόσμιας και ευρωπαϊκής οικονομίας. Κίνδυνοι πηγάζουν επίσης από το ενδεχόμενο αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ χωρίς τη σύναψη συμφωνίας καθώς και από μια επιδείνωση των γεωπολιτικών εντάσεων.

Από την άλλη πλευρά, μια θετικότερη έκβαση σχετίζεται με την ταχύτερη παραγωγή και διάθεση αποτελεσματικών εμβολίων, καθώς και με την επιτάχυνση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων (όπως για παράδειγμα ο ψηφιακός μετασχηματισμός της δημόσιας διοίκησης), στην οποία θα συμβάλει η αξιοποίηση των πόρων του NGEU.



## Πλαίσιο IV.1

**NEXT GENERATION EU ΚΑΙ Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

Το νέο μέσο ανάκαμψης “Next Generation EU” (NGEU), που συμφωνήθηκε στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο τον Ιούλιο του 2020, προβλέπει τη διάθεση 750 δισεκ. ευρώ (σε σταθερές τιμές του 2018) στα κράτη-μέλη της ΕΕ προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι οικονομικές και κοινωνικές επιπτώσεις της κρίσης COVID-19, καθώς και τα ζητήματα που προκύπτουν από την πράσινη και την ψηφιακή μετάβαση. Το συνολικό ποσό αντιστοιχεί σε 5,4% του ΑΕΠ της ΕΕ για το 2019, θα διατεθεί με τη μορφή επιχορηγήσεων κατά 390 δισεκ. ευρώ και δανείων κατά 360 δισεκ. ευρώ και αναμένεται να συνδράμει ιδιαίτερα τις ευάλωτες οικονομίες και αυτές που επλήγησαν περισσότερο από την πανδημία. Το NGEU είναι συμπληρωματικό του Πολυετούς Δημοσιονομικού Πλαισίου (ΠΔΠ) 2021-2027 της ΕΕ, ύψους 1,074 τρισεκ. ευρώ, και η χρηματοδότησή του προβλέπει την έκδοση αμοιβαίου χρέους σε επίπεδο ΕΕ, το οποίο θα αποπληρωθεί μεταξύ 2028 και 2058. Ο πυρήνας του νέου μέσου ανάκαμψης είναι ο Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (Recovery and Resilience Facility – RRF), ο οποίος θα παράσχει 672,5 δισεκ. ευρώ ή το 90% της συνολικής χρηματοδοτικής στήριξης του NGEU για μεταρρυθμίσεις και επενδύσεις, εκ των οποίων τα 312,5 δισεκ. ευρώ με τη μορφή επιχορηγήσεων καταναμεμένων μεταξύ των κρατών-μελών σύμφωνα με συγκεκριμένες κλειδές.<sup>1</sup> Από αυτές τις επιχορηγήσεις, το 70% θα δεσμευθεί το 2021 και το 2022 και το 30% έως το τέλος του 2023. Επιπλέον, έως το τέλος του 2023 θα διατεθούν από το Μηχανισμό δάνεια ύψους 360 δισεκ. ευρώ στα κράτη-μέλη, προκειμένου να τους παρασχεθεί συμπληρωματική χρηματοδότηση για τις μεταρρυθμίσεις και τις επενδύσεις τους. Κατά κανόνα, ο μέγιστος όγκος των δανείων αυτών δεν θα υπερβαίνει το 6,8% του ακαθάριστου εθνικού εισοδήματος κάθε κράτους-μέλους. Το υπόλοιπο τμήμα του NGEU απαρτίζεται από έξι εργαλεία,<sup>2</sup> τα οποία ενισχύουν τη χρηματοδότηση υφιστάμενων μέτρων αντιμετώπισης της πανδημίας ή προγραμμάτων που περιλαμβάνονται στο μακροπρόθεσμο προϋπολογισμό της ΕΕ για το 2021-2027.

Προκειμένου να λάβουν στήριξη από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, τα κράτη-μέλη θα πρέπει να καταρτίσουν “εθνικά σχέδια ανάκαμψης και ανθεκτικότητας”, όπου θα καθορίζουν τα μεταρρυθμιστικά και επενδυτικά τους προγράμματα, καθώς και τους στόχους, τα ορόσημα και το εκτιμώμενο κόστος. Τα σχέδια θα πρέπει να ακολουθούν τις συστάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου και να συμβάλλουν στην ενίσχυση του αναπτυξιακού δυναμικού, της δημιουργίας θέσεων εργασίας και της οικονομικής και κοινωνικής ανθεκτικότητας των κρατών-μελών. Τουλάχιστον το 37% των κονδυλίων του σχεδίου θα πρέπει να στηρίζει την πράσινη μετάβαση και το 20% τον ψηφιακό μετασχηματισμό. Επιλέξιμα θα είναι τα μέτρα που τέθηκαν σε ισχύ από 1 Φεβρουαρίου 2020 και μετά. Η επίσημη υποβολή των σχεδίων στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα πρέπει να γίνει έως τις 30 Απριλίου 2021 το αργότερο. Η προχρηματοδότηση από το Μηχανισμό ανέρχεται σε 10% των συνολικών επιχορηγήσεων και δανείων, ενώ αναμένεται να καταβληθεί περί το τέλος του πρώτου εξαμήνου του 2021. Οι εκταμιεύσεις από το NGEU μπορούν να επεκταθούν έως το τέλος του 2026 σε εξαμηνιαίες δόσεις και εφόσον το κράτος-μέλος εκπληρώνει τους στόχους και τα ορόσημα υλοποίησης των δράσεων όπως εξειδικεύονται στο εθνικό σχέδιό του.

Η Ελλάδα δύναται να αιτηθεί και να εισπράξει 32 δισεκ. ευρώ από το NGEU, εκ των οποίων 19,3 δισεκ. ευρώ επιχορηγήσεις και 12,7 δισεκ. ευρώ δάνεια (σε σταθερές τιμές του 2018). Από αυτά, ο Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας θα χρηματοδοτήσει τα 16,2 δισεκ. ευρώ των επιχορηγήσεων και το σύνολο των δανείων.

1 Η κλειδα κατανομής των επιχορηγήσεων για τα έτη 2021-2022 θα λαμβάνει υπόψη για κάθε κράτος-μέλος τον πληθυσμό, το αντίστροφο του κατά κεφαλήν ΑΕΠ και το μέσο ποσοστό ανεργίας του την περίοδο 2015-2019. Στην κλειδα κατανομής για το 2023, το κριτήριο της ανεργίας αντικαθίσταται, σε ίση αναλογία, από την ποσοστιαία μείωση του πραγματικού ΑΕΠ του 2020 και τη σωρευτική ποσοστιαία μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ κατά την περίοδο 2020-2021, σύμφωνα, σε προκαταρκτική βάση, με τις φθινοπωρινές προβλέψεις του 2020 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ενώ στη συνέχεια αναπροσαρμόζεται έως τις 30 Ιουνίου 2022 σύμφωνα με τα τελευταία στατιστικά στοιχεία.

2 Τα έξι εργαλεία είναι τα εξής: REACT-EU, Just Transition Fund, Rural Development, InvestEU, Horizon Europe, rescEU.

### Εμπειρική εκτίμηση των επιδράσεων στην ελληνική οικονομία

Μια πρώτη εκτίμηση του συνολικού πακέτου δανείων και επιχορηγήσεων από το NGEU και των ενδεχόμενων επιδράσεων του στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας για την περίοδο 2021-2026 γίνεται με τη χρήση του ετήσιου μακροοικονομικού υποδείγματος της Τράπεζας της Ελλάδος, μέσω διαταραχών (shocks) στις κατάλληλες εξωγενείς μεταβλητές του υποδείγματος που συναρτώνται με τις δημόσιες δαπάνες. Οι εκτιμήσεις που παρουσιάζονται στο παρόν πλαίσιο προκύπτουν από ένα σενάριο που στηρίζεται σε συγκεκριμένες υποθέσεις για το ύψος, την απορρόφηση και τις εναλλακτικές χρήσεις των κονδυλίων. Οι υποθέσεις αυτές είναι αναγκαίες δεδομένων των αβεβαιοτήτων που περιβάλλουν ακόμη τις εν λόγω παραμέτρους. Ειδικότερα, επί του παρόντος, εκκρεμεί η τελική υιοθέτηση του Κανονισμού για το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Επίσης παραμένει άγνωστο το μέγιστο ποσό επιχορηγήσεων που θα είναι διαθέσιμο για την Ελλάδα το 2023 με βάση τη σχετική κλειδα κατανομής, ενώ αναμένεται η οριστικοποίηση του εθνικού σχεδίου ανάκαμψης και ανθεκτικότητας, το οποίο θα εξειδικεύει περαιτέρω τόσο το συνολικό ποσό το οποίο αιτείται η ελληνική κυβέρνηση από το NGEU όσο και τη χρήση του για επενδύσεις και μεταρρυθμίσεις.<sup>3</sup>

Όσον αφορά τις αναμενόμενες εκταμιεύσεις από το NGEU, η παρούσα άσκηση προσομοίωσης υποθέτει ότι η Ελλάδα θα αιτηθεί το μέγιστο των διαθέσιμων πόρων από το NGEU και θα έχει την απαραίτητη διοικητική και διαχειριστική ικανότητα να ολοκληρώσει την περίοδο 2021-2023 τη συμβασιοποίηση του συνόλου του διαθέσιμου ποσού σε δάνεια και επιχορηγήσεις, καθώς και να εκπληρώσει εγκαίρως όλα τα σχετικά ορόσημα και στόχους ώστε να υπάρξει *πλήρης απορρόφηση* των πόρων έως και το 2026. Επιπλέον, η *απορρόφηση αναμένεται να είναι σχετικά οπισθοβαρής*, σημειώνοντας επιτάχυνση προς το τέλος της περιόδου. Οι υποθέσεις αυτές συνάδουν με τη μέχρι τώρα εμπειρία από τη διάθεση πόρων της ΕΕ στο πλαίσιο της πολιτικής συνοχής, που δείχνει καθυστερήσεις στην επιλογή και την υλοποίηση των έργων, με επιτάχυνση της απορρόφησης τα τελευταία έτη της εκάστοτε προγραμματικής περιόδου (και εξάντληση των διαθέσιμων πόρων κατά την τριετία της παράτασης σύμφωνα με τον κανόνα  $n+3$ ).

Σωρευτικά για την περίοδο 2021-2026 εκτιμώνται εισροές ύψους 34,5 δισεκ. ευρώ από το NGEU σε τρέχουσες τιμές, που αντιστοιχούν σε περίπου 19% του ονομαστικού ΑΕΠ του 2019 (βλ. Διάγραμμα Α). Οι εισροές το 2021 ενσωματώνουν τις προβλεπόμενες προχρηματοδοτήσεις από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας κατά το β' τρίμηνο του έτους και την υπόθεση ότι θα υπάρξει μια δεύτερη εκταμίευση κατά το τελευταίο τρίμηνο, καθώς θα υλοποιούνται σταδιακά οι δράσεις του εθνικού σχεδίου ανάκαμψης και ανθεκτικότητας. Επίσης γίνεται η υπόθεση ότι ισχύει η *αρχή της προσθετικότητας*, δηλαδή το σύνολο των επιχορηγήσεων και των δανείων του NGEU χρηματοδοτούν νέες επενδύσεις και μεταρρυθμίσεις, και ότι το 70% των πόρων θα κατευθυνθεί σε δημόσιες επενδύσεις,<sup>4</sup> το 18% σε κοινωνικές μεταβιβάσεις και το 12% σε δημόσια κατανάλωση.

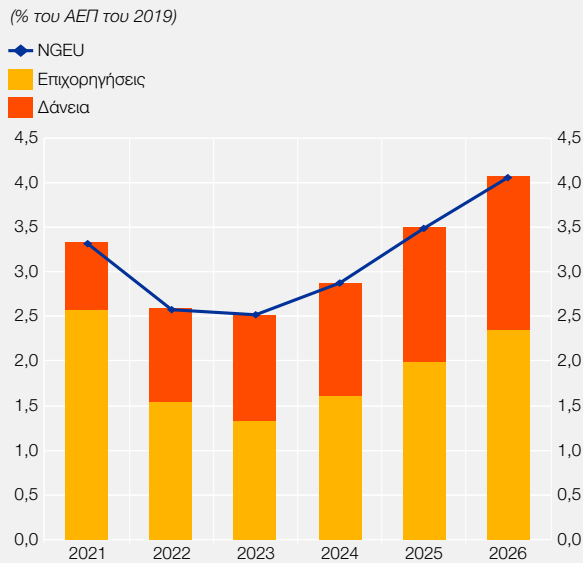
Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το NGEU θα έχει σημαντικές θετικές επιδράσεις στην ελληνική οικονομία την περίοδο 2021-2026 (βλ. τον πίνακα). Το πραγματικό ΑΕΠ αυξάνεται κατά 2,3% κατά μέσο όρο ετησίως την περίοδο 2021-2026.<sup>5</sup> Οι επιδράσεις στο ΑΕΠ είναι μεγαλύτερες κατά τα δύο πρώτα έτη (2021-2022), αντανakλώντας το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία εισέρχεται σε υψηλότερη τροχιά ανάπτυξης ως αποτέλεσμα των

3 Στις 25.11.2020 ξεκίνησε η δημόσια διαβούλευση για τις στρατηγικές κατευθύνσεις του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Το τελικό σχέδιο αναμένεται να κατατεθεί στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή το α' τρίμηνο του 2021. Το σχέδιο που δόθηκε στη δημοσιότητα έχει τέσσερις βασικούς πυλώνες: (α) πράσινη μετάβαση, (β) ψηφιακή μετάβαση, (γ) απασχόληση, δεξιότητες και κοινωνική συνοχή και (δ) ιδιωτικές επενδύσεις και οικονομικός και θεσμικός μετασχηματισμός.

4 Η υπόθεση ότι το 70% του συνόλου των πόρων από το NGEU θα χρηματοδοτήσει δημόσιες επενδύσεις αποκλειστικά, δεν λαμβάνει υπόψη την αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων σε περίπτωση που τα δάνεια από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας διοχετευθούν στον ιδιωτικό τομέα. Η υπόθεση αυτή όμως δεν επηρεάζει σημαντικά τις εκτιμήσεις των μακροοικονομικών επιδράσεων, δεδομένου ότι στο υπόδειγμα που χρησιμοποιείται οι δημόσιες και οι ιδιωτικές επενδύσεις επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα μέσα από τους ίδιους διαύλους και επιφέρουν ανάλογα αποτελέσματα.

5 Οι εκτιμήσεις επιβεβαιώνονται επίσης από προσομοιώσεις που πραγματοποιήθηκαν με το δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας της Τράπεζας της Ελλάδος (Dynamic Stochastic General Equilibrium model).

**Αναμενόμενες εισροές από το NGEU ανά έτος 2021-2026**



Πηγή: Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

**Εκτιμώμενες επιδράσεις του NGEU σε βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές**

(μέσος όρος περιόδου 2021-2026)

ΑΕΠ	2,33
Ιδιωτική κατανάλωση	1,48
Επενδύσεις	19,50
Εξαγωγές	-0,33
Εισαγωγές	4,20
Απασχόληση	2,52
Πληθωρισμός	0,35

Πηγή: Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Σε όλες τις μεταβλητές, οι επιδράσεις εκφράζονται ως ποσοστιαίες αποκλίσεις (σε %) από το σενάριο βάσης που δεν περιλαμβάνει το NGEU, εκτός από τον πληθωρισμό που εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες.

αυξημένων δημόσιων δαπανών, καθώς και κατά τα δύο τελευταία έτη (2025-2026) λόγω της οπισθοβαρούς πορείας της απορρόφησης των πόρων. Όσον αφορά τους διαύλους μετάδοσης των επιδράσεων του NGEU, η αύξηση των δημόσιων δαπανών προκαλεί άνοδο της εγχώριας ζήτησης, πρωτίστως λόγω της αύξησης των συνολικών επενδύσεων. Ως αποτέλεσμα, αυξάνεται η ζήτηση εργασίας και συνακόλουθα ενισχύεται το εισόδημα των νοικοκυριών, το οποίο με τη σειρά του στηρίζει την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Το εισόδημα των νοικοκυριών ενισχύεται περαιτέρω και από τις αυξημένες κοινωνικές μεταβιβάσεις. Ταυτόχρονα όμως, η τελική επίδραση στο ΑΕΠ μετριάζεται από την αύξηση της ζήτησης εισαγωγών, με δεδομένο και το σχετικά υψηλό εισαγωγικό περιεχόμενο των επενδύσεων στην Ελλάδα, καθώς και από τη διαμόρφωση πληθωριστικών πιέσεων που επηρεάζουν *ceteris paribus* αρνητικά τις εξαγωγές. Σημειώνεται ότι οι τελικές επιδράσεις στις εξαγωγές θα εξαρτηθούν από την εξέλιξη των σχετικών τιμών των ελληνικών εξαγωγίμων αγαθών και υπηρεσιών και την αύξηση της εξωτερικής ζήτησης που θα επέλθει από την αναμενόμενη τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας στην ΕΕ λόγω και της στήριξης από το NGEU (spillover effects).

Εναλλακτικές υποθέσεις για το συνολικό ποσό που θα λάβει η Ελλάδα από το NGEU, το βαθμό προσθετικότητας σε υφιστάμενες δαπάνες, την πορεία απορρόφησης, καθώς και την ποσοστιαία κατανομή των κονδυλίων μεταξύ διαφορετικών χρήσεων, επηρεάζουν τις εκτιμήσεις για τα προσδοκώμενα οφέλη από το NGEU. Για παράδειγμα, μια επιτάχυνση της απορρόφησης των κονδυλίων ή μια αύξηση του ποσού που διατίθεται για δημόσιες επενδύσεις έναντι του ποσού που διατίθεται για κοινωνικές μεταβιβάσεις θα ενίσχυε περαιτέρω την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας βραχυπρόθεσμα, καλύπτοντας γρηγορότερα το κόστος της πανδημίας. Αντιθέτως, διοικητικές ανεπάρκειες και άλλες διαρθρωτικές αδυναμίες θα οδηγούσαν σε μειωμένη απορρό-

φηση και θα είχαν σημαντικό κόστος σε όρους ανάπτυξης και ευημερίας της ελληνικής οικονομίας.

Επιπλέον, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι εμπειρικές εκτιμήσεις για τις επιδράσεις του NGEU με το μακροοικονομικό υπόδειγμα της Τράπεζας της Ελλάδος που παρουσιάζονται στο παρόν πλαίσιο είναι συντηρητικές. Αυτό οφείλεται εν μέρει στο ότι οι εμπειρικές εκτιμήσεις για τις πολλαπλασιαστικές επιδράσεις των αυξημένων δημόσιων δαπανών τις οποίες ενσωματώνει το υπόδειγμα δεν αντανakλούν τις ιδιαίτερες συνθήκες στην τρέχουσα συγκυρία που συνηγορούν σε υψηλότερη αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής πολιτικής. Προς την ίδια κατεύθυνση συνηγορεί και η αναμενόμενη διάχυση θετικών επιδράσεων (spillover effects) που απορρέει από τη συντονισμένη δημοσιονομική προσπάθεια σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Επίσης, το υπόδειγμα δεν λαμβάνει υπόψη το διακριτό ρόλο των επιχορηγήσεων και των δανείων. Αν και τα δύο μπορούν να χρηματοδοτήσουν δημόσιες δαπάνες, τα καθαρά οφέλη από τις επιχορηγήσεις τείνουν να είναι με-

γαλύτερα συγκριτικά με αυτά από τα δάνεια. Οι επιχορηγήσεις μπορούν να οδηγήσουν σε μείωση του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ, καθώς συμβάλλουν στη μεγέθυνση του παρονομαστή χωρίς να επηρεάζουν τον αριθμητή. Τα δάνεια, αν και οδηγούν σε αναπτυξιακό αποτέλεσμα, επιβαρύνουν άμεσα το δημόσιο χρέος.

Επισημαίνεται τέλος ότι οι εκτιμώμενες επιδράσεις σύμφωνα με το μακροοικονομικό υπόδειγμα της Τράπεζας της Ελλάδος αντανakλούν κατά κύριο λόγο τις επιδράσεις του NGEU από την πλευρά της ζήτησης. Η υποεκτίμηση των επιδράσεων από την πλευρά της προσφοράς δύναται να επηρεάσει το ύψος και κυρίως τη διάρκεια των εκτιμώμενων θετικών επιδράσεων στην ελληνική οικονομία στο μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, κατά τον οποίο γίνονται πιο ισχυρές οι επιδράσεις από την πλευρά της προσφοράς.

Συγκεκριμένα, οι μακροοικονομικές επιδράσεις του NGEU από την πλευρά της προσφοράς συνδέονται με την αύξηση του παραγωγικού κεφαλαίου μεσομακροπρόθεσμα, μέσα από την ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων, και με το βαθμό παραγωγικότητας του νέου κεφαλαίου. Μια πρώτη εκτίμηση της επίδρασης των αυξημένων επενδύσεων λόγω του NGEU βάσει του υποδείγματος της Τράπεζας της Ελλάδος για το δυνητικό προϊόν υποδηλώνει ότι η συμβολή του κεφαλαίου στη δυνητική ανάπτυξη την επόμενη δεκαετία μπορεί να ενισχυθεί κατά 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας κατά μέσο όρο ετησίως σε σύγκριση με το σενάριο βάσης χωρίς το NGEU.

Επίσης, εφόσον οι επενδύσεις αυτές είναι παραγωγικές και εστιασμένες σε νέες τεχνολογίες (όπως πράσινες και ψηφιακές) και έργα υποδομών με υψηλές αποδόσεις και θετικές εξωτερικότητες, η δυνητική ανάπτυξη αναμένεται να ενισχυθεί περαιτέρω μέσω της αύξησης της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών. Η παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας θα υποστηριχθεί και άμεσα από το NGEU, καθώς η ελληνική κυβέρνηση καλείται να σχεδιάσει και να υλοποιήσει διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που θα λειτουργήσουν συμπληρωματικά προς τις επενδύσεις στο πλαίσιο ενός συνεκτικού σχεδίου ανάκαμψης και ανθεκτικότητας. Η εκ των προτέρων ποσοτικοποίηση των θετικών αυτών επιδράσεων στη συνολική παραγωγικότητα είναι δύσκολη, λόγω της αβεβαιότητας ως προς τις σχεδιαζόμενες μεταρρυθμίσεις, το χρονικό ορίζοντα που αναμένεται να επιδράσουν στην οικονομική δραστηριότητα και την ταχύτητα υλοποίησής τους.

### **Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής**

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής διερεύνησης δείχνουν ότι η πλήρης και χωρίς καθυστερήσεις απορρόφηση των διαθέσιμων για την Ελλάδα πόρων από το NGEU θα έχει σημαντικές θετικές επιδράσεις στην ελληνική οικονομία και θα τροφοδοτήσει την ταχύτερη ανάκαμψη από την κρίση COVID-19. Παράλληλα, η ελληνική οικονομία έχει μια μοναδική αναπτυξιακή ευκαιρία να ενισχύσει το παραγωγικό της δυναμικό, θεμελιώνοντας τις απαραίτητες βάσεις ώστε να αντιμετωπιστούν μακρόχρονες δομικές προκλήσεις, όπως αυτές της γήρανσης του πληθυσμού και της κλιματικής αλλαγής.

Η αξιοποίηση ενός τόσο μεγάλου δημοσιονομικού πακέτου σε παραγωγικές χρήσεις, δημιουργώντας συνέργειες και επιλέγοντας την κατάλληλη προτεραιοποίηση έργων, είναι μια μεγάλη πρόκληση για την ελληνική δημόσια διοίκηση. Οι πρωτοβουλίες των αρμόδιων αρχών για τον καλύτερο συντονισμό του κυβερνητικού έργου<sup>6</sup> και τη δημιουργία της “Ειδικής Υπηρεσίας Συντονισμού Ταμείου Ανάκαμψης” για την αξιοποίηση των πόρων του NGEU είναι προς τη σωστή κατεύθυνση. Επιθυμητό είναι επίσης να συνεχιστούν και να ενταθούν οι προσπάθειες για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της δημόσιας διοίκησης μέσω της ψηφιοποίησης των διαδικασιών, καθώς και για τη μείωση του διοικητικού βάρους και της γραφειοκρατίας. Παράλληλα, είναι σημαντικό να δημιουργηθεί το κατάλληλο πλαίσιο που θα διευκολύνει τη συμμετοχή μεγάλων ελληνικών και ξένων επιχειρήσεων στο σχεδιασμό και την εκτέλεση έργων στρατηγικής σημασίας. Οι επιχειρήσεις αυτές μπορούν να συμβάλουν με την τεχνογνωσία τους στην έγκαιρη διεκπεραίωση των έργων αυτών και στην επιτάχυνση της διάχυσης των ωφελειών στον ιδιωτικό τομέα. Τέλος, η διαμόρφωση ενός συνεκτικού –και με όραμα για το μακροπρόθεσμο προσανατολισμό της οικονομίας– εθνικού σχεδίου ανάκαμψης και ανθεκτικότητας θα ωφεληθεί από την αξιοποίηση της Έκθεσης της Επιτροπής Πισσαρίδη, λαμβάνοντας υπόψη και τις ιδιαίτερες προκλήσεις της τρέχουσας συγκυρίας.

6 Ειδικότερα, στη Γραμματεία της Κυβέρνησης έχει συσταθεί πενταμελής εκτελεστική επιτροπή, η οποία επεξεργάζεται και εξειδικεύει ανά τομέα κυβερνητικής ευθύνης τις προτάσεις της Επιτροπής Πισσαρίδη.

## Πλαίσιο IV.2

**ΜΗ ΒΙΩΣΙΜΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ, ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΙ ΠΤΩΧΕΥΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ****Μη βιώσιμες επιχειρήσεις: θεωρία και εμπειρικά στοιχεία**

Το παρόν πλαίσιο παρουσιάζει συνοπτικά ευρήματα πρόσφατης έρευνας για τη σχέση των μη οικονομικά βιώσιμων επιχειρήσεων και του τραπεζικού συστήματος, καθώς και το ρόλο του πτωχευτικού κώδικα. Υπό αυτό το πρίσμα, αναλύονται οι διατάξεις του νέου νομοθετικού πλαισίου που αφορούν τις επιχειρήσεις, με κριτήριο τη βελτίωση της λειτουργίας του περιθωρίου εξόδου.

Η παρατεταμένη ύφεση και η αργή ανάκαμψη, τόσο στην Ελλάδα όσο και στην Ευρώπη, μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και την ευρωπαϊκή κρίση του 2010, οδήγησαν σε αύξηση του αριθμού των μη οικονομικά βιώσιμων επιχειρήσεων που παραμένουν σε λειτουργία (“επιχειρήσεις-ζόμπι”). Σε μια ανταγωνιστική αγορά, αυτές αποχωρούν ή αναδιαρθρώνονται, με αποτέλεσμα την αύξηση της παραγωγικότητας στην οικονομία λόγω της ανακατανομής των απασχολούμενων από αυτές πόρων σε πιο παραγωγικές και καινοτόμες επιχειρήσεις. Αντίθετα, η συνέχιση της λειτουργίας τους και η συνεπαγόμενη δυσλειτουργία του περιθωρίου εξόδου<sup>1</sup> έχουν ως αποτέλεσμα (α) τη στρέβλωση των συνθηκών ανταγωνισμού και (β) την αύξηση του μη ανακτήσιμου κεφαλαίου εις βάρος των πιο παραγωγικών επιχειρήσεων και της ανάπτυξης.<sup>2</sup> Σε κλάδους με υψηλό ποσοστό κεφαλαίου δεσμευμένου σε μη οικονομικά βιώσιμες επιχειρήσεις, πραγματοποιούνται λιγότερες επενδύσεις και προσλήψεις, ενώ η διαφορά παραγωγικότητας μεταξύ νεοεισερχόμενων και μη βιώσιμων εταιριών είναι μεγαλύτερη, καθώς οι νέες εταιρίες πρέπει να είναι σημαντικά πιο παραγωγικές για να εισέλθουν στην αγορά.<sup>3</sup> Έτσι, η παρουσία μη οικονομικά βιώσιμων επιχειρήσεων επιβαρύνει οικονομικά υγιείς εταιρίες, μειώνοντας την κερδοφορία και τις προοπτικές ανάπτυξής τους, σαν να ήταν ένα είδος φόρου.

Η μελέτη του φαινομένου των μη οικονομικά βιώσιμων επιχειρήσεων ξεκίνησε με την εμπειρία της Ιαπωνίας τη δεκαετία του 1990, όπου οι “επιχειρήσεις-ζόμπι” συνδέθηκαν με τους αδύναμους ισολογισμούς των τραπεζών και τη στασιμότητα της οικονομίας τα επόμενα χρόνια. Συνολικά, 14-36% των επιχειρήσεων ήταν μη οικονομικά βιώσιμες στο απόγειο της ιαπωνικής κρίσης.<sup>4</sup> Το Διάγραμμα Α δείχνει ένα παρόμοιο φαινόμενο και για ευρωπαϊκές χώρες, ως απότοκο της κρίσης, καθώς αυξήθηκε ο αριθμός των μη οικονομικά βιώσιμων εταιριών<sup>5</sup> κατά τη διάρκεια της κρίσης.<sup>6</sup>

**Η χρηματοδότηση των μη οικονομικά βιώσιμων επιχειρήσεων και το πλαίσιο αφεργγυότητας**

Μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση, πολλές επιχειρήσεις που δεν ήταν οικονομικά βιώσιμες διατηρήθηκαν σε λειτουργία χάρη στη διαιώνιση (evergreening) δανείων που προσέφεραν οι τράπεζες, με σκοπό να αποφύγουν τις απομειώσεις στοιχείων ενεργητικού. Σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία, το φαινόμενο της διαιώνισης δανείων

1 Το περιθώριο εξόδου αποτυπώνει το βαθμό ευκολίας στην έξοδο επιχειρήσεων, λόγω π.χ. χρεοκοπίας, από κάποια οικονομία. Λειτουργεί αποτελεσματικά όταν αποχωρούν από την αγορά επιχειρήσεις χαμηλής παραγωγικότητας και οι πόροι τους ανακατανέμονται σε πιο παραγωγικές επιχειρήσεις με συνέπεια την αύξηση της παραγωγικότητας στην οικονομία. Αλληλεπιδρά με το περιθώριο εισόδου το οποίο αφορά την είσοδο νέων δυναμικών επιχειρήσεων.

2 Βλ. Adalet McGowan et al. (2018), “The Walking Dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries”, *Economic Policy*, 33(96), 685-736.

3 Βλ. Caballero, R., T. Hoshi and A.K. Kashyap (2008), “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”, *American Economic Review*, 98(5), 1943-1977.

4 Βλ. Kwon, H.U., F. Narita and M. Narita (2015), “Resource reallocation and zombie lending in Japan in the 1990s”, *Review of Economic Dynamics*, 18, 709-732.

5 Είναι αποδεκτό από τη βιβλιογραφία ότι μια εταιρία ορίζεται ως μη βιώσιμη όταν έχει δείκτη EBITDA (κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων) μικρότερο από τις δανειακές υποχρεώσεις της επί τουλάχιστον τρία συνεχόμενα χρόνια και έχει ηλικία άνω των 10 ετών.

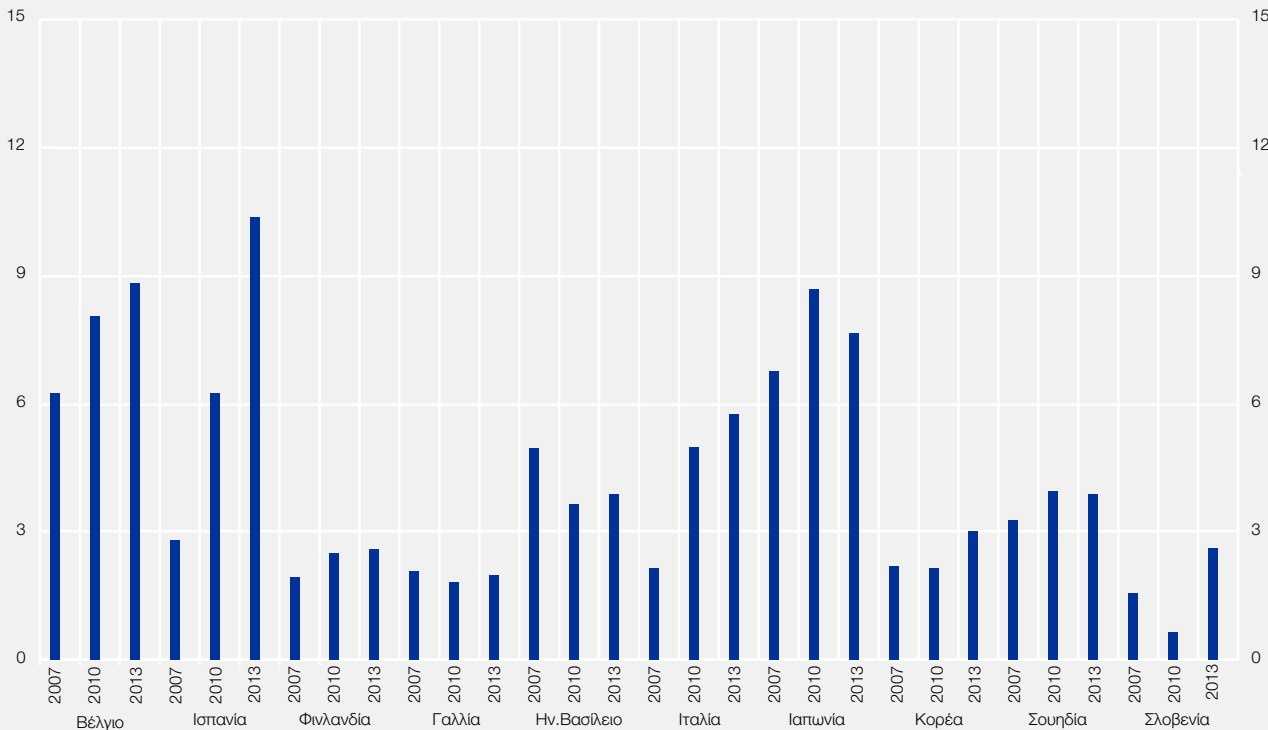
6 Οι σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις οικονομίες ανατακλούν, μεταξύ άλλων παραγόντων, τη διαφορετική ένταση της κρίσης.



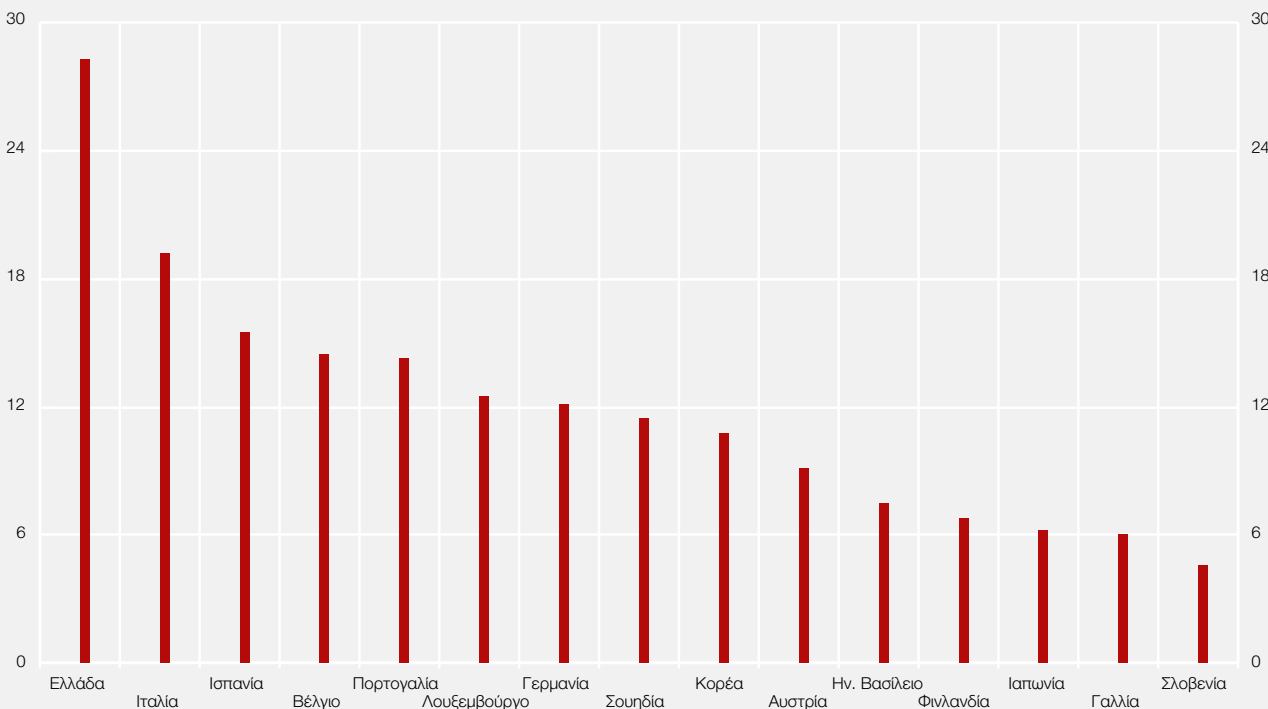
**Διάγραμμα Α Η αύξηση των μη βιώσιμων οικονομικά επιχειρήσεων στα κράτη-μέλη του ΟΟΣΑ**

— Αριθμός επιχειρήσεων      — Απόθεμα κεφαλαίου

**Ποσοστό μη βιώσιμων οικονομικά επιχειρήσεων**  
Επί του συνολικού αριθμού επιχειρήσεων



**Ποσοστό μη ανακτήσιμου κεφαλαίου σε μη βιώσιμες οικονομικά επιχειρήσεις κατά το έτος 2013**  
Επί του συνολικού κεφαλαίου



Πηγή: Adalet McGowan, Andrews and Millot (2017), με βάση δεδομένα από την ORBIS.

Σημείωση: Ορισμός μη βιώσιμων οικονομικά επιχειρήσεων: επιχειρήσεις ηλικίας ≥10 ετών και με συντελεστή κάλυψης επιτοκίου <1 κατά τη διάρκεια των τελευταίων 3 ετών. Το δείγμα των επιχειρήσεων αποκλείει ακραίες τιμές (δηλ. επιχειρήσεις με μέγεθος 100πλάσιο του 99ου εκατοστημορίου).

εντείνεται όταν τα κεφάλαια των τραπεζών προσεγγίζουν το όριο επάρκειας που προβλέπεται από το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο.<sup>7</sup>

Η σχέση μεταξύ μη οικονομικά βιώσιμων εταιριών και αδύναμων τραπεζών έχει τεκμηριωθεί για ευρωπαϊκές χώρες, υποδηλώνοντας ότι ασθενέστερες τράπεζες έχουν σημαντικά μεγαλύτερες πιθανότητες να συσχετίζονται με μη βιώσιμες εταιρίες.<sup>8</sup> Επιπρόσθετα, η παρουσία των μη οικονομικά βιώσιμων επιχειρήσεων εμποδίζει την ανακατανομή κεφαλαίου, ειδικά σε κλάδους που είναι εκτεθειμένοι σε ασθενέστερες τράπεζες. Αυτά τα ευρήματα είναι σημαντικά, δεδομένου ότι η εσφαλμένη κατανομή κεφαλαίων εμφανίζεται ως βασική εξήγηση της επιβράδυνσης της παραγωγικότητας σε ορισμένες χώρες.<sup>9</sup>

Παράλληλα, έχει διερευνηθεί ο ρόλος του πλαισίου αφερεγγυότητας.<sup>10</sup> Συγκεκριμένα, εφόσον το πλαίσιο αφερεγγυότητας εμποδίζει την αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων και μειώνει τα ποσοστά ανάκτησης για τους πιστωτές, μπορεί να μειώσει τα κίνητρα των τραπεζών για να ξεκινήσουν τη διαδικασία ανάκτησης, εκκαθάρισης ή αναδιάρθρωσης, ανεξαρτήτως της υγείας των τραπεζών, στρεβλώνοντας το περιθώριο εξόδου. Συνεπώς, η διευκόλυνση της εξόδου των μη οικονομικά βιώσιμων επιχειρήσεων μπορεί να συμβάλει στη μείωση του μη ανακτήσιμου κεφαλαίου και στη διάχυση νέων τεχνολογιών, με αποτέλεσμα την αύξηση της παραγωγικότητας.<sup>11</sup>

Επίσης, επιβεβαιώνεται η σχέση ανάμεσα στη βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης των τραπεζών και τη μείωση της συχνότητας των μη οικονομικά βιώσιμων επιχειρήσεων σε χώρες όπου τα πλαίσια αφερεγγυότητας ευνοούν την αναδιάρθρωση των εταιριών. Η επιτυχία των προσπαθειών για τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων περιορίζεται όταν τα καθεστώτα αφερεγγυότητας εμποδίζουν την αποτελεσματική αναδιάρθρωση, δυσχεραίνοντας την έναρξη των σχετικών διαδικασιών ή επιμηκύνοντας τη διάρκειά τους.

### Αξιολόγηση του νέου νομοθετικού πλαισίου στην παρούσα συγκυρία

Το πλαίσιο αφερεγγυότητας, δηλ. το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει τις πτωχεύσεις, εξυγιάνσεις και αναδιρθώσεις φυσικών και νομικών προσώπων, καθορίζει τα δικαιώματα των πιστωτών έναντι αφερέγγυων οφειλετών. Σε συνδυασμό με το δικονομικό περιβάλλον, το πλαίσιο αφερεγγυότητας αποτελεί βασικό στοιχείο για τη διαμόρφωση του πλαισίου προστασίας των επενδυτών και συμβάλλει στην ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών.<sup>12</sup> Οι πιθανότητες επιτυχίας των αναδιρθώσεων των επιχειρήσεων είναι υψηλότερες όταν οι πτωχευτικοί κώδικες ενθαρρύνουν την έγκαιρη παρέμβαση, με σκοπό την αποφυγή της πτώχευσης. Ταυτόχρονα, η επιτάχυνση των διαδικασιών αναδιάρθρωσης και εκκαθάρισης είναι κρίσιμη για τη μείωση των μη οικονομικά βιώσιμων εταιριών.<sup>13</sup>

7 Βλ. Peek, J. and E.S. Rosengren (2005), "Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan", *American Economic Review*, 95(4), 1144-1166.

8 Βλ. Andrews, D. and F. Petroulakis (2019), "Breaking the shackles: Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe", ECB Working Paper Series, No. 2240. Με βάση το δείκτη τραπεζικής υγείας, που αποτελείται από την πρώτη κοινή συνιστώσα (first principal component) επιμέρους δεικτών του ισολογισμού και της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήσεως, εκτιμάται ότι οι αδύναμες τράπεζες έχουν 13-19% υψηλότερη πιθανότητα σύνδεσης με μη βιώσιμες επιχειρήσεις, σε σύγκριση με υγιείς τράπεζες. Εφαρμόζονται παλινδρομήσεις με δυναμικά διαστρωματικά στοιχεία, με σταθερές επιδράσεις (fixed effects) σε επίπεδο χώρας-τομέα-χρόνου, ελέγχοντας έτσι για κυκλικές επιρροές.

9 Βλ. Gopinath, G., S. Kalemli-Özcan, L. Karabarbounis and C. Villegas-Sanchez (2017), "Capital Allocation and Productivity in South Europe", *Quarterly Journal of Economics*, 132(4), 1915-1967.

10 Andrews and Petroulakis, όπ.π. Η μελέτη χρησιμοποιεί το δείκτη του ΟΟΣΑ των Adalet McGowan and Andrews (2018), ο οποίος αποτελείται από τρεις επιμέρους δείκτες (βλ. Διάγραμμα Β) που αφορούν: (α) τα προσωπικά κόστη των επιχειρηματιών που πτωχεύουν, (β) τη δυνατότητα του πλαισίου να αποτρέψει την αφερεγγυότητα και (γ) τα εργαλεία αναδιάρθρωσης που προσφέρει το πλαίσιο.

11 Βλ. Adalet McGowan, M., D. Andrews and V. Millot (2017), "Insolvency regimes, zombie firms and capital reallocation", OECD Economics Department Working Papers no. 1399, και Adalet McGowan, M., D. Andrews and V. Millot (2017), "Insolvency regimes, technology diffusion and productivity growth", OECD Economics Department Working Papers no. 1425.

12 Βλ. Levine, R. (2004), "Finance and Growth: Theory, Evidence, and Mechanisms", στο Aghion, P. and S. Durlauf (επιμ.), *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam, North-Holland: Elsevier Publishers.

13 Βλ. IMF (1999), *Orderly and effective insolvency procedures*, και World Bank (2015), "Resolving insolvency: measuring the strength of insolvency laws", *Doing Business*.

## Κριτήρια δείκτη αφερεγγυότητας του ΟΟΣΑ

Δικαιώματα πτωχευμένων επιχειρηματιών	Πρόληψη αφερεγγυότητας	Εργαλεία αναδιάρθρωσης
Χρονικοί περιορισμοί επιχειρηματιών*	Μηχανισμοί έγκαιρης προειδοποίησης	Δυνατότητα πιστωτών να εκκινήσουν αναδιάρθρωση
Εξαίρεση περιουσίας από κατάσχεση	Προπτωχευτικό πλαίσιο	Διάρκεια προστασίας περιουσίας από πιστωτές
	Ειδικές διαδικασίες για τις ΜΜΕ	Δυνατότητα και προτεραιότητα για νέα χρηματοδότηση
		Δεσμευτικότητα αποφάσεων πλειοψηφίας πιστωτών
		Αντιμετώπιση διοίκησης κατά τη διάρκεια της αναδιάρθρωσης

Πηγή: Adalet McGowan and Andrews (2018).

\* Αναφέρεται στον περιορισμό που έχουν πτωχευμένοι επιχειρηματίες να επανεκκινήσουν επιχειρηματικές δραστηριότητες.

Με βάση τα κριτήρια του δείκτη του ΟΟΣΑ (βλ. τον Πίνακα), φαίνεται ότι το ελληνικό πλαίσιο βελτιώθηκε σημαντικά από το 2010 έως το 2016, αλλά συνέχισε να υστερεί στην ταχύτητα και την αποτελεσματικότητα των διαδικασιών.<sup>14</sup> Αδυναμίες του πλαισίου ήταν ο χρόνος που χρειαζόταν για την έναρξη και την ολοκλήρωση της διαδικασίας εκκαθάρισης, η έλλειψη πρόβλεψης συστημάτων έγκαιρης προειδοποίησης και η δυσχέρεια των πιστωτών να εκκινήσουν τις διαδικασίες.

Ο νέος πτωχευτικός νόμος (ν. 4738/2020) ενσωματώνει στο εθνικό δίκαιο την Οδηγία 2019/1023 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, που έχει σκοπό την εναρμόνιση των πλαισίων αφερεγγυότητας στην ΕΕ.<sup>15</sup> Ο νόμος επανακαθορίζει και αποσαφηνίζει τις αντικειμενικές προϋποθέσεις για την κήρυξη της πτώχευσης, μεταξύ άλλων εισάγοντας τεκμήρια ως προς την ύπαρξη παύσης πληρωμών, σε περίπτωση κατά την οποία ο οφειλέτης δεν εκπληρώνει τις ληξιπρόθεσμες χρηματικές υποχρεώσεις του προς το Δημόσιο, τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης, πιστωτικά ή χρηματοδοτικά ιδρύματα για χρονική περίοδο τουλάχιστον έξι (6) μηνών.<sup>16</sup> Η δυνατότητα εκκίνησης της διαδικασίας κήρυξης πτώχευσης εξακολουθεί να δίνεται στον οφειλέτη, καθώς και στον πιστωτή, ενώ απλοποιούνται οι απαιτούμενες διαδικασίες για την κήρυξη της παύσης πληρωμών μετά από πρωτοβουλία του πιστωτή. Επίσης, επεκτείνεται και σε άλλα νομικά πρόσωπα η εις ολόκληρον ευθύνη προς αποκατάσταση της ζημίας των πιστωτών, την οποία υπέχουν τα υπαίτια μέλη των οργάνων διοίκησης, μεταξύ άλλων σε περίπτωση καθυστέρησης των διαδικασιών.

Ταυτόχρονα, ο νέος νόμος περιέχει ρυθμίσεις και περιγράφει τις διαδικασίες που αποσκοπούν στην πρόληψη της αφερεγγυότητας των οφειλετών, ενώ επίσης για πρώτη φορά θεσμοθετεί την απαλλαγή του οφειλέτη από το υπερβάλλον χρέος, μετά τη ρευστοποίηση της περιουσίας του. Ειδικότερα, προβλέπεται η δυνατότητα (α) πρόσβασης των οφειλετών σε σαφή και διαφανή εργαλεία έγκαιρης προειδοποίησης (π.χ. ηλεκτρονικός μηχανισμός προειδοποίησης), (β) προσφυγής σε εξωδικαστικό μηχανισμό ρύθμισης των οφειλών με πρωτοβουλία των πιστωτών ή κατόπιν αίτησης του οφειλέτη και συναίνεσής τους και (γ) κίνησης προπτωχευτικής διαδικασίας εξυγίανσης της επιχείρησης. Το νέο νομοθετικό πλαίσιο απλοποιεί και επιταχύνει τις διαδικασίες εξυγίανσης των υπερχρεωμένων επιχειρήσεων που κρίνονται βιώσιμες. Επιπροσθέτως αποσκοπεί στην απλοποίηση των διαδικασιών για την εκποίηση των περιουσιακών στοιχείων πτωχευμένων επιχειρήσεων, με στόχο την ταχύτερη και αποτελεσματικότερη ικανοποίηση των απαιτήσεων των πιστωτών.<sup>17</sup>

Τα παραπάνω στοιχεία του νέου πλαισίου αναμένεται να αυξήσουν σημαντικά την ταχύτητα των διαδικασιών πτώχευσης και αναδιάρθρωσης και τα ποσοστά ανάκτησης και να συμβάλουν στη βελτίωση της θέσης της χώρας στους αντίστοιχους δείκτες μέτρησης της αποτελεσματικότητας των πλαισίων αφερεγγυότητας του ΟΟΣΑ και της Παγκόσμιας Τράπεζας (βλ. Διάγραμμα Β). Η αναμενόμενη επίδραση της πρόσφατης μεταρρύθμισης του πλαισίου

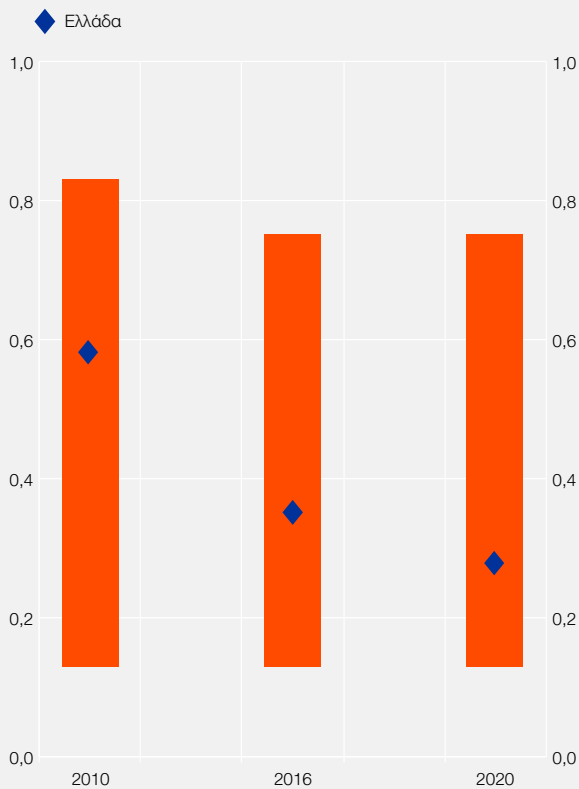
14 Ενδεικτικά, την περίοδο 2015-2018 μόλις 513 επιχειρήσεις κήρυξαν πτώχευση. Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

15 Η εναρμόνιση των πλαισίων αυτών αποτελεί διακηρυγμένο στόχο της ευρωπαϊκής Ένωσης Κεφαλαιαγορών.

16 Και υπό την προϋπόθεση ότι η μη εξυπηρετούμενη υποχρέωσή του αντιστοιχεί τουλάχιστον στο 40% των συνολικών ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεών του προς τον αντίστοιχο φορέα και στο σύνολό της υπερβαίνει το ποσό των 30.000 ευρώ.

17 Μία από τις σχετικές προβλέψεις αφορά τη διεκπεραίωση διαδικασιών μέσω ηλεκτρονικής πλατφόρμας, κάτι που θα μειώσει σημαντικά τη γραφειοκρατία.

**Διάγραμμα Β** Θέση ελληνικής οικονομίας στους δείκτες αφερεγγυότητας του ΟΟΣΑ



Πηγές: ΟΟΣΑ και Τράπεζα της Ελλάδος (εκτιμήσεις για τις τιμές του 2020, με βάση το νέο πτωχευτικό πλαίσιο).  
 Σημείωση: Η πορτοκαλί ράβδος δείχνει την κατανομή των βαθμολογιών 39 οικονομιών, για τις οποίες παρέχονται στοιχεία με βάση το δείκτη αφερεγγυότητας του ΟΟΣΑ και ο μπλε ρόμβος δείχνει τη θέση της Ελλάδος. Η μείωση της βαθμολογίας, δηλαδή μετατόπιση του ρόμβου προς τα κάτω, σημαίνει βελτίωση, ενώ μετατόπιση προς τα πάνω σημαίνει επιδείνωση της θέσης της ελληνικής οικονομίας. Οι βαθμολογίες υπολογίζονται με βάση την περιγραφή της ποσοτικοποίησης των κριτηρίων από τη σχετική μελέτη του ΟΟΣΑ (βλ. Παράρτημα Α από Adalet McGowan, A., D. Andrews and V. Millot (2017), "Insolvency regimes, zombie firms and capital reallocation", OECD Economics Department Working Papers, No. 1399).

αφερεγγυότητας στην Ελλάδα δύναται να εκτιμηθεί με βάση τα κριτήρια των σχετικών δεικτών του ΟΟΣΑ.<sup>18</sup> Συνολικά, αναμένεται αναβάθμιση της θέσης της χώρας στον αντίστοιχο δείκτη αξιολόγησης του πλαισίου αφερεγγυότητας του ΟΟΣΑ κατά 9 θέσεις, *ceteris paribus*, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Β. Συνεπώς, αναμένεται ότι η μεταρρύθμιση στο πτωχευτικό δίκαιο θα συμβάλει τόσο στην ενίσχυση της ανθεκτικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων όσο και σε πιο αποτελεσματική κατανομή των κεφαλαίων.

Επισημαίνεται ότι οι οικονομίες στις οποίες το κανονιστικό πλαίσιο διευκολύνει την εκκαθάριση των μη οικονομικά βιώσιμων επιχειρήσεων και την είσοδο νέων έχουν περισσότερες πιθανότητες για δυναμική ανάκαμψη μετά από υφέσεις.<sup>19</sup> Έτσι, η έξοδος μη οικονομικά βιώσιμων επιχειρήσεων αναμένεται να διευκολύνει την τεχνολογική αναπροσαρμογή, μετά το σοκ της πανδημίας, η οποία συνεπάγεται και αναδιανομή πόρων σε νέους κλάδους, με αποτέλεσμα την εξομάλυνση των επιπτώσεων της πανδημίας στην αγορά εργασίας και στην παραγωγή, κάτι που είναι ιδιαίτερα σημαντικό σε υφέσεις που πλήττουν περισσότερο συγκεκριμένους κλάδους, αφού η αναντιστοιχία δεξιοτήτων καθιστά την ανακατανομή εργαζομένων πιο χρονοβόρα.<sup>20</sup>

Τούτων δοθέντων, η πανδημία αποτελεί μία πολύ μεγάλη διατάραξη της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς οδηγεί σε σημαντική μείωση ή και πάγωμα της δραστηριότητας σε σημαντικούς κλάδους της οικονομίας. Το πρόβλημα των μη οικονομικά βιώσιμων επιχειρήσεων δημιουργείται συνήθως σε περιόδους παρατεταμένης ύφεσης. Σε αυτές τις περιπτώσεις η πρόληψη είναι λιγότερο σημαντική και η έμφαση είναι στην ανακατανομή πόρων (αναδιάρθρωση ή εκκαθάριση).

Η ιδιάζουσα φύση της πανδημίας καθιστά αναγκαίο να δοθεί έμφαση στη διάσωση βιώσιμων επιχειρήσεων που αντιμετωπίζουν δυσχέρειες λόγω της οικονομικής συγκυρίας και στη διαφύλαξη υφιστάμενων εργασιακών σχέσεων. Από αυτή την άποψη, σημαντικές φαίνεται να είναι οι προβλέψεις του νέου νομοθετικού πλαισίου για την έγκαιρη προειδοποίηση και τη διευκόλυνση της αναδιάρθρωσης.<sup>21</sup>

18 Σύμφωνα με τους Adalet McGowan and Andrews (2018), τα κριτήρια για την αξιολόγηση των πλαισίων αφερεγγυότητας είναι: (α) ύπαρξη σαφών κριτηρίων για την έναρξη της διαδικασίας είτε από τους οφειλέτες είτε από τους πιστωτές, (β) δυνατότητα αποτελεσματικής ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων και ύπαρξη προβλέψεων για παροχή δεύτερης ευκαιρίας στις επιχειρήσεις, (γ) αποθάρρυνση των στρατηγικών συμπεριφορών τόσο των οφειλετών όσο και των πιστωτών και (δ) αποτελεσματικό πλαίσιο αφερεγγυότητας φυσικών προσώπων.

19 Βλ. Banerjee, R., E. Kharroubi and U. Lewrick (2020), "Bankruptcies, unemployment and reallocation from Covid-19", *BIS Bulletin*, 31.

20 Βλ. Barrero, J.M., N. Bloom and S. Davis (2020), "COVID-19 Is Also a Reallocation Shock", NBER Working Paper 27137, και Banerjee et al. (2020), όπ.π.

21 Βλ. Blanchard, O., T. Philippon and J. Pisani-Ferry (2020), "A new policy toolkit is needed as countries exit COVID-19 lockdowns", Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 20-8.

**Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής**

Μελέτες τεκμηριώνουν τη σύνδεση της χρηματοοικονομικής θέσης των τραπεζών και των πλαισίων αφερεγγυότητας, καθώς και τη συμβολή και των δύο στην προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης. Για να μειωθεί το πρόβλημα των μη οικονομικά βιώσιμων εταιριών, είναι απαραίτητο οι ισολογισμοί των τραπεζών να είναι ισχυροί, γεγονός που υπογραμμίζει την ανάγκη μέτρων για τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Χρησιμοποιώντας το δείκτη του ΟΟΣΑ, η παρούσα ανάλυση ανέδειξε τις πιθανές θετικές συνέπειες του νέου πτωχευτικού κώδικα στην αναδιάρθρωση της ελληνικής οικονομίας. Ως εκ τούτου, ο νέος πτωχευτικός κώδικας αποτελεί σημαντικό βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση. Ειδικά στην παρούσα συγκυρία, κατά την οποία είναι αναγκαία η ταχεία αναδιάρθρωση χρέους βιώσιμων εταιριών και η ομαλή εκκαθάριση μη οικονομικά βιώσιμων επιχειρήσεων, το νέο πλαίσιο είναι κρίσιμο εργαλείο που θα αυξήσει την ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας στην πανδημία και, εφόσον εφαρμοστεί αποτελεσματικά, θα συμβάλει στη μείωση του χρόνου που απαιτείται τόσο από τις εξωδικαστικές όσο και από τις δικαστικές διαδικασίες για την εξυγίανση ή εκκαθάριση των επιχειρήσεων που αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην εξυπηρέτηση των δανείων τους. Τέλος, παρόλο που η γρηγορότερη εκκαθάριση προβληματικών επιχειρήσεων είναι μεσοπρόθεσμα επιθυμητή, είναι πιθανό να οδηγήσει βραχυπρόθεσμα σε απώλεια θέσεων εργασίας. Αναδεικνύεται έτσι η ανάγκη εφαρμογής ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης, ούτως ώστε η απορρόφηση των εργαζομένων από άλλες επιχειρήσεις να είναι ταχεία, καθώς και παθητικών πολιτικών απασχόλησης, ούτως ώστε τα ενισχυθούν τα εισοδήματα των πληττόμενων εργαζομένων μέχρι τη μετακίνησή τους σε νέες θέσεις εργασίας.<sup>22</sup>

22 Βλ. Andrews, D. and A. Saia (2016), “Coping with creative destruction: Reducing the costs of firm exit”, OECD Economics Department Working Papers no. 1353.

**Πλαίσιο IV.3****ΟΙ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΙΚΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΚΥΡΙΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ: ΜΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΙΣΡΩΩΝ-ΕΚΡΩΩΝ****Εισαγωγή**

Η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε ένα κρίσιμο σημείο, καθώς τα μέτρα για τον περιορισμό της διασποράς του κορωνοϊού και ειδικότερα η προσωρινή αναστολή των δραστηριοτήτων είχαν ως συνέπεια την αντιστροφή των θετικών ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης και ανόδου της απασχόλησης. Σε αυτό το πλαίσιο, η γνώση της υφιστάμενης κλαδικής διάρθρωσης της ελληνικής οικονομίας και της σύνδεσης της ζήτησης με την παραγωγή είναι χρήσιμη για την αξιολόγηση των δυνατοτήτων αύξησης του προϊόντος και της απασχόλησης, όταν η πανδημία θα έχει τεθεί υπό έλεγχο και θα έχει ξεκινήσει η ανάκαμψη της εγχώριας και της διεθνούς ζήτησης. Επιπλέον, η γνώση αυτή είναι ωφέλιμη για το σχεδιασμό παρεμβάσεων πολιτικής με στόχο την ενίσχυση της ανάκαμψης και της ανθεκτικότητας της ελληνικής οικονομίας.

Στην ανάλυση που ακολουθεί επιχειρείται μια χαρτογράφηση και ποσοτικοποίηση των σχέσεων μεταξύ των διαφόρων κλάδων παραγωγής με τη βοήθεια πολλαπλασιαστών εισροών-εκροών. Συγκεκριμένα εκτιμώνται, για επιλεγμένους κλάδους, οι πολλαπλασιαστές ως προς το εγχώριο προϊόν και την προστιθέμενη αξία, καθώς και ως προς την απασχόληση, χρησιμοποιώντας τα δεδομένα των πινάκων εισροών-εκροών για την ελληνική οικονομία.<sup>1</sup> Οι πολλαπλασιαστές που υπολογίζονται παρέχουν επιπλέον πληροφόρηση για τη σημασία των επιλεγμένων κλάδων, που βασίζεται στην έκταση των διασυνδέσεών τους με την υπόλοιπη οικονομία μέσω της ιδιότητάς τους ως αγοραστών και πωλητών ενδιάμεσων εισροών αγαθών και υπηρεσιών.

1 Για μια παρουσίαση του συνόλου των πολλαπλασιαστών της ελληνικής οικονομίας και της μεθοδολογίας υπολογισμού τους βλ. Backinezos, C., S. Panagiotou and E. Vourvachaki (2020), “Multiplier effects by sector: An input-output analysis of the Greek economy”, Bank of Greece, *Economic Bulletin*, no. 52 (υπό έκδοση).



### Σύντομη περιγραφή της μεθοδολογίας εκτίμησης των πολλαπλασιαστών<sup>2</sup>

Οι συνηθέστεροι πολλαπλασιαστές εισροών-εκροών είναι οι πολλαπλασιαστές ως προς το προϊόν, οι οποίοι δείχνουν για κάθε κλάδο της οικονομίας την αξία του προϊόντος που χρειάζεται να παραχθεί σε όλους τους κλάδους της οικονομίας και σε όλα τα στάδια παραγωγής για την ικανοποίηση μίας χρηματικής μονάδας τελικής ζήτησης του κλάδου. Ανάλογα ορίζονται και οι πολλαπλασιαστές ως προς την προστιθέμενη αξία και την απασχόληση, η οποία μετρείται σε φυσικές μονάδες, δηλαδή σε αριθμό απασχολούμενων. Σημειώνεται ότι οι πολλαπλασιαστές ως προς την ακαθάριστη προστιθέμενη αξία (ΑΠΑ) προσεγγίζουν καλύτερα τη σχέση της ζήτησης με το ΑΕΠ, αφού το τελευταίο προκύπτει από το αλγεβρικό άθροισμα της ΑΠΑ και των καθαρών φόρων επί των προϊόντων. Οι πολλαπλασιαστές ως προς την προστιθέμενη αξία (απασχόληση) δείχνουν για κάθε κλάδο της οικονομίας την ΑΠΑ (αριθμό απασχολούμενων) που δημιουργείται σε όλους τους κλάδους της οικονομίας και σε όλα τα στάδια παραγωγής για την ικανοποίηση μίας χρηματικής μονάδας τελικής ζήτησης του κλάδου.

Ο υπολογισμός των πολλαπλασιαστών βασίζεται στη λύση του γραμμικού συστήματος εξισώσεων του στατικού υποδείγματος εισροών-εκροών, όπου το συνολικό προϊόν όλων των κλάδων της οικονομίας (διάνυσμα  $X$ ) το οποίο απαιτείται για την ικανοποίηση της τελικής ζήτησης (διάνυσμα  $Y$ ) προκύπτει από τη σχέση:

$$X=(I-A)^{-1} Y$$

Ο πίνακας  $A$  (matrix  $A$ ) είναι ο πίνακας των τεχνολογικών συντελεστών ( $a_{ij}$ ), οι οποίοι αντιστοιχούν στην αξία του προϊόντος του κλάδου  $i$  που χρησιμοποιείται για την παραγωγή μίας μονάδας του προϊόντος  $j$ .<sup>3</sup> Εξ ορισμού, ο πίνακας  $A$  μετρά τις άμεσες επιδράσεις της τελικής ζήτησης στο προϊόν, από τη χρήση ενδιάμεσων εισροών, στο αρχικό στάδιο της παραγωγικής διαδικασίας. Ο πίνακας  $(I-A)^{-1}$  μετρά τις συνολικές (άμεσες και έμμεσες) επιδράσεις σε όλα τα στάδια της παραγωγής. Τέλος, ο πίνακας  $A$  μπορεί να αντικατασταθεί από έναν επαυξημένο πίνακα  $B$ , ο οποίος περιλαμβάνει μια πρόσθετη γραμμή που αντιστοιχεί στα μερίδια των αμοιβών μισθωτής εργασίας των νοικοκυριών στο προϊόν κάθε κλάδου και μια πρόσθετη στήλη που απεικονίζει τα μερίδια της κατανάλωσης των νοικοκυριών ανά κλάδο στο σύνολο της τελικής κατανάλωσης των νοικοκυριών. Σ' αυτή την περίπτωση, το ανωτέρω σύστημα εξισώσεων ενσωματώνει και τις προκαλούμενες επιδράσεις από την κατανάλωση των εισοδημάτων των εργαζομένων, η οποία δημιουργεί επιπλέον ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών.

Οι πολλαπλασιαστές ως προς το προϊόν για τους επιμέρους κλάδους της οικονομίας, που παρουσιάζονται στη συνέχεια, διακρίνονται σε δύο κατηγορίες:

**Απλοί**, οι οποίοι προκύπτουν για κάθε κλάδο ως το άθροισμα των στοιχείων της αντίστοιχης στήλης του  $(I-A)^{-1}$ . Αναλύονται σε:

- *άμεσους*, που υπολογίζονται ως το άθροισμα των στηλών του πίνακα  $A$ , στο οποίο προστίθεται η μονάδα που εκφράζει το αρχικό προϊόν που πρέπει να παραχθεί για την ικανοποίηση μιας μονάδας ζήτησης, και
- *έμμεσους*, που προκύπτουν από τη διαφορά του άμεσου πολλαπλασιαστή από τον απλό και εκφράζουν τις προκαλούμενες *έμμεσες επιδράσεις παραγωγής*.

**Συνολικοί**, οι οποίοι υπολογίζονται για κάθε κλάδο ως το άθροισμα των στοιχείων της αντίστοιχης στήλης του  $(I-B)^{-1}$  και συμπεριλαμβάνουν και τα αποτελέσματα από την κατανάλωση των νοικοκυριών.

Η διαφορά του απλού πολλαπλασιαστή από το συνολικό είναι οι *προκαλούμενες έμμεσες επιδράσεις κατανάλωσης*, οι οποίες είναι μεγαλύτερες όσο υψηλότερη είναι η συμμετοχή των αμοιβών της μισθωτής εργασίας στο προϊόν του κλάδου και όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό του εισοδήματος που καταναλώνεται.

2 Για μια εκτενή παρουσίαση της μεθοδολογίας, βλ. ενδεικτικά Miller, R.E. and P.D. Blair (2009), *Input-Output Analysis: Foundations and Extensions*, 2nd edition, Cambridge University Press.

3 Η σχέση αυτή επιτρέπει το μετασχηματισμό του διανύσματος της τελικής ζήτησης  $Y$  στο διάνυσμα του προϊόντος  $X$ , πολλαπλασιάζοντας το πρώτο με τον αντίστροφο πίνακα Leontief  $(I-A)^{-1}$ . Από αυτή την άποψη, ο πίνακας  $(I-A)^{-1}$  μπορεί να θεωρηθεί ως ένα σύνολο πολλαπλασιαστών από κλάδο σε κλάδο.

Οι απλοί πολλαπλασιαστές ως προς την προστιθέμενη αξία και την απασχόληση υπολογίζονται αντίστοιχα από τις σχέσεις:

$$V = v(I-A)^{-1} \text{ και } E = e(I-A)^{-1}$$

όπου  $v$  και  $e$  είναι τα διανύσματα με τις αναλογίες της προστιθέμενης αξίας και της απασχόλησης στο προϊόν κάθε κλάδου, οι οποίες αυξάνουν το μέγεθος των αντίστοιχων πολλαπλασιαστών. Ανάλογα ορίζονται και οι συνολικοί πολλαπλασιαστές ως προς την προστιθέμενη αξία και την απασχόληση.

### Περιγραφή των πολλαπλασιαστών – Αποτελέσματα της ανάλυσης

Στην παρούσα ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν οι πιο πρόσφατοι πίνακες εισροών-εκροών, που αφορούν το έτος 2015. Η επιλογή των κλάδων βασίστηκε στους κορυφαίους 10 κλάδους με βάση το μερίδιό τους είτε στο σύνολο της ΑΠΑ είτε στη συνολική απασχόληση (σε εθνικολογιστική βάση) για το έτος 2019. Από το συνδυασμό αυτών των κλάδων προέκυψαν οι 12 κλάδοι που παρουσιάζονται παρακάτω.<sup>4</sup>

#### Πολλαπλασιαστές προϊόντος (αξίας παραγωγής):

Οι κλάδοι της *Παραγωγής τροφίμων, ποτών και καπνού* και των *Κατασκευών* καταγράφουν τους υψηλότερους απλούς πολλαπλασιαστές –πάνω από το μέσο όρο της οικονομίας– αντανακλώντας τις σημαντικές διασυνδέσεις με τους υπόλοιπους κλάδους από τους οποίους αντλούν ενδιάμεσες εισροές (βλ. Διάγραμμα Α).<sup>5</sup> Αντίθετα, οι κλάδοι των υπηρεσιών όπως η *Εκπαίδευση* και η *Δημόσια διοίκηση και άμυνα* εμφανίζουν χαμηλές τιμές απλών πολλαπλασιαστών, που σημαίνει μικρότερη διασύνδεση με τους υπόλοιπους κλάδους της οικονομίας. Ωστόσο, αν ληφθούν υπόψη τα έμμεσα αποτελέσματα της κατανάλωσης, δηλαδή ο συνολικός πολλαπλασιαστής, οι δύο αυτοί κλάδοι κατατάσσονται πρώτοι, αφού οι αμοιβές της εργασίας έχουν μεγαλύτερο μερίδιο στο συνολικό τους προϊόν, συμβάλλοντας σε υψηλότερες συνολικές επιδράσεις στο προϊόν μέσω της αύξησης της κατανάλωσης των νοικοκυριών. Από την άλλη πλευρά, οι κλάδοι των *Κατασκευών* και της *Παραγωγής τροφίμων, ποτών και καπνού* παρουσιάζουν από τα μικρότερα έμμεσα αποτελέσματα κατανάλωσης, αφού οι αμοιβές της εργασίας έχουν μικρότερο μερίδιο στο συνολικό τους προϊόν σε σχέση με άλλους κλάδους. Τόσο το *Χονδρικό εμπόριο* όσο και το *Λιανικό εμπόριο* παρουσιάζουν απλά πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα αντίστοιχα με εκείνα του μέσου όρου της οικονομίας. Όμως, τα έμμεσα αποτελέσματα κατανάλωσης του κλάδου του *Λιανικού εμπορίου* είναι υψηλότερα από εκείνα του *Χονδρικού*, αφού το μερίδιο της αποζημίωσης των εργαζομένων στο σύνολο του προϊόντος είναι υψηλότερο στον πρώτο συγκριτικά με το δεύτερο. Ο κλάδος της *Παροχής υπηρεσιών καταλύματος και εστίασης* καταγράφει υψηλότερο από το μέσο όρο της οικονομίας απλό πολλαπλασιαστή, γεγονός που καταδεικνύει τις διασυνδέσεις που έχει με τους υπόλοιπους κλάδους της οικονομίας ως αγοραστής ενδιάμεσων εισροών. Ωστόσο, υπολείπεται του μέσου όρου της οικονομίας ως προς τα έμμεσα αποτελέσματα κατανάλωσης, με συνέπεια να κατατάσσεται χαμηλότερα από αυτόν με βάση το συνολικό του πολλαπλασιαστή.

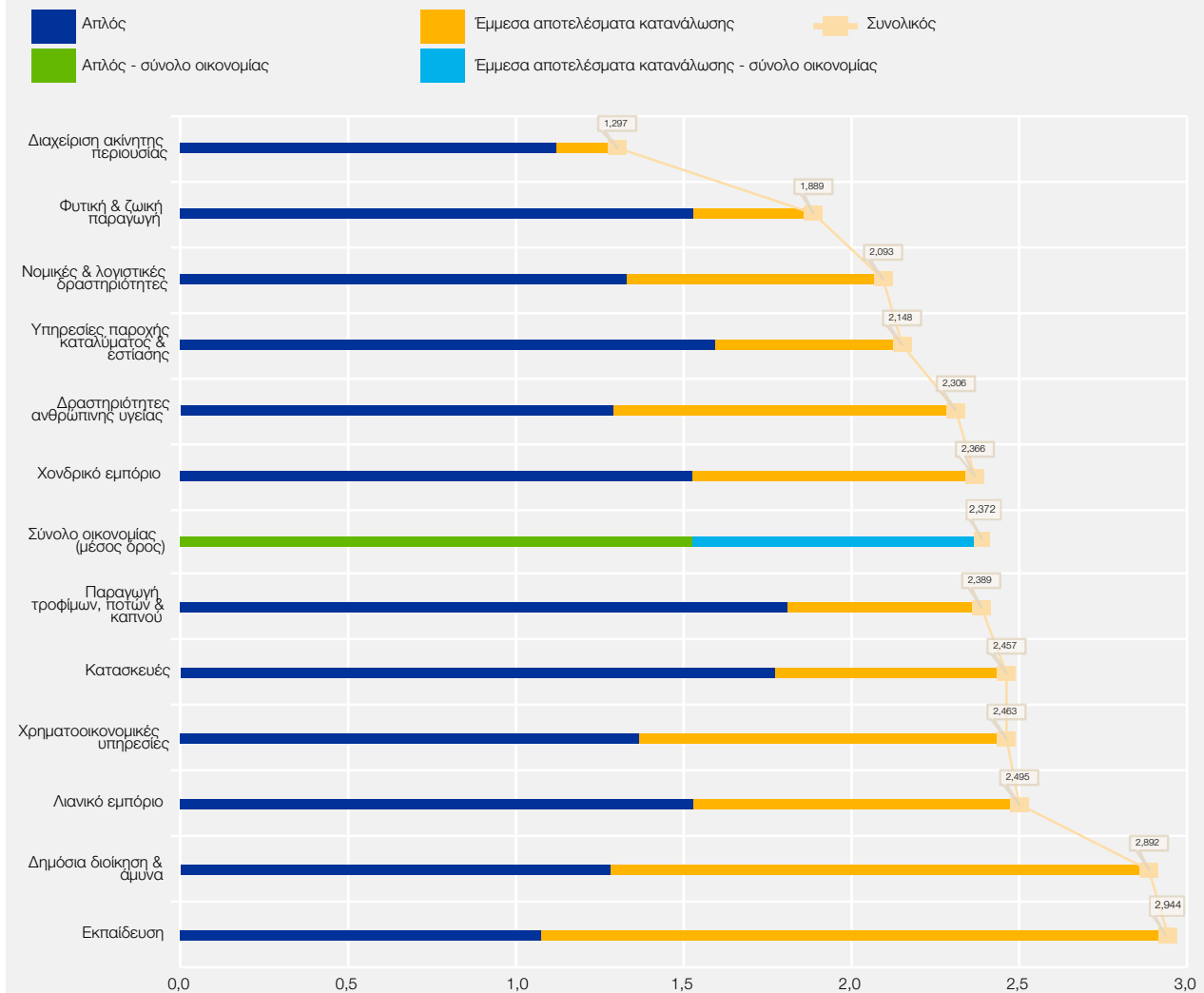
#### Πολλαπλασιαστές ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας (ΑΠΑ):

Στο σύνολο της οικονομίας, ο μέσος όρος του απλού πολλαπλασιαστή της ΑΠΑ είναι 0,8, ενώ του συνολικού ανέρχεται σε 1,1, έτσι ώστε μία αύξηση της τελικής ζήτησης κατά 1 εκατ. ευρώ οδηγεί σε αύξηση της συνολικής ΑΠΑ κατά 0,8 εκατ. ευρώ χωρίς τις έμμεσες επιδράσεις της κατανάλωσης και σε 1,1 εκατ. ευρώ συμπεριλαμβανομένων αυτών (βλ. Διάγραμμα Β). Σε κλαδικό επίπεδο, όπως εξηγήθηκε και παραπάνω, οι υπηρεσίες εμφανίζουν υψηλότερες πολλαπλασιαστικές επιδράσεις, σε όρους τόσο απλού όσο και συνολικού πολλαπλασιαστή, συγκριτικά με τους τρεις –εκτός υπηρεσιών– κλάδους (*Φυτική και ζωική παραγωγή, Παραγωγή τροφίμων, ποτών*

4 Οι κλάδοι της *Διαχείρισης ακίνητης περιουσίας* και των *Χρηματοοικονομικών υπηρεσιών* ανήκουν στους κορυφαίους 10 μόνο με βάση την ΑΠΑ, ενώ οι κλάδοι των *Κατασκευών* και των *Νομικών και λογιστικών δραστηριοτήτων* ανήκουν στους κορυφαίους 10 μόνο με βάση την απασχόληση. Οι υπόλοιποι 8 κλάδοι κατατάσσονται στους κορυφαίους 10 με βάση τόσο την ΑΠΑ όσο και την απασχόληση.

5 Για παράδειγμα, μια αύξηση της εγχώριας ζήτησης για τον κλάδο *Παραγωγής τροφίμων, ποτών και καπνού* κατά 1 εκατ. ευρώ συντελεί σε αύξηση του συνολικού προϊόντος της οικονομίας (ακαθάριστη αξία παραγωγής) κατά 1,8 εκατ. ευρώ (απλός πολλαπλασιαστής) και κατά 2,4 εκατ. ευρώ (συνολικός πολλαπλασιαστής) αν ληφθούν υπόψη και τα έμμεσα αποτελέσματα κατανάλωσης.

Διάγραμμα Α Πολλαπλασιαστές αξίας παραγωγής (προϊόν)\*



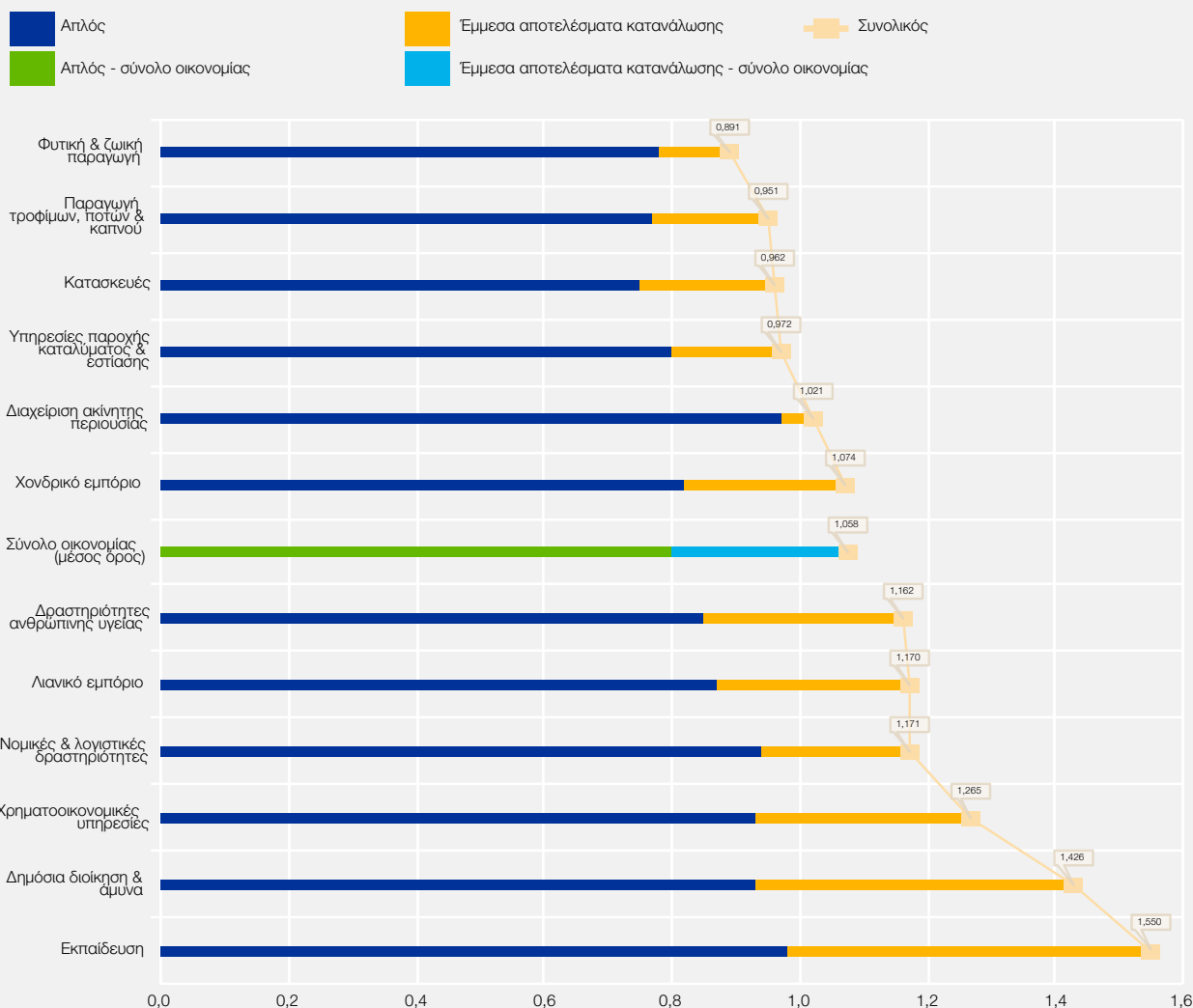
\* Οι πολλαπλασιαστές προϊόντος δείχνουν, για κάθε κλάδο της οικονομίας, την αξία του προϊόντος που χρειάζεται να παραχθεί σε όλους τους κλάδους της οικονομίας και σε όλα τα στάδια παραγωγής μετά από μία αύξηση της τελικής ζήτησης κατά 1 εκατ. ευρώ.  
 Πηγή: Backinzeos, C., S. Panagiotou and E. Vourvachaki (2020), "Multiplier effects by sector: An input-output analysis of the Greek economy", Bank of Greece, Economic Bulletin no. 52 (υπό έκδοση). Επεξεργασία: Τράπεζα της Ελλάδος.

και καπνού και Κατασκευές). Η Εκπαίδευση είναι ο κλάδος με τον υψηλότερο συνολικό πολλαπλασιαστή, μεγαλύτερο και από το μέσο όρο της οικονομίας, ακολουθούμενη από τη Δημόσια διοίκηση και άμυνα. Ο κλάδος Παροχής υπηρεσιών καταλύματος και εστίασης έχει απλό πολλαπλασιαστή που είναι κοντά στον απλό πολλαπλασιαστή για το μέσο όρο της οικονομίας, όμως κατατάσσεται χαμηλότερα από το μέσο όρο της οικονομίας με βάση το συνολικό πολλαπλασιαστή.

**Πολλαπλασιαστές απασχόλησης:**

Οι πολλαπλασιαστές απασχόλησης για κάθε κλάδο δείχνουν την αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων στο σύνολο της οικονομίας ως αποτέλεσμα της αύξησης της τελικής ζήτησης του κλάδου κατά 1 εκατ. ευρώ (βλ. Διάγραμμα Γ). Σύμφωνα με το μέσο όρο στο σύνολο της οικονομίας, μια αύξηση της τελικής ζήτησης κατά 1 εκατ. ευρώ οδηγεί σε αύξηση του αριθμού των εργαζομένων κατά 25 άτομα λόγω των άμεσων και έμμεσων επιδράσεων παραγωγής. Η αύξηση αυτή ανέρχεται σε 31 άτομα εφόσον ληφθούν υπόψη και οι έμμεσες επιδράσεις κατανάλωσης. Συνολικά, οι πολλαπλασιαστικές επιδράσεις στην απασχόληση απορρέουν από τις άμεσες και έμμεσες επιδράσεις της παραγωγής (απλοί πολλαπλασιαστές). Ειδικότερα, οι πολλαπλασιαστές απασχόλησης

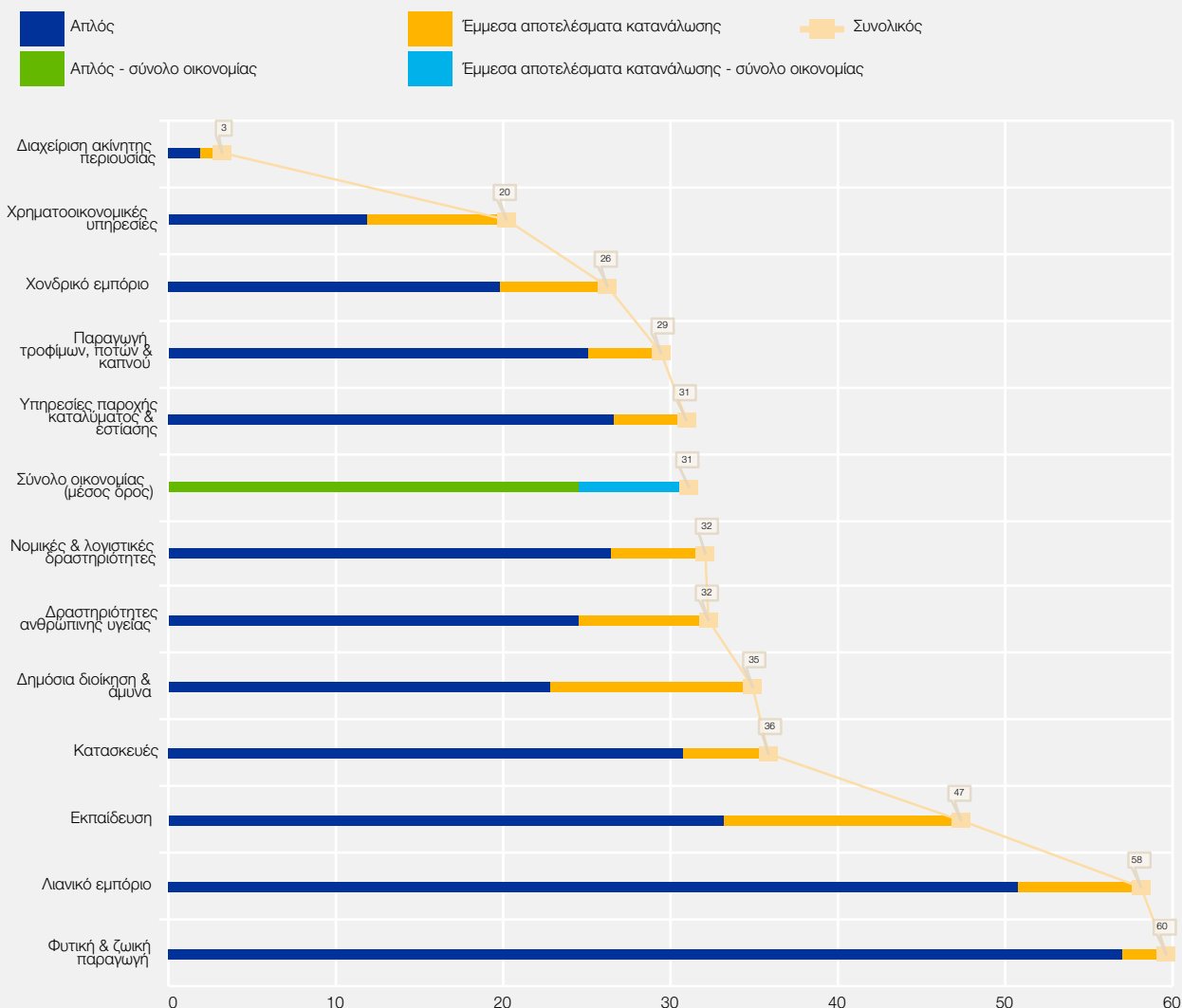
Διάγραμμα Β Πολλαπλασιαστές ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας (ΑΠΑ)\*



\* Οι πολλαπλασιαστές ΑΠΑ δείχνουν, για κάθε κλάδο της οικονομίας, την ΑΠΑ που δημιουργείται σε όλους τους κλάδους της οικονομίας και σε όλα τα στάδια παραγωγής από μία αύξηση της τελικής ζήτησης κατά 1 εκατ. ευρώ.  
 Πηγή: Backinzeos, C., S. Panagiotou and E. Vourvachaki (2020), "Multiplier effects by sector: An input-output analysis of the Greek economy", Bank of Greece, Economic Bulletin no. 52 (υπό έκδοση). Επεξεργασία: Τράπεζα της Ελλάδος.

αντανακλούν κυρίως την ένταση εργασίας της τεχνολογίας παραγωγής των επιμέρους κλάδων και συνεπώς συνδέονται και με την παραγωγικότητα της εργασίας σε αυτούς. Οι κλάδοι *Φυτική και ζωική παραγωγή* και *Λιανικό εμπόριο*, εκτός από πολύ μεγάλα μερίδια στην απασχόληση το 2019 (10,2% και 10,6% αντίστοιχα), διακρίνονται και για τους μεγαλύτερους πολλαπλασιαστές στην απασχόληση. Αυτό οφείλεται πρωτίστως στη σχετικά μεγάλη ένταση εργασίας της τεχνολογίας παραγωγής στους κλάδους αυτούς. Ο κλάδος *Παροχή καταλύματος και εστίασης*, που σημείωσε το μεγαλύτερο μερίδιο στην απασχόληση το 2019 (12,5%), έχει συνολικές πολλαπλασιαστικές επιδράσεις στην απασχόληση μέσω της αλληλεπίδρασής του με άλλους κλάδους παραγωγής που είναι ανάλογες με το μέσο όρο στο σύνολο της οικονομίας. Επιπλέον, όπως και στην περίπτωση των πολλαπλασιαστών ΑΠΑ, οι μεγαλύτερες έμμεσες πολλαπλασιαστικές επιδράσεις κατανάλωσης σημειώνονται στους κλάδους της *Εκπαίδευσης* και της *Δημόσιας διοίκησης και άμυνας*. Όπως αναφέρθηκε ήδη, μια αύξηση του προϊόντος σε αυτούς τους κλάδους αφορά σε συντριπτικό βαθμό τη δημιουργία αξίας που προστίθεται στο ΑΕΠ, λόγω της μικρής διαρροής στην αγορά ενδιάμεσων αγαθών και υπηρεσιών (και δη εισαγομένων). Παράλληλα, σχεδόν το σύνολο της πρόσθετης αξίας που παράγουν αυτοί οι κλάδοι αποδίδεται στις αμοιβές της εργασίας, λόγω της τεχνολογίας παραγωγής (υψηλή ένταση εργασίας) και διάρθρωσής τους (αφορούν κυρίως το δημόσιο τομέα). Συνεπώς, μια

Διάγραμμα Γ Πολλαπλασιαστές απασχόλησης (αριθμός απασχολουμένων)\*



\* Οι πολλαπλασιαστές απασχόλησης δείχνουν, για κάθε κλάδο της οικονομίας, τον αριθμό των απασχολουμένων που δημιουργείται σε όλους τους κλάδους της οικονομίας και σε όλα τα στάδια παραγωγής από μία αύξηση της τελικής ζήτησης κατά 1 εκατ. ευρώ.  
 Πηγή: Backinzeos, C., S. Panagiotou and E. Vourvachaki (2020), "Multiplier effects by sector: An input-output analysis of the Greek economy", Bank of Greece, Economic Bulletin no. 52 (υπό έκδοση). Επεξεργασία: Τράπεζα της Ελλάδος.

αύξηση της παραγωγής στους εν λόγω κλάδους επιστρέφει στο εγχώριο σύστημα της παραγωγής μέσω της κατανάλωσης των νοικοκυριών, ενισχύοντας περαιτέρω την απασχόληση.

### Η περίπτωση του τουρισμού<sup>6</sup>

Ο τουρισμός βρίσκεται στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος από την αρχή της πανδημίας, καθώς περιλαμβάνει εξ ορισμού ένα ευρύ σύνολο κλάδων της οικονομικής δραστηριότητας και έχει επιπλέον επιδράσεις στην υπόλοιπη οικονομία μέσω της προμήθειας ενδιάμεσων εισροών, των επενδύσεων και της δαπάνης του Δημοσίου για την ανάπτυξη του τουριστικού προϊόντος. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι πολλαπλασιαστές των κλάδων οι οποίοι παράγουν αγαθά και υπηρεσίες που συνδέονται με την τουριστική κατανάλωση και οι οποίοι αναμένεται να δεχθούν εντονότερες επιδράσεις από μια εξωγενή μεταβολή των εισπράξεων από τον εξωτερικό τουρισμό,

6 Βλ. επίσης Πλαίσιο IV.3 "Οι επιπτώσεις της πανδημίας COVID-19 στον τουρισμό και την οικονομία", Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2019-2020, Ιούνιος 2020.



**Πολλαπλασιαστές των κλάδων που αντιστοιχούν σε αγαθά και υπηρεσίες συνδεδεμένα με την τουριστική δαπάνη και συμβολή των ταξιδιωτικών εισπράξεων στην οικονομική δραστηριότητα**

Κωδικός κλάδου NACE rev.2	Κλάδοι	Αξία παραγωγής			Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία		Απασχόληση		Κατανομή ταξιδιωτικών εισπράξεων ανά κλάδο
		Άμεσος	Απλός	Συνολικός	Απλός	Συνολικός	Απλός	Συνολικός	
47	Λιανικό εμπόριο	1,41	1,53	2,50	0,87	1,17	51	58	4,90
49	Χερσαίες μεταφορές και μεταφορές μέσω αγωγών	1,38	1,59	2,32	0,80	1,02	27	32	7,10
50	Θαλάσσιες μεταφορές	1,40	1,61	2,07	0,73	0,87	11	14	9,00
51	Αεροπορικές μεταφορές	1,52	1,78	2,37	0,65	0,83	14	12	5,40
55-56	Καταλύματα και υπηρεσίες εστίασης	1,37	1,59	2,15	0,80	0,97	27	31	63,30
77	Ενοίκιαση και εκμίσθωση μηχανοκίνητων οχημάτων	1,40	1,58	2,21	0,86	1,05	24	29	1,80
79	Δραστηριότητες ταξιδιωτικών πρακτορείων	1,67	2,05	2,86	0,77	1,01	23	29	3,70
80-82	Διοικητικές δραστηριότητες και υποστήριξης επιχειρήσεων (οργάνωση συνεδρίων)	1,35	1,52	2,81	0,88	1,28	38	48	1,00
90-92	Δραστηριότητες βιβλιοθηκών, μουσείων και λοιπές πολιτιστικές δραστηριότητες	1,29	1,42	1,99	0,90	1,08	16	21	1,90
93	Αθλητικές υπηρεσίες και υπηρεσίες διασκέδασης και ψυχαγωγίας	1,48	1,73	3,05	0,82	1,22	38	48	1,90
	Σταθμικός μέσος όρος: στάθμιση με τα μερίδια του κλάδου στη συνολική τουριστική δαπάνη	1,40	1,62	2,23	0,79	0,98	26	30	
	(εκατ. ευρώ)	Κλάδοι τουρισμού			Ποσοστιαία συμβολή στα συνολικά μεγέθη της οικονομίας (σε %)		Συνολικά μεγέθη της οικονομίας		
	Ταξιδιωτικές εισπράξεις έτους 2019	18.179							
	Αξία παραγωγής	40.584			13,6		299.125		
	Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία	17.860			11,2		159.037		
	ΑΕΠ	20.597			11,2		183.413		
	Απασχόληση (αριθμός απασχολουμένων)	546			12,0		4.064		

Πηγές: Backinezos, C., S. Panagiotou and E. Vourvachaki (2020), "Multiplier effects by sector: An input-output analysis of the Greek economy", Bank of Greece, Economic Bulletin no. 52 (υπό έκδοση), για τους πολλαπλασιαστές. Τράπεζα της Ελλάδος: Στατιστική ισοζυγίου πληρωμών για τις ταξιδιωτικές εισπράξεις. ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί Λογαριασμοί για τα συνολικά μεγέθη της οικονομίας. Hackl, P. and St. Chatzimarkakis (2017), Tourism Satellite Accounts: Potentials and Needs, για την κατανομή της τουριστικής δαπάνης.

όπως αυτή που προκλήθηκε από τη λήψη περιοριστικών μέτρων λόγω της πανδημίας.<sup>7</sup> Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα, οι **ταξιδιωτικές εισπράξεις** για το 2019, λαμβάνοντας υπόψη και τις έμμεσες επιδράσεις της παραγωγής και της κατανάλωσης είναι ίσες (σε τρέχουσες τιμές) με το 13,6% της αξίας παραγωγής. Ωστόσο η συμβολή τους στην οικονομική δραστηριότητα, όπως εκτιμάται με βάση τους πολλαπλασιαστές της ΑΠΑ, ανέρχεται σε 11,2% του ΑΕΠ της χώρας και σε 12,0% της συνολικής απασχόλησης.

### Συμπεράσματα

Οι πολλαπλασιαστές εισροών-εκροών οι οποίοι παρουσιάστηκαν για σημαντικούς (με βάση το μερίδιό τους στην ΑΠΑ και την απασχόληση) κλάδους της ελληνικής οικονομίας συνοψίζουν τη βαρύτητα των συγκεκριμένων κλάδων όσον αφορά το μέγεθος των διασυνδέσεών τους με άλλους εγχώριους κλάδους μέσα από τη διαδικασία της

<sup>7</sup> Η επιλογή των κλάδων βασίζεται στα διεθνή πρότυπα για την τουριστική στατιστική – International Recommendations for Tourism Statistics (IRTS 2008) του Διεθνούς Οργανισμού Τουρισμού.

παραγωγής και της κατανάλωσης. Οι υψηλές πολλαπλασιαστικές επιδράσεις ενός κλάδου συνεπάγονται ότι διαταραχές στην τελική του ζήτηση δύνανται να έχουν ισχυρό αντίκτυπο στο σύνολο της οικονομίας, πλέον αυτού που αντανακλάται από το μέγεθός του.

Ένα από τα κυριότερα συμπεράσματα της ανάλυσης είναι ότι ο κλάδος της *Εκπαίδευσης* αναδεικνύεται για τις σημαντικές του πολλαπλασιαστικές επιδράσεις στο ΑΕΠ και την απασχόληση, δεδομένης της έντασης εργασίας της τεχνολογίας παραγωγής του, καθώς και της διάρθρωσής του. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις αυτές, μια αύξηση της δαπάνης για την εκπαίδευση, με στόχο τη διεύρυνση και βάθυνση των δεξιοτήτων του ανθρώπινου κεφαλαίου, αναμένεται να έχει σημαντικές πολλαπλασιαστικές επιδράσεις στο ελληνικό ΑΕΠ και την απασχόληση και να ενισχύσει τη διαδικασία του ψηφιακού μετασχηματισμού της ελληνικής οικονομίας.

Τέλος, όσον αφορά τον κλάδο του τουρισμού, οι εκτιμήσεις των πολλαπλασιαστών δείχνουν ότι ο βαθμός της διασύνδεσής του με τους άλλους κλάδους παραγωγής και οι έμμεσες επιδράσεις του στην κατανάλωση δεν διαφέρουν σημαντικά από αυτόν του μέσου κλάδου της ελληνικής οικονομίας. Το αποτέλεσμα αυτό δεν αναιρεί τη μεγάλη βαρύτητα του τουρισμού στο ΑΕΠ και την απασχόληση, ωστόσο διαγράφει τα όρια της εξάρτησης του συνόλου του παραγωγικού ιστού της ελληνικής οικονομίας από τα έσοδα από τον εξωτερικό τουρισμό και συνεπώς την έκταση των μακροοικονομικών επιδράσεων τυχόν εξωγενών διαταραχών σε αυτά, όπως η επίδραση της πανδημίας του κορωνοϊού.

# V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η δημοσιονομική πολιτική το 2020 μεταστράφηκε σε έντονα επεκτατική σε σύγκριση με ό,τι αρχικά προβλεπόταν, προκειμένου να περιορίσει τις αρνητικές επιπτώσεις της πανδημίας στην πραγματική οικονομία. Το αναπτυξιακό και δημοσιονομικά ουδέτερο μίγμα που προέβλεπε ο Προϋπολογισμός του 2020 συνοδεύθηκε από πλήθος επεκτατικών παρεμβάσεων, με αποτέλεσμα τη δημιουργία ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης το τρέχον έτος. Σε συνδυασμό με τη ραγδαία μείωση της οικονομικής δραστηριότητας και τον αποπληθωρισμό, η δημοσιονομική επέκταση επιφέρει σημαντική αύξηση του δημόσιου χρέους.

## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

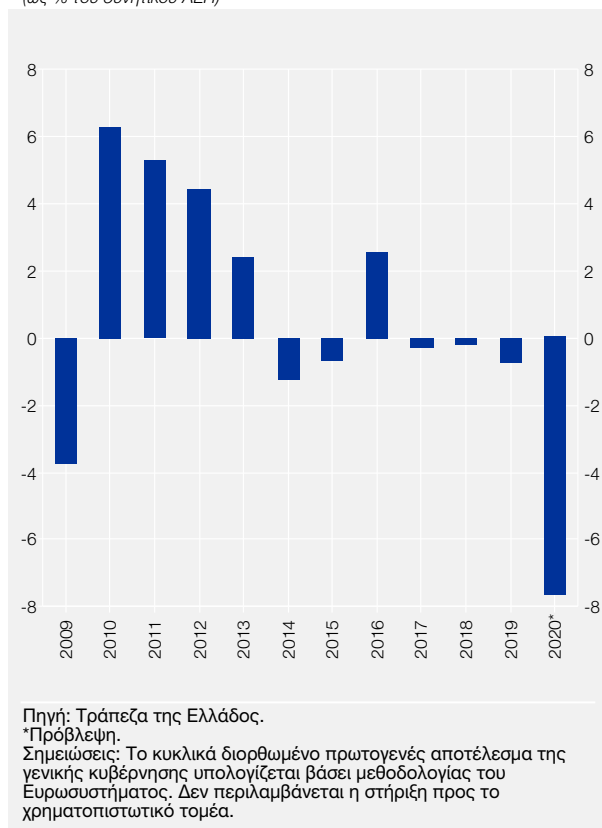
Το δεύτερο εξάμηνο του 2020 συνεχίστηκε η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική<sup>2</sup> που άρχισε να εφαρμόζεται από τα μέσα Φεβρουαρίου ως αντιστάθμισμα των αρνητικών επιδράσεων της υγειονομικής κρίσης στην πραγματική οικονομία. Επιπλέον, αποφασίστηκε η παροχή σημαντικής οικονομικής ενίσχυσης στο πλαίσιο του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης “Next Generation EU” (NGEU) και εκταμιεύθηκαν πόροι του προγράμματος SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) της ΕΕ.

Χάρη στη συνολική στρατηγική της κυβέρνησης για την αναχαίτιση των επιπτώσεων της πανδημικής κρίσης, σε συνδυασμό με την αποφασιστική συμβολή της ΕΕ και των μέτρων στήριξης της ΕΚΤ στην αντιμετώπιση της αρνητικής συγκυρίας, το κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου διατηρήθηκε σε χαμηλά επίπεδα. Το Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο αντλήθηκαν κεφάλαια από τις διεθνείς αγορές με συνεχώς μειούμενα επιτόκια, με αποτέλεσμα τη διατήρηση του ταμειακού αποθέματος σε υψηλά επίπεδα.

Το 2021 προβλέπεται σταδιακή επάνοδος στη δημοσιονομική ισορροπία. Υπό την προϋπόθεση ότι η πανδημία θα τεθεί υπό έλεγχο, το δημοσιονομικό έλλειμμα αναμένεται να περιοριστεί σημαντικά λόγω της σταδιακής απόσυρσης των επεκτατικών δημοσιονομικών παρεμβάσεων και της προβλεπόμενης ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας, η οποία θα συντελέσει καθοριστικά και στην αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ.

Διάγραμμα V.1 Μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης

(ως % του δυνητικού ΑΕΠ)



1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 7.12.2020.

2 Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής ορίζεται ως η μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης. Η θετική μεταβολή δηλώνει συστατική δημοσιονομική πολιτική, ενώ η αρνητική επεκτατική.

Ο προσωρινός και στοχευμένος χαρακτήρας της δημοσιονομικής επέκτασης κρίνεται θετικά. Σε συνδυασμό με τη διατήρηση του ταμειακού αποθέματος σε υψηλά επίπεδα και το ευνοϊκό προφίλ αποπληρωμών του χρέους, εκτιμάται ότι η μεσοπρόθεσμη βιωσιμότητα του χρέους δεν τίθεται σε κίνδυνο.

Την επαύριο της πανδημίας, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει και πάλι να εστιάσει στη σταδιακή μείωση των ελλειμμάτων και στην επίτευξη δημοσιονομικής ισορροπίας, ώστε να εξασφαλιστεί η μακροχρόνια βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Ωστόσο, η διαδικασία απόσυρσης της κρατικής στήριξης θα πρέπει να συντονιστεί με τη σταδιακή επιστροφή σε θετικούς και ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης, ώστε να μετριαστεί ο κίνδυνος εγκλωβισμού σε μια κατάσταση μακροχρόνιας οικονομικής στασιμότητας με διαρκείς αποπληθωριστικές πιέσεις. Η ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων, ως επιταχυντή της ανάπτυξης, καθώς και η προώθηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων δύνανται να συμβάλουν καθοριστικά προς το σκοπό αυτό. Τα επακόλουθα ισχυρά πολλαπλασιαστικά οφέλη θα διευκολύνουν την ταχεία επανεκκίνηση της οικονομικής δραστηριότητας, την ολική ανάκτηση των απωλειών και την επάνοδο στην ανάπτυξη. Η αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU αποτελεί μεγάλη ευκαιρία προς αυτή την κατεύθυνση και κρίνεται καθοριστικής σημασίας.

## 2 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Το δεύτερο εξάμηνο του 2020, λόγω της επιδείνωσης της επιδημιολογικής κατάστασης, κρίθηκε αναγκαία η παράταση της ισχύος και η διεύρυνση ορισμένων μέτρων που είχαν ήδη ληφθεί το πρώτο εξάμηνο, καθώς και η σταδιακή λήψη περαιτέρω μέτρων για τη στήριξη της οικονομικής δραστηριότητας. Ειδικότερα:

Τον Ιούνιο, με το ν. 4693/2020, θεσπίστηκε, επιπλέον των προβλέψεων του ν. 4690/2020 του Μαΐου για το μηχανισμό “ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ”, η καταβολή (από 15.6.2020 έως 31.7.2020) από τον κρατικό προϋπολογισμό του 60% των ασφαλιστικών εισφορών που αντιστοιχούν στο χρόνο κατά τον οποίο οι εργαζόμενοι δεν απασχολούνται.

Στις 14 Ιουλίου με τις υπ’ αριθ. 1439 έως και 1443/2020 αποφάσεις της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας (ΣτΕ) δικαιώθηκαν οι συνταξιούχοι του ιδιωτικού τομέα που είχαν προσφύγει στα διοικητικά δικαστήρια κατά ρυθμίσεων των νόμων 4051/2012 και 4093/2012 σχετικά με την επιβολή περικοπών στις κύριες συντάξεις. Στους εν λόγω συνταξιούχους επιδικάστηκαν αναδρομικά 11 μηνών (10.6.2015-11.5.2016) και επιπλέον αναδρομικά από την έναρξη ισχύος των ανωτέρω νόμων στην περίπτωση που η προσφυγή είχε υποβληθεί πριν από τις 10.6.2015.

Στις 21 Ιουλίου το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ενέκρινε την πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής –η οποία είχε κατατεθεί το Μάιο– για ένα φιλόδοξο σχέδιο ανάκαμψης της ευρωπαϊκής οικονομίας, που αποτελείται από δύο σκέλη: το ενισχυμένο Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο 2021-2027 (ύψους 1,074 τρισεκ. ευρώ) και το νέο μέσο οικονομικής ανάκαμψης της ΕΕ “Next Generation EU”. Το μέσο αυτό θα αντλήσει πόρους ύψους 750 δισεκ. ευρώ με την έκδοση ομολόγων, η αποπληρωμή των οποίων θα ξεκινήσει το 2028 και θα διαρκέσει έως το 2058. Τα κεφάλαια θα χρηματοδοτήσουν σε βάθος εξαετίας (2021-2026) επιχορηγήσεις ύψους 390 δισεκ. ευρώ και δάνεια ύψους 360 δισεκ. ευρώ, με σκοπό την αντιμετώπιση των οικονομικών και κοινωνικών επιπτώσεων της πανδημίας, καθώς και την προώθηση της πράσινης και ψηφιακής μετάβασης. Το ποσό που αναλογεί στην Ελλάδα εκτιμάται ότι θα ανέλθει σε 19,3 δισεκ. ευρώ σε επιχορηγήσεις και 12,7 δισεκ. ευρώ σε δάνεια.

Επίσης τον Ιούλιο ψηφίστηκε ο ν. 4714/2020 με φορολογικές παρεμβάσεις για την ενίσχυση της αναπτυξιακής διαδικασίας, μεταξύ των οποίων: (α) μείωση της προκαταβολής φόρου εισοδήματος για επιχειρήσεις με μείωση του κύκλου εργασιών τους μεγαλύτερη από 5% το πρώτο εξάμηνο του 2020 σε σχέση με το αντίστοιχο εξάμηνο του 2019 και μηδενισμός της προκατα-

βολής φόρου για επιχειρήσεις με μείωση του κύκλου εργασιών τους μεγαλύτερη του 35%, (β) ευνοϊκή φορολόγηση εισοδήματος αλλοδαπών συνταξιούχων που μεταφέρουν τη φορολογική τους κατοικία στην Ελλάδα και (γ) αναστολή της υποχρέωσης καταβολής τέλους επιτηδεύματος, ειδικά για το φορολογικό έτος 2019, για τους αγρότες κανονικού καθεστώτος ΦΠΑ.

Στον ίδιο νόμο, σε συμμόρφωση με τις προαναφερόμενες αποφάσεις του ΣΤΕ (14.7.2020), προβλέπεται η εφάπαξ καταβολή –εντός εξαμήνου– των αναδρομικών ποσών κύριων συντάξεων σε όλους τους συνταξιούχους του ιδιωτικού τομέα, με εκτιμώμενο δημοσιονομικό κόστος 900 εκατ. ευρώ. Παράλληλα, λαμβάνονται επιπρόσθετα μέτρα στήριξης εργαζομένων και εργοδοτών που αφορούν την κάλυψη εργοδοτικών ασφαλιστικών εισφορών από τον κρατικό προϋπολογισμό για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στους κλάδους των αεροπορικών και ακτοπλοϊκών μεταφορών και ειδικότερα την πλήρη κάλυψη των εισφορών για τις επιχειρήσεις του τριτογενούς τομέα που εντάσσονται στο πρόγραμμα ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ. Επίσης, δίνεται η δυνατότητα αναστολής συμβάσεων εργασίας εργαζομένων σε επιχειρήσεις-εργοδότες που ανήκουν στους κλάδους του τουρισμού και των μεταφορών για τους μήνες Αύγουστο και Σεπτέμβριο. Τέλος, ο ίδιος νόμος προβλέπει στήριξη, μέσω κρατικής επιδότησης, σε δανειολήπτες που πλήττονται από τις οικονομικές συνέπειες της πανδημίας και έχουν δάνεια με προσημείωση/υποθήκη επί της πρώτης κατοικίας τους (Πρόγραμμα “Γέφυρα”) και ρυθμίζει θέματα σχετικά με την καταβολή προσωρινής σύνταξης.

Το Σεπτέμβριο, με το ν. 4722/2020, παρατάθηκε η ισχύς και διευρύνθηκε το πεδίο εφαρμογής μέτρων σχετικών με το πρόγραμμα ΣΥΝ-ΕΡΓΑΣΙΑ, τα επιδόματα ανεργίας, την αποζημίωση ειδικού σκοπού, την αναστολή συμβάσεων εργασίας και τις μειώσεις μισθωμάτων και θεσμοθετήθηκε συμπληρωματικός τακτικός προϋπολογισμός για το έτος 2020, που προβλέπει αυξημένες πιστώσεις κατά 6.076 εκατ. ευρώ.

Επίσης το Σεπτέμβριο, με το ν. 4726/2020, θεσπίστηκε από 1.10.2020 ανοιχτό πρόγραμμα για τη δημιουργία 100.000 θέσεων εργασίας εξάμηνης διάρκειας, για τις οποίες οι ασφαλιστικές εισφορές εργαζομένου και εργοδότη χρηματοδοτούνται με πόρους του κρατικού προϋπολογισμού, με πρόσθετη επιδότηση ύψους 200 ευρώ εάν η νέα πρόσληψη αφορά μακροχρόνια άνεργο. Με τον ίδιο νόμο, απαλλάσσονται από τον ΕΝΦΙΑ για το 2020 τα ακίνητα που βρίσκονται σε μικρά ακριτικά νησιά και ανήκουν σε φυσικά πρόσωπα με κύρια κατοικία σε αυτά τα νησιά.

Στη συνέχεια, με το ν. 4727/2020, ρυθμίστηκε ο τρόπος αναδιοργάνωσης των εσωτερικών λειτουργιών και διαδικασιών του ευρύτερου δημόσιου τομέα, ώστε να μπορέσουν να αξιοποιηθούν οι τεχνολογικές δυνατότητες και οι ψηφιακές εφαρμογές.

Στα τέλη Σεπτεμβρίου, με το ν. 4728/2020, πέρα από μέτρα ενίσχυσης των πληγέντων από τον κυκλώνα “Ιανός”, θεσπίστηκαν περαιτέρω μέτρα για την καταπολέμηση των συνεπειών του κορωνοϊού, όπως: (α) η δυνατότητα των φορολογουμένων να καταβάλουν τις δύο πρώτες δόσεις του ΕΝΦΙΑ του έτους 2020 μέχρι τα τέλη Οκτωβρίου 2020, (β) η παράταση μέχρι 30.4.2021 (αντί 31.10.2020) της μείωσης του συντελεστή ΦΠΑ σε συγκεκριμένα αγαθά και υπηρεσίες (μεταφορές, καφέ και ροφήματα στην εστίαση, εισιτήρια κινηματογράφων, θεατρικών παραστάσεων και συναυλιών, καθώς και στο τουριστικό πακέτο) και (γ) φορολογικές ρυθμίσεις για τη συνδρομητική τηλεόραση και τη διαφημιστική δαπάνη. Παράλληλα, προβλέπεται ενίσχυση των πιστώσεων για την πρόσληψη αναπληρωτών και ωρομίσθιων εκπαιδευτικών και ειδικού εκπαιδευτικού και βοηθητικού προσωπικού για το σχολικό έτος 2020-2021.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, στην 7η Έκθεση Ενισχυμένης Εποπτείας<sup>3</sup> που δημοσιεύθηκε το Σεπτέμβριο, κατέληξε ότι, παρά τις αντίξοες συνθήκες που δημιουργήθηκαν λόγω της πανδημίας και οι οποίες αναπόφευκτα οδήγησαν σε καθυστερήσεις, η Ελλάδα σημείωσε ικανοποιητική

3 European Commission, *Enhanced Surveillance Report – Greece*, September 2020.



πρόοδο στην τήρηση των μεταρρυθμιστικών της δεσμεύσεων. Ενθάρρυνε τις ελληνικές αρχές να λάβουν τα απαραίτητα μέτρα για να ανταποκριθούν στις επιμέρους συστάσεις, που αφορούν την εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών, το σύστημα υγείας, τις ιδιωτικοποιήσεις και το χρηματοπιστωτικό τομέα.

Τον Οκτώβριο, με το ν. 4734/2020, προβλέφθηκε η καταβολή αναδρομικών ποσών κύριων συντάξεων και στους συνταξιούχους του Δημοσίου κατ' αναλογία με την προγενέστερη νομοθετική πρόβλεψη (ν. 4714/2020) για τους συνταξιούχους του ιδιωτικού τομέα, με δημοσιονομικό κόστος 500 εκατ. ευρώ.

Τον ίδιο μήνα, με την υπ' αριθ. 1236/2020 απόφαση του Υπουργού Οικονομικών, ανεστάλη για έξι μήνες (μέχρι τον Απρίλιο του 2021) η πληρωμή του ΦΠΑ του Σεπτεμβρίου, που κανονικά καταβάλλεται τον Οκτώβριο, για τις επιχειρήσεις σε περιοχές αυξημένου κινδύνου πανδημίας (επίπεδο 4 για τουλάχιστον 14 ημέρες) και υπό την προϋπόθεση της εμπρόθεσμης υποβολής της δήλωσης ΦΠΑ.

Επίσης τον Οκτώβριο, με το ν. 4738/2020, νομοθετήθηκε σειρά ρυθμίσεων για τα χρέη προς την εφορία και προβλέφθηκε η απαλλαγή από την εισφορά αλληλεγγύης για τα εισοδήματα που αποκτώνται εντός του 2020, εφόσον αυτά προέρχονται από ενοίκια, ελεύθερα επαγγέλματα, μερίσματα, αλλά και για τα εισοδήματα του 2021, εφόσον αυτά προέρχονται από μισθούς στον ιδιωτικό τομέα. Παράλληλα, συστάθηκε στο Υπουργείο Οικονομικών Ειδική Υπηρεσία Συντονισμού του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης με σκοπό τη σύνταξη του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης, καθώς και την παρακολούθηση και το συντονισμό της υλοποίησης των προγραμμάτων και των έργων τα οποία θα χρηματοδοτηθούν με πόρους του NGEU. Το εν λόγω Σχέδιο υποβλήθηκε προς έγκριση στα θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης το Νοέμβριο.

Το Νοέμβριο, με το ν. 4745/2020, παρατάθηκαν ορισμένα μέτρα στήριξης του κλάδου του τουρισμού, των επιχειρήσεων του πολιτισμού και των εργαζομένων σε επιχειρήσεις που επλήγησαν από τον κυκλώνα "Ιανός". Τα μέτρα αυτά αφορούν αποζημιώσεις ειδικού σκοπού, ειδικές οικονομικές ενισχύσεις και κάλυψη εργοδοτικών ασφαλιστικών εισφορών, επιδομάτων αδειας και εισιτηρίων. Επιπλέον, με το ν. 4753/2020, θεσπίστηκαν συμπληρωματικά μέτρα σχετικά με (α) την απαλλαγή από την υποχρέωση καταβολής μέρους των μισθωμάτων για επιχειρήσεις και εργαζομένους που πλήττονται από την πανδημία για τους μήνες Σεπτέμβριο, Οκτώβριο και Νοέμβριο (μετέπειτα και για Δεκέμβριο), (β) φορολογικές απαλλαγές για τα ποσά της αποζημίωσης που παρέχονται για τη μίσθωση τουριστικών καταλυμάτων για τη διαμονή ατόμων που νοσούν από κορωνοϊό, (γ) διευκολύνσεις στην καταβολή των οφειλών των επιχειρήσεων τυχερών παιγνίων προς το Υπουργείο Οικονομικών και (δ) την παράταση έως το τέλος Απριλίου του 2021 της εφαρμογής του μειωμένου συντελεστή ΦΠΑ 6% σε συγκεκριμένα αγαθά που συνδέονται με την αντιμετώπιση της διασποράς του κορωνοϊού.

Με τις υπ' αριθ. 1255-1256/2020 αποφάσεις του Υπουργού Οικονομικών ανεστάλη έως 30.4.2021 η καταβολή του ΦΠΑ και της πληρωμής των δόσεων ρυθμισμένων φορολογικών οφειλών πληρωτέων τους μήνες Νοέμβριο και Δεκέμβριο για τις επιχειρήσεις των οποίων η λειτουργία αναστέλλεται με εντολή δημόσιας αρχής και των δόσεων Νοεμβρίου (μετέπειτα και Δεκεμβρίου) ρυθμισμένων φορολογικών οφειλών για τους εργαζομένους των οποίων η σύμβαση εργασίας τίθεται σε αναστολή.

Με το ν. 4756 /2020 θεσπίστηκε η μείωση για το 2021 των ασφαλιστικών εισφορών κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες για τους μισθωτούς του ιδιωτικού τομέα και διευρύνθηκε η δυνατότητα ρύθμισης ασφαλιστικών οφειλών. Επιπλέον, χορηγήθηκε εφάπαξ οικονομική ενίσχυση στους πληττόμενους από την πανδημία δικηγόρους, μηχανικούς και οικονομολόγους, προσauξήθηκε στο διπλάσιο για το Δεκέμβριο του 2020 η μηνιαία εισοδηματική ενίσχυση των ωφελομένων μονάδων του Ελάχιστου Εγγυημένου Εισοδήματος και προβλέφθηκε η αναστολή συμβάσεων εργασίας εργαζομένων σε επιχειρήσεις-εργοδότες του ιδιωτικού τομέα για το Νοέμβριο του

2020. Εξάλλου συνεχίστηκε η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων υπό τη μορφή επιστρεπτέας προκαταβολής με διευρυμένα κριτήρια ένταξης και ευνοϊκότερους όρους αποπληρωμής.

Σύμφωνα με την 8η Έκθεση Ενισχυμένης Εποπτείας<sup>4</sup> που δημοσιεύθηκε το Νοέμβριο, η Ελλάδα, παρά τις αντίξοες συνθήκες που δημιουργήθηκαν λόγω της πανδημίας, προέβη στις απαραίτητες ενέργειες για την τήρηση των μεταρρυθμιστικών της δεσμεύσεων. Αναγνωρίστηκε η επιτάχυνση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας το τελευταίο διάστημα, καθώς και πρόοδος σε διαρθρωτικές δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις, μεταξύ των οποίων η στελέχωση της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων, το πλαίσιο δημοσίων συμβάσεων, ο εκσυγχρονισμός στη διαχείριση ανθρώπινου δυναμικού και ο ψηφιακός μετασχηματισμός του δημόσιου τομέα, η επίσπευση του επενδυτικού προγράμματος και η εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών. Όσον αφορά τη βιωσιμότητα του χρέους, στο βασικό σενάριο της έκθεσης αναγνωρίζεται ότι, παρά τη βραχυπρόθεσμη επιδείνωση, ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ επανέρχεται σε καθοδική τροχιά (βλ. Πλαίσιο V.2).

Στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2021, που κατατέθηκε το Νοέμβριο, εκτιμάται ότι το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης –σύμφωνα με τον ορισμό της ενισχυμένης εποπτείας– θα διαμορφωθεί σε έλλειμμα ύψους 7,22% του ΑΕΠ για το 2020 (έναντι πλεονάσματος 3,6% του ΑΕΠ το 2019). Η επιδείνωση αυτή αποδίδεται στην πτώση της οικονομικής δραστηριότητας λόγω της πανδημίας (μείωση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 10,5%), αλλά και στα επεκτατικά δημοσιονομικά μέτρα που υιοθετήθηκαν για να την περιορίσουν (δημοσιονομικό πακέτο ύψους 9,6% του ΑΕΠ). Για το 2021, υπό την προϋπόθεση του περιορισμού της πανδημίας και της ανάκτησης των οικονομικών απωλειών, προβλέπεται βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος, με μείωση του ελλείμματος σε 3,88% του ΑΕΠ. Η πρόβλεψη αυτή βασίζεται στην υπόθεση για αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 4,8% το 2021, καθώς και στη σταδιακή απόσυρση πολλών μέτρων που εφαρμόστηκαν το 2020 και τη λήψη νέων επεκτατικών μέτρων συνολικού ύψους 4,3% του ΑΕΠ. Τα κυριότερα μέτρα αφορούν την κατάργηση της εισφοράς αλληλεγγύης για τον ιδιωτικό τομέα το 2021, τη μείωση των ασφαλιστικών εισφορών των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες και την επιδότηση 100.000 νέων θέσεων εργασίας. Επίσης, η πρόβλεψη για ανάκαμψη το 2021 περιλαμβάνει την απορρόφηση ευρωπαϊκών κονδυλίων ύψους 3,9 δισεκ. ευρώ από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και την αξιοποίησή τους σε παραγωγικές επενδύσεις με θετική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα (αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 2%). Το δημόσιο χρέος προβλέπεται να αυξηθεί σε 208,9% του ΑΕΠ το 2020 (από 180,5% του ΑΕΠ το 2019), ενώ το 2021 αναμένεται να αποκλιμακωθεί στο 199,6% του ΑΕΠ –παρά την αύξησή του σε απόλυτους όρους κατά 3,2 δισεκ. ευρώ– λόγω της εκτιμώμενης αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 5,6%.

Στη συνεδρίαση του Eurogroup στις 30 Νοεμβρίου 2020 με βάση την 8η Έκθεση Ενισχυμένης Εποπτείας εγκρίθηκε η τέταρτη δόση των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους, ύψους 767 εκατ. ευρώ. Από αυτά, τα 644 εκατ. ευρώ αφορούν έσοδα από την επιστροφή των κερδών από τα ομόλογα που διακρατούν οι κεντρικές τράπεζες των χωρών-μελών της ευρωζώνης στα χαρτοφυλάκια ANFA και SMP και τα υπόλοιπα αφορούν την κατάργηση του περιθωρίου επιτοκίου ύψους 200 μονάδων βάσης που σχετίζεται με την επαναγορά χρέους από το δεύτερο πρόγραμμα στήριξης.

### 3 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2020

Με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) τον Οκτώβριο του 2020, επιβεβαιώθηκαν τα δημοσιονομικά στοιχεία για τη γενική κυβέρνηση της πρώτης κοινοποίησης

4 European Commission, *Enhanced Surveillance Report – Greece*, November 2020.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)

	2016	2017	2018	2019
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης <sup>1</sup> (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	0,5	0,7	1,0	1,5
- Κεντρική κυβέρνηση	-0,9	-1,2	-1,2	0,5
- Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	1,4	1,9	2,2	1,0
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης	3,8	3,9	4,4	4,5
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σύμφωνα με τη μεθοδολογία της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης/ενισχυμένης εποπτείας	3,8	4,1	4,2	3,6
Στόχος Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης/ενισχυμένης εποπτείας	0,5	1,75	3,5	3,5

Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

1 Στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, όπως γνωστοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος). Το άθροισμα των επιμέρους στοιχείων ενδέχεται να μη συμφωνεί με το σύνολο λόγω στρογγυλοποίησης.

του Απριλίου χωρίς ουσιαστικές αλλαγές όσον αφορά τα ονομαστικά μεγέθη. Λόγω της αναθεώρησης του ΑΕΠ τον Οκτώβριο, ως ποσοστό του ΑΕΠ το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε οριακή αύξηση και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,5% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 4,4% στην πρώτη κοινοποίηση, ενώ το χρέος αυξήθηκε σημαντικά σε 180,5% του ΑΕΠ το 2019 από 176,6% του ΑΕΠ στην πρώτη κοινοποίηση.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2019, όπως υπολογίζεται σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας,<sup>5</sup> εκτιμάται σε πλεόνασμα ύψους 3,6% του ΑΕΠ, οριακά πάνω από το δημοσιονομικό στόχο της ενισχυμένης εποπτείας (βλ. Πίνακα V.1).

Το 2020 η δημοσιονομική πολιτική μεταστράφηκε σε έντονα επεκτατική, προκειμένου να συμβάλει στον περιορισμό των αρνητικών επιπτώσεων της πανδημίας στην πραγματική οικονομία. Με σκοπό τη διατήρηση της οικονομίας σε λειτουργία, αλλά και τη διευκόλυνσή της μετά την επανεκκίνησή της, υιοθετήθηκε το πρώτο εξάμηνο σειρά έκτακτων επεκτατικών δημοσιονομικών παρεμβάσεων.<sup>6</sup> Η έκτακτη δημοσιονομική παρέμβαση διευκολύνθηκε από τη συντονισμένη δράση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, με διατήρηση του κόστους δανεισμού σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, και της δημοσιονομικής αντίδρασης σε επίπεδο ΕΕ με την ενεργοποίηση της γενικής ρήτρας διαφυγής. Το δεύτερο εξάμηνο του 2020 παρατηρήθηκε κλιμακούμενη επιδείνωση των επιδημιολογικών συνθηκών που επέβαλε τη σταδιακή λήψη επιπλέον δημοσιονομικών επεκτατικών παρεμβάσεων, οι οποίες εντάθηκαν μετά την επιβολή εκ νέου το Νοέμβριο του περιορισμού της κυκλοφορίας και των κοινωνικών επαφών των πολιτών και της αναστολής της λειτουργίας επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου, το 2020 η δημοσιονομική πολιτική διαμορφώνεται ακόμη περισσότερο επεκτατική έναντι του 2019 και οπωσδήποτε περισσότερο από ό,τι υπαγόρευε η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού αλλά και το Πρόγραμμα Σταθερότητας του 2020 (βλ. Διάγραμμα 1).

Οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων συνέχισαν να κινούνται καθοδικά το δεύτερο εξάμηνο του 2020. Στην εξέλιξη αυτή συνετέλεσε η συμπερίληψη των ελληνικών κρατικών χρεογράφων στο έκτακτο πρόγραμμα αγοράς τίτλων (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) της ΕΚΤ, σε συνδυασμό με τη συνολική στρατηγική της κυβέρνησης για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της πανδημικής κρίσης, τις θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, την προοπτική άντλησης κεφαλαίων για επενδύσεις στο πλαίσιο του NGEU, το υψηλό ταμειακό απόθεμα και τα ιδιαίτερα ευνοϊκά χαρακτηριστικά του ελληνικού δημόσιου χρέους.

5 Με βάση τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας, στο πρωτογενές αποτέλεσμα του 2019 δεν υπολογίζονται ορισμένα έσοδα αποκρατικοποιήσεων, η επίπτωση από την άμεση εκκαθάριση των αιτήσεων επιστροφών φόρων, μεταφορές εσόδων ANFA και SMP και ορισμένες δαπάνες μεταναστευτικών ροών.

6 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2019-2020*, Ιούνιος 2020, Πλαίσιο V.1.

Η εξέλιξη αυτή επέτρεψε την πρόσβαση του Ελληνικού Δημοσίου στις διεθνείς αγορές για την άντληση χρηματοδοτικών πόρων. Συγκεκριμένα, αντλήθηκαν 2,5 δισεκ. ευρώ το Σεπτέμβριο και 2 δισεκ. ευρώ τον Οκτώβριο μέσω επανέκδοσεων του 10ετούς και του 15ετούς ομολόγου αντίστοιχα με ευνοϊκότερους όρους έναντι των αρχικών εκδόσεων (αποδόσεις 1,187% και 1,152%). Ειδικότερα η επανέκδοση του 15ετούς ομολόγου σηματοδοτεί την εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών στις μακροχρόνιες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και στην ευνοϊκή δυναμική του δημόσιου χρέους, εφόσον το ομόλογο λήγει μετά το 2032 και άρα εκτείνεται πέρα από την περίοδο κατά την οποία η Ελλάδα θα επωφελείται από τις αναβαλλόμενες πληρωμές τόκων στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους που συμφωνήθηκαν το 2018.

Παράλληλα, συνεχίστηκε να υλοποιείται η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου μέσω της έκδοσης εντόκων γραμματίων διάρκειας 13, 26 και 52 εβδομάδων, καταγράφοντας ιστορικά χαμηλές (ακόμη και αρνητικές) αποδόσεις και εξασφαλίζοντας συνεχή εκδοτική παρουσία σε όλο το βραχυχρόνιο τμήμα της καμπύλης αποδόσεων.

Οι επιτυχημένες εκδόσεις νέων ομολόγων αύξησαν την εμπορευσιμότητα των κρατικών ομολόγων και τη ρευστότητα στην εγχώρια αγορά. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με το μεγαλύτερο βάθος της αγοράς των κρατικών ομολόγων, καθιστά το ελληνικό χρέος λιγότερο ευάλωτο σε βραχυπρόθεσμες αναταραχές στις αγορές, παρά το γεγονός ότι τα ελληνικά ομόλογα υπολείπονται ακόμη της επενδυτικής βαθμίδας αξιολόγησης.

Στον απόηχο των παραπάνω εξελίξεων, το Νοέμβριο ο οίκος Moody's αναβάθμισε την αξιολόγηση της Ελλάδος κατά μία βαθμίδα, αναγνωρίζοντας την πρόοδο στον τομέα των μεταρρυθμίσεων και τις θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.

Αναμφισβήτητα, οι έκτακτες επεκτατικές παρεμβάσεις οδηγούν στη δημιουργία δημοσιονομικού ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης το 2020 και, σε συνδυασμό με τη μεγάλη ύφεση της οικονομίας και τον αποπληθωρισμό, στη σημαντική αύξηση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Η επίδρασή τους απεικονίζεται έντονα στη διαμόρφωση των εσόδων και των δαπανών κατά την πορεία εκτέλεσης του κρατικού προϋπολογισμού. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα δημοσιονομικά στοιχεία για το δεκάμηνο του 2020, το πρωτογενές αποτέλεσμα του κρατικού προϋπολογισμού απέκλινε σημαντικά από το στόχο περιόδου που είχε καθοριστεί στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2020, λόγω τόσο της υστέρησης των φορολογικών εσόδων όσο και της υπέρβασης των πρωτογενών δαπανών. Η επιδείνωση αντικατοπτρίζεται επίσης στα εθνικολογιστικά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης για το πρώτο εξάμηνο του 2020. Σύμφωνα με την αναθεωρημένη πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2020, σύμφωνα με τη μεθοδολογία της ενισχυμένης εποπτείας, αναμένεται να επιδεινωθεί περισσότερο έναντι της πρόβλεψης του Ιουνίου και να διαμορφωθεί σε έλλειμμα της τάξεως του 7,3% του ΑΕΠ, εξαιτίας της μεγαλύτερης μείωσης της οικονομικής δραστηριότητας, όπως προβλέπεται από την Τράπεζα της Ελλάδος (βλ. Κεφάλαιο IV.6), και των επιπλέον δημοσιονομικών παρεμβάσεων.

Πρόκληση εξακολουθεί να αποτελεί το ύψος των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων προς το Δημόσιο, που παραμένει μεγάλο, περίπου 106,7 δισεκ. ευρώ στο τέλος Οκτωβρίου 2020, ενώ είναι πιθανόν να αυξηθεί περαιτέρω όταν λήξει η περίοδος αναστολής των φορολογικών υποχρεώσεων στο τέλος Απριλίου του 2021. Παράλληλα, μεγάλη πρόκληση παραμένει και η εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης προς τους προμηθευτές της. Το απόθεμά τους αυξήθηκε κατά τη διάρκεια του 2020 σε 2,5 δισεκ. ευρώ στο τέλος Οκτωβρίου από 2 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2019. Σύμφωνα δε με τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΑΤΛΑΣ που δόθηκαν για πρώτη φορά στη δημοσιότητα από το Υπουργείο Εργασίας, το ποσό που αντιστοιχεί στις εκκρεμείς αιτήσεις οριστικής κύριας σύνταξης στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2020 αυξήθηκε σε 620 εκατ. ευρώ (έναντι 553 εκατ. ευρώ στο τέλος του 2019), εκ των οποίων τα 608 εκατ. ευρώ αντιστοιχούν σε ληξιπρόθεσμες αιτήσεις.

Η συσσώρευση απλήρωτων φορολογικών και ασφαλιστικών υποχρεώσεων εξακολουθεί να αποτελεί σοβαρό πρόβλημα. Ως μέτρο αντιμετώπισης έχει συχνά παρασχεθεί η δυνατότητα ρύθμισης οφειλών με ευνοϊκούς όρους. Η πρακτική αυτή, παρά το γεγονός ότι, όταν επαναλαμβάνεται, υπονομεύει τη φορολογική συμμόρφωση, στην παρούσα πρωτοφανή συγκυρία θεωρείται αναγκαία, καθώς το πρόβλημα διογκώθηκε εξαιτίας μιας εξωγενούς απειλής που διατάραξε την ομαλή λειτουργία της οικονομικής δραστηριότητας. Υπό αυτό το πρίσμα, οι πρόσφατες κυβερνητικές αποφάσεις για τη διευθέτηση των οφειλών αποτιμώνται θετικά. Επιπλέον, η πρόοδος όσον αφορά την εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών των φορέων της γενικής κυβέρνησης προς τους προμηθευτές της θα μπορούσε να συμβάλει στην ενίσχυση της ρευστότητας της ιδιωτικής οικονομίας.

Τα επαρκή ταμειακά διαθέσιμα επέτρεψαν την ομαλή ταμειακή διαχείριση των έκτακτων μέτρων. Στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2020 ανέρχονταν για την κεντρική διοίκηση σε 19,5 δισεκ. ευρώ<sup>7</sup> και ενισχύθηκαν περαιτέρω με την άντληση 2 δισεκ. ευρώ από τις αγορές τον Οκτώβριο, την εκταμίευση 2 δισεκ. ευρώ από το πρόγραμμα SURE της ΕΕ το Νοέμβριο, αναμένεται δε να ενισχυθούν επιπλέον από την τέταρτη δόση στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους ύψους 767 εκατ. ευρώ το Δεκέμβριο.

#### 4 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η πανδημία δημιουργεί ένα περιβάλλον ακραίας αβεβαιότητας ως προς την ακολουθούμενη οικονομική πολιτική, την αποτελεσματικότητα των δημοσιονομικών μέτρων και τις προβλέψεις των δημοσιονομικών και μακροοικονομικών μεταβλητών για το επόμενο έτος. Η έντονα επεκτατική δημοσιονομική πολιτική σε συνδυασμό με τη διευκολυντική ενιαία νομισματική πολιτική στήριξαν την οικονομία, μετριάζοντας τις αρνητικές επιπτώσεις της πανδημίας στην οικονομική δραστηριότητα.

Δεδομένης της αβεβαιότητας ως προς την εξέλιξη της πανδημικής κρίσης και ως εκ τούτου της βραδύτερης χαλάρωσης των περιοριστικών μέτρων έναντι των αρχικών εκτιμήσεων, κρίνεται σκόπιμο στην παρούσα συγκυρία να αποφευχθεί μια πρόωρη και απότομη απόσυρση των υφιστάμενων δημοσιονομικών μέτρων.<sup>8</sup> Η στρατηγική της οικονομικής πολιτικής θα πρέπει να είναι τέτοια ώστε να αποφευχθεί ο κίνδυνος ενός νέου φαύλου κύκλου δημοσιονομικής αστάθειας και ύφεσης.

Σε μια οικονομία με υψηλό δημόσιο χρέος και περιορισμένο δημοσιονομικό χώρο, όπως η ελληνική, η περαιτέρω δημοσιονομική επέκταση θα πρέπει να παραμείνει στοχευμένη και προσωρινού χαρακτήρα, ώστε να διαφυλαχθεί η βιωσιμότητα του χρέους και να μην κινδυνεύσει να μετατραπεί η πανδημική κρίση σε μια κρίση χρέους. Επιπλέον, το ταμειακό απόθεμα ασφαλείας θα πρέπει να διατηρηθεί σε υψηλά επίπεδα, καθώς συμβάλλει στη διατήρηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και κατά συνέπεια στον περιορισμό του κινδύνου αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους.

Παράλληλα, καθώς η επίδραση του παρονομαστή είναι καθοριστική για τη μείωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ, είναι απαραίτητο να συνεχιστεί και να ολοκληρωθεί επιτυχώς το πρόγραμμα μεταρρύθμισης της ελληνικής οικονομίας, προκειμένου να διασφαλιστεί όχι μόνο η επανεκκίνησή της μετά το τέλος της πανδημίας, αλλά πολύ περισσότερο η επάνοδος της σε μια στέρεη αναπτυξιακή τροχιά μέσω επενδύσεων στην ψηφιακή και πράσινη οικονομία και στην αντιμετώπιση μελλοντικών πανδημιών. Παράδειγμα προς τη σωστή κατεύθυνση αποτελεί η επιτάχυνση του ψηφιακού μετασχηματισμού του δημόσιου τομέα ως αποτέλεσμα των ιδιαίτερων συνθηκών που διαμορφώθηκαν εξαιτίας της πανδημίας.

<sup>7</sup> Βλ. Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Δελτίο Δημόσιου Χρέους 99, Σεπτέμβριος 2020.

<sup>8</sup> European Fiscal Board, *Annual Report 2020*, [https://ec.europa.eu/info/publications/2020-annual-report-european-fiscal-board\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/2020-annual-report-european-fiscal-board_en).



Προς την ίδια κατεύθυνση θα μπορούσαν να συμβάλουν δράσεις για την αποτελεσματική διαχείριση των δημόσιων οικονομικών τόσο στο σκέλος των εσόδων όσο και στο σκέλος των δαπανών, όπως και ένα καλά σχεδιασμένο και στοχευμένο σύστημα φορολογικών κινήτρων που θα λειτουργήσει ως εργαλείο ενθάρρυνσης της επιχειρηματικής ιδιωτικής πρωτοβουλίας με στόχο την έρευνα και την καινοτομία (βλ. Πλαίσιο V.1). Για παράδειγμα, μια περαιτέρω μείωση των φορολογικών συντελεστών και των ασφαλιστικών εισφορών θα στηρίξει την εργασία και την οικονομική ανάπτυξη και θα λειτουργήσει ως κίνητρο για μείωση της φοροδιαφυγής και της αδήλωτης εργασίας.

Δεδομένου του μεγάλου επενδυτικού κενού στην ελληνική οικονομία, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να έχει ισχυρό επενδυτικό προσανατολισμό με έμφαση σε φιλικές προς την ανάπτυξη δημόσιες δαπάνες, οι οποίες συμβάλλουν και στην αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων με σημαντικά και διατηρήσιμα αναπτυξιακά αποτελέσματα. Ειδικότερα, ο πολλαπλασιαστής των δημόσιων επενδύσεων για τις ανεπτυγμένες οικονομίες σε περιόδους αβεβαιότητας εκτιμάται αρκετά μεγαλύτερος της μονάδας για μια περίοδο δύο ετών.<sup>9</sup> Από αυτή την άποψη, η αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU αποτελεί μεγάλη ευκαιρία και κρίνεται καθοριστικής σημασίας. Για το σκοπό αυτό, στο τέλος Νοεμβρίου του 2020 δημοσιεύθηκε σε προκαταρκτική μορφή το Ελληνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, οι προτεινόμενες παρεμβάσεις του οποίου συνάδουν με τις ανωτέρω καθώς και με άλλες αντίστοιχες προτάσεις πολιτικής της Τράπεζας της Ελλάδος, όπως έχουν δημοσιευθεί στις περιοδικές της εκθέσεις.

9 Βλ. IMF, *Fiscal Monitor*, October 2020.

### Πλαίσιο V.1

#### Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΔΙΑΚΡΙΤΙΚΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΩΣ ΑΝΤΙΔΡΑΣΗΣ ΣΕ ΔΙΑΤΑΡΑΧΕΣ ΑΠΟ ΑΠΡΟΣΔΟΚΗΤΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ

Σε σύγκριση με προγενέστερες κρίσεις, η οικονομική κρίση που προκλήθηκε από την τρέχουσα πανδημία COVID-19 δεν πλήττει ομοιόμορφα όλους τους κλάδους της οικονομίας.<sup>1</sup> Κάποιοι κλάδοι πλήττονται περισσότερο, ενώ κάποιοι άλλοι παρουσιάζουν αυξημένη δραστηριότητα. Με άλλα λόγια, η πανδημία πλήττει κατά ασύμμετρο τρόπο την οικονομία και προκαλεί αφνίδια ανακατανομή παραγωγικών συντελεστών από κλάδους που φθίνουν σε κλάδους που αναπτύσσονται ταχύτερα, διακόπτοντας τη μεταξύ κλάδων κυκλική ροή των πληρωμών (circular flow of payments). Σε κρίσεις με ασύμμετρες επιπτώσεις, η διακριτική δημοσιονομική πολιτική (discretionary fiscal policy) διαθέτει συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι της νομισματικής πολιτικής στην προσπάθεια αποκατάστασης της κυκλικής ροής των πληρωμών δεδομένου ότι, μέσω απευθείας χορήγησης δανείων και επιδοτήσεων, εξομαλύνει τους χρηματοδοτικούς περιορισμούς που αντιμετωπίζουν οι πληττόμενοι κλάδοι.<sup>2</sup>

1 Βλ. Guerrieri, V., G. Lorenzoni, L. Staub and I. Werning (2020), "Macroeconomic Implications of COVID-19. Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?", NBER Working Paper No. 26912, April.

2 Σε κλασικούς τύπους οικονομικών διαταραχών, είτε αυτές προέρχονται από την πλευρά της προσφοράς είτε από την πλευρά της ζήτησης, όλοι οι κλάδοι της οικονομίας επηρεάζονται ομοιόμορφα: η οικονομική δραστηριότητα όλων των κλάδων είτε αυξάνεται είτε μειώνεται προσωρινά ανάλογα με το είδος της διαταραχής, με αποτέλεσμα κανένας κλάδος να μην υφίσταται σημαντικούς χρηματοδοτικούς περιορισμούς. Στην περίπτωση αυτή, η νομισματική πολιτική, μέσω του κατάλληλου επηρεασμού του βραχυπρόθεσμου ονομαστικού επιτοκίου, μπορεί να αντιμετωπίσει επιτυχώς τη διαταραχή. Σε ασύμμετρες όμως κρίσεις, όπως η πανδημία, πολλοί κλάδοι υπολειτουργούν αν και ταυτόχρονα υπάρχει ζήτηση του προϊόντος που παράγουν ("effective demand"), με αποτέλεσμα να αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας και σοβαρούς χρηματοδοτικούς περιορισμούς, οι οποίοι φαίνεται να αντιμετωπίζονται αποτελεσματικότερα μέσω κρατικών μεταβιβάσεων (π.χ. κρατικά δάνεια και επιδοτήσεις). Βλ. αναλυτικά Woodford, M. (2020), "Effective Demand Failures and the Limits of Monetary Stabilization Policy", NBER Working Paper no. 27768, September.

Καθώς διανύουμε τον πρώτο χρόνο της πανδημίας, οι εκθέσεις διεθνών αναλυτών και οργανισμών καταλήγουν σε δύο κοινές διαπιστώσεις όσον αφορά το βάθος και τη διάρκεια της προκληθείσας οικονομικής ύφεσης: πρώτον, η ανάκτηση των οικονομικών απωλειών δεν θα έχει την ίδια ταχύτητα με την καθίζηση της οικονομικής δραστηριότητας και δεύτερον, η επιστροφή της παγκόσμιας οικονομίας στα προ πανδημίας επίπεδα θα αποτελέσει διαδικασία αργή και σταδιακή.<sup>3</sup> Σημαντική εξάλλου διαπίστωση είναι ότι ο νέος οικονομικός κόσμος που θα αναδυθεί μετά την πανδημία θα είναι ψηφιακός, με περιορισμένες ανάγκες τόσο σε εργασία χαμηλής εξειδίκευσης όσο και σε υλικό κεφάλαιο χαμηλής ποιότητας. Θα χαρακτηρίζεται από μικρότερη φυσική κινητικότητα και ελεγχόμενη διασύνδεση, καθώς επίσης και από αυτοματοποιημένη παραγωγή και αυξημένη ζήτηση εργαζομένων υψηλής επαγγελματικής ειδίκευσης. Με άλλα λόγια, η πανδημία αναδεικνύεται σε καταλύτη αλλαγών της παγκόσμιας οικονομικής ζωής: μεταβάλλει τα δομικά και λειτουργικά χαρακτηριστικά της παγκόσμιας οικονομίας, επηρεάζει την κατεύθυνση και τα εργαλεία άσκησης οικονομικής πολιτικής και αλλάζει τη συμπεριφορά των οικονομούντων ατόμων.<sup>4</sup>

Οι χώρες αντέδρασαν διαφορετικά προς αντιμετώπιση του αναπάντεχου αυτού γεγονότος.<sup>5</sup> Ο διαφορετικός τρόπος αντίδρασης σε συνδυασμό με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των οικονομιών τους προσδιορίζουν σε μεγάλο βαθμό το ρυθμό της μετέπειτα ανάκαμψης. Η ελληνική οικονομία, ως μέρος μιας σύγχρονης παγκοσμιοποιημένης οικονομίας που χαρακτηρίζεται από υψηλή διασυνδεσιμότητα των αγορών και των κοινωνιών, επλήγη και αυτή από την πανδημία. Αντέδρασε με προσωρινή διακοπή της οικονομικής δραστηριότητας και λήψη άμεσων δημοσιονομικών μέτρων με στόχο τον έλεγχο της εξάπλωσης του ιού και το μετριασμό των επακόλουθων οικονομικών ζημιών.<sup>6</sup>

Κύριο μέλημα της παρούσας ανάλυσης είναι η ανάδειξη της σημασίας της άσκησης διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής στην αντιμετώπιση απροσδόκητων διαταραχών που εκτρέπουν βιαίως την οικονομία από την αναπτυξιακή της τροχιά. Προς το σκοπό αυτό *πρώτον*, συζητείται η αναγκαιότητα άσκησης διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής σε αντιδιαστολή με τη συνέχιση της πιστής τήρησης αυστηρών δημοσιονομικών κανόνων (*fiscal rules*) όταν απροσδόκητα γεγονότα διαταράσσουν την ομαλή λειτουργία της οικονομίας. *Δεύτερον*, αξιολογείται ο βαθμός αποτελεσματικότητας της αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής και *τρίτον*, περιγράφεται η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής που είναι αναγκαία τόσο για την ομαλή επιστροφή στην τήρηση των κανόνων δημοσιονομικής πειθαρχίας όσο και για τη στήριξη της οικονομικής ανάκαμψης.

### **Δημοσιονομικοί κανόνες, διακριτική δημοσιονομική πολιτική και οικονομικές διαταραχές**

Για περισσότερο από τρεις δεκαετίες η οικονομική ορθοδοξία που κυριάρχησε στη χάραξη της οικονομικής πολιτικής και στη λήψη πολιτικών αποφάσεων υπαγορευόταν από τις αρχές της δημοσιονομικής υπευθυνότητας, σύννεσης και πειθαρχίας.<sup>7</sup> Δημοσιονομικά υπεύθυνη θεωρείται η πολιτική εκείνη που στοχεύει στην επίτευξη και τη διατήρηση δημοσιονομικής ισορροπίας. Αυτό διασφαλίζεται με την αποφυγή δημιουργίας μεγάλων δημοσιονομικών ελλειμμάτων και αύξησης της φορολογίας ή/και του κρατικού δανεισμού για τη χρηματοδότηση των αυ-

3 Σύμφωνα με τις πρόσφατες αναλύσεις των: Capital Economics (2020), "Global recovery has entered a slower phase", *Global Economics Chart Book*, 11 September, Oxford Economics (2020), "Recent economic strength will not last", *World Economic Prospects*, September/October, και Fitch Ratings (2020), "Global GDP forecast 2020 revised up modestly as recovery surprises", 7 September. Βλ. επίσης European Commission (2020), "European Economic Forecast. Autumn", *European Economy, Institutional Paper* no. 136, November, και Reinhart, K. (2020), "An economic health check", *The Development Podcast*, episode 12, 16 September, World Bank Group. <https://www.worldbank.org/en/news/video/2020/09/16/Development-Podcast-Economic-Health-Check-with-President-Malpass-Chief-Economist-Reinhart>.

4 Βλ. Reinhart, C. and V. Reinhart (2020), "The Pandemic Depression. The Global Economy Will Never Be the Same", *Foreign Affairs*, September/October.

5 Βλ. IMF Policy Tracker: Economic responses to COVID-19 by 196 countries. <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>.

6 Για μια ανάλυση της δημοσιονομικής αντίδρασης της ελληνικής κυβέρνησης, βλ. Πλαίσιο V.1, "Τα δημόσια οικονομικά στον καιρό της πανδημίας COVID-19", Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2019-2020*, Ιούνιος 2020, 159-164.

7 Η δημοσιονομική υπευθυνότητα αναπτύχθηκε ως αντίδραση στην εμπειρία του στασιμοληθωρισμού τη δεκαετία του 1970 και της μεγάλης αύξησης του δημόσιου χρέους των ανεπτυγμένων χωρών τη δεκαετία του 1980.

ξανόμενων δημόσιων δαπανών. Η σύνεση στη διαχείριση των δημόσιων οικονομικών εξασφαλίζεται με την εφαρμογή δημοσιονομικών κανόνων.<sup>8</sup>

Το ξέσπασμα της πανδημίας και ο περιορισμός ή/και η αναστολή της οικονομικής και κοινωνικής δραστηριότητας διεθνώς εξέτρεψαν βιαίως την παγκόσμια οικονομία από την αναπτυξιακή της τροχιά, προκαλώντας μια χωρίς προηγούμενο υφεσιακή διαταραχή. Για το μετριασμό των επενεργειών της πανδημίας, οι κυβερνήσεις αντέδρασαν με προσωρινή αναστολή των δημοσιονομικών κανόνων. Άσκησαν αντικυκλική πολιτική μέσω της απρόσκοπτης λειτουργίας των αυτόματων σταθεροποιητών, αλλά κυρίως με τη λήψη στοχευμένων μέτρων δημοσιονομικής στήριξης (επιδόματα και δάνεια) με σκοπό την προστασία των εισοδημάτων, της εργασίας και των σχέσεων εργοδότη-εργαζομένου. Η πολιτική αυτή όμως οδηγεί σε αύξηση του δημόσιου χρέους σε ιστορικά υψηλά επίπεδα. Ιδίως δε ο φόβος από την εκθετική εξάπλωση της πανδημίας το χειμώνα οξύνει την οικονομική αβεβαιότητα και δυσχεραίνει την επιστροφή στην προ πανδημίας οικονομική ανάπτυξη, καθιστώντας σχεδόν ανέφικτη την τήρηση αυστηρών δημοσιονομικών κανόνων στο άμεσο μέλλον. Αυτό σημαίνει ότι οι οικονομίες θα ζήσουν στο επόμενο χρονικό διάστημα με μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα και υψηλό δημόσιο χρέος.<sup>9</sup> Αν και η ενεργοποίηση της γενικής ρήτρας διαφυγής από τον περιορισμό των ισοσκελισμένων ή πλεονασματικών προϋπολογισμών όπως προβλέπεται στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης είναι επιβεβλημένη στην παρούσα συγκυρία, είναι σημαντικό να τονιστεί ότι για να καταστεί η δημοσιονομική παρέμβαση αξιόπιστη και επομένως διατηρήσιμη είναι αναγκαίο *πρώτον*, να διευκρινιστεί ότι η δυνατότητα χρήσης της μέγιστης δυνατής δημοσιονομικής ευελιξίας είναι προσωρινού μόνο χαρακτήρα, *δεύτερον*, να καταγραφεί με ακρίβεια το είδος και η περίμετρος των μέτρων στήριξης, καθώς και η απόκλιση από το δημοσιονομικό στόχο και *τρίτον*, να περιγραφεί η διαδικασία δημοσιονομικής προσαρμογής που θα ακολουθηθεί στην πορεία προς τη δημοσιονομική ισορροπία.<sup>10</sup> Με άλλα λόγια, αν και οι έκτακτες περιστάσεις δικαιολογούν την προσφυγή σε αντικυκλική δημοσιονομική πολιτική, αυτό δεν πρέπει να γίνει με κόστος μια υπερβολικά μεγάλη διακριτική παρέμβαση που θα έθετε σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών.

### Η αποτελεσματικότητα της ελληνικής αντίδρασης στο ξέσπασμα της πανδημίας

Με την εφαρμογή μέτρων αναβολής είσπραξης οφειλών, άμεσης δημοσιονομικής επέκτασης και παροχής ρευστότητας μέσω κρατικών εγγυήσεων και δανείων, η ελληνική κυβέρνηση προσπαθεί να συγκρατήσει τις υφεσιακές επιπτώσεις της πανδημίας. Η έκτακτη δημοσιονομική παρέμβαση ύψους περίπου 12,5% του ΑΕΠ<sup>11</sup> για το 2020 διευκολύνθηκε από τη συντονισμένη δράση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής με διατήρηση του κόστους δανεισμού σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και της δημοσιονομικής απόκρισης σε επίπεδο ΕΕ με την ενεργοποίηση της γενικής ρήτρας διαφυγής. Ωστόσο, πρέπει να επισημανθούν τα εξής: *Πρώτον*, οι μέχρι τώρα έκτακτες στοχευμένες δημοσιονομικές παρεμβάσεις της ελληνικής κυβέρνησης δίνουν μεγαλύτερη έμφαση σε βοηθήματα και επιδόματα και λιγότερη σε δάνεια μέσω κρατικών εγγυήσεων.<sup>12</sup> Ως εκ τούτου, αν και δίνουν μεγαλύτερη ώθηση στην οικονομία, μέσω της διατήρησης της καταναλωτικής ζήτησης, ταυτόχρονα καθιστούν μεγαλύτερη την επιβάρυνση του προ-

8 Η πολιτική δημοσιονομικού κανόνα, θέτοντας ανώτατο ποσοτικό όριο σε κρίσιμα δημοσιονομικά μεγέθη όπως είναι το κρατικό έλλειμμα, το δημόσιο χρέος ή ο ρυθμός αύξησης των δημόσιων δαπανών αποσκοπεί στο μετριασμό της ροπής των κυβερνήσεων προς δημοσιονομική χαλαρότητα και της άσκησης προκυκλικής πολιτικής, η οποία όμως, όπως είναι γνωστό, οξύνει τις οικονομικές διακυμάνσεις. Βλ. Alesina, A., C. Favero and F. Giavazzi (2019), *Austerity. When It Works and When It Doesn't*, Princeton University Press, και Wyplosz, C. (2013), "Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experience", στο Alesina, A. and F. Giavazzi (eds), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, Chicago, Chicago University Press, 495-525. Οι δημοσιονομικοί κανόνες δεν είναι όμως άκαμπτοι. Επιτρέπουν την προσωρινή απόκλιση από τους ποσοτικούς στόχους εν όψει εξαιρετικών γεγονότων. Βλ. Eyraud, L. et al. (2018), "Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility and Enforceability", IMF Staff Discussion Notes, no. 18/04.

9 Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομώνων της ΕΚΤ, το δημόσιο χρέος στην οικονομία της ζώνης του ευρώ θα αυξηθεί το 2020 σε 100,7% από 84% το 2019. Βλ. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201103el.pdf>.

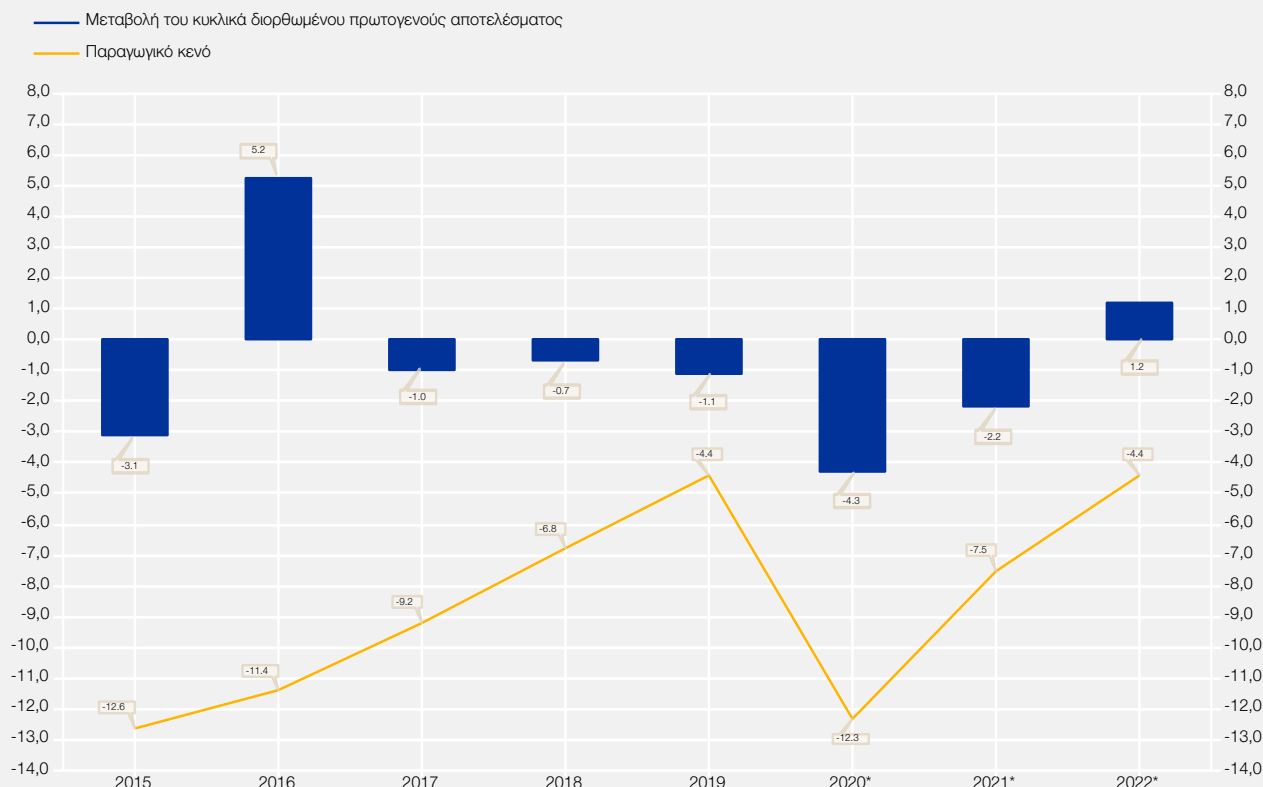
10 Βλ. IMF (2020), "Keeping the Receipts: Transparency, Accountability, and Legitimacy in Emergency Responses", *Fiscal Affairs*, Special Issues on Fiscal Policies to Respond to COVID-19.

11 Συμπεριλαμβάνεται η πληρωμή των αναδρομικών των περικοπών των συντάξεων (1,3% του ΑΕΠ). Εάν συνυπολογίσουμε και τη χρηματοπιστωτική μόχλευση, το σύνολο των παρεμβάσεων για το 2020 είναι 16,0% του ΑΕΠ.

12 Για μια συγκριτική παρουσίαση του είδους της δημοσιονομικής παρέμβασης μεταξύ χωρών, βλ. Anderson, J. (2020), "The fiscal response to the economic fallout from the coronavirus", Bruegel Datasets, 5 November, <https://www.bruegel.org/publications/datasets/covid-national-dataset/>.

### Δημοσιονομική πολιτική και πανδημία: Ελλάδα

(μεταβολή κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος και παραγωγικό κενό, % του δυνητικού προϊόντος)



Πηγή: European Commission, AMECO database, November 2020.

Σημείωση: Για τις ανάγκες της ανάλυσης που παρουσιάζεται στο πλαίσιο έγινε χρήση των στοιχείων της AMECO και όχι των εκτιμήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος όπως παρουσιάζονται στο Διάγραμμα V.1. Ως διακριτική (discretionary) δημοσιονομική πολιτική ορίζεται η μεταβολή του δημοσιονομικού αποτελέσματος που προκύπτει μετά την αφαίρεση της επίδρασης των αυτόματων σταθεροποιητών και των δαπανών για τόκους δανείων. Μέτρο της κατεύθυνσης και της έκτασης της διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής (fiscal stance) ορίζεται η μεταβολή από έτος σε έτος του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος. Εάν η μεταβολή είναι θετική, τότε η κατεύθυνση της πολιτικής είναι συσταλτική, ενώ εάν η μεταβολή είναι αρνητική, τότε η κατεύθυνση της πολιτικής είναι επεκτατική. Ως παραγωγικό κενό ορίζεται η διαφορά του πραγματοποιηθέντος ΑΕΠ σε σταθερές τιμές από το δυνητικό προϊόν και μετρείται ως ποσοστό του δυνητικού προϊόντος σε σταθερές τιμές. Εάν η διαφορά είναι αρνητική, στην οικονομία επικρατούν ανεργοί παραγωγικοί συντελεστές και αποπληθωριστικές πιέσεις (economic slack). Η δημοσιονομική πολιτική χαρακτηρίζεται ως αντικυκλική όταν το παραγωγικό κενό και η μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος έχουν το ίδιο πρόσημο (δημοσιονομική επέκταση όταν η οικονομική δραστηριότητα υπολείπεται του δυνητικού προϊόντος ή δημοσιονομική συστολή όταν η οικονομική δραστηριότητα υπερβαίνει το δυνητικό προϊόν). Αντίθετα, η δημοσιονομική πολιτική χαρακτηρίζεται ως προκυκλική όταν το παραγωγικό κενό και η μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος έχουν αντίθετα πρόσημα (δημοσιονομική επέκταση όταν η οικονομική δραστηριότητα υπερβαίνει το δυνητικό προϊόν ή δημοσιονομική συστολή όταν η οικονομική δραστηριότητα υπολείπεται του δυνητικού προϊόντος). Περιλαμβάνεται η στήριξη το 2015 προς το χρηματοπιστωτικό τομέα.

\*Προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

υπολογισμού για το τρέχον έτος. Παράλληλα όμως, αυτό καθιστά τα δημόσια οικονομικά λιγότερο εκτεθειμένα στον κίνδυνο από μελλοντικές καταπτώσεις εγγυήσεων (contingent liabilities). Δεύτερον, η ανατροπή του δημοσιονομικού στόχου για πρωτογενές πλεόνασμα και η δημιουργία ελλείμματος ήταν το συνδυασμένο αποτέλεσμα τόσο της αλλαγής κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής σε επεκτατική όσο και της οικονομικής ύφεσης. Και τρίτον, με βάση τις μέχρι σήμερα διενεργηθείσες εκτιμήσεις, προβλέπεται το 2021 και το 2022, και μόλις οι επείγουσες συνθήκες εκλείψουν, βαθμιαία μεταστροφή της δημοσιονομικής πολιτικής σε προκυκλική συσταλτική κατεύθυνση, ενώ το παραγωγικό κενό προβλέπεται να παραμείνει αρνητικό (βλ. το διάγραμμα).<sup>13</sup> Αν και η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη μελλοντική εξέλιξη της πανδημίας, αναμένεται ότι η οικονομία, μετά τη βαθιά ύφεση το 2020, θα αρχίσει από το 2021 να επιστρέφει σταδιακά σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Το παραγωγικό κενό όμως προβλέπεται να παραμείνει αρνητικό, καταγράφοντας μάλιστα υψηλές τιμές. Ως εκ τούτου, πιθανή πρόωρη απόσυρση των μέτρων στήριξης χωρίς ταυτόχρονη σαφή βελτίωση των επιδημιολογικών δεδομέ-

13 Οι εκτιμήσεις της δημοσιονομικής κατεύθυνσης εξαρτώνται από το ύψος του παραγωγικού κενού, η εκτίμηση του οποίου σε πραγματικό χρόνο υπόκεινται σε σημαντική αβεβαιότητα.

νων θα δυσχεράνει τη σταδιακή επάνοδο της οικονομικής δραστηριότητας.<sup>14</sup> Η διαδικασία απόσυρσης της κρατικής στήριξης θα πρέπει να συντονιστεί με τη σταδιακή επιστροφή σε θετικούς και ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης και ιδιαίτερα στους τομείς που έχουν πληγεί περισσότερο. Σε διαφορετική περίπτωση, ενισχύεται ο κίνδυνος εγκλωβισμού σε μια κατάσταση μακροχρόνιας οικονομικής στασιμότητας με διαρκείς αποπληθωριστικές πιέσεις.

### Ποια πρέπει να είναι η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στην πορεία προς την ανάπτυξη;

Σε ένα μακροοικονομικό περιβάλλον το οποίο, εκτός από την εξαιρετικά μεγάλη αβεβαιότητα λόγω της πανδημίας, χαρακτηρίζεται συγχρόνως και από σοβαρές δομικές αρρυθμίες, όπως είναι η σχετικά χαμηλή συνολική παραγωγικότητα, η δημογραφική γήρανση, το μειωμένο επενδυτικό ενδιαφέρον και η αυξημένη ροπή προς αποταμίευση, ενισχύεται η σχέση αλληλεξάρτησης της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής.<sup>15</sup> Συγκεκριμένα, σε περιβάλλον πολύ χαμηλού πληθωρισμού και αρνητικών επιτοκίων, η συμβατική νομισματική πολιτική μέσω του επηρεασμού του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου δανεισμού δεν κρίνεται πλέον αποτελεσματική. Με άλλα λόγια, όσο το επιτόκιο δανεισμού είναι μικρότερο του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ, η δημοσιονομική πολιτική καθίσταται αποτελεσματικότερο εργαλείο άσκησης σταθεροποιητικής πολιτικής.<sup>16</sup> Παρά ταύτα, αφού η επείγουσα κατάσταση εκλείψει, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει και πάλι να εστιάσει στη δημιουργία επαρκούς δημοσιονομικού χώρου, ιδιαίτερα σε χώρες με υψηλό λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ.

Η δημοσιονομική πολιτική εκτός από τη βραχυχρόνια διάστασή της ως αντικυκλική/σταθεροποιητική, μπορεί να καταστεί και διαρθρωτική μετατοπίζοντας την έμφασή της από την προστασία της οικονομίας σε περιόδους κρίσεων στην αύξηση της παραγωγικότητας που θα προσδιορίσει ισχυρή ανάπτυξη στο μέλλον. Με άλλα λόγια, μέσω των κατάλληλων δημοσιονομικών εργαλείων, η οικονομία θα πρέπει να προετοιμαστεί όχι μόνο για μια ασφαλή και πλήρη επανεκκίνηση, αλλά πολύ περισσότερο για την επάνοδό της σε μια στέρεη αναπτυξιακή τροχιά επενδύοντας στην ψηφιακή και πράσινη οικονομία και στην αντιμετώπιση μελλοντικών πανδημιών. Ως παράδειγμα αναφέρεται η επιτάχυνση του ψηφιακού μετασχηματισμού του δημόσιου τομέα, ως αποτέλεσμα των ιδιαίτερων συνθηκών που διαμορφώθηκαν εξαιτίας της πανδημίας. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί *πρώτον*, μέσα από το ουσιαστικό και συνεκτικό μεταρρυθμιστικό αποτύπωμα στη διαχείριση των δημόσιων οικονομικών τόσο στο σκέλος των εσόδων όσο και στο σκέλος των δαπανών. Και *δεύτερον*, μέσα από ένα καλά σχεδιασμένο και στοχευμένο σύστημα φορολογικών κινήτρων που θα λειτουργήσει ως εργαλείο ενθάρρυνσης της επιχειρηματικής ιδιωτικής πρωτοβουλίας με στόχο την έρευνα και την καινοτομία. Για παράδειγμα, μια περαιτέρω μείωση των φορολογικών συντελεστών και των ασφαλιστικών εισφορών θα στηρίξει την εργασία και την οικονομική ανάπτυξη και θα λειτουργήσει ως κίνητρο για μείωση της φοροδιαφυγής και της αδήλωτης εργασίας. Παράλληλα, η αύξηση της δημόσιας επενδυτικής δαπάνης και των φιλικών προς την ανάπτυξη δαπανών δρα αποφασιστικά στην αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας. Συνεπώς, σε περιβάλλον ιδιωτικής αποεπένδυσης και μεγάλης οικονομικής αβεβαιότητας, λόγω της πανδημικής κρίσης, οι δημόσιες επενδύσεις μπορούν να αποτελέσουν μοχλό κινητοποίησης της ιδιωτικής επενδυτικής πρωτοβουλίας με σημαντικά αναπτυξιακά αποτελέσματα που διαρκούν για μεγάλο χρονικό διάστημα.<sup>17</sup> Και τούτο επειδή η αύξηση των δημόσιων επενδύσεων ερμηνεύεται από τους οι-

14 Για την αναγκαιότητα της αποφυγής μιας απότομης απόσυρσης των επεκτατικών μέτρων και την ενίσχυση της επενδυτικής δαπάνης ως μέσου δημοσιονομικής πολιτικής για την επιστροφή των οικονομιών στην ανάπτυξη, βλ. IMF (2020), "Fiscal policies to address the COVID-19 pandemic", "Policies for the Recovery", *Fiscal Monitor*, 1-27, October.

15 Βλ. DeLong, J. and L. Summers (2012), "Fiscal Policy in a Depressed Economy", *Brooking Papers on Economic Activity*, 43, 233-297.

16 Βλ. Schnabel, I. (2020), "The shadow of fiscal dominance: Misconceptions, perceptions and perspectives", ομιλία στο Centre for European Reform και το Eurofi Financial Forum με θέμα "Is the current ECB monetary policy doing more harm than good and what are the alternatives?", Βερολίνο, 11 Σεπτεμβρίου. Η διαφορά μεταξύ του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ και του επιτοκίου δεν είναι ο μόνος διευκολυντικός παράγοντας της δυναμικής του χρέους. Τα επίμονα μεγάλα πρωτογενή ελλείμματα μπορούν να αντισταθμίσουν την όποια θετική εξέλιξη από μια αρνητική διαφορά επιτοκίου-ρυθμού ανάπτυξης. Βλ. Blanchard, O. (2019), "Public Debt and Low Interest Rates", *American Economic Review*, 109, 1197-1229.

17 Έχει βρεθεί ότι μια αύξηση των δημόσιων επενδύσεων επιφέρει ισχυρότερα και μονιμότερα πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα στο προϊόν και στην απασχόληση από ό,τι μια ισόποση αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης. Έχει βρεθεί επίσης ότι ο πολλαπλασιαστής των δημόσιων επενδύσεων είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα όταν στην οικονομία υπάρχουν ανενεργοί παραγωγικοί συντελεστές. Τα ισχυρά αποτελέσματα παραμένουν ακόμη και σε περιβάλλον έντονης οικονομικής αβεβαιότητας, όπως για παράδειγμα εν όψει μιας πανδημικής κρίσης. Βλ. IMF (2020), "Public Investment for the Recovery", *Fiscal Monitor*, 33-48, October.



οικονομικούς φορείς ως ένδειξη αξιόπιστης προσήλωσης της κυβερνητικής πολιτικής στην ανάπτυξη και ως εκ τούτου η εμπιστοσύνη ενισχύεται, με αποτέλεσμα η συνολική ενεργός ζήτηση να αντιδρά θετικά στις μεταβολές των δημοσίων επενδύσεων παρά την εν γένει αυξημένη αβεβαιότητα. Η χρηματοδότηση της δημόσιων επενδύσεων διευκολύνεται τόσο από τα χαμηλά επιτόκια κρατικού δανεισμού όσο και μέσω των χρηματοδοτικών πόρων του Next Generation EU με τη μορφή επιχορηγήσεων και δανείων, ικανών για τον ολικό μετασχηματισμό του εγχώριου παραγωγικού υποδείγματος. Εξάλλου, η επικράτηση ιστορικής χαμηλών επιτοκίων δανεισμού και ρυθμών πληθωρισμού, παρά την αύξηση του κρατικού δανεισμού διεθνώς, διευκολύνει τη χρηματοδότηση των ιδιωτικών επενδυτικών σχεδίων. Επιπλέον, με δεδομένη τη σημαντική υστέρηση της εγχώριας επιχειρηματικής δαπάνης για έρευνα και ανάπτυξη έναντι των οικονομιών της ΕΕ και του ΟΟΣΑ, η εφαρμογή πολιτικών προώθησης της έρευνας και της καινοτομίας μέσα από ένα σύστημα φοροαπαλλαγών (έμμεση χρηματοδότηση), καθορίζει διατηρήσιμους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης, αφού η καινοτομία μέσω της διάχυσής της στην παραγωγική διαδικασία βελτιώνει τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας.

## 5 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟ 2020

### 5.1 Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)

Σύμφωνα με τα εθνικολογιστικά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης για το πρώτο εξάμηνο του 2020, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης παρουσίασε επιδείνωση κατά 3,6 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2019 και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα ύψους 2,8% του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα V.2). Η επιδείνωση οφείλεται στην αύξηση των πρωτογενών δαπανών κατά 2,6 ποσ. μον. του ΑΕΠ και στη μείωση των εσόδων κατά 1,0 ποσ. μον. του ΑΕΠ.

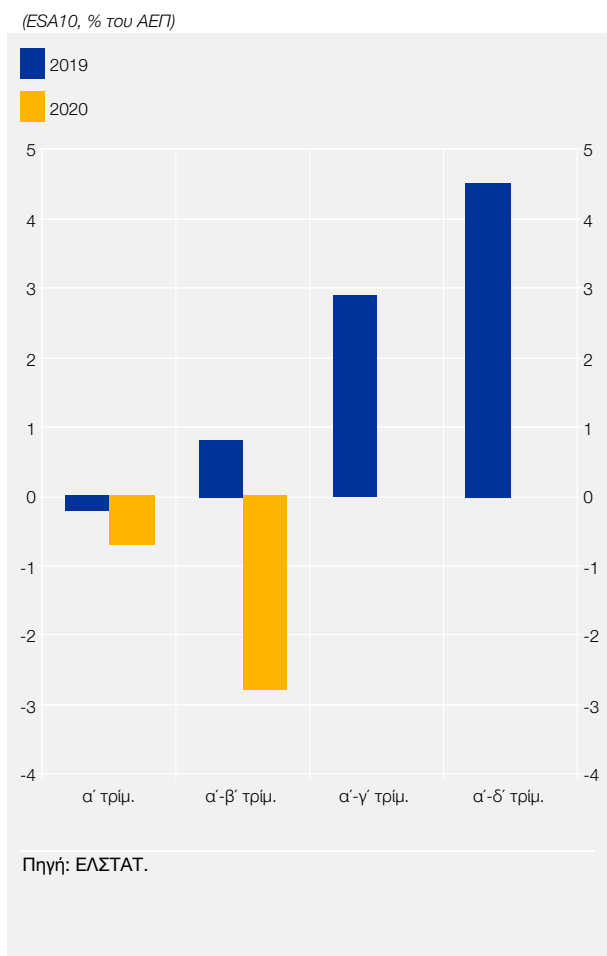
Σε απόλυτα μεγέθη, τα έσοδα μειώθηκαν (κατά 11,0%), ενώ οι πρωτογενείς δαπάνες αυξήθηκαν (κατά 4,3%) έναντι του αντίστοιχου εξαμήνου του 2019, ως αποτέλεσμα κατά κύριο λόγο της επίδρασης των δημοσιονομικών μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας. Η επίδραση εντοπίζεται ιδιαίτερα στη μείωση των φορολογικών εσόδων και των κοινωνικών εισφορών και στην αύξηση των δαπανών για επιδοτήσεις και για κεφαλαιακές μεταβιβάσεις. Σε μικρότερο βαθμό η επιδείνωση των εσόδων οφείλεται στην επίδραση της βάσης σύγκρισης, καθώς πέρυσι το πρώτο εξάμηνο εισπράχθηκαν έσοδα ANFA/SMP ύψους 644 εκατ. ευρώ που εφέτος εισπράχθηκαν το δεύτερο εξάμηνο.

### 5.2 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

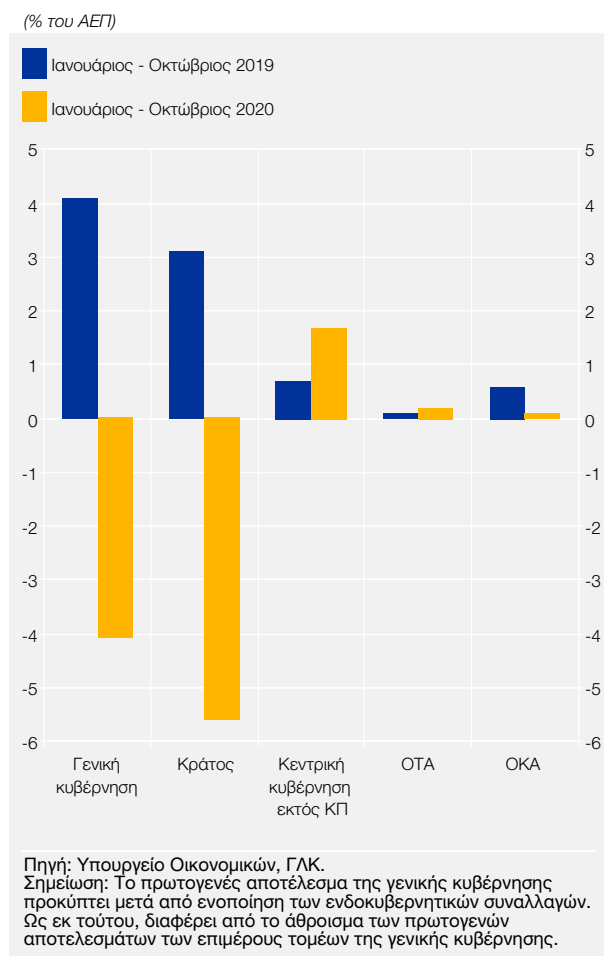
Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) που συλλέγει το ΓΛΚ, την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ παρουσίασε επιδείνωση, καταγράφοντας έλλειμμα 6,5% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 1,7% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι. Επίσης, το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε επιδείνωση και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 4,1% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 4,1% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2019.

Η επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος προκύπτει από: (α) τη μεγάλη επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ) κατά 8,7% του ΑΕΠ εξαιτίας των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας, των μειωμένων εσόδων από αποκρατικοποιήσεις και των αυξημένων μεταβιβάσεων προς τους λοιπούς φορείς της γενικής κυβέρνησης, (β) τη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των νομικών προσώπων της κεντρικής κυβέρνησης κατά 1,0% του ΑΕΠ, λόγω κυρίως αυξημένων μεταβιβάσεων από τον ΚΠ, (γ) την επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης (ΟΚΑ) κατά 0,5% του ΑΕΠ, κυρίως λόγω μείωσης των εσόδων από ασφαλιστικές εισφορές και αυξημένων πληρωμών για επιδόματα ανεργίας στο πλαίσιο της πανδημίας καθώς και για την καταβολή αναδρομικών στους συνταξιούχους, και (δ) την οριακή βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ) (βλ. Διάγραμμα V.3).

Διάγραμμα V.2 Πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση



Διάγραμμα V.3 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση



### 5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2020 ο ΚΠ παρουσίασε επιδεινωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου. Συγκεκριμένα, κατέγραψε έλλειμμα 7,9% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,5% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε επίσης επιδείνωση και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 5,3% του ΑΕΠ, από πλεονάσμα 3,1% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2019.

Η επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου οφείλεται στη μείωση των εσόδων του ΚΠ (-9,1%), καθώς και στην αύξηση των πρωτογενών δαπανών του ΚΠ (26,2%) λόγω κυρίως της λήψης μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας και σε μικρότερο βαθμό λόγω της επίδρασης της βάσης σύγκρισης, καθώς πέρυσι εισπράχθηκαν 1,2 δισεκ. ευρώ από την επέκταση της σύμβασης του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών, και της καταβολής αναδρομικών στους συνταξιούχους.

Η μεν μείωση των εσόδων εντοπίζεται ως επί το πλείστον: (α) στα έσοδα από φόρους, λόγω της διακοπής λειτουργίας επιχειρήσεων, αλλά και της λήψης μέτρων φορολογικής ελάφρυνσης, όπως η αναστολή εισπράξης φορολογικών υποχρεώσεων, η μεταβολή του αριθμού δόσεων και των προθεσμιών για την πληρωμή του φόρου εισοδήματος και του ΕΝΦΙΑ και η μείωση προκαταβολής φόρου νομικών προσώπων, και (β) στα έσοδα από πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών, λόγω της στατιστικής επίδρασης από τα μεγέθη του περασμένου έτους που ενσωμάτωναν έσοδα από την επέκταση της σύμβασης του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών.

**Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού  
(ΓΛΚ - τροποποιημένη ταμειακή βάση)**

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Οκτώβριος		Ποσοστιαία μεταβολή 2020/2019	Απόκλιση από τις εκτιμήσεις του Προϋπ/σμού 2020 <sup>1</sup>
	2019	2020		
<b>1. Καθαρά έσοδα Κρατικού Προϋπολογισμού (α-β)</b>	43.368	38.411	-11,4	-4.781
<b>α. Έσοδα Κρατικού Προϋπολογισμού (I+II+III+IV)</b>	47.302	42.992	-9,1	-4.002
I. Φόροι	41.196	35.527	-13,8	-6.090
II. Μεταβιβάσεις	2.715	4.797	76,7	1.840
III. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	1.630	440	-73,0	-135
IV. Λοιπά έσοδα	1.761	2.228	26,5	383
<b>β. Επιστροφές φόρων</b>	3.934	4.581	16,4	779
Πληροφοριακά στοιχεία: Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων <sup>2</sup>	1.586	4.437	179,8	1.682
<b>2. Δαπάνες Κρατικού Προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI)</b>	42.462	51.862	22,1	7.685
<b>Πρωτογενείς δαπάνες Κρατικού Προϋπολογισμού (2-V)</b>	37.588	47.433	26,2	7.504
I. Παροχές σε εργαζομένους	11.039	11.080	0,4	-52
II. Μεταβιβάσεις	22.273	27.967	25,6	6.306
III. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	918	939	2,3	237
IV. Λοιπές πρωτογενείς δαπάνες	768	438	-43,0	-1.266
V. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	4.874	4.429	-9,1	181
VI. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων	2.589	7.009	170,7	2.279
<b>3. Αποτέλεσμα Κρατικού Προϋπολογισμού (1-2)</b>	906	-13.451		-12.466
% του ΑΕΠ	0,5	-7,9		
<b>4. Πρωτογενές αποτέλεσμα Κρατικού Προϋπολογισμού (3+2.V)</b>	5.739	-9.065		-12.328
% του ΑΕΠ	3,1	-5,3		

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Οκτώβριος 2020.

<sup>1</sup> Απόκλιση από τους στόχους του Προϋπολογισμού 2020, προσαρμοσμένους στα συνολικά μεγέθη όπως αποτυπώνονται στις εκτιμήσεις της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού 2020.

<sup>2</sup> Τα έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) περιλαμβάνονται στις κατηγορίες "Μεταβιβάσεις" και "Λοιπά έσοδα".

Η δε αύξηση των πρωτογενών δαπανών εντοπίζεται κυρίως: (α) στις δαπάνες του Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) και αντανακλά την επιδότηση τόκων δανείων προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ), μέρος της επιστρεπτέας προκαταβολής, την αποζημίωση ειδικού σκοπού στους αυτοαπασχολούμενους και στις επιχειρήσεις, τη σύσταση του ταμείου εγγυοδοσίας επιχειρήσεων και τη δράση ΤΕΠΙΧ II και (β) στις μεταβιβάσεις, που αφορούν την καταβολή αποζημίωσης ειδικού σκοπού (μισθωτών και επιστημόνων), την ενίσχυση επιχειρήσεων με τη μορφή επιστρεπτέας προκαταβολής και την έκτακτη επιχορήγηση προς τον ΕΦΚΑ και τον ΕΟΠΥΥ για την κάλυψη υστέρησης εσόδων από τις μειωμένες ασφαλιστικές εισφορές λόγω της πανδημίας, καθώς και την καταβολή των αναδρομικών στους συνταξιούχους ύψους 1.400 εκατ. ευρώ.

Ως εκ τούτου, το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε σημαντική υστέρηση κατά 12,3 δισεκ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό του 2020, ενώ διαμορφώθηκε υψηλότερα του νέου στόχου βάσει των εκτιμήσεων για το 2020 στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2021, λόγω κυρίως της καθυστέρησης στην απορρόφηση των προβλεπόμενων κονδυλίων του μέτρου της επιστρεπτέας προκαταβολής.

#### 5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση

Το ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ στο δεκάμηνο του 2020 παρουσίασε επιδείνωση σε σχέση με πέρυσι και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 8,7% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,1% του ΑΕΠ το αντίστοιχο δεκάμηνο του 2019 (βλ. Πίνακα V.3). Επίσης επιδεινώθηκε το πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ, το οποίο διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 5,3% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 3,0% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο.

Επιδείνωση παρουσίασε ο Τακτικός Προϋπολογισμός (ΤΠ), λόγω μειωμένων εσόδων και αυξημένων πρωτογενών δαπανών εξαιτίας πρωτίστως των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας και δευτερευόντως λόγω της είσπραξης εσόδων αποκρατικοποιήσεων πέρυσι που δεν επαναλήφθηκαν φέτος, καθώς και ο Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ), λόγω αυξημένων δαπανών και παρά τα αυξημένα έσοδα.

#### 5.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) τον Οκτώβριο του 2020, το χρέος της ΓΚ το 2019 μειώθηκε ως απόλυτο μέγεθος σε 331.072 εκατ. ευρώ από 334.721 εκατ. ευρώ το 2018 και ως ποσοστό του ΑΕΠ σε 180,5% του ΑΕΠ από 186,2% του ΑΕΠ το 2018. Ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ αυξήθηκε σημαντικά έναντι της πρώτης κοινοποίησης του Απριλίου 2020 (176,6% του ΑΕΠ), εξαιτίας της προς τα κάτω αναθεώρησης του ΑΕΠ τον Οκτώβριο του 2020. Η ονομαστική αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους αποτυπώνει, μεταξύ άλλων, τη μείωση του αποθέματος των βραχυπρόθεσμων τίτλων και την αποπληρωμή δανείων του μηχανισμού στήριξης, συμπεριλαμβανομένης της πρόωρης εξόφλησης μέρους των δανείων του ΔΝΤ.

Στον Προϋπολογισμό 2021 προβλέπεται αύξηση του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ το 2020 σε 208,9% του ΑΕΠ, εξαιτίας πρωτίστως της επιβαρυντικής συμβολής της διαφοράς μεταξύ έμμεσου επιτοκίου του δημόσιου χρέους και ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ (snowball effect) και δευτερευόντως του πρωτογενούς ελλείμματος, ενώ το 2021 αναμένεται αποκλιμάκωση σε 199,6% του ΑΕΠ χάρη στην προβλεπόμενη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας που αναμένεται να αντισταθμίσει την ονομαστική αύξηση του χρέους κατά 3,2 δισεκ. ευρώ (βλ. Διάγραμμα V.4). Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία για το 2020 σε εθνολογιστική βάση, το χρέος της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε 195,5% του ΑΕΠ τον Ιούνιο του 2020.

Στη διάρκεια του 2020 οι χρηματοδοτικές ανάγκες του Ελληνικού Δημοσίου καλύφθηκαν από εκδόσεις ομολόγων σταθερού επιτοκίου, 7ετούς, 10ετούς και 15ετούς διάρκειας, συνολικού ύψους 12 δισεκ. ευρώ, μεγαλύτερου από ό,τι προέβλεπε η αρχική στρατηγική χρηματοδότησης,<sup>10</sup> λόγω κυρίως των έκτακτων αναγκών χρηματοδότησης του δημοσιονομικού ελλείμματος που προέκυψε εξαιτίας της πανδημίας και σε μικρότερο βαθμό των μειωμένων εσόδων αποκρατικοποιήσεων. Αντισταθμιστικά λειτούργησαν η αναβολή της πρόωρης εξόφλησης επιπλέον μέρους των δανείων του ΔΝΤ και η μικρότερη μείωση του αποθέματος των βραχυπρόθεσμων τίτλων. Η επιτυχημένη παρουσία του Ελληνικού Δημοσίου στις αγορές καταδεικνύεται από τα

Πίνακας V.3 Αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση

(εκατ. ευρώ)

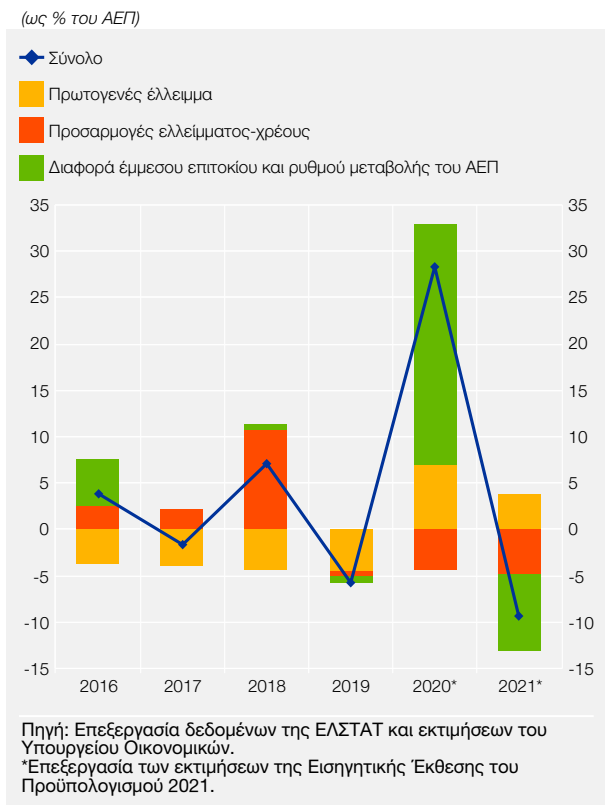
	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Οκτώβριος	
	2018	2019	2019	2020
Κρατικός προϋπολογισμός <sup>1</sup>	-4.180	-477	101	-14.911
% του ΑΕΠ	-2,3	-0,3	0,1	-8,7
- Τακτικός προϋπολογισμός	-516	2.376	1.096	-12.341
- Προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων	-3.664	-2.853	-995	-2.570

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Όπως προκύπτει από την κίνηση των σχετικών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος και στα πιστωτικά ιδρύματα. Συμπεριλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους. Δεν περιλαμβάνεται η κίνηση του λογαριασμού του ΟΠΕΚΕΠΕ.

<sup>10</sup> Η αρχική στρατηγική χρηματοδότησης που είχε ανακοινωθεί από τον ΟΔΔΗΧ το Δεκέμβριο του 2019 προέβλεπε δανεισμό από τις αγορές ύψους 4-8 δισεκ. ευρώ. Πηγή: ΟΔΔΗΧ.

Διάγραμμα V.4 Μεταβολή του δημόσιου χρέους



ιστορικά χαμηλά επιτόκια των εν λόγω εκδόσεων, παρά τις συνθήκες αβεβαιότητας που επικρατούν στις αγορές.

Η επίπτωση της πανδημίας στην οικονομική δραστηριότητα και τα επακόλουθα μέτρα δημοσιονομικής επέκτασης αναμένεται να επιφέρουν μεσοπρόθεσμα μια ανοδική μετατόπιση τόσο της καμπύλης του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ όσο και της καμπύλης των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών ως ποσοστού του ΑΕΠ σε σχέση με τις προ της πανδημίας εκτιμήσεις.

Παρά την αυξημένη αβεβαιότητα σχετικά με την πορεία της οικονομίας και τα δημοσιονομικά μεγέθη την περίοδο 2020-2022, οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παραμένουν περιορισμένοι μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 2030, λόγω της σύνθεσης του χρέους, το οποίο αποτελείται κατά 80% από υποχρεώσεις προς τον επίσημο τομέα, αλλά και της ευνοϊκής διάρθρωσης των αποπληρωμών, όπως αυτή έχει διαμορφωθεί στο πλαίσιο των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους. Κατ' επέκταση, η εκτιμώμενη αύξηση του λόγου του δημόσιου χρέους και των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών προς το ΑΕΠ δεν

αναμένεται να υπονομεύσει τη μεσοπρόθεσμη βιωσιμότητα του χρέους, υπό την προϋπόθεση ότι οι δημοσιονομικές παρεμβάσεις για την αντιμετώπιση της πανδημίας είναι προσωρινού χαρακτήρα και η μακροοικονομική ισορροπία θα αποκατασταθεί σύντομα. Για το λόγο αυτό, οι ελληνικές αρχές θα πρέπει να είναι έτοιμες να ενταχθούν πλήρως στους κανόνες του ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου, μόλις αυτοί ενεργοποιηθούν εκ νέου. Σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, οι κίνδυνοι βιωσιμότητας του χρέους σχετίζονται κυρίως με τους όρους χρηματοδότησης από τις αγορές και το δυνητικό ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης, η διαμόρφωση του οποίου εξαρτάται αποφασιστικά από την αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του NGEU (βλ. Πλαίσιο V.2).

## Πλαίσιο V.2

### ΑΝΑΛΥΣΗ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Η επίπτωση της υγειονομικής κρίσης στην οικονομική δραστηριότητα και τα επακόλουθα μέτρα δημοσιονομικής επέκτασης αναμένεται να επιφέρουν αύξηση του λόγου του δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ το 2020, προτού αποκατασταθεί η καθοδική τροχιά του μετά το 2021, σε υψηλότερα όμως επίπεδα μεσοπρόθεσμα σε σχέση με τις προ της πανδημίας εκτιμήσεις. Η εξωγενής διαταραχή λόγω της πανδημικής κρίσης αναμένεται επίσης να αυξήσει σημαντικά τις ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου, ιδιαίτερα στη βραχυχρόνια περίοδο, οι οποίες ωστόσο παραμένουν διαχειρίσιμες μεσοπρόθεσμα. Αυτά τα βασικά συμπεράσματα επιβεβαιώνονται και στην τελευταία Έκθεση Ενισχυμένης Εποπτείας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,<sup>1</sup> η οποία εκτιμά ότι οι αρνητικές επιπτώσεις της αύξησης του δημόσιου χρέους και της βραχυχρόνιας επιδείνωσης των μακροοικονομικών προοπτικών αναμένεται να αντισταθμιστούν από τη σημαντική βελτίωση των συνθηκών αναχρηματοδότησης του χρέους τα επό-

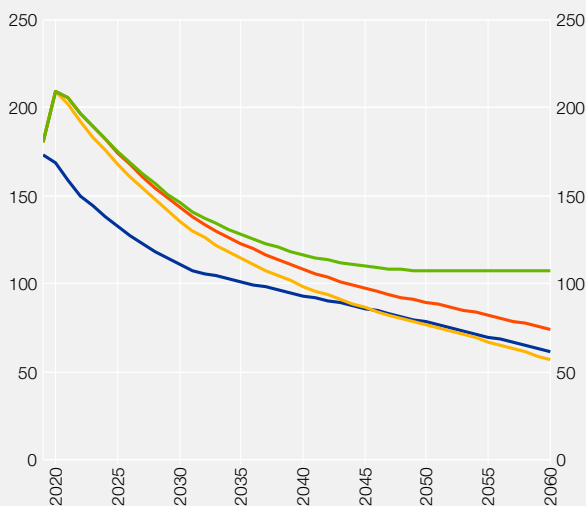
1 European Commission (2020), "Enhanced Surveillance Report, Greece, November 2020", European Economy Institutional Paper No. 137, Brussels.



Διάγραμμα Α Δημόσιο χρέος

(ως % του ΑΕΠ)

- 0 = Σενάριο προ πανδημίας
- 1 = Βασικό σενάριο με πανδημία και NGEU
- 2 = 1 χωρίς NGEU
- 3 = 2 με υψηλότερο κόστος δανεισμού

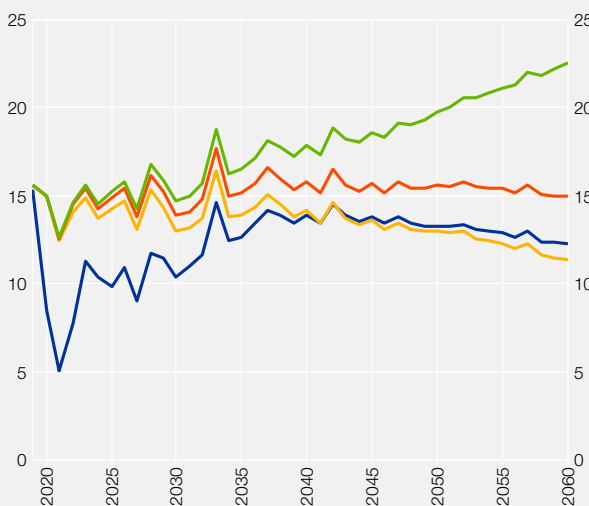


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα Β Ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες

(ως % του ΑΕΠ)

- 0 = Σενάριο προ πανδημίας
- 1 = Βασικό σενάριο με πανδημία και NGEU
- 2 = 1 χωρίς NGEU
- 3 = 2 με υψηλότερο κόστος δανεισμού



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

μενα χρόνια.<sup>2</sup> Αντίστοιχα συμπεράσματα διατυπώνονται και από το ΔΝΤ, το οποίο τονίζει την ιδιαιτερότητα της ευνοϊκής σύνθεσης του ελληνικού δημόσιου χρέους και υπογραμμίζει τη σημασία της αξιοποίησης των ευρωπαϊκών πόρων στο πλαίσιο του Next Generation EU (NGEU).<sup>3</sup>

### Περιγραφή σεναρίων

Λαμβάνοντας υπόψη τις επικαιροποιημένες μακροοικονομικές και δημοσιονομικές παραδοχές της Τράπεζας της Ελλάδος, εξετάστηκαν τρία σενάρια, τα οποία αντιπαραβάλλονται στα Διαγράμματα Α και Β με το βασικό σενάριο προ της πανδημίας (σενάριο 0):

Το **σενάριο 1 (βασικό)** ενσωματώνει τις επιπτώσεις της πανδημίας στα δημοσιονομικά μεγέθη και στην οικονομική δραστηριότητα. Συγκεκριμένα, γίνεται η υπόθεση ότι το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης θα διαμορφωθεί ελλειμματικό μέχρι το 2021, ενώ από το 2022 θα μεταστραφεί σε πλεονασματικό και θα διαμορφωθεί σε 2,2% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο την περίοδο 2023-2060. Ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ αποκτά θετικό πρόσημο από το 2021 και συγκλίνει μακροπρόθεσμα σε 1,7% (έναντι εκτίμησης 1,5% μεσοπρόθεσμα και

2 Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το βασικό σενάριο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το δημόσιο χρέος αναμένεται να αυξηθεί στο 207% του ΑΕΠ το 2020 (από 180,5% του ΑΕΠ το 2019) και να μειωθεί σταδιακά στο 160,4% του ΑΕΠ το 2030 και στο 64% του ΑΕΠ το 2060. Οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου αναμένεται να κυμανθούν περίπου στο όριο βιωσιμότητας 15% του ΑΕΠ για τα επόμενα 20 χρόνια, πριν μειωθούν περίπου στο 13% του ΑΕΠ μέχρι το 2060 (χαμηλότερα από το μακροπρόθεσμο όριο βιωσιμότητας 20% του ΑΕΠ). Το βασικό σενάριο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δεν περιλαμβάνει οποιαδήποτε θετική επίδραση στο δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας από την υλοποίηση μεταρρυθμίσεων και επενδύσεων που περιλαμβάνονται στο προκαταρκτικό Ελληνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας για την αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων στο πλαίσιο του NGEU. Στη βελτίωση των συνθηκών αναχρηματοδότησης του βασικού σεναρίου συνέβαλε η ευνοϊκή επίδραση του προγράμματος Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) της ΕΚΤ, καθώς και η αναθεώρηση της μεθοδολογίας υπολογισμού του επιτοκίου αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους.

3 International Monetary Fund (2020), "Greece: 2020 second post-programme monitoring discussions", *IMF Country Report* No. 20/308.

1,3% μακροπρόθεσμα στο σενάριο προ πανδημίας), ενσωματώνοντας τη θετική επίδραση στο δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας από την αξιοποίηση των πόρων του NGEU.<sup>4</sup> Το μέσο επιτόκιο αναχρηματοδότησης, υπό τη θετική επίδραση του PEPP, διαμορφώνεται σε 1,5% το 2020 (έναντι εκτίμησης 1,7% προ πανδημίας) και ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 2,7% την περίοδο 2020-2060 (έναντι εκτίμησης 3,7% προ πανδημίας), με τη μεσοσταθμική διάρκεια των νέων εκδόσεων να διαμορφώνεται σε περίπου 5,5 έτη.

Σύμφωνα με τις υποθέσεις του βασικού σεναρίου, ο λόγος του χρέους προς ΑΕΠ αναμένεται να διατηρηθεί μεσοπρόθεσμα σε υψηλότερο επίπεδο σε σχέση με το σενάριο προ πανδημίας. Εντούτοις, η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του NGEU, η οποία διευρύνει τις αναπτυξιακές δυνατότητες της οικονομίας, και η σημαντική βελτίωση του κόστους αναχρηματοδότησης καθιστούν εφικτή την επιστροφή του λόγου του χρέους προς ΑΕΠ στην προ πανδημίας τροχιά του μετά από ορίζοντα 25ετίας, με περαιτέρω αποκλιμάκωση μετέπειτα. Αντίστοιχα, οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημοσίου θα διατηρηθούν μεσοπρόθεσμα σε υψηλότερες τιμές σε σχέση με το σενάριο προ πανδημίας, κοντά στο μεσοπρόθεσμο όριο του 15% του ΑΕΠ, αλλά σε κάθε περίπτωση εντός του μακροπρόθεσμου ορίου βιωσιμότητας 20% του ΑΕΠ. Εντός 25ετίας αναμένεται να επιστρέψουν στο επίπεδο του σεναρίου προ πανδημίας και να αποκλιμακωθούν περαιτέρω.

Το **σενάριο 2** αποτελεί μια εκδοχή του βασικού σεναρίου από την οποία απουσιάζει η θετική επίδραση στο ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας από την αξιοποίηση των πόρων του NGEU. Σ' αυτή την περίπτωση, ο λόγος του χρέους προς ΑΕΠ παραμένει μεν σε καθοδική τροχιά, αλλά διατηρείται μόνιμα σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι στο σενάριο προ πανδημίας, με τη διαφορά να ανέρχεται σε περίπου 13 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ το 2060. Αντίστοιχα, οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες διαμορφώνονται σε μόνιμα υψηλότερο επίπεδο σε σχέση με το σενάριο προ πανδημίας, παραμένοντας όμως μακροπρόθεσμα εντός του ορίου βιωσιμότητας 20% του ΑΕΠ.

Το **σενάριο 3** αποτελεί μια δυσμενέστερη εκδοχή του σεναρίου 2 στην οποία, παράλληλα με τη μη αποτελεσματική αξιοποίηση του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, γίνεται η υπόθεση ενός μόνιμα αυξημένου εξωγενούς περιθωρίου κινδύνου κατά 100 μονάδες βάσης, το οποίο οδηγεί ενδογενώς σε αυξημένο κόστος αναχρηματοδότησης.<sup>5</sup> Συνεπώς το σενάριο αυτό εστιάζει στο διπλό κίνδυνο να μην αξιοποιηθεί η ευκαιρία που παρέχεται από το NGEU και να πληγεί η εμπιστοσύνη των αγορών προς την Ελλάδα. Υπό αυτές τις υποθέσεις, η καθοδική πορεία του λόγου του χρέους προς ΑΕΠ ανακόπεται μετά την πάροδο περίπου 35 ετών, ενώ οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες υπερβαίνουν το μακροχρόνιο όριο βιωσιμότητας 20% του ΑΕΠ κατά την τελευταία δεκαετία της προσομοίωσης.

### Κίνδυνοι

Η ανάλυση βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους υπόκειται σε μεγάλες αβεβαιότητες, λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της υγειονομικής κρίσης. Αρνητικές επισφάλειες σχετίζονται κυρίως με τα εξής: (α) Ένα ενδεχόμενο νέο κύμα της πανδημίας και η λήψη επιπλέον μέτρων περιορισμού της είναι πιθανόν να καθυστερήσουν την οικονομική ανάκαμψη και να απαιτήσουν επιπλέον μέτρα δημοσιονομικής επέκτασης. (β) Μια ενδεχόμενη αντιστροφή των πολύ ευνοϊκών υποθέσεων σχετικά με το κόστος αναχρηματοδότησης και τη στήριξη των ελληνικών ομολόγων από την ΕΚΤ (για όσο διάστημα τα ελληνικά ομόλογα υπολείπονται της επενδυτικής βαθμίδας αξιολόγησης) ενδέχεται να μετριάσει ή και να αντιστρέψει τη θετική συμβολή της διαφοράς μεταξύ έμμεσου επιτοκίου και ρυθμού ανάπτυξης (snowball effect). (γ) Μια ηπιότερη ανάκαμψη της οικονομίας έναντι του βασικού σεναρίου ενδέχεται να δυσχεράνει την αποπληρωμή των αναβαλλόμενων φορολογικών υποχρεώσεων, των κρατικών δανείων και των εγγυήσεων που έχουν χορηγηθεί για την ενίσχυση της ρευστότητας των επιχειρήσεων, στο πλαίσιο των μέτρων στήριξης της οικονομίας.<sup>6</sup> Αντιθέτως, θετικές αβεβαιότητες σχετίζονται με: (α) μια πιο εμπροσθοβαρή

4 Σχετικά με την επίδραση της αξιοποίησης των πόρων του NGEU βλ. το Πλαίσιο IV.1 στην παρούσα έκθεση. Το βασικό σενάριο υποθέτει αξιοποίηση πόρων (επιχορηγήσεις και δάνεια) στο πλαίσιο του NGEU μόνο μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (Recovery and Resilience Facility, RRF) και δεν περιλαμβάνει πόρους από άλλα χρηματοδοτικά εργαλεία, όπως το REACT-EU.

5 Το κόστος δανεισμού διαμορφώνεται ενδογενώς, ως άθροισμα ενός εξωγενούς περιθωρίου κινδύνου και μιας ενδογενούς συνάρτησης του λόγου του χρέους προς ΑΕΠ. Η αύξηση του κόστους δανεισμού κατά 100 μονάδες βάσης αφορά το εξωγενές περιθώριο κινδύνου.

6 Μέρος αυτού του κινδύνου έχει ήδη προεξοφληθεί στο βασικό σενάριο, καθώς οι εκτιμήσεις για το δημοσιονομικό αποτέλεσμα συμπεριλαμβάνουν μη ανακτήσιμες απώλειες από κρατικά δάνεια και αναβολές φορολογικών υποχρεώσεων.

εκταμίευση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας με πιο άμεσο όφελος στην οικονομική δραστηριότητα, (β) τη δυνατότητα αξιοποίησης πρόσθετων ευρωπαϊκών πόρων για χρηματοδότηση υφιστάμενων μέτρων, που θα βελτιώσει το δημοσιονομικό αποτέλεσμα, και (γ) μια πιο παρατεταμένη διάρκεια της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής.

Παρά τη διάχυτη αβεβαιότητα και το αυξημένο ύψος του δημόσιου χρέους, οι κίνδυνοι βιωσιμότητας μεσομακροπρόθεσμα παραμένουν περιορισμένοι, χάρη στα εξαιρετικά ευνοϊκά χαρακτηριστικά της σύνθεσης του χρέους, ως αποτέλεσμα αλληπάλληλων μέτρων ελάφρυνσης<sup>7</sup> στο πλαίσιο των Προγραμμάτων Χρηματοδοτικής Στήριξης μέσω EFSF και ESM, αλλά και της επιτυχημένης στρατηγικής του ΟΔΔΗΧ να διατηρήσει και να ενισχύσει αυτά τα χαρακτηριστικά, παρά τις αντιξοότητες της οικονομικής συγκυρίας και τις αυξημένες χρηματοδοτικές ανάγκες παγκοσμίως.<sup>8</sup>

### Συμπεράσματα

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι η βραχυπρόθεσμη αύξηση του δημόσιου χρέους και των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών του Δημοσίου δεν αναμένεται να υπονομεύσει τη μεσομακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του χρέους, υπό την προϋπόθεση ότι οι δημοσιονομικές παρεμβάσεις για την αντιμετώπιση της πανδημίας είναι προσωρινού χαρακτήρα και η μακροοικονομική ισορροπία θα αποκατασταθεί σύντομα. Παρ' όλα αυτά, οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες (ως ποσοστό του ΑΕΠ) μέχρι τα μέσα της επόμενης δεκαετίας προβλέπεται ότι θα είναι αρκετά αυξημένες σε σχέση με τις προ πανδημίας εκτιμήσεις, κινούμενες οριακά κοντά στο συμφωνηθέν όριο 15% του ΑΕΠ, γεγονός που αφήνει λιγοστά περιθώρια για δημοσιονομική χαλάρωση και υπογραμμίζει την αναγκαιότητα διατήρησης του ευνοϊκού κλίματος των αγορών προς την Ελλάδα. Η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και η συνέχιση της στήριξης των ελληνικών ομολόγων από την ΕΚΤ μπορούν να συμβάλουν αποφασιστικά, ανατρέποντας μεσοπρόθεσμα τις αρνητικές επιδράσεις της πανδημίας.

7 Περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, εκτεταμένες περιόδους χάριτος, τόσο για την καταβολή τόκων όσο και χρεολυσίων, μεταθέσεις λήξεων μέχρι το 2070, καθώς και επιστροφή τόκων και επιλέξιμων κερδών από τίτλους ANFA και SMP υπό την προϋπόθεση τήρησης των όρων της ενισχυμένης εποπτείας.

8 Σε σχέση με τη διαχείριση κινδύνου του συνολικού χαρτοφυλακίου του δημόσιου χρέους σημειώνονται τα εξής: (i) Το ελληνικό δημόσιο χρέος αποτελείται κατά 80% από υποχρεώσεις προς τον επίσημο τομέα. (ii) Το μερίδιο των υποχρεώσεων σταθερού επιτοκίου στο τέλος Σεπτεμβρίου 2020 ήταν στο 96,6% του χρέους της κεντρικής διοίκησης, καταδεικνύοντας τον πολύ χαμηλό επιτοκιακό κίνδυνο. (iii) Λαμβάνοντας υπόψη ότι τα επιτόκια του χρέους προς τον επίσημο τομέα είναι πολύ ευνοϊκά και ότι τα επιτόκια αναχρηματοδότησης από τις αγορές έχουν μειωθεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, οι συνολικές δαπάνες τόκων θα παραμείνουν πολύ χαμηλές. (iv) Η μέση σταθμική διάρκεια επαναπροσδιορισμού επιτοκίου (weighted average time to next refixing) το Σεπτέμβριο του 2020 διαμορφώθηκε σε 19,68 έτη. Ο εν λόγω δείκτης επί της ουσίας δείχνει τα έτη κατά τα οποία οι δαπάνες εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους θα παραμείνουν σταθερές στα τρέχοντα επίπεδα. (v) Ο προηγούμενος δείκτης, σε συνδυασμό με το δείκτη του "Ετήσιου κόστους εξυπηρέτησης δημόσιου χρέους (σε ταμειακή βάση)", που το Σεπτέμβριο του 2020 ήταν 1,82%, οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το προαναφερθέν "αποτελεσματικό" (effective) κόστος, που είναι από τα χαμηλότερα μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, θα παραμείνει ουσιαστικά σταθερό για τα επόμενα 20 περίπου έτη (πηγή: ΟΔΔΗΧ).



# VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Ως αποτέλεσμα των μέτρων της ΕΚΤ και των παρεμβάσεων της Πολιτείας και άλλων φορέων με στόχο την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της πανδημίας, καταγράφεται το τρέχον έτος σημαντική επέκταση της τραπεζικής πίστης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Το τραπεζικό σύστημα ωστόσο εξακολουθεί να βαρύνεται με πολύ υψηλό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων. Παρά το γεγονός ότι κατά τη διάρκεια του 2020 (όπως και των αμέσως προηγούμενων ετών) σημειώθηκε πρόοδος και εισήχθησαν σημαντικές πολιτικές όσον αφορά την αντιμετώπιση αυτού του προβλήματος, απομένει ακόμη να υιοθετηθεί η πρόταση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη δημιουργία σχετικής εταιρίας διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού. Η αναγκαιότητα δρομολόγησης της λύσης αυτής καθίσταται επιτακτικότερη, καθώς η πανδημία αναπόφευκτα θα πλήξει περαιτέρω την ποιότητα των δανειακών χαρτοφυλακίων των τραπεζών.

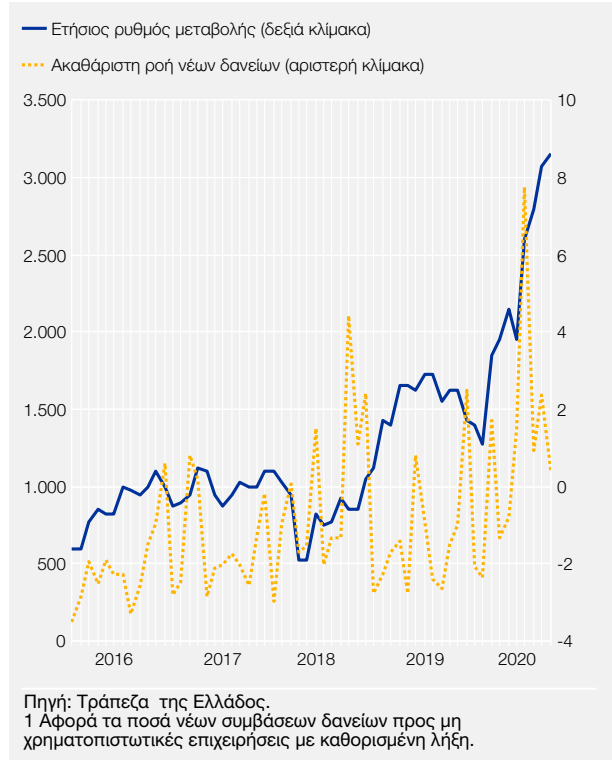
## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα αυξήθηκε το 2020 έναντι των προηγούμενων ετών. Αυτό ήταν συνέπεια του ότι τόσο η καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και η ακαθάριστη ροή δανείων με προκαθορισμένη λήξη προς τον τομέα αυτό κατέγραψαν σημαντική άνοδο (βλ. Διάγραμμα VI.1). Οι τράπεζες αύξησαν τις πιστώσεις τους ιδίως προς τις μεγάλες και λιγότερο προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (η ροή των οποίων ήταν ήδη συγκριτικά περιορισμένη). Είναι σκόπιμο, σε τελική ανάλυση με στόχο την αποτελεσματικότερη προαγωγή της οικονομικής ευημερίας, οι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης να συγκλίνουν περισσότερο μεταξύ μεγάλων εταιριών και αυτών με μικρό και μεσαίο μέγεθος, ιδίως αν ληφθεί υπόψη η σημαντική αύξηση της ρευστότητας των τραπεζών που παρατηρείται κατά την περίοδο της πανδημίας.

Η εξέλιξη της πιστωτικής επέκτασης αντανακλά άνοδο της ζήτησης για εξωτερική χρηματοδότηση εκ μέρους των επιχειρήσεων, δεδομένου του περιορισμού των εσόδων τους από πωλήσεις εξαιτίας της πανδημίας. Η σημαντική επέκταση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διευκολύνθηκε μεταξύ άλλων από τα μέτρα που έλαβε το Ευρωσύστημα, τα οποία βελτίωσαν τους όρους υπό τους οποίους αντλούν χρηματοδοτικούς πόρους προς αναδανεισμό οι τράπεζες (βλ. Κεφάλαιο III), καθώς και από τα μέτρα που θέσπισε η ελληνική κυβέρνηση για ενίσχυση των προγραμμάτων κάλυψης τραπεζικών δανείων με εγγυήσεις και συγχρηματοδότησης τραπεζικών πιστώσεων. Από την άλλη πλευρά, η πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών σε σχέση με τον τομέα των νοικοκυριών δεν μεταβλήθηκε σημαντικά.

**Διάγραμμα VI.1 Τραπεζική χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2016 - Οκτώβριος 2020)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής % και μηνιαία ακαθάριστη ροή<sup>1</sup> σε εκατ. ευρώ)





Συνεπής με την αύξηση της επιχειρηματικής πίστης από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα ήταν η περαιτέρω υποχώρηση του αντίστοιχου ονομαστικού δανειακού επιτοκίου (παρά τους κινδύνους που δημιουργεί η πανδημία), όπως επίσης και η άνοδος των τραπεζικών καταθέσεων του τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, ιδιαιτέρως αυτών με διάρκεια μίας ημέρας, με ταχύτερους ρυθμούς από ό,τι στο πρόσφατο παρελθόν, καθώς συνήθως το προϊόν ενός δανείου πιστώνεται σε τραπεζικό λογαριασμό του πιστούχου. Οι συνολικές καταθέσεις των νοικοκυριών επίσης κατέγραψαν ανάλογη αύξηση με αυτή που είχαν καταγράψει το προηγούμενο έτος, παρά την έντονη υποχώρηση του ΑΕΠ. Το απόθεμα του νομίσματος σε κυκλοφορία στη χώρα μας σταμάτησε να συρρικνώνεται όπως τα προηγούμενα έτη, καθώς οι καταθέσεις τραπεζογραμματίων σε τραπεζικούς λογαριασμούς υπερέβησαν μόνο οριακά τις αναλήψεις τραπεζογραμματίων. Εν μέρει η εξέλιξη αυτή συσχετίζεται με τη μείωση του τουρισμού, δεδομένου ότι πολλοί ξένοι επισκέπτες πραγματοποιούν αγορές στην Ελλάδα με τραπεζογραμμάτια τα οποία έχουν τεθεί αρχικά στην κυκλοφορία από εθνικές κεντρικές τράπεζες άλλων κρατών-μελών.

Όσον αφορά τα αποτελέσματα στο τραπεζικό σύστημα μετά τους φόρους, και μετά την αύξηση των προβλέψεων που ήταν αναγκαία υπό συνθήκες πανδημίας, και αφού ληφθεί υπόψη η επίπτωση συναλλαγής πώλησης από μια συστημική τράπεζα ενός χαρτοφυλακίου μη εξυπηρετούμενων δανείων σημαντικού ύψους, προκύπτει ζημία κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2020. Πάντως, οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας διατηρήθηκαν σε ικανοποιητικά επίπεδα. Όσον αφορά όμως την ποιότητα των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών, παραμένει το μειονέκτημα ότι το μεγαλύτερο μέρος της κεφαλαιακής βάσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος αντιστοιχεί σε αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση των τραπεζών.

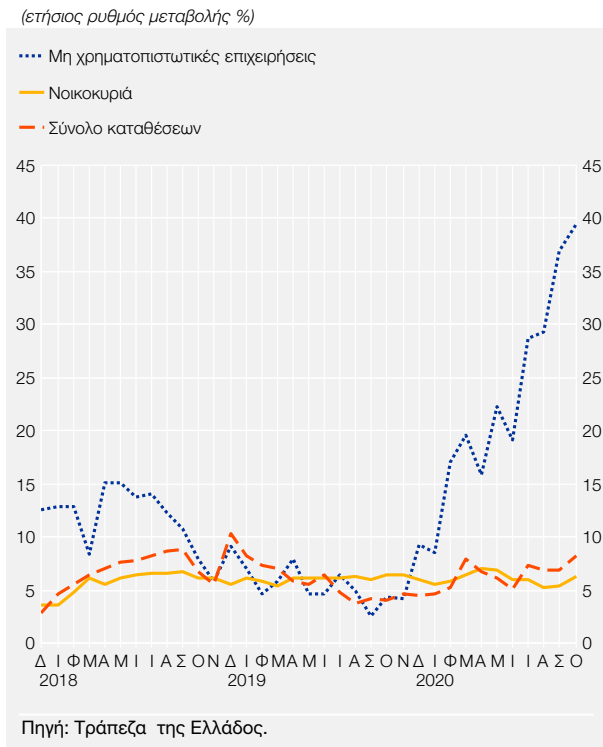
Γι' αυτό το λόγο, αποτελεί πρόσθετο ελκυστικό στοιχείο της πρότασης της Τράπεζας της Ελλάδος για τη ριζικότερη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων με τη δημιουργία εταιρίας διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού το γεγονός ότι θα συμβάλει σε περιορισμό της αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης (βλ. Πλαίσιο VI.1). Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι, παρά τη σημαντική αποκλιμάκωση που έχει ήδη επιτευχθεί, τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια συνεχίζουν να αποτελούν μείζον πρόβλημα, το οποίο μάλιστα αναμένεται να ενταθεί όταν έλθει η ώρα να αρθούν τα μέτρα στήριξης που υιοθετήθηκαν λόγω της πανδημίας. Ως προς τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για την επίλυση του εν λόγω προβλήματος, σημαντικές εξελίξεις εντός του 2020 ήταν η πραγματοποίηση τιτλοποιήσεων μη εξυπηρετούμενων δανείων με κινητοποίηση του μηχανισμού “Ηρακλής” και η ψήφιση του νόμου 4738/2020 που βελτιώνει πολλές πτυχές του πτωχευτικού δικαίου.

## 2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

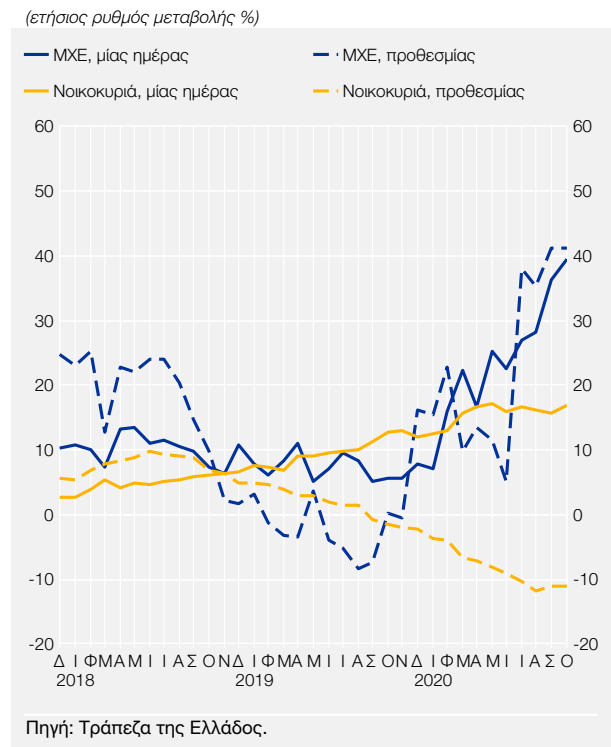
Οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα σημείωσαν την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 σωρευτική αύξηση κατά 12,8 δισεκ. ευρώ ή 8,9%, η οποία ήταν υπερδιπλάσια της αντίστοιχης ροής το ίδιο δεκάμηνο πέρυσι (5,4 δισεκ. ευρώ). Σε αντίθεση με το 2019, η άνοδος προήλθε κατά κύριο λόγο από τον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) αντανακλώντας τη συγκέντρωση ρευστών διαθεσίμων από τις επιχειρήσεις κατά την περίοδο της πανδημίας (βλ. Διάγραμμα VI.2). Η συγκέντρωση ρευστών διαθεσίμων καταγράφηκε παρά τη σημαντική υποχώρηση του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος του τομέα αυτού.<sup>1</sup> Πήγαζε από λόγους πρόνοιας έναντι μελλοντικών αναγκών και υλοποιήθηκε σε μεγάλο βαθμό ως αποτέλεσμα αυξημένου τραπεζικού δανεισμού, των άμεσων κρατικών ενισχύσεων που πιστώθηκαν στους λογαριασμούς των επιχειρήσεων για τη στήριξη της ρευστότητάς τους και της χρήσης της δυνατότητας αναβολής πληρωμών δανειακών και φορολογικών υποχρεώσεων. Επιπρό-

<sup>1</sup> Συγκεκριμένα, το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων υποχώρησε το πρώτο εξάμηνο του 2020 κατά 22% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2019, κυρίως λόγω της μείωσης του ακαθάριστου σχηματισμού κεφαλαίου κατά 40%, ενώ το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας υποχώρησε κατά 4% αντίστοιχα.

Διάγραμμα VI.2 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες  
(Δεκέμβριος 2017 - Οκτώβριος 2020)



Διάγραμμα VI.3 Καταθέσεις μη χρηματοπιστωτικών  
επιχειρήσεων και νοικοκυριών με βάση το βαθμό  
ρευστότητας  
(Δεκέμβριος 2017 - Οκτώβριος 2020)



σθετα, η αυξημένη χρήση ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών την περίοδο της πανδημίας επηρέασε ευνοϊκά την εξέλιξη των επιχειρηματικών καταθέσεων.

Η άνοδος των καταθέσεων των ΜΧΕ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 προήλθε κατά κύριο λόγο από τις καταθέσεις μίας ημέρας (όψεως). Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των επιχειρηματικών καταθέσεων μίας ημέρας, αφού διατηρήθηκε περίπου σταθερός γύρω στο 7% το 2019, επιταχύνθηκε σημαντικά από το Φεβρουάριο του 2020 και μετά, φθάνοντας τον Οκτώβριο το 39,4%. Αξιοσημείωτη όμως ήταν κατά την εξεταζόμενη περίοδο και η άνοδος των επιχειρηματικών καταθέσεων προθεσμίας (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2020: 23,4%, Ιανουάριος- Οκτώβριος 2019: -2,6%, βλ. Διάγραμμα VI.3).<sup>2</sup>

Οι καταθέσεις των νοικοκυριών, που αποτελούν το 80% περίπου των καταθέσεων του εγχώριου ιδιωτικού τομέα, σημείωσαν άνοδο κατά 5,3 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020, έναντι 4,7 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2019, ενώ ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησής τους διατηρήθηκε περίπου σταθερός γύρω στο 6% (βλ. Διάγραμμα VI.2). Παρά τη μεγάλη υποχώρηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος κατά τα δύο πρώτα τρίμηνα του έτους και τη συνεχιζόμενη συρρίκνωση των στεγαστικών και των καταναλωτικών δανείων, οι καταθέσεις των νοικοκυριών υποστηρίχθηκαν από τα δημοσιονομικά μέτρα ενίσχυσης του εισοδήματος των πληττόμενων από την πανδημία, από την αναβολή καταναλωτικών και άλλων δαπανών ή υποχρεώσεων, ενώ η επιδείνωση των προοπτικών απασχόλησης, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, συνέβαλε σε ενίσχυση της αποταμιευτικής συμπεριφοράς των νοικοκυριών.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Οι καταθέσεις προθεσμίας των επιχειρήσεων αντιπροσωπεύουν το 18% των καταθέσεων των ΜΧΕ.

<sup>3</sup> Πράγματι, το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων, έγινε θετικό το β' τρίμηνο του έτους (5,9%), ενώ για το πρώτο εξάμηνο του 2020 διαμορφώθηκε σε -0,4% έναντι -3% την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι.

Η άνοδος των καταθέσεων των νοικοκυριών προήλθε αποκλειστικά από καταθέσεις μίας ημέρας (καταθέσεις απλού ταμιευτηρίου, καταθέσεις όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί) (βλ. Διάγραμμα VI.3). Πέρα από την επίδραση των μέτρων στήριξης της ρευστότητας των νοικοκυριών την περίοδο της πανδημίας, η προτίμηση για διακράτηση των πιο ρευστών μορφών καταθέσεων συνεχίστηκε υπό την επίδραση του (ιστορικά) πολύ χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων σε ονομαστικούς όρους και της διαρκούς αύξησης της χρησιμότητας των καταθέσεων ως μέσου πληρωμών, η οποία πιθανόν εντάθηκε κατά διαστήματα την περίοδο της πανδημίας.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 οι καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες μειώθηκαν κατά 4,0 δισεκ. ευρώ ή 37,1% σε σχέση με το τέλος του 2019. Η μείωση ήταν ιδιαίτερα έντονη τον Απρίλιο και το Μάιο του 2020, αντανακλώντας τα δημοσιονομικά μέτρα στήριξης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών λόγω της πανδημίας. Σημειώνεται ωστόσο ότι οι καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στην Τράπεζα της Ελλάδος παρέμειναν περίπου αμετάβλητες μεταξύ τέλους 2019 και τέλους Οκτωβρίου 2020. Οι καταθέσεις στις εμπορικές τράπεζες των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης (ΟΚΑ) και των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ), που μαζί με την κεντρική κυβέρνηση αποτελούν τον τομέα της γενικής κυβέρνησης, επίσης μειώθηκαν κατά 1,6 δισεκ. ευρώ. Θετική συμβολή στην καταθετική βάση των ελληνικών τραπεζών κατά την εξεταζόμενη περίοδο είχαν οι καταθέσεις των λοιπών τομέων, δηλ. των ασφαλιστικών επιχειρήσεων (+0,8 δισεκ. ευρώ), των μη κατοίκων (+0,6 δισεκ. ευρώ) και των λοιπών χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων<sup>4</sup> (+0,3 δισεκ. ευρώ).

Από το Μάρτιο του 2020 και μετά ανακόπηκαν οι συστηματικές καθαρές εισροές τραπεζογραμματίων στο τραπεζικό σύστημα που καταγράφονταν σχεδόν ανελλιπώς από το δεύτερο εξάμηνο του 2015 και μετά. Η μέση μηνιαία καθαρή εισροή τραπεζογραμματίων το ενδεκάμηνο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2020 ήταν σχεδόν μηδενική (50 εκατ. ευρώ), έναντι 700 εκατ. ευρώ περίπου κατά μέσο όρο τις αντίστοιχες περιόδους των προηγούμενων τριών ετών. Οι συνθήκες υψηλής αβεβαιότητας που είναι συνυφασμένες με την πανδημία ενίσχυσαν έντονα τη ζήτηση μετρητών εκ μέρους των οικονομικών μονάδων, ενώ ταυτόχρονα περιορίστηκαν δραστικά τα τραπεζογραμμάτια και κέρματα που εισέρρεαν τα προηγούμενα έτη στη χώρα μας από ξένους επισκέπτες.<sup>5</sup>

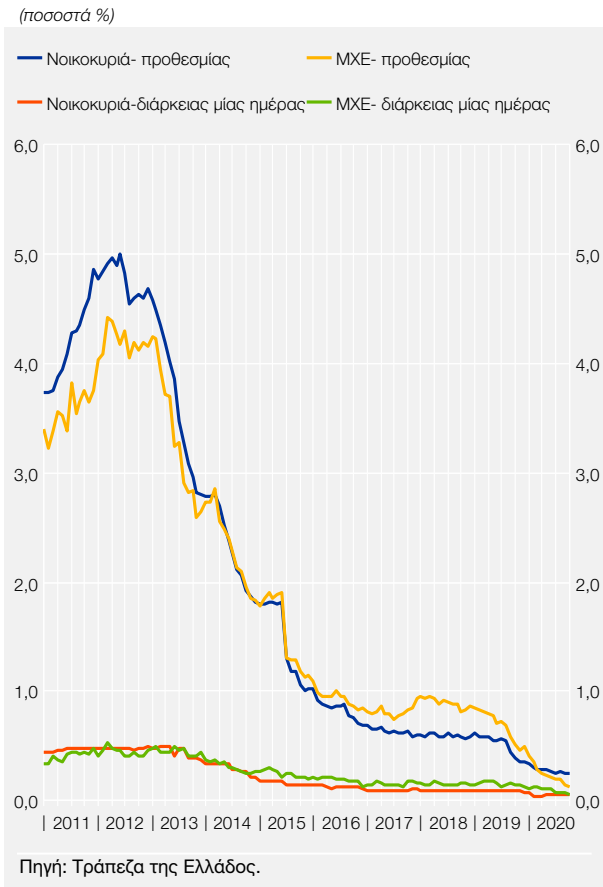
### 3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας που προσφέρονται στις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και στα νοικοκυριά υποχώρησαν κατά μέσο όρο το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 έναντι του προηγούμενου έτους, όπως και τα επιτόκια στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (βλ. Διάγραμμα VI.4). Η διαμόρφωση των επιτοκίων καταθέσεων προθεσμίας σε χαμηλότερα επίπεδα οφείλεται στη βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων, κυρίως λόγω των ευνοϊκών αποφάσεων που ελήφθησαν από την ΕΚΤ όσον αφορά τους όρους άντλησης διαθεσίμων από το Ευρωσύστημα, αλλά και λόγω της ενίσχυσης των καταθέσεων λιανικής. Δεδομένης της επί σειρά ετών εντονότερης πτωτικής τάσης των επιτοκίων στις καταθέσεις προθεσμίας, η απόκλισή τους από το επιτόκιο καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας συρρικνώθηκε το τρέχον έτος (βλ. Διάγραμμα VI.4) στις χαμηλότερες τιμές που έχουν παρατηρηθεί από το 2003, οπότε άρχισαν να δημοσιεύονται εναρμονισμένες χρονολογικές σειρές επιτοκίων από τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ. Κατά συνέπεια, το κόστος ευκαιρίας διακράτησης καταθέσεων σε λογαριασμούς όψεως, ταμιευτηρίου και τρεχούμενους ήταν εξαιρετικά χαμηλό, ευνοώντας τη μετακίνηση πόρων μεταξύ των κατηγοριών.

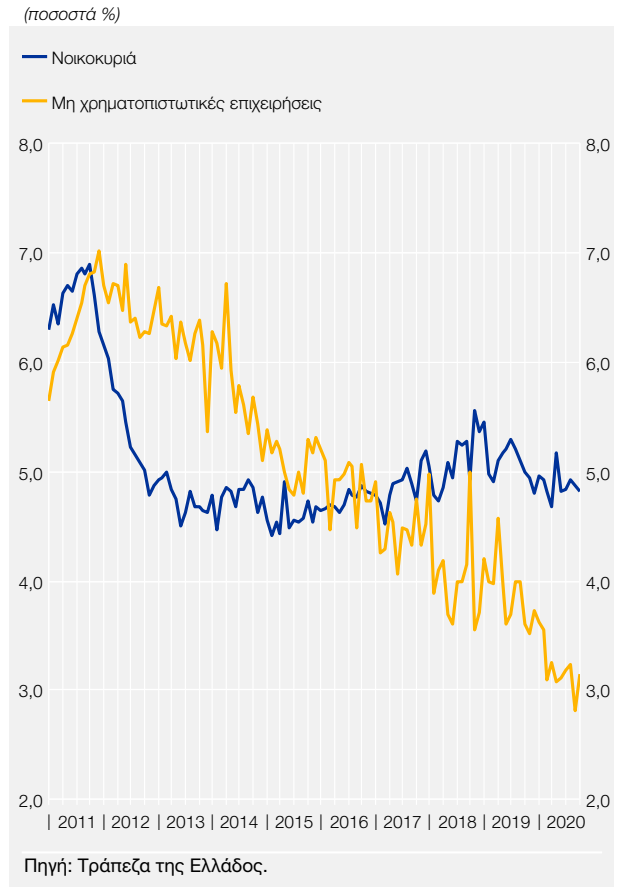
4 Περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης και πρακτορείας απαιτήσεων, εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και αμοιβαία κεφάλαια εκτός των αμοιβαίων κεφαλαίων χρηματαγοράς.

5 Ενδεικτικά αναφέρεται ότι, με βάση τα στοιχεία του ισοζυγίου ταξιδιωτικών υπηρεσιών, οι καθαρές ταξιδιωτικές εισπράξεις κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2020 ήταν μειωμένες κατά 80% περίπου σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο.

**Διάγραμμα VI.4 Ονομαστικά επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας και καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας νοικοκυριών και μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) (Ιανουάριος 2011 - Οκτώβριος 2020)**



**Διάγραμμα VI.5 Ονομαστικό επιτόκιο νέων τραπεζικών δανείων προς νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (Ιανουάριος 2011 - Οκτώβριος 2020)**



Η πτωτική τάση την οποία ακολουθούσε το κόστος τραπεζικού δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, έως και το Μάιο του τρέχοντος έτους, συνέβαλε ώστε τα επιτόκια επιχειρηματικής πίστης να διαμορφωθούν κατά μέσο όρο το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 σε χαμηλότερο επίπεδο έναντι του 2019 (βλ. Διάγραμμα VI.5). Η εξέλιξη αυτή παρατηρήθηκε σε όλες τις επιμέρους κατηγορίες επιχειρηματικής πίστης. Χαρακτηριστικά, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια καθορισμένης διάρκειας διαμορφώθηκε σε 3,06% κατά μέσο όρο το 2020, κατά 72 μονάδες βάσης χαμηλότερα έναντι του μέσου επιτοκίου του 2019 (μέσος όρος 2011-2018: 5,18%).

Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών, μείωση παρουσίασε το κόστος δανεισμού τόσο στα κοινοπρακτικά δάνεια όσο και στις συγκριτικά μικρότερες επιχειρήσεις που ταξινομούνται ως μικρομεσαίες. Ειδικότερα, το επιτόκιο των τραπεζικών δανείων προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) (περίπου 40% της ετήσιας ακαθάριστης ροής των επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη) μειώθηκε κατά 42 μονάδες βάσης (μ.β.) το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 έναντι του προηγούμενου έτους και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 3,57%. Ομοίως, αξιόλογες μειώσεις επιτοκίου παρατηρήθηκαν στα τραπεζικά δάνεια ποσού: (α) έως 250.000 ευρώ (κατά 41 μ.β.), (β) μεταξύ 250.000 ευρώ και 1 εκατ. ευρώ (κατά 51 μ.β.) αλλά και άνω του 1 εκατ. ευρώ (κατά 77 μ.β.). Παράλληλα, το τρέχον έτος παρατηρήθηκε ενίσχυση του μεριδίου των δανείων μικρότερων ποσών έως 250.000 ευρώ και μεταξύ 250.000 ευρώ και 1 εκατ. ευρώ στο σύνολο των επιχειρηματικών δανείων τακτής λήξης (8% και 13% της ετήσιας ακαθάριστης ροής των επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη κατά το 2020 αντίστοιχα, έναντι 5% και 11% κατά το 2019).

Στην ενίσχυση των μεριδίων των μικρότερων ως προς τα ποσά επιχειρηματικών δανείων και σε βελτίωση των συνθηκών τραπεζικής χρηματοδότησης για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις τεκμαίρεται ότι συνέβαλαν τα προγράμματα του ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και, ιδίως από τον Ιούνιο του τρέχοντος έτους, της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας. Οι σωρευτικές εκταμιεύσεις δανείων που συνδέονται με τα χρηματοδοτικά εργαλεία των ανωτέρω φορέων ανήλθαν το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 περίπου σε 5,1 δισεκ. ευρώ, ποσό που ισοδυναμούσε με το 42% της ακαθάριστης ροής νέων δανείων τακτής λήξης προς το σύνολο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων για το διάστημα αυτό. Σημαντικό μερίδιο των εν λόγω εκταμιεύσεων αφορούσε προγράμματα με προνομιακούς όρους υπέρ των δανειοληπτών (όσον αφορά το επιτόκιο δανεισμού ή τις απαιτούμενες εξασφαλίσεις), τα οποία συνιστούν μέρος των έκτακτων μέτρων στήριξης της ρευστότητας των επιχειρήσεων που επλήγησαν από την πανδημία.

Το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού των νοικοκυριών διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 σε ελαφρά χαμηλότερο επίπεδο έναντι της μέσης τιμής του προηγούμενου έτους (βλ. Διάγραμμα VI.5). Μεταξύ των επιμέρους συνιστωσών, το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων από το Μάιο καταγράφει άνοδο, αν και κατά μέσο όρο διαμορφώθηκε σε 2,9%, κατά 24 μ.β. χαμηλότερα έναντι της μέσης τιμής του 2019. Το επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας διατήρησε την πολυετή ανοδική τάση του και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο την επισκοπούμενη περίοδο σε 9,8%, κατά 28 μ.β. υψηλότερα έναντι της μέσης τιμής του 2019. Όσον αφορά τη σημαντικότητα των δύο κατηγοριών, τα καταναλωτικά δάνεια εξακολούθησαν να συνιστούν τη σημαντικότερη κατηγορία δανείων καθορισμένης διάρκειας προς τα νοικοκυριά (56% της ακαθάριστης ροής νέων δανείων του δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2020). Το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας, που περιλαμβάνουν, κατά σειρά μεγέθους του υφισταμένου υπολοίπου, τις πιστωτικές κάρτες, τα ανοικτά δάνεια και τις υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως, παρέμεινε στο ίδιο υψηλό επίπεδο (14,5%).

Γενικά πάντως, οι εξαιρετικά δυσμενείς επιπτώσεις της πανδημίας δεν έχουν μέχρι στιγμής οδηγήσει σε σημαντική αύξηση του ονομαστικού κόστους τραπεζικής χρηματοδότησης του εγχώριου ιδιωτικού τομέα. Η διευκολυντική κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, συμπεριλαμβανομένης της απόφασης για αποδοχή των ελληνικών κρατικών τίτλων ως εξασφαλίσεων στο πρόγραμμα PEPP, επέτρεψαν στις ελληνικές τράπεζες να υποκαταστήσουν χρηματοδοτικούς πόρους από τις αγορές χρήματος και κεφαλαίων με φθηνότερους πόρους. Παράλληλα, η ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών ενισχύθηκε από την αύξηση των καταθέσεων λιανικής, εξέλιξη στην οποία συνέβαλαν σε σημαντικό βαθμό τα κυβερνητικά μέτρα που ελήφθησαν για την αντιμετώπιση των οικονομικών επιπτώσεων της πανδημίας. Ωστόσο, οι αποπληθωριστικές πιέσεις που παρατηρούνται από τον Απρίλιο και μετά οδήγησαν σε άνοδο του πραγματικού κόστους τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών την περίοδο υπό εξέταση. Η επίπτωση στα επιτόκια χορηγήσεων από την τυχόν επιδείνωση του πιστωτικού κινδύνου, όταν θα λήξουν οι έκτακτες συνθήκες της πανδημίας και αποσυρθούν τα μέτρα στήριξης επιχειρήσεων και νοικοκυριών, σε κάποιο βαθμό αναμένεται να αντισταθμιστεί από τις ευεργετικές επιδράσεις της αναθέρμανσης της οικονομικής δραστηριότητας, από τη διατήρηση της διευκολυντικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, καθώς και από τα χρηματοδοτικά εργαλεία των αναπτυξιακών φορέων, τα οποία εξ ορισμού προσφέρουν ευνοϊκότερους όρους χρηματοδότησης.

#### 4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης εκ μέρους των τραπεζών προς τις ΜΧΕ, μετά το ξέσπασμα της πανδημικής κρίσης και ειδικότερα το Μάρτιο του 2020, σημείωσε νέα εντονότερη επιτάχυνση, η οποία συνεχίστηκε κατά τους καλοκαιρινούς μήνες (βλ. Διάγραμμα VI.6). Τον Οκτώβριο του 2020 ο ρυθμός ανόδου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ ανήλθε



σε 8,6%, την υψηλότερη τιμή που έχει λάβει μετά τον Ιούλιο του 2009 (Δεκέμβριος 2019: 1,7%). Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά διατηρήθηκε περίπου το ίδιο αρνητικός τους πρώτους δέκα μήνες του 2020 κατά μέσο όρο και έφθασε το -2,7%, έναντι -2,6% το 2019 (Δεκέμβριος 2019: -2,9%). Επίσης, αυξήθηκε απότομα η τραπεζική χρηματοδότηση της γενικής κυβέρνησης. Αυτό αντανακλά το γεγονός ότι η Τράπεζα της Ελλάδος προέβη σε σημαντικού ύψους αγορές ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς οι εν λόγω τίτλοι κατέστησαν αποδεκτοί από το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος PEPP.

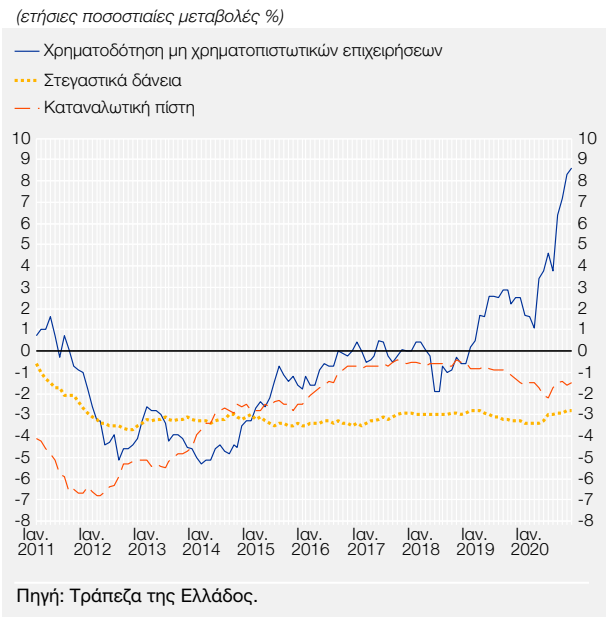
Το δεκάμηνο του 2020 η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή των τραπεζικών δανείων τακτής λήξης προς ΜΧΕ (όπως προκύπτει από τα στοιχεία συμβάσεων για νέα δάνεια) ανήλθε σε 1,2 δισεκ. ευρώ, δηλαδή διπλάσια εκείνης το 2019. Όμως, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια προς ΜΧΕ (δηλ. των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων) μειώθηκε κατά 339 εκατ. ευρώ (-4,4%).

Η ενδυνάμωση της πιστωτικής επέκτασης εκ μέρους των τραπεζών προς τις επιχειρήσεις το 2020, ιδιαίτερα αφότου ξεκίνησαν οι επιδράσεις από την πανδημία, αντανακλά την ενίσχυση τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς τραπεζικών δανείων. Οι πιέσεις στη ρευστότητα των επιχειρήσεων μετά την έναρξη της πανδημίας και η διαμόρφωση των επιτοκίων των επιχειρηματικών δανείων σε χαμηλό μέσο επίπεδο κατά το 2020 είχαν αυξητική επίδραση στη ζήτηση νέων δανείων, η οποία υπεραντιστάθμισε τις επιπτώσεις από τον περιορισμό της οικονομικής δραστηριότητας κατά τα τρία πρώτα τρίμηνα του έτους.

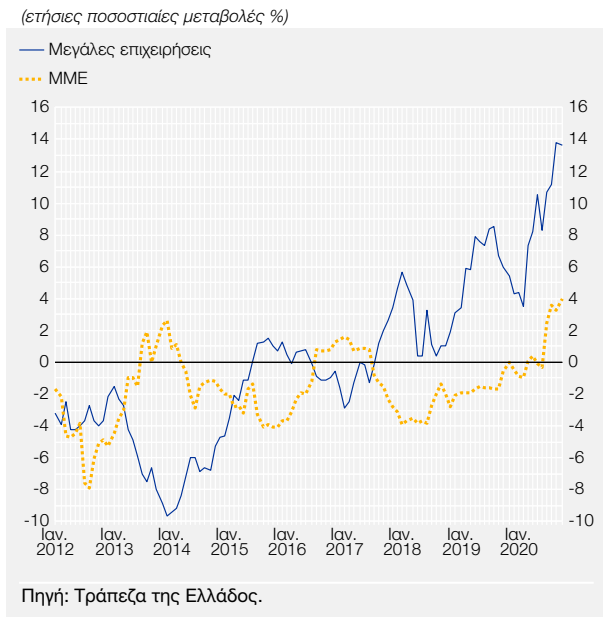
Θετικά από την πλευρά της προσφοράς τραπεζικής πίστης επέδρασαν τα μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, τα εποπτικά μέτρα του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού (SSM) και τα δημοσιονομικά μέτρα ενίσχυσης των επιχειρήσεων (και των νοικοκυριών) που έλαβε η κυβέρνηση. Τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα χρησιμοποίησαν τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου προκειμένου να αντλήσουν πόρους από το Ευρωσύστημα, καθώς οι τίτλοι αυτοί κατέστησαν εκ νέου κατ' εξαίρεση αποδεκτοί ως εξασφαλίσεις.

Εξάλλου, η παροχή τραπεζικών πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις ενισχύθηκε, ειδικά μετά τον Ιούνιο, από τα προγράμματα χρηματοδότησης μέσω της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας με εγγυήσεις (από το Ταμείο Εγγυοδοσίας Επιχειρήσεων COVID-19) και επιδότηση επιτοκίου (ΤΕΠΙΧ II), καθώς και από τις χρηματοδοτήσεις της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων. Τα κονδύλια αυτά διοχετεύθηκαν με ταχύτητα προς τις επιχειρήσεις προκειμένου να καλύψουν ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης και να στηριχθούν κλάδοι της οικονομικής δραστηριότητας οι οποίοι υπέστησαν ζημίες από την πανδημία. Πάντως, ακόμη και αν αφαιρεθεί η σημαντική συμβολή των προαναφερθέντων προγραμμάτων –τα οποία άλλωστε προϋποθέτουν διάθεση των τραπεζών να αναλάβουν μέρος του πιστωτικού κινδύνου– εκτιμάται ότι η πιστωτική επέκταση παρέμεινε αξιοσημείωτη. Πρέπει επίσης να επισημανθεί ότι η καθαρή ροή χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις (αλλά και τα νοικοκυριά) ενισχύθηκε άμεσα από τη δυνατότητα για αναβολή αποπληρωμών χρεολυσίων επί υφιστάμενων τραπεζικών δανείων που δόθηκε στους πληττόμενους από την πανδημία και αφορά μέρος του συνολικού αποθέματος πιστώ-

Διάγραμμα VI.6 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα (Ιανουάριος 2011 - Οκτώβριος 2020)



**Διάγραμμα VI.7 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (Ιανουάριος 2012 - Οκτώβριος 2020)**



σεων. Τέλος, το κυβερνητικό μέτρο της “επιστρεπτέας προκαταβολής” προς τις επιχειρήσεις αναμένεται να παράσχει περαιτέρω κεφάλαια για την κάλυψη των αναγκών ρευστότητας των ΜΧΕ. Ενδεικτικά, κατά την περίοδο Μαρτίου-Οκτωβρίου 2020 χορηγήθηκαν κονδύλια ύψους 3,1 δισεκ. ευρώ (το οποίο αντιστοιχεί σε 28% της ακαθάριστης ροής δανείων τακτής λήξης προς ΜΧΕ κατά το αντίστοιχο διάστημα). Στο Κεφάλαιο VII αναφέρονται στοιχεία για την άντληση κεφαλαίων από τις ΜΧΕ μέσω έκδοσης ομολόγων στη διεθνή και την εγχώρια αγορά.

Τόσο η μέση ακαθάριστη ροή νέων δανείων (τακτής λήξης) προς τις μεγάλες ΜΧΕ όσο και εκείνη προς τις ΜΜΕ κατέγραψαν σημαντική αύξηση το δεκάμηνο του 2020 (88% και 81% αντίστοιχα) έναντι του 2019. Η βάση από την οποία ξεκίνησε ωστόσο η ακαθάριστη ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΜΕ ήταν σημαντικά χαμηλότερη συγκριτικά με αυτή προς τις μεγάλες επιχειρήσεις.

Σε ένα περιβάλλον έντονων οικονομικών πιέσεων οι οποίες ασκούνται στους παραγωγούς εν μέσω πανδημίας, οι τράπεζες συνεχίζουν να παρέχουν δάνεια με ευνοϊκότερους όρους προς τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις, οι οποίες συνδέονται με χαμηλότερο πιστωτικό κίνδυνο σε σύγκριση με τις ΜΜΕ (βλ. Διάγραμμα VI.7). Λαμβάνοντας υπόψη τη συνεισφορά των επιχειρήσεων μικρού και μεσαίου μεγέθους στη συνολική απασχόληση και την προστιθεμένη αξία καθώς και τον κρίσιμο ρόλο ορισμένων από αυτές τις επιχειρήσεις στην ανάπτυξη καινοτομιών και στην αύξηση της παραγωγικότητας, από τη σκοπιά της οικονομικής ευημερίας του κοινωνικού συνόλου είναι επιθυμητό τα πιστωτικά ιδρύματα, χωρίς να αποκλίνουν βεβαίως από την άριστη τραπεζική πρακτική, να διοχετεύουν ει δυνατόν μεγαλύτερο μέρος των συνολικών τους πιστώσεων προς τις εν λόγω επιχειρήσεις από ό,τι στο πρόσφατο παρελθόν. Αποτελεί συνεπώς ένα πρώτο ενθαρρυντικό σημείο ότι μέσω της εισαγωγής των μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας επιδιώκεται μείωση στην αποτίμηση του συνολικού κινδύνου των τραπεζικών χαρτοφυλακίων δανείων προς ΜΜΕ – τα προγράμματα χρηματοδότησης της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας διευκολύνουν τη χρηματοδότηση των ΜΜΕ μέσω των τραπεζών. Έτσι το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2020 το 57% της σωρευτικής ακαθάριστης ροής τραπεζικών δανείων τακτής λήξης προς ΜΜΕ (εφόσον συμπεριληφθούν και οι ελεύθεροι επαγγελματίες) ήταν μέσω των δύο προγραμμάτων (του Ταμείου Εγγυοδοσίας Επιχειρήσεων COVID-19 και ΤΕΠΙΧ II) της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας, ενώ τους καλοκαιρινούς μήνες ήταν σχεδόν το σύνολο (Ιούνιος-Αύγουστος: 86%, βλ. στοιχεία στην ενότητα 3 του παρόντος κεφαλαίου). Λόγω της επίδρασης των προγραμμάτων, τη θερινή περίοδο Ιουνίου-Αυγούστου 2020 οι τράπεζες διοχέτευσαν νέα δάνεια μόνο κατά 34% περισσότερα προς τις μεγάλες επιχειρήσεις έναντι των ΜΜΕ, ποσοστό το οποίο ήταν βελτιωμένο, δηλαδή σαφώς χαμηλότερο σε σύγκριση με το 60% που καταγράφηκε για το συνολικό δεκάμηνο διάστημα του 2020.

Όσον αφορά τις τραπεζικές πιστώσεις προς τα νοικοκυριά, το συνολικό υπόλοιπο περιορίστηκε εκ νέου την επισκοπούμενη περίοδο. Η ακαθάριστη ροή των καταναλωτικών δανείων τακτής λήξης καθώς και εκείνη των στεγαστικών δανείων, όπως καταγράφηκαν κατά μέσο όρο το δεκάμηνο, ήταν σχεδόν αμετάβλητες έναντι του 2019. Το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής πίστης χωρίς καθορισμένη διάρκεια προς τα νοικοκυριά (δηλ. των ανοιγμάτων σε πιστωτικές

κάρτες, των υπεραναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς και των ανοικτών δανείων) μειώθηκε κατά 175 εκατ. ευρώ (-6,6%) το δεκάμηνο του 2020 έναντι του 2019.

Η περαιτέρω συρρίκνωση του υπολοίπου της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά κατά την υπό εξέταση περίοδο συνδέεται με την επιδείνωση της χρηματοοικονομικής τους κατάστασης και τις εκτιμήσεις για άνοδο της ανεργίας, την περιστολή των καταναλωτικών δαπανών και την αύξηση της οικονομικής αβεβαιότητας. Όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια ειδικότερα, ο περιορισμός της δραστηριότητας στον κλάδο του τουρισμού και η συνεπαγόμενη εξέλιξη της ζήτησης κατοικιών από κατοίκους του εξωτερικού είχαν ανασταλτική επίδραση.

Τα τραπεζικά δάνεια προβλέπεται να συνεχίσουν να διοχετεύονται κυρίως προς τις ΜΧΕ, στο εγγύς μέλλον για ανάγκες κεφαλαίων κίνησης και πιο μεσοπρόθεσμα για επενδυτικούς λόγους, καθώς η οικονομία θα ανακάμπτει. Σημαντικό περιοριστικό παράγοντα για την προσφορά πιστώσεων εκ μέρους των τραπεζών συνεχίζει να αποτελεί η προοπτική της δημιουργίας νέων μη εξυπηρετούμενων δανείων λόγω της ύφεσης. Η επέκταση της τραπεζικής χρηματοδότησης αναμένεται να συνεχίσει να στηρίζεται στα προγράμματα της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων, στο βαθμό που αυτά θα επεκταθούν χρονικά και, από το 2021, έμμεσα στην επίδραση από τη διοχέτευση στην ελληνική οικονομία των κονδυλίων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης Next Generation EU (NGEU).<sup>6</sup>

## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2020 οι κύριοι παράγοντες που διαμόρφωσαν τα χρηματοοικονομικά μεγέθη των τραπεζών ήταν η καταγραφή σημαντικού ύψους μη επαναλαμβανόμενων εσόδων, η αύξηση των προβλέψεων έναντι του πιστωτικού κινδύνου, η διατήρηση της κεφαλαιακής επάρκειας σε ικανοποιητικό επίπεδο και η μικρή αποκλιμάκωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) λόγω των μέτρων ένταξης πελατών σε καθεστώς αναστολής καταβολής δόσεων,<sup>7</sup> αλλά και της αξιοποίησης του μηχανισμού παροχής κρατικής εγγύησης σε τιτλοποιήσεις δανείων πιστωτικών ιδρυμάτων (γνωστού με την ονομασία “Ηρακλής”). Το δεύτερο εξάμηνο του 2020 και το 2021 είναι εξαιρετικά πιθανό ότι οι τράπεζες θα δεχθούν πιέσεις σε όλα τα ανωτέρω μεγέθη, αν και η επίπτωση δεν μπορεί ακόμη να ποσοτικοποιηθεί με ακρίβεια. Θετική συμβολή στην προστάθεια των τραπεζών να απορροφήσουν τις επιπτώσεις από την πανδημία έχουν η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής από το Ευρωσύστημα και τα μέτρα στήριξης που έχουν λάβει η Ευρωπαϊκή Ένωση, η κυβέρνηση και οι εποπτικές αρχές.

Ενδεικτικά, τόσο η ΕΚΤ όσο και η Τράπεζα της Ελλάδος επέτρεψαν στις τράπεζες να λειτουργήσουν προσωρινά κάτω από τα όρια της κεφαλαιακής κατεύθυνσης του Πυλώνα 2 (Pillar 2 Guidance) και του αποθέματος ασφαλείας διατήρησης κεφαλαίου (capital conservation buffer – CCB), προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις προκλήσεις της πανδημίας. Επιπρόσθετα, η Τράπεζα της Ελλάδος διατήρησε σταθερό το κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας των λοιπών συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων. Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι (α) οι τράπεζες μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα διαθέσιμα κεφάλαια που θα προκύψουν για την απορρόφηση ζημιών που θα δημιουργηθούν λόγω της κρίσης, αλλά και για τη χρηματοδότηση νέων δανείων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, (β) τα μέτρα είναι προσωρινού χαρακτήρα και θα αρθούν σταδιακά μετά την επιστροφή στην κανονικότητα, αλλά όχι πριν από το τέλος του 2022.

<sup>6</sup> Η επίδραση των οποίων θα συνεχίσει να προσαυξάνει και για τεχνικούς λόγους (base effect) τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής των τραπεζικών πιστώσεων προς ΜΧΕ μέχρι και το Μάιο του 2021, καθώς το διάστημα Ιανουαρίου-Μαΐου 2020 οι επιδράσεις αυτές δεν υπήρχαν.

<sup>7</sup> Στο τέλος Ιουνίου 2020, σύμφωνα με τα στοιχεία των τεσσάρων συστημικών πιστωτικών ιδρυμάτων, το συνολικό υπόλοιπο των δανείων που είχαν υπαχθεί σε καθεστώς προσωρινής αναστολής καταβολής δόσεων ανερχόταν σε περίπου 18 δισεκ. ευρώ, ενώ στο τέλος Σεπτεμβρίου 2020 ανήλθε σε περίπου 20 δισεκ. ευρώ.

## Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των τεσσάρων συστημικών ελληνικών τραπεζών

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος- Σεπτέμβριος 2019	Ιανουάριος- Σεπτέμβριος 2020	Μεταβολή (%)
<b>Λειτουργικά έσοδα</b>	<b>5.780</b>	<b>6.736</b>	<b>16,5</b>
Καθαρά έσοδα από τόκους	4.161	4.137	-0,6
– Έσοδα από τόκους	5.596	5.266	-5,9
– Έξοδα τόκων	1.435	1.129	-21,3
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	1.619	2.599	60,5
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	867	885	2,1
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	635	1.393	>100
– Λοιπά έσοδα	117	321	>100
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>	<b>2.860</b>	<b>2.757</b>	<b>-3,6</b>
Δαπάνες προσωπικού	1.481	1.361	-8,1
Διοικητικά έξοδα	1.011	1.002	-0,9
Αποσβέσεις	367	394	7,4
<b>Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)</b>	<b>2.920</b>	<b>3.979</b>	<b>36,3</b>
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	2.035	4.038	98,4
Λοιπές ζημιές απομείωσης <sup>1</sup>	51	174	>100
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	-189	-231	22,2
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>645</b>	<b>-464</b>	<b>&gt;100</b>
Φόροι	104	159	52,9
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες <sup>2</sup>	128	-15	>100
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>	<b>669</b>	<b>-637</b>	<b>&gt;100</b>

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις των τεσσάρων συστημικών τραπεζικών ομίλων.

<sup>1</sup> Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.<sup>2</sup> Τα κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες απορρέουν κυρίως από την αποεπένδυση των ελληνικών τραπεζών από θυγατρικές του εξωτερικού.

Ειδικότερα ως προς τα μεγέθη κερδοφορίας (βλ. Πίνακα VI.1), την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2020 οι συστημικές τράπεζες εμφάνισαν σημαντική άνοδο των λειτουργικών τους εσόδων σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019, η οποία προήλθε από την αύξηση των καθαρών εσόδων από (α) προμήθειες και κυρίως από (β) τα μη επαναλαμβανόμενα έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις που κατέγραψαν τρεις συστημικές τράπεζες. Μικρή μείωση παρατηρήθηκε στα καθαρά έσοδα από τόκους, κυρίως λόγω της μείωσης του υπολοίπου των δανείων και της περαιτέρω υποχώρησης των επιτοκιακών περιθωρίων, που υπεραντιστάθμισαν τη θετική για τα έσοδα επίδραση του περιορισμού του κόστους άντλησης ρευστότητας. Υποχώρηση εμφάνισαν τα λειτουργικά έξοδα, κυρίως λόγω της περαιτέρω συρρίκνωσης του προσωπικού και του δικτύου υποκαταστημάτων. Λαμβανομένης υπόψη της αύξησης των προβλέψεων για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου, λόγω της επίπτωσης της πανδημίας, και της ζημίας συνεπεία της πώλησης μεγάλου όγκου ΜΕΔ μιας συστημικής τράπεζας, το αποτέλεσμα μετά από φόρους ήταν ζημιολόγο.

Αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια, τόσο ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών Κατηγορίας 1 (Common Equity Tier 1 – CET1) όσο και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε ενοποιημένη βάση παρέμειναν στο τέλος Σεπτεμβρίου 2020 σε ικανοποιητικό επίπεδο (14,6% και 16,3% αντίστοιχα). Αυτό οφείλεται (α) στα κέρδη από τα ομόλογα που, αποτιμώμενα στην εύλογη αξία, καταγράφονται στα λοιπά συνολικά έσοδα και αυξάνουν την καθαρή θέση (Fair Value Through Other Comprehensive Income – FVTOCI), (β) τη μείωση των σταθμισμένων στοιχείων ενεργητικού (risk weighted assets – RWA), λόγω αφενός της μείωσης των υπολοίπων δανείων και αφετέρου της εφαρμογής του Κανονισμού 873/2020 (“CRR quick fix”) για την κεφαλαιακή επάρκεια προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι επιπτώσεις από την πανδημία. Ενσωματώνοντας

την πλήρη επίδραση του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (ΔΠΧΑ 9), ο δείκτης CET1 ενσωματώνοντας πλήρως τις μεταβατικές διατάξεις διαμορφώθηκε σε 12,1% και ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας σε 13,9%. Πρέπει πάντως να επισημανθεί ότι πάνω από το ήμισυ των κεφαλαίων των τραπεζών αντιστοιχεί σε αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση από το Ελληνικό Δημόσιο. Αυτό το γεγονός χρήζει αντιμετώπισης, ιδίως αν ληφθεί υπόψη ότι το ποσοστό που αντιπροσωπεύει η αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση στα συνολικά κεφάλαια των τραπεζών εκτιμάται ότι θα αυξηθεί στο πλαίσιο της παρούσας στρατηγικής για τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Επιπροσθέτως, οι ελληνικές τράπεζες εκτιμάται ότι θα αντιμετωπίσουν προκλήσεις μεσοπρόθεσμα, που θα προέλθουν κυρίως από την επίπτωση της πανδημίας και την αναμενόμενη δημιουργία νέας γενιάς ΜΕΔ, την πλήρη εφαρμογή των εποπτικών μεταβατικών ρυθμίσεων για την επίδραση του ΔΠΧΑ 9 και το κόστος υλοποίησης της στρατηγικής τους για τη μείωση των υφιστάμενων ΜΕΔ.

Αναφορικά με την ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων σε ατομική βάση, τα ΜΕΔ ανήλθαν στο τέλος Σεπτεμβρίου 2020, σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία, σε 58,7 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά 9,8 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος Δεκεμβρίου 2019 και κατά περίπου 48,5 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου του 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ. Η υποχώρηση του αποθέματος των ΜΕΔ κατά τη διάρκεια του 2020 οφείλεται κυρίως σε πωλήσεις δανείων ύψους 6,8 δισεκ. ευρώ και σε διαγραφές ύψους 1,7 δισεκ. ευρώ και λιγότερο σε εισπράξεις μέσω ενεργητικής διαχείρισης (δηλαδή μέσω αναδιαρθρώσεων/ρυθμίσεων δανείων, είσπραξης καθυστερούμενων οφειλών, ρευστοποίησης εξασφαλίσεων κ.λπ.).

Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων παρέμεινε υψηλός (35,8%) το Σεπτέμβριο του 2020.<sup>8</sup> Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών, στο τέλος Ιουνίου 2020 ο αντίστοιχος δείκτης ανήλθε σε 2,9% (όσο και το αντίστοιχο μέγεθος για τις τράπεζες που εποπτεύονται από τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό). Ως προς τις επιμέρους κατηγορίες χαρτοφυλακίων, ο δείκτης ΜΕΔ διαμορφώθηκε σε 39,5% για το στεγαστικό, 47,4% για το καταναλωτικό και 32,2% για το επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο. Εντός του επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου, ο δείκτης για το χαρτοφυλάκιο τόσο των ελεύθερων επαγγελματιών και πολύ μικρών επιχειρήσεων όσο και των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων παραμένει ιδιαίτερα υψηλός (55,4% και 47% αντίστοιχα). Καλύτερες επιδόσεις παρατηρούνται στο χαρτοφυλάκιο των μεγάλων επιχειρήσεων (16,6%) και στο χαρτοφυλάκιο των ναυτιλιακών δανείων (15,4%), ενώ στον κλάδο του τουρισμού ένα στα τέσσερα δάνεια καταγράφεται ως ΜΕΔ.

Όσον αφορά τη διάρθρωση των ΜΕΔ σε απόλυτα μεγέθη, το 54% αφορά επιχειρηματικά δάνεια, το 35% στεγαστικά και το 11% καταναλωτικά δάνεια. Επίσης, το 51,6% του υπολοίπου αφορά δανειακές συμβάσεις που έχουν ήδη καταγγελθεί από τις τράπεζες, το 27,1% δάνεια αβέβαιης είσπραξης (“unlikely to pay”) και το 21,3% δάνεια σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών τα οποία δεν έχουν ακόμη καταγγελθεί. Επισημαίνεται ότι το 64% των ΜΕΔ που εμπίπτουν σ’ αυτή την κατηγορία, δηλ. δεν έχουν ακόμη καταγγελθεί, έχει καθυστέρηση μεγαλύτερη του ενός έτους. Το αντίστοιχο ποσοστό για τα στεγαστικά δάνεια διαμορφώνεται σε 78,6%, για τα καταναλωτικά σε 67,4%, ενώ για τα επιχειρηματικά σε 50,8%.

Υψηλό παραμένει το ποσοστό των δανειοληπτών που έχουν αιτηθεί νομική προστασία (οι οφειλές τους αντιστοιχούν σε σχεδόν 13,2% του συνολικού υπολοίπου των μη εξυπηρετούμενων δανείων). Τα δάνεια αυτής της κατηγορίας αφορούν είτε φυσικά πρόσωπα (ν. 3869/2010) είτε νομικά πρόσωπα (ν. 4307/2014). Ειδικότερα, το 27,1% των μη εξυπηρετούμενων στεγαστικών δανείων έχει υπαχθεί σε καθεστώς νομικής προστασίας, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για τα καταναλωτικά δάνεια είναι 17,4%. Όσον αφορά την κάλυψη των ΜΕΔ από συσσωρευμένες προβλέψεις, ο σχετικός δείκτης παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος σε 43,8%.

<sup>8</sup> Τα μεγέθη αφορούν εντός ισολογισμού δάνεια (προ προβλέψεων) και πιστωτικές διευκολύνσεις (advances) των ελληνικών εμπορικών και συνεταιριστικών τραπεζών (σε ατομική βάση), σύμφωνα με στοιχεία που συγκεντρώνονται για εποπτικούς σκοπούς παρακολούθησης των ΜΕΔ.



Όσον αφορά τις ρυθμίσεις, στο τέλος Σεπτεμβρίου 2020 το υπόλοιπο των ΜΕΔ που συνδέονταν με ρυθμίσεις ανερχόταν σε 20,7 δισεκ. ευρώ (δηλ. περίπου 35,2% του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων δανείων).<sup>9</sup> Επισημαίνεται ότι υψηλό ποσοστό των δανείων που είχαν τεθεί σε καθεστώς ρύθμισης εμφάνισαν και πάλι καθυστέρηση μετά τη συνομολόγηση της ρύθμισης. Μάλιστα, στο 20,9% των μακροχρόνιων ρυθμίσεων και στο 59,4% των βραχυχρόνιων ρυθμίσεων η καθυστέρηση εμφανίζεται μόλις ένα τρίμηνο μετά την εφαρμογή της ρύθμισης. Τα εν λόγω ποσοστά αυξάνονται σε 35,1% και 82,2% αντίστοιχα σε χρονικό ορίζοντα ενός έτους από την εφαρμογή της ρύθμισης. Δεδομένης της επίδρασης της πανδημίας, εκτιμάται ότι σημαντικό ποσοστό από τα δάνεια αυτά θα καταγραφεί ως μη εξυπηρετούμενο κατά τη διάρκεια του 2021.

Σημαντική εξέλιξη κατά τη διάρκεια του 2020 αποτέλεσε η υλοποίηση τιτλοποιήσεων από μία τράπεζα στο πλαίσιο αξιοποίησης του σχεδίου “Ηρακλής”, ενώ επιπρόσθετα μία τράπεζα προχώρησε σε λειτουργικό μετασχηματισμό μέσω απόσχισης δραστηριοτήτων (hive down).<sup>10</sup> Συνοπτικά, μέσω της διαδικασίας απόσχισης δραστηριοτήτων, αμιγώς τραπεζικές δραστηριότητες ενός τραπεζικού ομίλου (στις οποίες περιλαμβάνονται η πλειονότητα των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού της τράπεζας και οι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις έναντι του Ελληνικού Δημοσίου) διαχωρίζονται από τον όμιλο και μεταβιβάζονται σε μια νέα θυγατρική οντότητα (“νέα” τράπεζα). Μη τραπεζικές δραστηριότητες (π.χ. η διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και η παροχή υπηρεσιών προς εταιρίες του ομίλου και τρίτους) διατηρούνται στη μητρική εταιρία του ομίλου, η οποία μετατρέπεται σε εταιρία συμμετοχών (holding company), με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Με αυτό τον τρόπο, οι ζημιές που προκύπτουν από τις τιτλοποιήσεις των ΜΕΔ θα επηρεάσουν τις εταιρίες συμμετοχών και όχι τις “νέες” τράπεζες και έτσι οι τράπεζες δεν θα χρειαστεί να προχωρήσουν σε αυξήσεις κεφαλαίου υπέρ του Δημοσίου.

Καθώς όμως, ακόμη και μετά τις ενέργειες αυτές, τα ΜΕΔ θα παραμείνουν σε υψηλό επίπεδο και δεδομένου ότι θα υπάρξει νέα εισροή ΜΕΔ λόγω της πανδημίας, είναι απαραίτητο να εφαρμοστούν και άλλες, συμπληρωματικές του σχεδίου “Ηρακλής”, λύσεις για τα ΜΕΔ οι οποίες να είναι λιγότερο ευαίσθητες στις συνθήκες των αγορών. Στην κατεύθυνση αυτή, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει υποβάλει στην κυβέρνηση πρόταση για τη δημιουργία εταιρίας διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού η οποία θα αναλάμβανε τη διαχείριση ενός σημαντικού ποσοστού ΜΕΔ (βλ. Πλαίσιο VI.1), ενώ παράλληλα η πρόταση προβλέπει και την αντιμετώπιση του ζητήματος της αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης (DTC). Μία γρήγορη λύση στο πρόβλημα των ΜΕΔ θα απεμπλέξει τις τράπεζες από την κοστοβόρα και χρονοβόρα διαχείρισή τους και θα τους δώσει τη δυνατότητα να αξιοποιήσουν πιο αποτελεσματικά, στην κατεύθυνση της πιστοδότησης της οικονομίας, τα διευκολυντικά μέτρα στο πλαίσιο της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και τα μέτρα ενίσχυσης ρευστότητας που έχει υιοθετήσει η Πολιτεία. Τέλος, θετική εξέλιξη αποτέλεσε και η ψήφιση του νόμου 4738/2020 (“Ρύθμιση οφειλών και παροχή δεύτερης ευκαιρίας και άλλες διατάξεις”, βλ. Πλαίσιο IV.2), ο οποίος προβλέπει, μεταξύ άλλων, απλοποίηση, επιτάχυνση και ψηφιοποίηση των διαδικασιών, εργαλεία έγκαιρης προειδοποίησης περιστάσεων που μπορεί να οδηγήσουν σε αφερεγγυότητα, προπρωχευτική διαδικασία, που αποσκοπεί στη διατήρηση, αξιοποίηση, αναδιάρθρωση και ανόρθωση βιώσιμων επιχειρήσεων, δυνατότητα πτώχευσης και παροχής δεύτερης ευκαιρίας για υπερχρεωμένους δανειολήπτες-φυσικά πρόσωπα που αδυνατούν να εξυπηρετήσουν τις οφειλές τους και διαδικασίες αποφυγής φαινομένων καταστρατήγησης της πτωχευτικής διαδικασίας.

9 Σημειώνεται ότι το σύνολο των δανείων στα οποία έχουν εφαρμοστεί ρυθμίσεις (δηλ. συμπεριλαμβανομένων εκείνων τα οποία εξυπηρετούνται κανονικά) ανέρχεται σε 33 δισεκ. ευρώ περίπου.

10 Σχετικές διαδικασίες λειτουργικού μετασχηματισμού έχουν ήδη δρομολογήσει δύο ακόμη τράπεζες, ενώ τους επόμενους μήνες αναμένεται η ολοκλήρωση της υλοποίησης τιτλοποιήσεων στο πλαίσιο της αξιοποίησης του σχεδίου “Ηρακλής” και από τις υπόλοιπες τρεις συστημικές τράπεζες.

## Πλαίσιο VI.1

### ΠΡΟΤΑΣΗ ΓΙΑ ΤΗ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ASSET MANAGEMENT COMPANY – AMC)

Η έλευση της πανδημίας επιβάρυνε το πλαίσιο λειτουργίας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, το οποίο βρίσκεται σε φάση ανάκαμψης, όντας αντιμέτωπο με τα κατάλοιπα της παρατεταμένης κρίσης της τελευταίας δεκαετίας. Η ύπαρξη ενός ιδιαίτερα υψηλού αποθέματος μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), η χαμηλή κερδοφορία και η χαμηλή ποιότητα των εποπτικών κεφαλαίων αποτελούν το τρίπτυχο των βασικών προκλήσεων για τις ελληνικές τράπεζες.

Για την αντιμετώπιση αυτών των προκλήσεων, η Τράπεζα της Ελλάδος διαμόρφωσε μια ολοκληρωμένη στρατηγική με τη δημιουργία εταιρίας διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού (Asset Management Company – AMC). Το παρόν πλαίσιο περιγράφει τους στόχους και τους βασικούς άξονες του εν λόγω σχήματος.

#### Στόχοι της πρότασης

Η εν λόγω πρόταση αποσκοπεί στη διαμόρφωση μιας συνολικής στρατηγικής για τον τραπεζικό κλάδο, προκειμένου να επιτύχει ταυτόχρονα μία σειρά από επιμέρους στόχους:

- την οριστική και ταυτόχρονη διευθέτηση των προβλημάτων που απορρέουν από την ύπαρξη ενός υψηλού αποθέματος ΜΕΔ και της αναβαλλόμενης οριστικής και εκκαθαρισμένης φορολογικής απαίτησης (DTC), η οποία αποτελεί μακράν το μεγαλύτερο ποσοστό των εποπτικών κεφαλαίων των τραπεζών,
- την ενίσχυση της οργανικής κερδοφορίας, προκειμένου οι τράπεζες να μπορούν να παράγουν εσωτερικά κεφάλαιο σε διατηρήσιμη βάση,
- την αποφυγή αδικαιολόγητης απίσχνανσης (undue dilution) των υφιστάμενων μετόχων, ώστε να υπάρχουν ουσιαστικά κίνητρα συμμετοχής τους σε ενδεχόμενες μελλοντικές αυξήσεις κεφαλαίου,
- την αποφυγή χρήσης κρατικών ενισχύσεων, ώστε αφενός μεν να περιοριστεί ο ηθικός κίνδυνος (moral hazard), αφετέρου δε να ενισχυθεί περαιτέρω η χρηματοπιστωτική σταθερότητα με τη συμμετοχή ιδιωτών επενδυτών,
- τη διαμόρφωση συνθηκών πλήρους διαφάνειας για την ορθή απεικόνιση των υφιστάμενων και μελλοντικών ζημιών των δανειακών χαρτοφυλακίων των τραπεζών και, τέλος,
- τον επαναπροσδιορισμό του επιχειρηματικού μοντέλου των τραπεζών, προκειμένου να παρουσιαστεί μία ελκυστική επενδυτική πρόταση.

Η ανάκαμψη από την κρίση της πανδημίας με την επαναφορά της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης και τη βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών της χώρας απαιτεί την ενεργό συνδρομή του πιστωτικού συστήματος. Συνεπώς, η μεμονωμένη αντιμετώπιση των επιμέρους προκλήσεων του τραπεζικού τομέα δεν θα είναι τόσο αποτελεσματική, καθώς δεν θα δώσει τη δυναμική που απαιτείται για την επανεκκίνηση της οικονομίας.

#### Άξονες λειτουργίας της πρότασης

Τα υφιστάμενα διαθέσιμα εργαλεία στην προσπάθεια μείωσης του αποθέματος ΜΕΔ, συμπεριλαμβανομένης της πρωτοβουλίας του Σχήματος Προστασίας Στοιχείων Ενεργητικού (Hellenic Asset Protection Scheme – HAPS), κινούνται ορθώς στον άξονα της βελτίωσης της ποιότητας των ισολογισμών των τραπεζών. Ωστόσο, μια σειρά παραγόντων καθιστούν αναγκαία τη λήψη συμπληρωματικών μέτρων, δεδομένου ότι στην παρούσα συγκυρία είναι περιορισμένες οι εναλλακτικές προτάσεις. Συγκεκριμένα (α) με το διαθέσιμο απόθεμα ΜΕΔ να προσδιορίζεται στα 58,7 δισεκ. ευρώ με στοιχεία γ' τριμήνου του 2020, (β) την αβεβαιότητα αναφορικά με την αναμενόμενη επιδείνωση του εν λόγω αποθέματος ΜΕΔ το επόμενο διάστημα, (γ) την περιορισμένη δυνατό-

τητα για τη δημιουργία κεφαλαίου από τις τράπεζες, λόγω χαμηλής κερδοφορίας, (δ) την εκτιμώμενη επιδείνωση του ποσοστού της αναβαλλόμενης οριστικής και εκκαθαρισμένης φορολογικής απαίτησης (DTC) έναντι του Δημοσίου επί των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, αλλά κυρίως (ε) την επιτακτική ανάγκη χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας, καθίσταται σαφές ότι απαιτούνται επιπλέον ενέργειες τόσο από τις τράπεζες όσο και από την Πολιτεία.

Η πρόταση της Τράπεζας της Ελλάδος κινείται στους παρακάτω άξονες:

- Προκρίνει τη μεταφορά σε ποσοστό μέχρι το 100% του υφιστάμενου αποθέματος ΜΕΔ, καθώς και των νέων ΜΕΔ που θα προκύψουν μετά το πέρας της πανδημίας, στην AMC.
- Αξιοποιεί τις υφιστάμενες υποδομές των τραπεζών και τη συμμετοχή τρίτων μερών στους τομείς διαχείρισης των ΜΕΔ, δεδομένου ότι προβλέπει τη μεταφορά των υφιστάμενων σχέσεων παράλληλα με το απόθεμα ΜΕΔ στην AMC.
- Επιτρέπει την κατάρτιση συναλλαγών τιτλοποιήσεων αμιγώς με όρους αγοράς με τη διάθεση του μεγαλύτερου τμήματος των υπό έκδοση τίτλων σε επενδυτές, επιταχύνοντας την εξυγίανση των τραπεζών.
- Διαφοροποιεί τις πηγές εσόδων της αποζημίωσης που λαμβάνει το Ελληνικό Δημόσιο σε αντιστάθμιση για τη χορήγηση εγγύησης. Πρωτίστως, με τη μορφή φορολογικών εσόδων σχετιζόμενων με το ύψος της ονομαστικής αξίας των υπό μεταφορά ΜΕΔ προς την AMC. Δευτερευόντως, με ταμειακή μορφή μέσω ενός σταθερού επιτοκιακού εσόδου υπολογισμένου επί του ποσού της ονομαστικής χορηγηθείσας εγγύησης και, τέλος, με τη μορφή τίτλων από τις τιτλοποιήσεις.<sup>1</sup>
- Προσδιορίζει ότι οι ενδεχόμενες ζημιές που σχετίζονται με το υφιστάμενο απόθεμα ΜΕΔ καταλογίζονται στις τράπεζες και καλύπτονται αποκλειστικά από αυτές και όχι από τον Έλληνα φορολογούμενο.
- Αναλώνει, για την εξυγίανση των ισολογισμών των τραπεζών, το τμήμα των εποπτικών τους κεφαλαίων το οποίο αφορά αποκλειστικά και μόνο την αναβαλλόμενη οριστική και εκκαθαρισμένη φορολογική απαίτηση (DTC), με την ενεργοποίηση μηχανισμού συμψηφισμού με ενδεχόμενες ζημιές, και όχι το τμήμα των λοιπών στοιχείων του Δείκτη Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών Κατηγορίας 1 (Common Equity Tier 1 – CET1).
- Διευκολύνει το τραπεζικό σύστημα με τη χορήγηση της δυνατότητας σταδιακής καταβολής του κόστους εξυγίανσης σε βάθος πενταετίας, δίνοντας τον απαραίτητο χρόνο ώστε να διαμορφωθεί ένας ομαλός οδικός χάρτης επαναφοράς σε διατηρήσιμους ρυθμούς ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και συνεπώς και λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος.
- Απελευθερώνει χρηματοδοτικούς και φυσικούς πόρους, είτε αυτοί σχετίζονται με εμπράγματα εξασφαλίσεις, που θα αξιοποιηθούν από βιώσιμες οικονομικές μονάδες, είτε μέσω της αναδιανομής πόρων από τον τραπεζικό τομέα στο πλαίσιο της ενίσχυσης των αναπτυξιακών τάσεων της πραγματικής οικονομίας.

Τέλος, πρέπει να τονιστεί ότι η πρόταση δεν αποσκοπεί απλώς στην εξυγίανση των τραπεζών, αλλά ταυτόχρονα σε εκτέλεση συναλλαγών σε όρους αγοράς, με τη συμμετοχή ιδιωτών επενδυτών.

Εν κατακλείδι, η πρόταση της Τράπεζας της Ελλάδος, επιδιώκει την ταυτόχρονη αντιμετώπιση των βασικών προκλήσεων του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, ενισχύοντας τη σταθερότητα αυτού και εξασφαλίζοντας σημαντικές ωφέλειες για τα πιστωτικά ιδρύματα, το Ελληνικό Δημόσιο και την πραγματική οικονομία.

<sup>1</sup> Αυτή η πηγή εσόδων αποσκοπεί στη λήψη από το Δημόσιο της όποιας πιθανής υπεραξίας από την υπεραπόδοση στο επίπεδο του ποσοστού εισπράξεων (collection rate) των τιτλοποιημένων απαιτήσεων.

## Πλαίσιο VI.2

**Η ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΤΟΥ ΛΟΓΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ ΠΡΟΣ ΤΟ ΑΕΠ ΑΠΟ ΤΗ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ ΤΑΣΗ ΤΟΥ: ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΚΑΙ ΧΡΗΣΗ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ**

Η απόσταση του λόγου της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ<sup>1</sup> από τη γραμμή μακροχρόνιας τάσης, όπως αυτή προσεγγίζεται μέσω της εφαρμογής του φίλτρου Hodrick-Prescott (HP), χρησιμοποιείται ως δείκτης συσσώρευσης κινδύνων για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ο δείκτης της “τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ” (standardised credit-to-GDP gap) έχει υιοθετηθεί στο πλαίσιο της Βασιλείας III (Basel Credit Gap) ώστε να λαμβάνεται υπόψη, σε συνδυασμό με πολλές άλλες παραμέτρους, κατά τις αποφάσεις των εθνικών αρμόδιων αρχών σχετικά με τον καθορισμό και τη βαθμονόμηση των αντικυκλικών κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας (countercyclical capital buffers, CCyB) που οφείλουν να διατηρούν οι τράπεζες.<sup>2</sup> Επίσης το ΔΝΤ χρησιμοποιεί τον εν λόγω δείκτη κατά την “Αξιολόγηση του Ισοζυγίου Εξωτερικών Συναλλαγών” (External Balance Assessment).

Η πολιτική του σχηματισμού “αντικυκλικών κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας” έχει δύο, στενά συνδεδεμένους μεταξύ τους, τελικούς στόχους:<sup>3</sup> (α) να μειώσει τον κίνδυνο δημιουργίας πιέσεων μεγάλης κλίμακας προς τον τραπεζικό τομέα και με αυτό τον τρόπο να ενισχύσει την ανθεκτικότητά του και (β) να αποτρέψει την ενίσχυση των διακυμάνσεων του οικονομικού κύκλου εξαιτίας του τραπεζικού τομέα. Η εν λόγω πολιτική έχει αντικυκλική δράση ως προς το “χρηματοοικονομικό κύκλο”,<sup>4</sup> ο οποίος διαφέρει από τον οικονομικό κύκλο. Σε περιόδους χαλαρότερων πιστωτικών συνθηκών και απουσίας πιέσεων προς το χρηματοπιστωτικό σύστημα, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής φροντίζουν για την ενίσχυση των κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας των τραπεζών, ειδικά εφόσον υπάρχουν ενδείξεις συσσώρευσης κινδύνων για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Σε διαστήματα πιο περιοριστικών πιστωτικών συνθηκών ή χρηματοπιστωτικής αστάθειας, τα αποθέματα αυτά δύνανται να αποδεσμευθούν ώστε να απορροφηθούν οι κεφαλαιακές απώλειες των τραπεζών από την καταγραφή ζημιών, χωρίς να περιοριστεί περαιτέρω η παροχή τραπεζικών δανείων προς την οικονομία.

**Ο δείκτης στη βιβλιογραφία**

Σε ερευνητικό άρθρο τους, το οποίο είχε ευρεία επιρροή, οι Drehmann et al. (2010)<sup>5</sup> κατέληξαν με βάση τα αποτελέσματά τους (όπως αρχικά και οι Borio and Lowe, 2002<sup>6</sup>) στο συμπέρασμα ότι η “τυποποιημένη διαφορά

- 1 Στην αρχική βιβλιογραφία, βάσει της οποίας διαμορφώθηκε το πλαίσιο της Βασιλείας III, η “χρηματοδότηση” ισούται με το συνολικό χρέος (δάνεια και χρεόγραφα) του ιδιωτικού τομέα, το οποίο χρηματοδοτείται από όλους τους τομείς της οικονομίας, συμπεριλαμβανομένου του τραπεζικού (τομέα γενικής κυβέρνησης, εξωτερικό τομέα, ιδιωτικό και τραπεζικό τομέα). Επίσης, σε μέρος της βιβλιογραφίας χρησιμοποιείται και η μεταβλητή της τραπεζικής χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα.
- 2 Στις χώρες της ΕΕ, οι εθνικές αρμόδιες αρχές διαθέτουν τη διακριτική ευχέρεια να προσδιορίσουν το “ποσοστό του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας”. Παράλληλα, στο πλαίσιο του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού (SSM), η ΕΚΤ αξιολογεί τις αποφάσεις των εθνικών αρχών σχετικά με τον καθορισμό του CCyB και δύναται, εφόσον το κρίνει απαραίτητο, να εφαρμόζει υψηλότερες απαιτήσεις σχετικά με τα αντικυκλικά κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας από ό,τι οι εθνικές αρμόδιες αρχές. Όσον αφορά το δείκτη της “τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ”, σύμφωνα με τις κατευθύνσεις του πλαισίου της Βασιλείας III συνιστάται τα αντικυκλικά κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας να ενεργοποιούνται τουλάχιστον όταν ο δείκτης ανέλθει στην τιμή αναφοράς των 2 ποσοστιαίων μονάδων. Γενικότερα, “το ποσοστό του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας καθορίζεται σε ύψος από 0% έως 2,5% (και άνω του 2,5% σε εξαιρετικές περιπτώσεις). Εκφράζεται ως ποσοστό του συνολικού ποσού ανοιγμάτων σε κίνδυνο των ιδρυμάτων (πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων) που είναι εκτεθειμένα σε πιστωτικό κίνδυνο στη χώρα” (βλ. <https://www.bankofgreece.gr/kiries-leitourgies/xrhmatopistwtikh-statherothta/makroprolhtikh-politikh>). Βλ. τη Σύσταση ΕΣΣΚ/2014/1 του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου, της 18ης Ιουνίου 2014, σχετικά με καθοδήγηση για τον καθορισμό των ποσοστών αντικυκλικών αποθεμάτων ασφαλείας (Επίσημη Εφημερίδα της ΕΕ C 293/1, 2.9.2014).
- 3 Βλ. Bank for International Settlements, *80th Annual Report 2009/10*, Basel, 28.6.2010. Βλ. και τη Σύσταση ΕΣΣΚ/2013/1 του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου, της 4ης Απριλίου 2013, σχετικά με τους ενδιάμεσους στόχους και τα εργαλεία μακροπροληπτικής πολιτικής (Επίσημη Εφημερίδα της ΕΕ C 170/1, 15.6.2013).
- 4 Δηλαδή τον “κύκλο” ανοδικών και καθοδικών φάσεων οι οποίες είναι κοινές σε διάφορες χρηματοοικονομικές μεταβλητές (τιμές των κατοικιών, τραπεζικές πιστώσεις κ.ά.).
- 5 Drehmann, M., C. Borio, L. Gambacorta, G. Jiménez and C. Trucharte (2010), “Countercyclical capital buffers: exploring options”, BIS Working Paper no. 317.
- 6 Borio, C. and P. Lowe (2002), “Assessing the risk of banking crises”, *BIS Quarterly Review*, December, 43-54.

των πιστώσεων προς το ΑΕΠ”, δηλαδή η απόκλιση του λόγου των πιστώσεων προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν από τη μακροχρόνια τάση του (βάσει του φίλτρου Hodrick-Prescott), αποτελεί τη βέλτιστη “αποκλειστική μεταβλητή” έγκαιρης προειδοποίησης για τον κίνδυνο τραπεζικής κρίσης (single early warning indicator variable). Έκτοτε, στη βιβλιογραφία έχουν καταγραφεί εμπειρικά αποτελέσματα τα οποία σε γενικές γραμμές επιβεβαιώνουν αυτό το συμπέρασμα.<sup>7</sup> Μέρος της βιβλιογραφίας εντοπίζει και δυνητικά μειονεκτήματα του δείκτη χωρίς πάντοτε να καταλήγει σε εναλλακτικές προσεγγίσεις και απλώς κατατείνοντας στο συμπέρασμα (που συνάδει με το κανονιστικό πλαίσιο) ότι η χρήση του δείκτη δεν θα πρέπει να είναι μηχανιστική ούτε να αποτελεί τη μοναδική βάση για αποφάσεις πολιτικής. Οι Drehmann and Tsatsaronis (2014)<sup>8</sup> επισημαίνουν ότι ο ρόλος του δείκτη παραμένει να ενσωματώσει πληροφόρηση και όχι να υπαγορεύσει τις επιλογές των εποπτικών αρχών ως προς το επίπεδο των αντικυκλικών κεφαλαίων ασφαλείας. Κανείς δείκτης δεν είναι τέλειος και μάλιστα όταν απομονώνεται από μια συνολική εξέταση στην οποία προβαίνουν οι αρχές. Στην περίπτωση του δείκτη της “τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ”, στη βιβλιογραφία έχουν ανιχνευθεί οι εξής δυνητικές δυσκολίες:

Σε μία αναπτυσσόμενη οικονομία, ο δείκτης ενδέχεται να αντανακλά υπέρμετρη πιστωτική επέκταση σε σύγκριση με το ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ, η οποία όμως μπορεί να συνδέεται με τη διεύρυνση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αναγκαία για την εν λόγω οικονομία, χωρίς απαραίτητα να υποκρύπτει την ανάληψη κινδύνων από το τραπεζικό σύστημα. Γενικότερα, δεν συνδέονται ιστορικά όλες οι περιόδους ταχύτερης αύξησης των πιστώσεων με επερχόμενες χρηματοπιστωτικές κρίσεις.<sup>9</sup>

Επίσης, ο δείκτης κινείται “αντικυκλικά” σε σχέση με τον οικονομικό κύκλο (Repullo and Saurina)<sup>10</sup> (υπάρχει δηλαδή αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στο δείκτη και το ΑΕΠ), στο βαθμό που η μείωση π.χ. των πιστώσεων κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης μπορεί να μην είναι ανάλογη αλλά μικρότερη της υποχώρησης του ΑΕΠ. Πάντως, αυτό αντικρούεται από τους Drehmann and Tsatsaronis (2014), οι οποίοι κατ’ αρχήν υπενθυμίζουν ότι ο δείκτης χρησιμοποιείται ως προς το χρηματοοικονομικό και όχι τον οικονομικό κύκλο, ενώ τα αντικυκλικά αποθέματα χρησιμοποιούνται ως ένα επιπλέον, παράπλευρο, ωφέλημα το οποίο δεν προβλέπεται να χρησιμοποιείται για δραστηριότητα εξομάλυνση του κύκλου. Επίσης, εξετάζοντας δείγμα 26 χωρών σε διάστημα 32 ετών, βρίσκουν θετική συσχέτιση ανάμεσα στην άνοδο του πραγματικού ΑΕΠ και την “τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ”.

Εν πάση περιπτώσει, με βάση την επιχειρηματολογία των Repullo and Saurina (2010), η άνοδος του δείκτη θα μπορούσε να οδηγήσει σε ενεργοποίηση μιας αύξησης των αντικυκλικών αποθεμάτων, η οποία να επιδεινώνει παρά να εξομαλύνει μία ύφεση. Είναι σημαντικό να εξετάζεται κατά πόσον η μεταβολή του λόγου προήλθε από επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ ή από επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης (η Ελλάδα αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα χώρας με αρνητικούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης επί πολλά έτη κατά τη διάρκεια της δημοσιονομικής κρίσης).

Από πλευράς οικονομικής θεωρίας, ο δείκτης “τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ” δεν αντιστοιχεί στο σημείο ισορροπίας των πιστώσεων της οικονομίας όπως θα το αποτύπωνε ένα πλήρες οικονομετρικό υπόδειγμα,<sup>11</sup> είναι δηλαδή ένα μη θεωρητικό εργαλείο, χωρίς αυτή η κριτική να αποδεικνύει την

7 Βλ. π.χ. Jokivuolle, E., J. Pesola and M. Viren (2015), “Why is credit-to-GDP a good measure for setting countercyclical capital buffers?”, *Journal of Financial Stability*, 18, 117-126.

8 Drehmann, M. and K. Tsatsaronis (2014), “The Credit-to-GDP Gap and Countercyclical Capital Buffers: Questions and Answers.”, *BIS Quarterly Review*, March.

9 Βλ. Dell’Ariccia, G., D. Igan, L. Laeven and H. Tong (2012), “Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms”, *IMF Staff Discussion Note* 12/06.

10 Βλ. Repullo, R. and J. Saurina (2010), “The Countercyclical Capital Buffer of Basel III: A Critical Assessment”, CEMFI Working Paper no. 1102.

11 Edge, R.M. and R.R. Meisenzahl (2011), “The Unreliability of Credit-to-GDP Ratio Gaps in Real Time: Implications for Countercyclical Capital Buffers”, *International Journal of Central Banking*, 7(4), 261-298, και Buncic, D. and M. Melecký (2014), “Equilibrium credit: The reference point for macroprudential supervisors”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 41, issue C, 135-154.



αποτελεσματικότητα, πόσο μάλλον την πρακτική αξία, ενός εναλλακτικού σχήματος που χρησιμοποιεί ένα πλήρες υπόδειγμα.<sup>12</sup>

Έχουν καταγραφεί σημαντικά μεθοδολογικά προβλήματα μέτρησης που συνδέονται με τη χρήση του φίλτρου Hodrick-Prescott<sup>13</sup> για τον υπολογισμό της μακροχρόνιας τάσης. Ειδικότερα, ο υπολογισμός της μακροχρόνιας τάσης μεταβάλλεται σημαντικά ανάλογα με το μέγεθος του δείγματος ιστορικών παρατηρήσεων.<sup>14</sup> Επίσης, εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την υπόθεση που υιοθετείται σχετικά με τη χρονική διάρκεια ολοκλήρωσης του χρηματοοικονομικού κύκλου, η οποία με τη σειρά της καθορίζει την τιμή της “παραμέτρου εξομάλυνσης” του φίλτρου. Στο πλαίσιο της Βασιλείας III, η υπόθεση η οποία υιοθετείται είναι ότι ο χρηματοοικονομικός κύκλος μπορεί να διαρκέσει τέσσερις φορές περισσότερο από τον οικονομικό κύκλο (δηλαδή περίπου 30 έτη). Πρόσφατη κριτική του Hamilton (2018)<sup>15</sup> σχετικά με τη χρήση του φίλτρου στα μακροοικονομικά μεγέθη επισημαίνει, μεταξύ άλλων, ότι η εκτίμηση της τάσης επηρεάζεται σε ανεπιθύμητα μεγάλο βαθμό από τις παρατηρήσεις στο τέλος της περιόδου του δείγματος παρατηρήσεων. Οι Drehmann and Yetman (2018)<sup>16</sup> δείχνουν ότι, παρότι οι επισημάνσεις του Hamilton ισχύουν, ανάμεσα σε διάφορους δείκτες (μίας μόνο μεταβλητής) πρόβλεψης συστημικών τραπεζικών κρίσεων τους οποίους επανεξετάζουν, ο εν λόγω καθιερωμένος δείκτης παραμένει υπέρτερος, ενώ ο δείκτης που αντιπροτείνει ο Hamilton δεν εμφανίζει ικανοποιητική ικανότητα πρόβλεψης.<sup>17</sup> Σε μεταγενέστερο άρθρο τους οι Drehmann and Yetman (2020)<sup>18</sup> διαπιστώνουν ότι ο “δείκτης γραμμικής προβολής” τον οποίο προτείνει ο Hamilton για την εκτίμηση της γραμμής τάσης υπερτερεί ως προς την ικανότητα πρόβλεψης, εφόσον όμως εκτιμηθεί σε παλινδρομήσεις με διαστρωματικά στοιχεία χρονολογικών σειρών (panel data) για ένα σύνολο διαφορετικών χωρών.<sup>19</sup> Παρ’ όλα αυτά, ο καθιερωμένος δείκτης της “τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ” υπερέρχει όταν ο δείκτης του Hamilton εκτιμάται σε μεμονωμένες παλινδρομήσεις για κάθε χώρα (δηλαδή για μία μόνο χώρα). Όμως, καθώς οι διαφορές μεταξύ των δεικτών ως προς τις στατιστικές τους ιδιότητες δεν είναι μεγάλες, οι Drehmann and Yetman (2020) δείχνουν ότι ως προς τις συνέπειες για την πολιτική δεν υπάρχει αξία λόγω διαφορά ανάμεσα στους δύο δείκτες.

Τέλος, σε σύνδεση και με τις προαναφερθείσες στατιστικές ιδιότητες του φίλτρου Hodrick-Prescott, συνιστάται προσοχή στην ερμηνεία του δείκτη μετά από προγενέστερες περιόδους έντονης έξαρσης της πιστωτικής επέκτασης.<sup>20</sup> Σε χώρες οι οποίες πέρασαν πρόσφατα μια περίοδο υψηλών ρυθμών ανόδου της χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα, για μεγάλο διάστημα ακόμη και μετά την επάνοδο του ρυθμού αυτού σε χαμηλότερο

12 Βλ. την εκτίμηση σχετικών υποδειγμάτων εξήγησης της εξέλιξης των πιστώσεων από τους Baba, C., S. Dell’Erba, E. Degragiache, O. Harrison, A. Mineshima, A. Musayev and A. Shahmoradi (2020), “How Should Credit Gaps Be Measured? - An Application to European Countries”, IMF, WP/20/6, January, και Galán, J.E. and J. Mencía (2018), “Empirical Assessment of Alternative Structural Methods for Identifying Cyclical Systemic Risk in Europe”, Banco de España, *Documentos de Trabajo* No. 1825. Η απόκλιση της χρηματοδότησης έναντι ενός “επιπέδου ισορροπίας” σε αυτή την περίπτωση εκτιμάται από τα κατάλοιπα μιας παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις πιστώσεις και ανεξάρτητες βασικές επεξηγηματικές μεταβλητές όπως το ΑΕΠ, τα επιτόκια κ.ά.

13 Το φίλτρο HP που χρησιμοποιείται για τον εν λόγω δείκτη εφαρμόζεται σε ένα διαδοχικά αυξανόμενο δείγμα ιστορικών παρατηρήσεων (“one-sided filter”). Η γραμμή τάσης δηλαδή καθορίζεται από την πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη για την εκάστοτε ιστορική παρατήρηση σε πραγματικό χρόνο, το χρόνο κατά τον οποίο λαμβάνονται οι αποφάσεις πολιτικής.

14 Βλ. π.χ. Constâncio, V., I. Cabral, C. Detken, J. Fell, J. Henry, P. Hiebert, S. Kapadia, S.N. Altimari, F. Pires and C. Salleo (2019), “Macprudential policy at the ECB: Institutional framework, strategy, analytical tools and policies”, ECB, *Occasional Paper Series*, No. 227.

15 Hamilton, J. (2018), “Why You Should Never Use the Hodrick-Prescott Filter”, *Review of Economics and Statistics*, 100(5), 831-843.

16 Drehmann, M. and J. Yetman (2018), “Why you should use the Hodrick-Prescott filter – at least to generate credit gaps”, BIS Working Paper No. 744.

17 Τα αποτελέσματα αυτά ισχύουν εφόσον ο δείκτης του Hamilton προσαρμοστεί ως προς τη χρήση διαδοχικά αυξανόμενου δείγματος κατ’ αναλογία με τον καθιερωμένο δείκτη HP, βλ. υποσημείωση 13.

18 Drehmann, M. and J. Yetman (2020), “Which credit gap is better at predicting financial crises?”, BIS Working Paper No. 878, August.

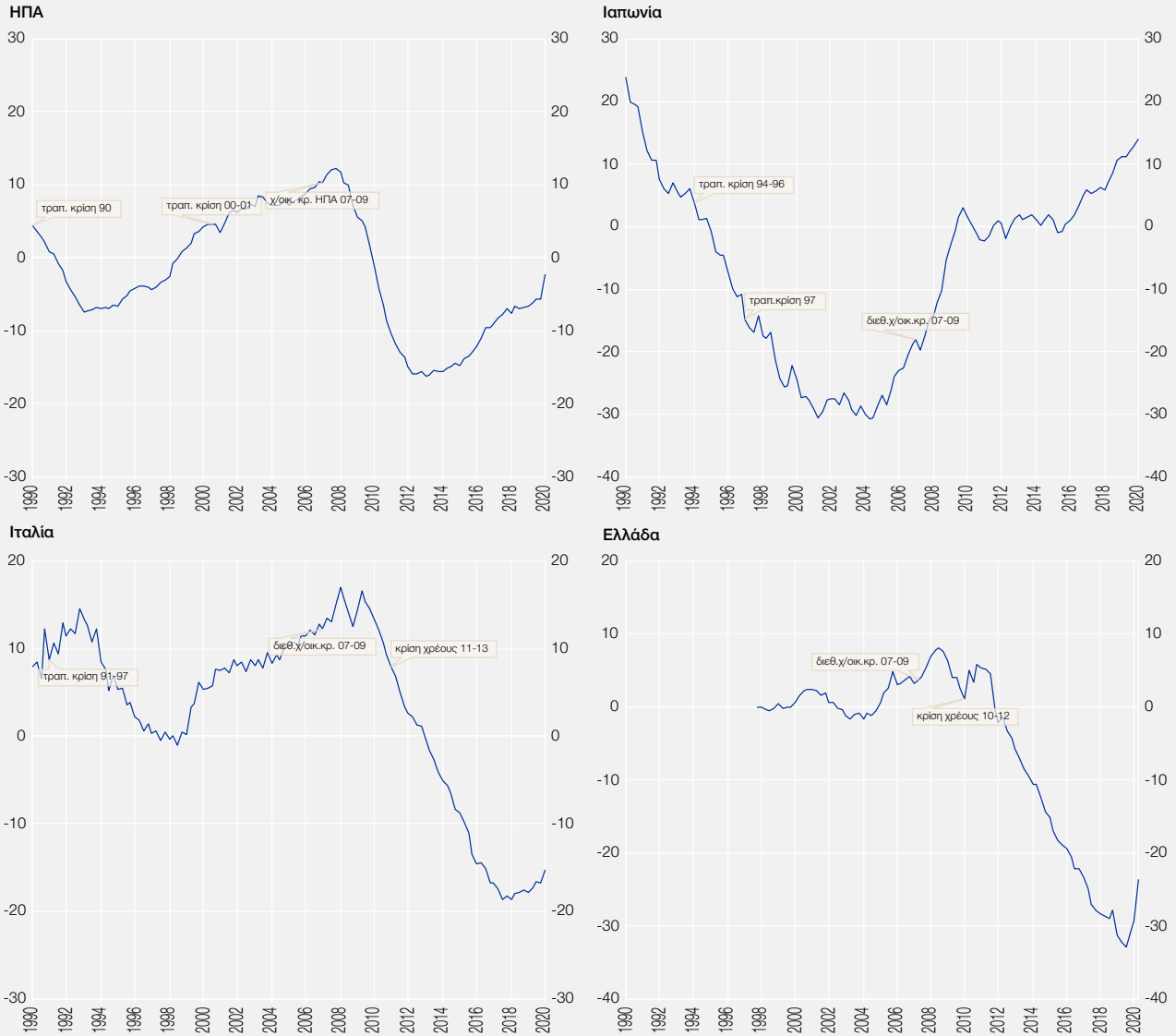
19 Υπονοείται δηλαδή ότι, για να εκτιμηθεί ο δείκτης μίας μόνο χώρας, θα έπρεπε να ληφθούν υπόψη και διεθνή στοιχεία για άλλες χώρες στην εκτίμηση της γραμμής τάσης με τη μέθοδο Hamilton.

20 Βλ. π.χ. Baba et al. (2020), όπ.π.

**Τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ\* ανά χώρα  
(α' τρίμηνο 1990 - β' τρίμηνο 2020)**

(ποσοστιαίες μονάδες)

— Δείκτης της τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ



Πηγές: BIS (ΗΠΑ, Ιταλία και Ιαπωνία). ΕΛΣΤΑΤ, Τράπεζα της Ελλάδος και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος (Ελλάδα). Στοιχεία για συστημικές κρίσεις: ESRB.  
 Σημειώνεται ότι η ευρωπαϊκή κρίση χρέους επέδρασε στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ιταλίας κατά τη διάρκεια του 2011 (ESRB). Τα στοιχεία στο διάγραμμα για την Ελλάδα είναι από το δ' τρίμηνο του 1997 μέχρι το β' τρίμηνο του 2020. Τα στοιχεία για τις ΗΠΑ, την Ιαπωνία και την Ιταλία είναι από το α' τρίμηνο του 1990 μέχρι το α' τρίμηνο του 2020.  
 \* Η τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ υπολογίζεται με βάση τη μακροχρόνια τάση του λόγου των πιστώσεων προς το ΑΕΠ με το φίλτρο Hodrick-Prescott (one-sided). Οι πιστώσεις αφορούν το συνολικό χρέος του μη χρηματοπιστωτικού ιδιωτικού τομέα έναντι όλων των τομέων της εγχώριας οικονομίας και του εξωτερικού τομέα. Το ΑΕΠ δεν είναι εποχικώς διορθωμένο.

επίπεδο ο δείκτης συνεχίζει να επηρεάζεται από το παρελθόν και εκτιμά μια αρνητική απόκλιση, καθώς η τρέχουσα πιστωτική επέκταση υπολείπεται σε σχέση με ένα ενδεχομένως υπερεκτιμημένο σημείο ισορροπίας.

Δεδομένων των ως άνω περιορισμών οι οποίοι αναφέρονται στη βιβλιογραφία, η διαμόρφωση πολιτικής θα πρέπει να στηρίζεται και στην ανάλυση σειράς άλλων δεικτών και την κρίση των υπευθύνων για την άσκηση πολιτικής.

Όπως και οι εποπτικές αρχές άλλων χωρών, η Τράπεζα της Ελλάδος, μαζί με το δείκτη της “τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ” κατά τη Βασιλεία III (βλ. το διάγραμμα), εξετάζει και συνεκτιμά πρόσθετους δείκτες οι οποίοι αποτυπώνουν τις πιστωτικές εξελίξεις στην Ελλάδα.<sup>21</sup>

### Η πολιτική δημιουργίας αντικυκλικών κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας

Η “τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ” παραμένει αρνητική σε αρκετές χώρες στην Ευρώπη, κάποιες εκ των οποίων διατήρησαν μηδενικό ποσοστό αντικυκλικών κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας. Όμως, ορισμένες από αυτές τις χώρες, μεταξύ των οποίων το Ηνωμένο Βασίλειο, η Ιρλανδία, η Νορβηγία και το Λουξεμβούργο, είχαν επιλέξει να διατηρήσουν θετικό ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος κατά το 2019, έχοντας λάβει υπόψη τις υπόλοιπες ενδείξεις στο σύνολο των δεικτών και θεωρώντας ότι οι πιστωτικές συνθήκες δεν ήταν στην πραγματικότητα τόσο περιοριστικές όσο υπονοούσε ο εν λόγω δείκτης.

Προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι οικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας, οι αρχές τραπεζικής εποπτείας ανά τον κόσμο (στις ΗΠΑ, το Χονγκ Κονγκ κ.ά.), και στην περίπτωση της ζώνης του ευρώ η ΕΚΤ, έλαβαν μέτρα το 2020 και διευκόλυναν τις τράπεζες ώστε να μπορούν προσωρινά (τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2022, σύμφωνα με τις αποφάσεις της ΕΚΤ, 28.7.2020) να χρησιμοποιήσουν τα συνολικά κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας τους. Στο πλαίσιο αυτό, οι περισσότερες μακροπροληπτικές αρχές των ευρωπαϊκών χωρών, π.χ. του Ηνωμένου Βασιλείου, του Βελγίου, της Δανίας, της Γαλλίας, της Γερμανίας, της Ισλανδίας, της Νορβηγίας, της Ιρλανδίας και της Σουηδίας, μείωσαν ή και μηδένισαν το απαιτούμενο ποσοστό αντικυκλικών κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας των πιστωτικών ιδρυμάτων τους. Πάντως, το ποσοστό των αντικυκλικών κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας αμέσως πριν από την αρχή των επιδράσεων της πανδημίας στην Ευρώπη ήταν κατά μέσο όρο 0,1% (των σταθμισμένων στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών) στο σύνολο της ζώνης του ευρώ.<sup>22</sup> Εφόσον ληφθούν υπόψη και τα υπόλοιπα κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας τα οποία είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν, το σύνολο των πόρων μπορεί να συμβάλει σε σημαντική ενίσχυση του ετήσιου ρυθμού πιστωτικής επέκτασης στη ζώνη του ευρώ (κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες, σύμφωνα με πρόσφατες ασκήσεις προσομοίωσης<sup>23</sup>).

21 Ειδικότερα εξετάζονται: η εξέλιξη της πιστωτικής επέκτασης προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα, οι δείκτες τιμών των οικιστικών και των επαγγελματικών ακινήτων, ο λόγος της τραπεζικής χρηματοδότησης του εγχώριου ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ, η δανειακή επιβάρυνση των ιδιωτών και, χωριστά, των ελεύθερων επαγγελματιών, ο λόγος της τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων προς το ΑΕΠ, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ο δείκτης μόχλευσης του τραπεζικού συστήματος, ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών και ο αντίστοιχος δείκτης για τις τράπεζες. Η μεθοδολογία περιγράφεται αναλυτικότερα στην πρώτη συναφή Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής (ΠΕΕ 55/18.12.2015). Βλ. αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, σε τριμηνιαία βάση, για τον καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού αποθέματος ασφαλείας ([https://www.bankofgreece.gr/RelatedDocuments/Αποφάσεις\\_CCyB.pdf](https://www.bankofgreece.gr/RelatedDocuments/Αποφάσεις_CCyB.pdf)).

22 Βλ. *ECB Macprudential Bulletin*, Issue 11, October 2020, όπου και ανάλυση των Behn, M., E. Rancoita and C. Rodriguez d'Ací σχετικά με τις δυσκολίες που ενδέχεται να προκύψουν στην άσκηση της πολιτικής κατά τη διάρκεια της κρίσης όσον αφορά τα κίνητρα και τις επιλογές των τραπεζών και πιθανά αντικίνητρα που μπορεί να προσφέρει η εποπτική αρχή.

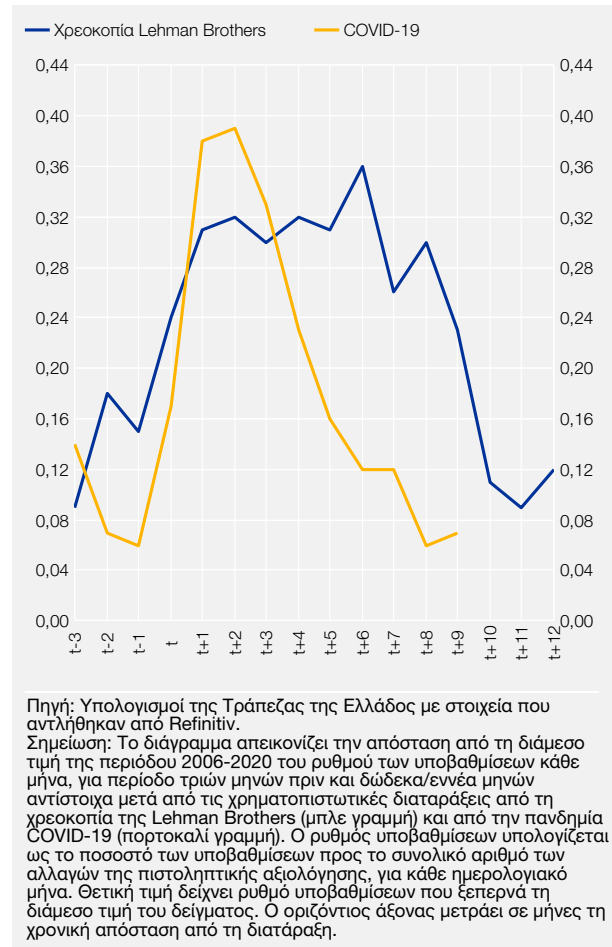
23 Βλ. Borsuk, M., K. Budnik and M. Volk (2020), “Buffer use and lending impact”, *ECB Macprudential Bulletin*, Issue 11, October. Επίσης, ασκήσεις προσομοίωσης για τις επιδράσεις αυτές σε συνολικά 142 χώρες διεξήγαγαν και οι Lewrick, U., C. Schmieder, J. Sobrun and E. Takáts (2020), “Releasing bank buffers to cushion the crisis – a quantitative assessment”, *BIS Bulletin*, No. 11, 5 May.



## VII ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι ιδιαίτερα διευκολυντικές νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες που επικράτησαν το 2019 διατηρήθηκαν έως και τις αρχές του 2020, μέχρι την εκδήλωση της διατάραξης που προκάλεσε η πανδημία COVID-19 στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Συγκεκριμένα, από τα μέσα Φεβρουαρίου 2020 εκδηλώθηκε ισχυρή αναταραχή στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, λόγω των εντεινόμενων ανησυχιών των επενδυτών για τις επιπτώσεις της πανδημίας στην παγκόσμια οικονομία, η οποία οδήγησε σε απότομη αύξηση της μεταβλητότητας και πτώση των τιμών μετοχών και ομολόγων, αλλά και σε κύμα υποβαθμίσεων των πιστοληπτικών αξιολογήσεων εκδοτών ομολόγων, με ρυθμό εντονότερο εκείνου που είχε παρατηρηθεί μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers (βλ. Διάγραμμα VII.1). Από τα μέσα Μαρτίου, οι ανακοινώσεις μέτρων στήριξης από τις κεντρικές τράπεζες και τις κυβερνήσεις των ανεπτυγμένων οικονομιών οδήγησαν σε σταδιακή ανάκαμψη των τιμών και μείωση της μεταβλητότητας στις αγορές ομολόγων και μετοχών, με αποτέλεσμα να αποσοβηθεί, σε μεγάλο βαθμό, η ανατιμολόγηση κινδύνων διεθνώς. Ωστόσο, η μαζικότητα και ένταση των υποβαθμίσεων του αξιόχρεου επιχειρήσεων, σε περίοδο μάλιστα που αναμένεται η λήξη σημαντικού μέρους των υφιστάμενων εταιρικών ομολόγων, και άρα χρειάζεται η αναχρηματοδότησή τους, σε συνδυασμό με τη συνεχιζόμενη επιφυλακτικότητα των επενδυτικών κεφαλαίων να αναλάβουν κινδύνους (βλ. Πλαίσιο VII.1), αποτελούν παράγοντες που υποδεικνύουν την ανάγκη συνεχούς εγρήγορσης των φορέων νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής.

Διάγραμμα VII.1 Ρυθμός υποβαθμίσεων πιστοληπτικής αξιολόγησης: διαφορές από τη διάμεσο



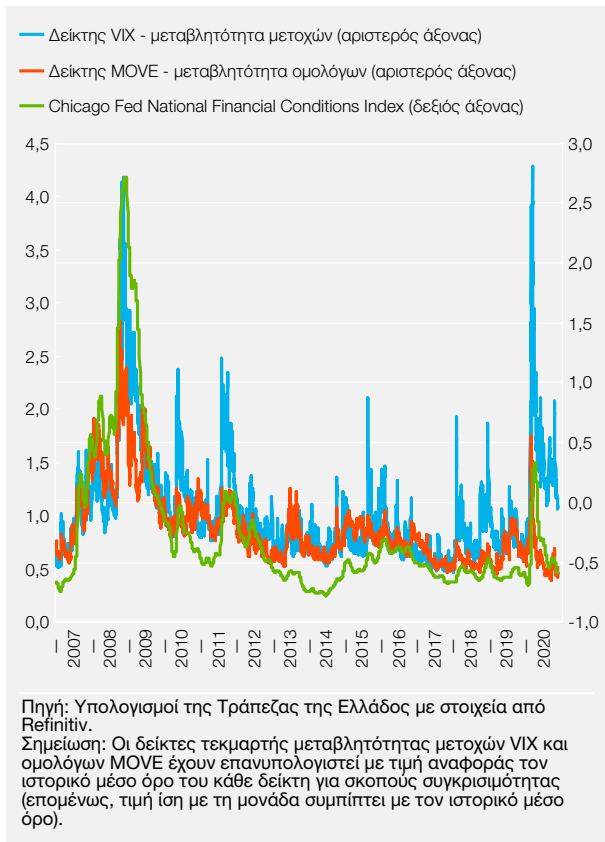
### 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Οι ιδιαίτερα ευνοϊκές νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες που επικράτησαν το 2019 συνεχίστηκαν στις αρχές του 2020, παρά τις εκτιμήσεις των επενδυτών για επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας σε μεγάλες οικονομίες και την εν εξελίξει επιδημία COVID-19 στην Κίνα. Στα μέσα Φεβρουαρίου 2020 εκδηλώθηκε πολύ μεγάλη αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, η οποία οδήγησε σε έντονη επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, εν όψει της αναθεώρησης, επί τα χείρω, των προσδοκιών των επενδυτών για την

1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως 7.12.2020.



**Διάγραμμα VII.2 Δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας και χρηματοπιστωτικών συνθηκών (1.1.2007-7.12.2020)**



οικονομική δραστηριότητα, λόγω των εντεινόμενων ανησυχιών τους για τις επιπτώσεις της πανδημίας του νέου κορωνοϊού (Sars-Cov-2) στην παγκόσμια οικονομία.

Έτσι, από τα μέσα Φεβρουαρίου έως τα μέσα Μαρτίου εκδηλώθηκε ιδιαίτερα έντονη αναταραχή στις αγορές ομολόγων και μετοχών, καθώς η αβεβαιότητα για τις οικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας οδήγούσε σε μαζικές ρευστοποιήσεις επενδυτικών θέσεων. Η αβεβαιότητα, όπως υποδεικνύεται από τους δείκτες μεταβλητότητας, ξεπέρασε το επίπεδο που είχε παρατηρηθεί στις αρχές της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης τον Οκτώβριο του 2008 (βλ. Διάγραμμα VII.2).

Σε αυτό το δυσμενές επενδυτικό κλίμα, τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια ανακατανεμήθηκαν υπέρ θέσεων χαμηλού κινδύνου, εις βάρος τίτλων υποδεέστερης πιστοληπτικής διαβάθμισης, με σκοπό την αποφυγή ανάληψης κινδύνων (βλ. Πλαίσιο VII.1). Επίσης, την περίοδο Μαρτίου-Απριλίου οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης προέβλεψαν σε σειρά υποβαθμίσεων του αξιόχρεου επιχειρήσεων. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλασε τις εκτιμήσεις των οίκων αξιολόγησης για την επίπτωση της πανδημίας στις προοπτικές κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Ταυτόχρονα, προδιαγραφόταν η προοπτική για επίμονη αύξηση του κόστους δα-

νεισμού των επιχειρήσεων, γεγονός που θα επέφερε περαιτέρω σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στις προοπτικές κερδοφορίας και θα μείωνε ακόμη περισσότερο το αξιόχρεό τους.

Συνεπώς, διαφάνηκε ο κίνδυνος να δημιουργηθεί ένα κύμα πτωχεύσεων, καθώς πολλές επιχειρήσεις θα αντιμετώπιζαν ανάγκες αναχρηματοδότησης ληξιπρόθεσμων χρεών, υπό δυσμενείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Ταυτόχρονα, οι δείκτες συστημικού κινδύνου, τόσο για την ευρωζώνη όσο και τις ΗΠΑ, υποδήλωναν αυξημένη πιθανότητα συστημικής κρίσης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.<sup>2</sup> Έτσι, προκειμένου να αποφευχθούν οι συνέπειες μαζικών πτωχεύσεων επιχειρήσεων και μίας νέας χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι κεντρικές τράπεζες αλλά και οι κυβερνήσεις των ανεπτυγμένων κρατών προχώρησαν στη λήψη σημαντικών αποφάσεων για παροχή ρευστότητας, στήριξη της χρηματοδότησης και αγορές τίτλων χρέους κρατών και επιχειρήσεων. Οι αποφάσεις αυτές λειτούργησαν ως ανάχωμα (backstop) στην έντονη πτώση των αποτιμήσεων και απέτρεψαν την επανατιμολόγηση κινδύνων στις διεθνείς αγορές. Στη συνέχεια, οι αποδόσεις των ομολόγων, κρατικών και εταιρικών, σταδιακά αποκλιμακώθηκαν και οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν.

Αντίστοιχα, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων και οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών ακολούθησαν εν πολλοίς τις εξελίξεις στις διεθνείς αγορές.

<sup>2</sup> Βλ. Kremer M., M. Lo Duca and D. Holló (2012), “CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system”, ECB Working Paper no. 1426. Σύμφωνα με τη μελέτη, όταν η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι μεγάλου εύρους και έντονη, με αποτέλεσμα ο δείκτης να ξεπερνά το όριο της συστημικής κρίσης (CISS=0,3233), οι επιδράσεις στα μακροοικονομικά μεγέθη γίνονται στατιστικά σημαντικές, που υποδηλώνει ότι η χρηματοπιστωτική αναταραχή προκαλεί ή σχετίζεται με ισχυρή μείωση στην οικονομική δραστηριότητα.

Έτσι, ενώ το 2020 είχε ξεκινήσει με ευόιωνες προοπτικές, με αναβαθμίσεις του αξιόχρεου της Ελλάδας και πτώση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων, κρατικών και εταιρικών, η αναταραχή στις διεθνείς αγορές λόγω της πανδημίας επέφερε σημαντική άνοδο των αποδόσεων. Στη συνέχεια, η σταδιακή βελτίωση του επενδυτικού κλίματος διεθνώς συνοδεύθηκε από πτώση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων.

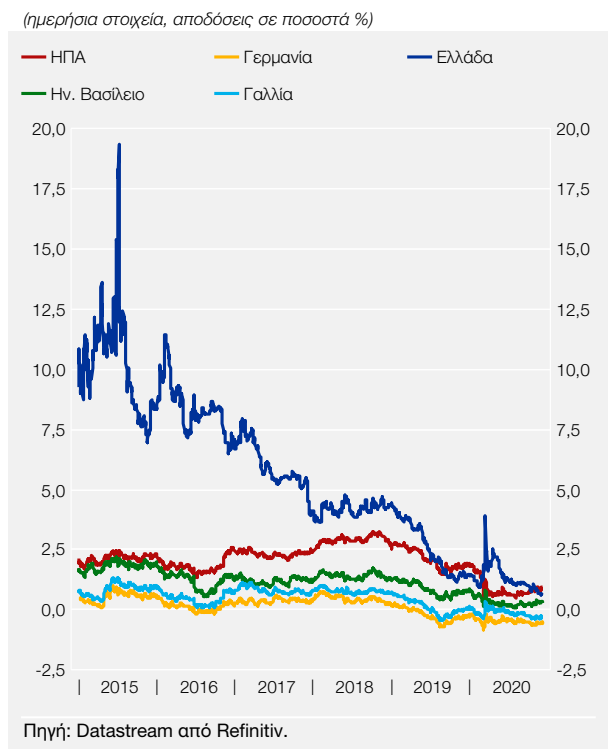
## 2 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

Το 2019, καθώς η παγκόσμια οικονομία διήνυε το 10ο έτος θετικών ρυθμών μεγέθυνσης, διαμορφώνονταν προσδοκίες για επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας σε σημαντικού μεγέθους οικονομίες, όπως οι ΗΠΑ, η Κίνα και μεγάλες οικονομίες της ευρωζώνης. Έτσι, τα μέτρα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής, που ελήφθησαν τόσο από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ όσο και από την ΕΚΤ, αποσκοπούσαν στη στήριξη της πραγματικής οικονομίας μέσω ενίσχυσης της χρηματοδότησης και οδήγησαν στη διαμόρφωση ακόμη πιο διευκολυντικών νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών σε ένα περιβάλλον ήδη πολύ χαμηλών επιτοκίων. Ως αποτέλεσμα, τόσο το 2019 όσο και στις αρχές του 2020, η μεταβλητότητα στις διεθνείς αγορές μετοχών και ομολόγων διατηρήθηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα, διαμορφώθηκαν συνθήκες αναζήτησης αποδόσεων και μειώθηκαν τα ασφάλιστρα κινδύνου, καθώς ήταν ισχυρή η ζήτηση εκ μέρους επενδυτικών κεφαλαίων για τοποθετήσεις σε αξιόγραφα χαμηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης/υψηλότερης απόδοσης (βλ. Διάγραμμα VII.3).<sup>3</sup>

Όμως, οι προσδοκίες για επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας μεταβλήθηκαν σε πολύ έντονες ανησυχίες για τις οικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας, καθώς αυτή εξαπλωνόταν σταδιακά ανά την υδρόγειο. Έτσι, από τα μέσα περίπου του Φεβρουαρίου 2020 εκδηλώθηκε έντονη αναταραχή στις διεθνείς αγορές μετοχών και ομολόγων, η οποία οδήγησε σε επιδείνωση, σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα, των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς. Η επιδείνωση, εκτός από ιδιαίτερα έντονη, ήταν και ευρεία, με τους επενδυτές να προχωρούν σε σημαντικού ύψους ρευστοποιήσεις ομολόγων και μετοχών, από διάφορους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας (βλ. Πλαίσιο VII.1). Κατά συνέπεια, όλοι οι τομείς του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος επηρεάστηκαν από την αναταραχή, με αποτέλεσμα να παρατηρηθεί σημαντική αύξηση του συστημικού κινδύνου διεθνώς (βλ. Διάγραμμα VII.4).

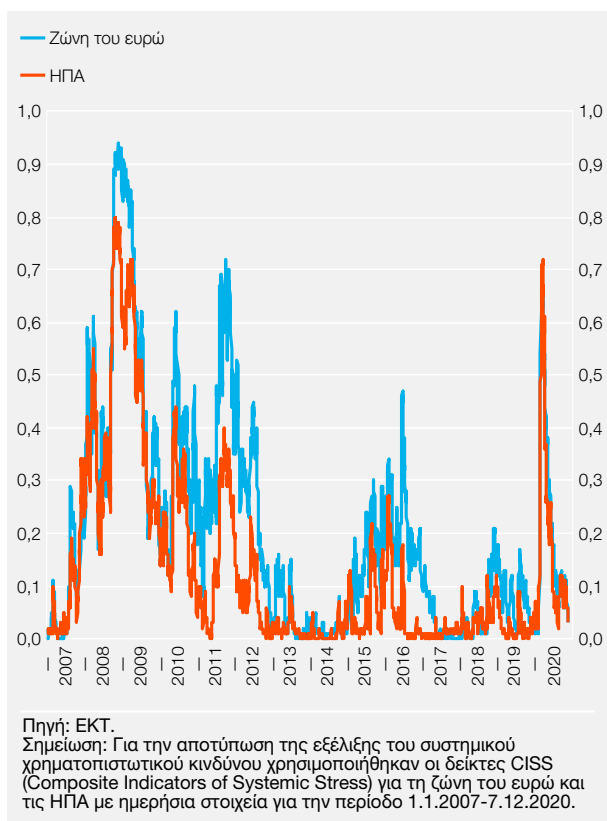
Εν όψει της ραγδαίας επιδείνωσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς και του κινδύνου πρόκλησης σημαντικής οικονομικής ζημίας λόγω της αναταραχής στις διεθνείς αγορές, από τα μέσα Μαρτίου έως και τις αρχές Μαΐου οι κεντρικές τράπεζες και οι κυβερνήσεις σε πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες ανά τον κόσμο έλαβαν σειρά αποφάσεων για τη στήριξη τόσο

Διάγραμμα VII.3 Αποδόσεις δεκαετών ομολόγων αναφοράς στην Ελλάδα και διεθνώς (1.1.2015-7.12.2020)



<sup>3</sup> Ενδεικτικά, οι εκδόσεις εταιρικών ομολόγων από επιχειρήσεις ανεπτυγμένων οικονομιών το 2019 ανήλθαν σε περίπου 358 δισεκ. ευρώ (βλ. OECD, *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*, Φεβρουάριος 2020).

Διάγραμμα VII.4 Συστημικός χρηματοπιστωτικός κίνδυνος στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ



της ρευστότητας και των ροών χρηματοδότησης στις εγχώριες οικονομίες όσο και των ταμειακών ροών των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών.<sup>4</sup> Έτσι, ενώ η αρχική αντίδραση των αγορών μετοχών και ομολόγων ήταν πιο έντονη από εκείνη που παρατηρήθηκε μετά την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008, η ανακοίνωση των μέτρων στήριξης της παγκόσμιας οικονομίας οδήγησε σε ανάκαμψη των τιμών των μετοχών και μείωση των αποδόσεων (βλ. Διαγράμματα VII.5-6).

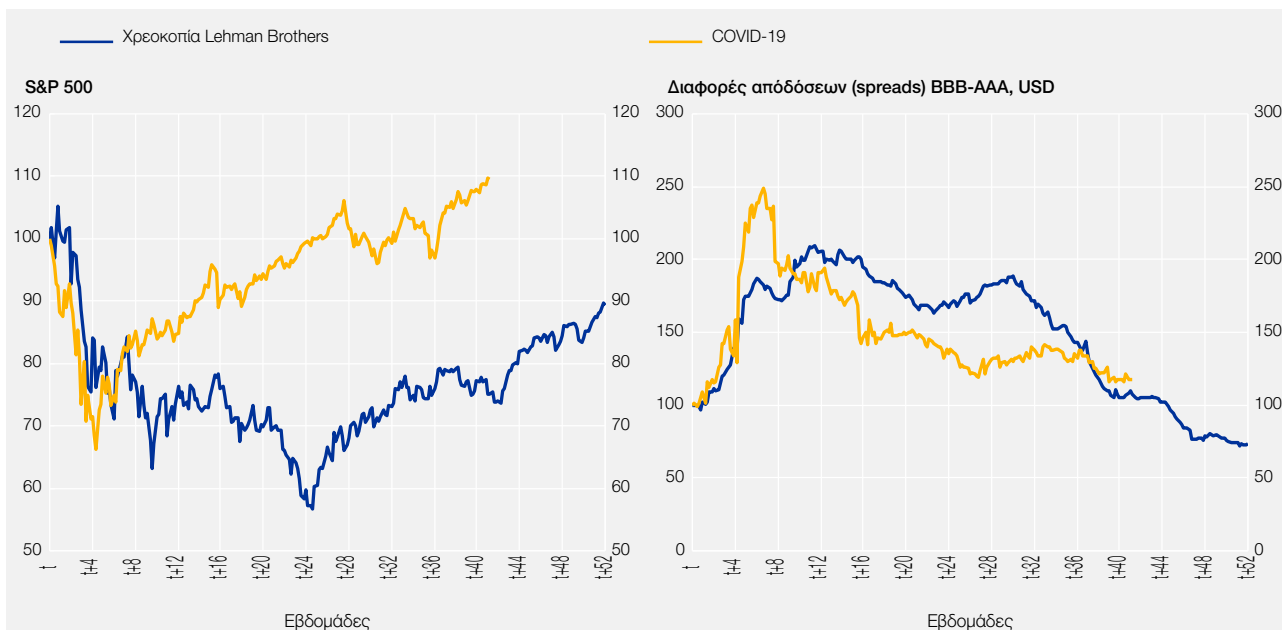
Ενδεικτικά, οι τιμές των μετοχών στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη υπέστησαν σημαντικές απώλειες τις πρώτες 20 ημέρες μετά τη χρηματοοικονομική διατάραξη. Επίσης, οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ εταιρικών ομολόγων χαμηλής και υψηλής διαβάθμισης (BBB και AAA αντιστοίχως) παρουσίασαν άνοδο εντονότερη από ό,τι κατά την περίοδο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Όμως, τα μέτρα στήριξης οδήγησαν στη συνέχεια σε μεγαλύτερη, συγκριτικά, ανάκαμψη των τιμών και αποκλιμάκωση των ομολογιακών αποδόσεων (βλ. Διάγραμμα VII.5 για τις μετοχές και τα ομόλογα στις ΗΠΑ και Διάγραμμα VII.6 για τις μετοχές και τα ομόλογα της ζώνης του ευρώ).

Οι παραπάνω εξελίξεις επηρέασαν και τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, αν και τόσο η άνοδος τους όσο και η μετέπειτα αντιστροφή της έδειξαν τη μικρότερη ευαισθησία τους στις εξελίξεις (βλ. Διάγραμμα VII.7). Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις των ομολόγων της ευρωζώνης αυξήθηκαν αμέσως μετά την εκδήλωση της αναταραχής το Φεβρουάριο, ενώ η αύξηση ήταν αναλογικά μεγαλύτερη για τα ομόλογα χαμηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης. Από την άλλη πλευρά, η μείωση των αποδόσεων των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ υποδηλώνει τάσεις “φυγής προς την ασφάλεια” (flight to safety). Η έντονα αυξητική τάση των αποδόσεων στην ευρωζώνη ανακόπηκε με τη λήψη των αποφάσεων της ΕΚΤ, με αποτέλεσμα τη σταδιακή εκμηδένιση, έως σήμερα, της επίπτωσης της αρχικής αντίδρασης. Ως αποτέλεσμα, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα.

Κατά συνέπεια, οι παρεμβάσεις τόσο των κεντρικών τραπεζών όσο και των κυβερνήσεων των ανεπτυγμένων οικονομιών προσέφεραν ένα ισχυρό ανάχωμα (backstop) στην επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, μετά τη διατάραξη λόγω COVID-19, και αναχαίτισαν την επαυτιμολόγηση των κινδύνων, που ενδεχομένως θα έβλαπτε τη χρηματοδότηση της πραγματικής

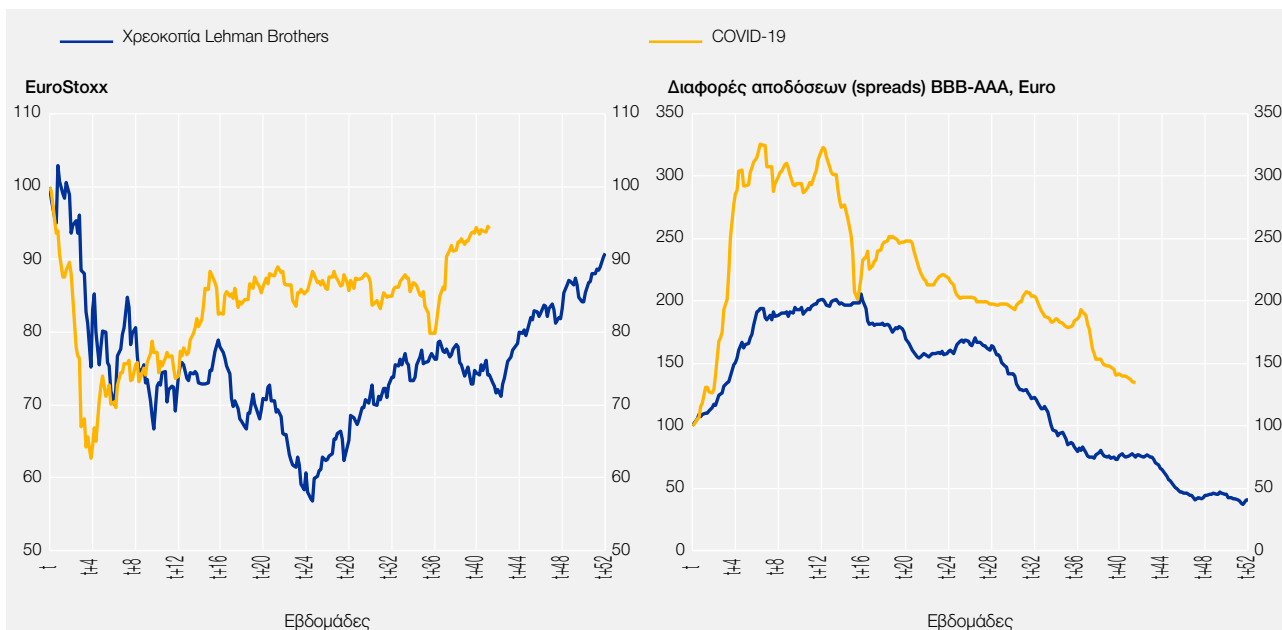
4 Σχετικά με τα μέτρα στήριξης του Ευρωσυστήματος, βλ. Κεφάλαιο III της παρούσας έκθεσης και της Έκθεσης της Τράπεζας της Ελλάδος για τη *Νομισματική Πολιτική 2019-2020* (Ιούνιος 2020). Επίσης, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αποφάσισε ένα ευρύ φάσμα μέτρων στήριξης της αμερικάνικης οικονομίας, το οποίο περιλαμβάνει τη μείωση των υποχρεωτικών διαθεσίμων, τη μείωση των επιβαρύνσεων για τη χορήγηση βραχυχρόνιας ρευστότητας, την ενεργοποίηση προγράμματος αγορών ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ, εταιρικών ομολόγων, καθώς και τιτλοποιήσεων δανείων, και τη χορήγηση δανείων μέσω ειδικού επενδυτικού οχήματος (Special Purpose Vehicle – SPV) σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Αντίστοιχες παρεμβάσεις παροχής ρευστότητας και αγορών τίτλων αποφασίστηκαν από διάφορες άλλες κεντρικές τράπεζες ανεπτυγμένων οικονομιών διεθνώς.

**Διάγραμμα VII.5 Εξέλιξη τιμών μετοχών και διαφορών αποδόσεων εταιρικών ομολόγων χαμηλής και υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης στις ΗΠΑ**



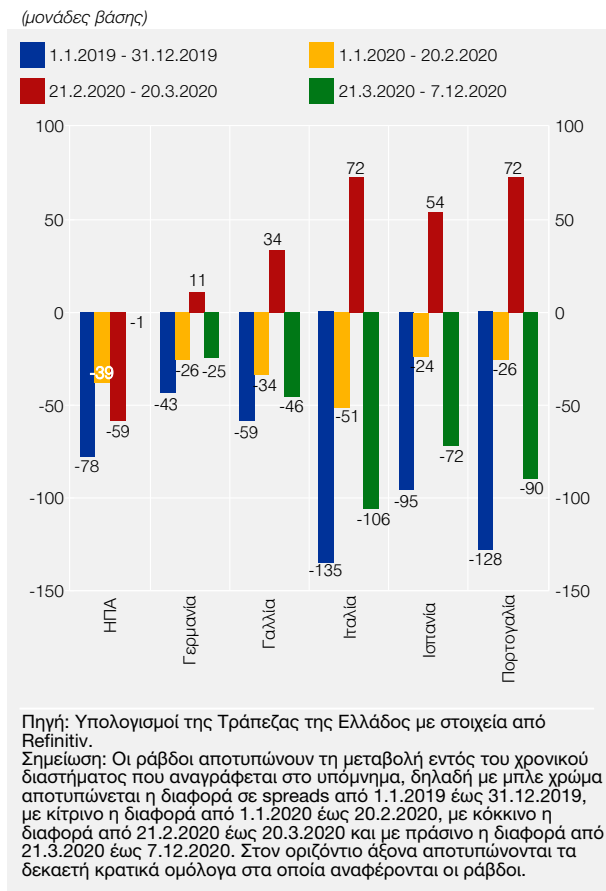
Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος με στοιχεία από Refinitiv.  
 Σημείωση: Οι δείκτες έχουν επανυπολογιστεί με σημείο αναφοράς το χρονικό σημείο της διατάραξης. Για τη διατάραξη από τη χρεοκοπία της Lehman Brothers η τιμή στις 15.9.2008 τίθεται ως 100 και αντίστοιχα για τη διατάραξη από την πανδημία COVID-19 η τιμή στις 20.2.2020 τίθεται ως 100. Οι υπόλοιπες παρατηρήσεις αποτυπώνουν την εξέλιξη του δείκτη σε σχέση με την τιμή αναφοράς.

**Διάγραμμα VII.6 Εξέλιξη τιμών μετοχών και διαφορών αποδόσεων εταιρικών ομολόγων χαμηλής και υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης στην ευρωζώνη**



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος με στοιχεία από Refinitiv.  
 Σημείωση: Οι δείκτες έχουν επανυπολογιστεί με σημείο αναφοράς το χρονικό σημείο της διατάραξης. Για τη διατάραξη από τη χρεοκοπία της Lehman Brothers η τιμή στις 15.9.2008 τίθεται ως 100 και αντίστοιχα για τη διατάραξη από την πανδημία COVID-19 η τιμή στις 20.2.2020 τίθεται ως 100. Οι υπόλοιπες παρατηρήσεις αποτυπώνουν την εξέλιξη του δείκτη σε σχέση με την τιμή αναφοράς.

**Διάγραμμα VII.7 Μεταβολή στις αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων διεθνώς πριν και μετά τη χρηματοπιστωτική διατάραξη από την πανδημία**



οικονομίας (βλ. Πλαίσιο VII.1). Βέβαια, επισημαίνεται ότι η ανάκαμψη των τιμών των μετοχών είναι αισθητά ισχυρότερη σε σύγκριση με τις αντίστοιχες εξελίξεις στη διάρκεια της περιόδου μετά την κατάρρευση της Lehman, γεγονός που εξηγείται από την άμεση και πιο έντονη αντίδραση των φορέων άσκησης νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής. Ταυτόχρονα, εν όψει της αδυναμίας των μακροοικονομικών μεγεθών στην παγκόσμια οικονομία, υποδηλώνει την προεξόφληση της συνέχισης της παρεχόμενης στήριξης.

### 3 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Η πτωτική τάση στις αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων που παρατηρήθηκε κατά τη διάρκεια του 2019 συνεχίστηκε και στις αρχές του 2020, με προοπτική περαιτέρω υποχώρησης, καθώς μέχρι τις αρχές του 2020 το επενδυτικό κλίμα διεθνώς ήταν ιδιαίτερα ευνοϊκό, ενώ στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε και η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας στις αρχές του έτους.<sup>5</sup> Η ραγδαία επιδείνωση των συνθηκών και η αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, η οποία προκλήθηκε από την πανδημία από τα μέσα Φεβρουαρίου έως τα μέσα Μαρτίου, επηρέασε συγκριτικά περισσότερο τις αποδόσεις στα ομόλογα του Ελ-

ληνικού Δημοσίου (βλ. Διάγραμμα VII.2). Έτσι, σε συνάφεια με τις διεθνείς συστημικές εξελίξεις, οι αποδόσεις των ομολόγων όλων των διαρκειών παρουσίασαν έντονη άνοδο (βλ. Διάγραμμα VII.8). Επίσης, καθώς οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα αναθεωρούνταν επί τα χείρω, περιορίστηκαν οι προοπτικές αναβάθμισης στην επενδυτική κατηγορία του αξιόχρεου της Ελλάδος σε σύντομο χρονικό διάστημα.<sup>6</sup>

Κατά συνέπεια, ολόκληρη η καμπύλη αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων μετατοπίστηκε προς τα πάνω μετά την εκδήλωση της αναταραχής στις διεθνείς αγορές (βλ. Διάγραμμα VII.9). Από το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Μαρτίου, οπότε η ανακοίνωση των μέτρων στήριξης από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες και τις κυβερνήσεις οδήγησε σε εξομάλυνση της μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων όλων των διαρκειών υποχώρησαν. Ιδιαίτερα ευνοϊκές ήταν οι επιδράσεις των αποφάσεων της Ευρωπαϊκής

5 Στις 24 Ιανουαρίου 2020 ο οίκος Fitch αναβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας κατά μία βαθμίδα (notch) σε BB από BB-. Στις 6 Νοεμβρίου ο οίκος Moody's αναβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας σε Ba3 από B1, με σταθερές προοπτικές. Κατά συνέπεια, η ελάχιστη απόσταση της διαβάθμισης της ελληνικής οικονομίας από την επενδυτική κατηγορία (δηλ. διαβάθμιση ίση ή καλύτερη από BBB-/Baa3/BBB-low) έχει διαμορφωθεί σε 2 βαθμίδες, με βάση την αξιολόγηση της Fitch, ενώ οι αξιολογήσεις της Standard and Poor's, της Moody's και της DBRS απέχουν 3 βαθμίδες από την επενδυτική κατηγορία.

6 Συγκεκριμένα, στις 24, 25 και 27 Απριλίου 2020 αντίστοιχα, οι οίκοι Fitch, Standard and Poor's και DBRS μετέβαλαν τις θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας σε σταθερές, επικαλούμενοι την αναμενόμενη επίπτωση της πανδημίας στην εγχώρια οικονομική δραστηριότητα. Επισημαίνεται ότι μετά την εκδήλωση της πανδημίας παρατηρήθηκε αρνητική τάση στις πιστοληπτικές διαβαθμίσεις πολλών κρατών και επιχειρήσεων.



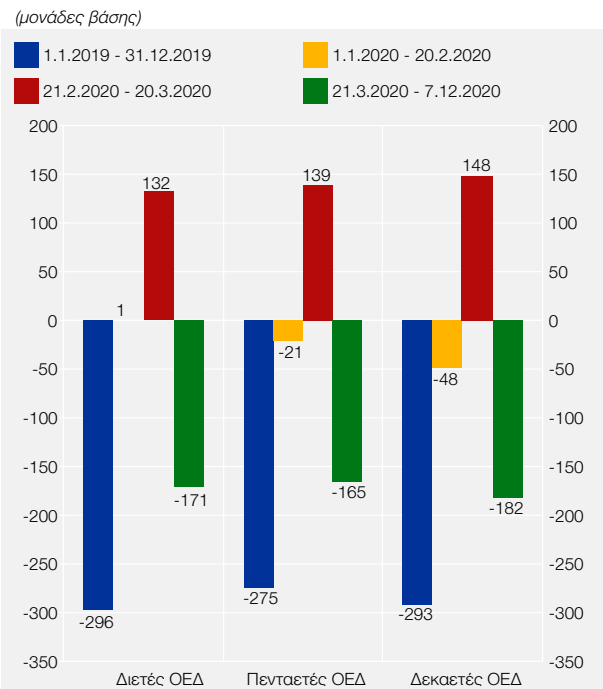
Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) σχετικά με τη χορήγηση παρέκκλισης (waiver) από τα κριτήρια επιλεξιμότητας του Ευρωσυστήματος για τα ελληνικά κρατικά ομόλογα, με αποτέλεσμα τη συμπεριλήψή τους στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) και την αποδοχή τους ως εξασφαλίσεων για την παροχή ρευστότητας από το Ευρωσύστημα στις ελληνικές εμπορικές τράπεζες. Επισημαίνεται ότι η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, με την οποία χορηγήθηκε η παρέκκλιση, προβλέπει την άρση της ισχύος του μοναδικού κριτηρίου επιλεξιμότητας τίτλων το οποίο δεν πληρούν τα ελληνικά κρατικά ομόλογα, δηλ. αυτό της ελάχιστης αποδεκτής πιστοληπτικής διαβάθμισης (BBB-/Baa3/BBB). Μετά τις παρεμβάσεις της ΕΚΤ οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων ακολούθησαν πτωτική τάση, με αποτέλεσμα τη σταδιακή αντιστροφή της αρχικής ανόδου και τη μείωση, συνολικά, της καμπύλης αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, η οποία βρίσκεται πλέον σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα.

Παρόμοια ήταν και η εξέλιξη της διαφοράς των αποδόσεων (spread) του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου από τις αποδόσεις του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας, καθώς η αρχική πτώση, η οποία είχε γίνει πιο έντονη μετά την αναβάθμιση του αξιόχρεου της ελληνικής οικονομίας, ανακόπηκε μετά την εκδήλωση της αναταραχής. Μετά την ανακοίνωση των παρεμβάσεων της ΕΚΤ, της ελληνικής κυβέρνησης αλλά και της ΕΕ, οι διαφορές των αποδόσεων μειώθηκαν, απορροφώντας σταδιακά την προηγούμενη άνοδο. Έτσι, στις 7.12.2020 η διαφορά των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ), όπως άλλωστε και οι αντίστοιχες διαφορές ορισμένων χωρών της ζώνης του ευρώ, βρίσκονταν σε χαμηλότερα επίπεδα εκείνων που παρατηρούνταν πριν από τη διατάραξη λόγω της COVID-19 (βλ. Διάγραμμα VII.10).

Όσον αφορά τη συναλλακτική δραστηριότητα στην ΗΔΑΤ, αυτή αυξήθηκε κατά το διάστημα από Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2020, με τη μέση ημερήσια αξία συναλλαγών να ανέρχεται σε περίπου 92 εκατ. ευρώ, έναντι περίπου 34 εκατ. ευρώ το 2019, υποδηλώνοντας βελτίωση των συνθηκών ζήτησης και ρευστότητας των τίτλων. Βέβαια, ο όγκος συναλλαγών στην ΗΔΑΤ παραμένει μικρό μέρος της συνολικής δραστηριότητας σε ελληνικούς τίτλους, καθώς την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2020 η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), μέσω του οποίου διακανονίζονται τόσο εγχώριες όσο και διεθνείς συναλλαγές, ανήλθε σε 605,4 εκατ. ευρώ, από 566,7 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2019.

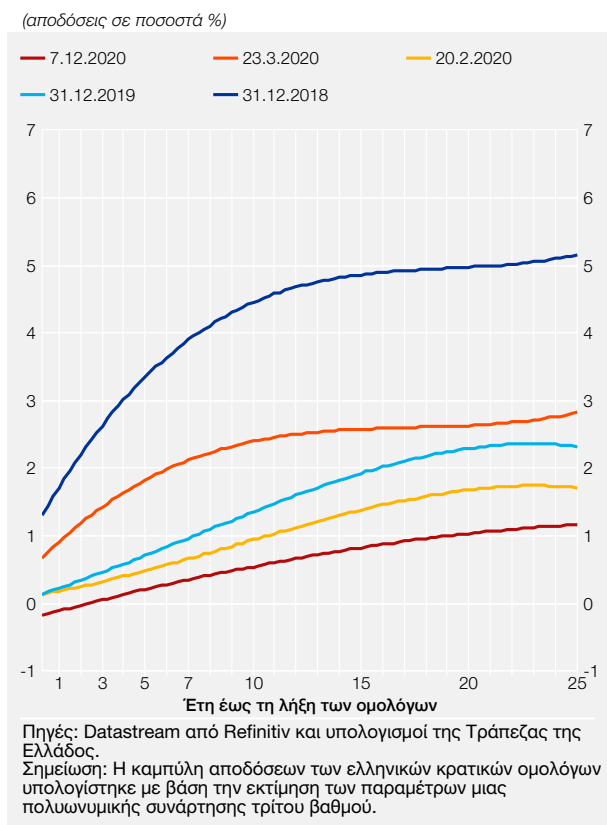
Αναφορικά με την εκδοτική δραστηριότητα, τον Ιανουάριο του 2020 το Ελληνικό Δημόσιο εξέδωσε ομόλογο δεκαπενταετούς διάρκειας, για πρώτη φορά αφότου επανήλθε στις αγορές, με τοκομερίδιο 1,875%, μέσω του οποίου αντλήθηκαν 2,5 δισεκ. ευρώ, με ισχυρή ζήτηση (οι προσφορές ξεπέρασαν τα 18,8 δισεκ. ευρώ). Στις 22 Απριλίου 2020 εκδόθηκε νέος τίτλος επταετούς διάρκειας με τοκομερίδιο 2%, μέσω του οποίου το Ελληνικό Δημόσιο άντλησε χρηματοδότηση ύψους 2 δισεκ. ευρώ (συγκεντρώθηκαν προσφορές ύψους 5,9 δισεκ. ευρώ). Επίσης, στις 18 Ιουνίου 2020 εκδόθηκε νέος τίτλος δεκαετούς διάρκειας με τοκομερίδιο 1,5%, μέσω του οποίου αντλήθηκαν 3

**Διάγραμμα VII.8 Μεταβολή στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων πριν και μετά τη χρηματοπιστωτική διατάραξη από την πανδημία**

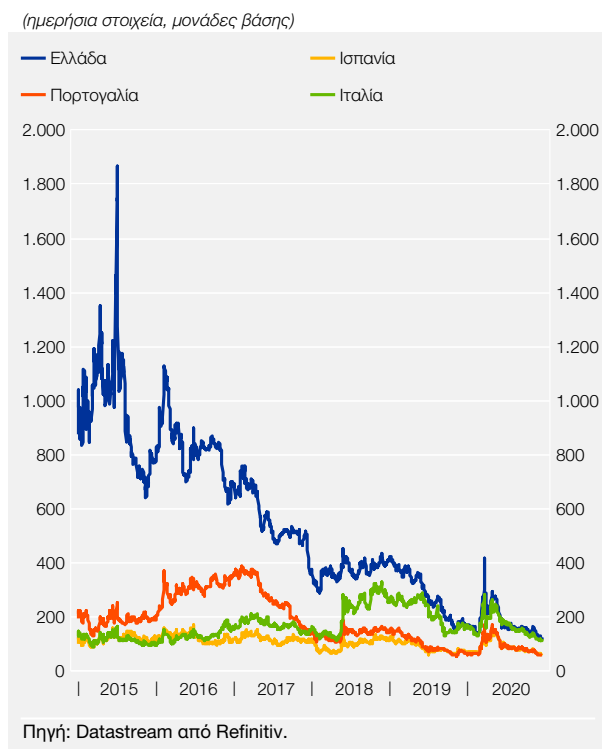


Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος με στοιχεία από Refinitiv.  
Σημείωση: Οι ράβδοι αποτυπώνουν τη μεταβολή εντός του χρονικού διαστήματος που αναγράφεται στο υπόμνημα, δηλαδή με μπλε χρώμα αποτυπώνεται η διαφορά σε spreads από 1.1.2019 έως 31.12.2019, με κίτρινο η διαφορά από 1.1.2020 έως 20.2.2020, με κόκκινο η διαφορά από 21.2.2020 έως 20.3.2020 και με πράσινο η διαφορά από 21.3.2020 έως 7.12.2020. Στον οριζόντιο άξονα αποτυπώνονται οι διάρκειες των ΟΕΔ στις οποίες αναφέρονται οι ράβδοι.

Διάγραμμα VII.9 Καμπύλη αποδόσεων ελληνικών κρατικών ομολόγων



Διάγραμμα VII.10 Διαφορά απόδοσης (spread) δεκαετών κρατικών ομολόγων της Ελλάδος, Ισπανίας, Πορτογαλίας και Ιταλίας έναντι της Γερμανίας (1.1.2015 - 7.12.2020)



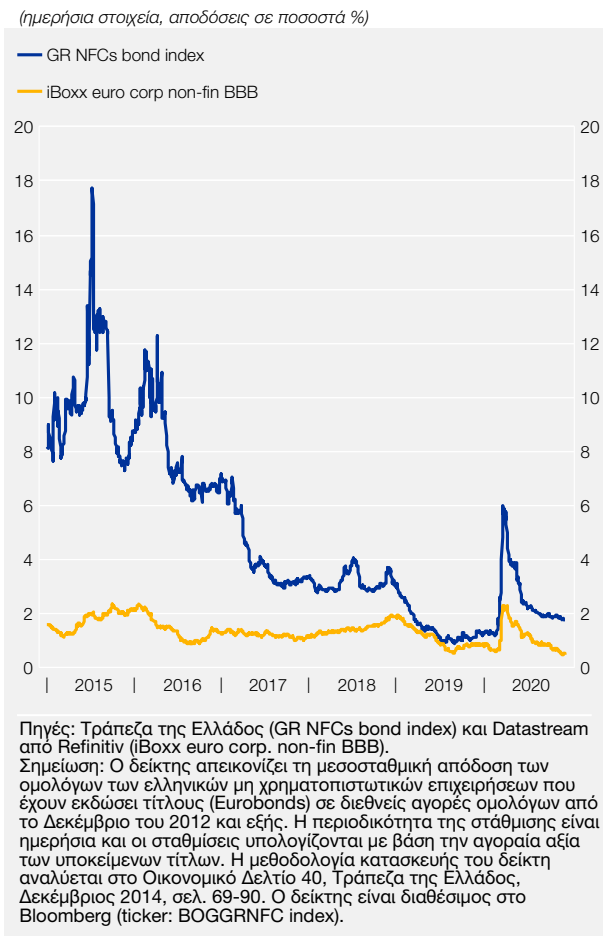
δισεκ. ευρώ (συγκεντρώθηκαν προσφορές ύψους 15,7 δισεκ. ευρώ), ενώ στις 9 Σεπτεμβρίου άνοιξε εκ νέου βιβλίο προσφορών (re-opening) για το εν λόγω ομόλογο και αντλήθηκαν επιπλέον 2,5 δισεκ. ευρώ (οι προσφορές ξεπέρασαν τα 18,0 δισεκ. ευρώ και η τιμή διαμορφώθηκε σε 102,87/100, με αποτέλεσμα η απόδοση να υποχωρήσει στο 1,187%). Τέλος, στις 21 Οκτωβρίου ο ΟΔΔΗΧ άνοιξε εκ νέου βιβλίο προσφορών για το υφιστάμενο 15ετές ομόλογο, το οποίο είχε εκδοθεί τον Ιανουάριο, με τις αιτήσεις αγοράς να ανέρχονται σε 16 δισεκ. ευρώ και την τελική τιμή να διαμορφώνεται σε 109/100, οδηγώντας σε πώση της απόδοσης για τα επιπλέον 2 δισεκ. ευρώ που αντλήθηκαν στο ιστορικός χαμηλό, για έκδοση, επίπεδο του 1,152%.

Παράλληλα, συνεχίστηκε κατά τη διάρκεια του έτους η έκδοση εντόκων γραμματίων 3, 6, και 12 μηνών (1.1.2020-7.12.2020: 20,4 δισεκ. ευρώ, 1.1.2019-7.12.2019: 26,4 δισεκ. ευρώ), με το μέσο σταθμικό κόστος των εκδόσεων να εμφανίζει σημαντική υποχώρηση (1.1.2020-7.12.2020: 0,07%, 1.1.2019-7.12.2019: 0,39%), ενώ παρά την αναταραχή εξακολούθησε η έκδοση εντόκων γραμματίων με αρνητική απόδοση. Στόχος της στρατηγικής της χρηματοδότησης του ΟΔΔΗΧ είναι η μείωση της αξίας των εντόκων γραμματίων, ώστε να δημιουργηθεί ο χώρος για εκδόσεις πιο μακροπρόθεσμης διάρκειας.

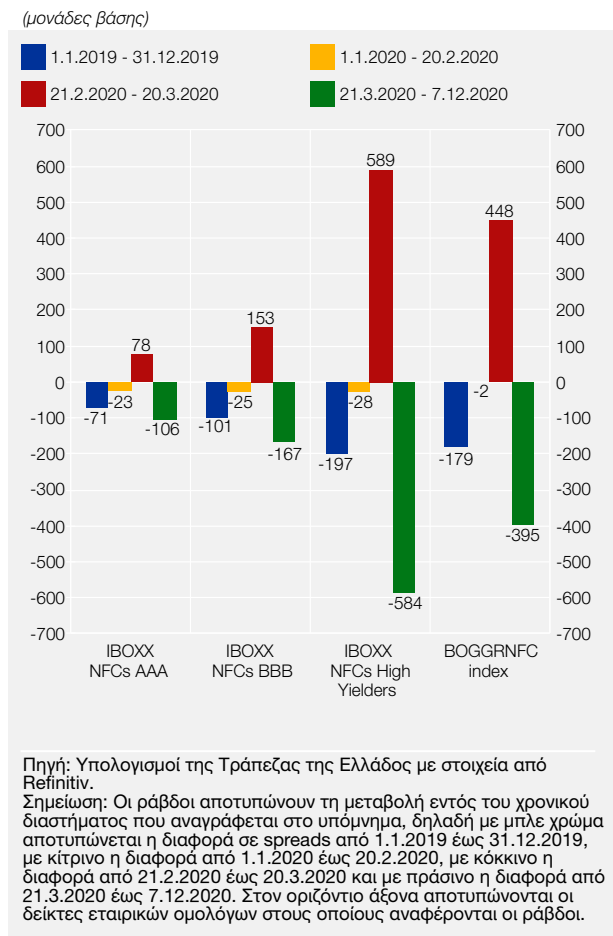
#### 4 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Οι συνθήκες χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές παρέμειναν διευκολυντικές συνολικά κατά το 2019 και έως τις αρχές του 2020. Όμως, η εκδήλωση της αναταραχής στις διεθνείς αγορές από το β' δεκαπενθήμερο του Φεβρουαρίου έως και τα μέσα Μαρτίου επηρέασε ιδιαίτερα τις εκδόσεις εταιρικών χρεογράφων/ομολόγων με πιστοληπτική αξιολόγηση κάτω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας (δηλ. BBB-/Baa3). Κατά συνέ-

**Διάγραμμα VII.11 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (1.1.2015 - 7.12.2020)**



**Διάγραμμα VII.12 Μεταβολή στις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων πριν και μετά τη χρηματοπιστωτική διατάραξη από την πανδημία**



πεια, αυξήθηκαν σημαντικά οι αποδόσεις των ομολόγων με διαβάθμιση στη μη επενδυτική κατηγορία, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται και τα ομόλογα που έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα VII.11).

Καθώς, όπως προαναφέρθηκε, το Μάρτιο και τον Απρίλιο παρατηρήθηκαν υποβαθμίσεις του αξιόχρεου πολλών εταιριών και σε μεγάλο εύρος οικονομιών, η αναταραχή στις αγορές επηρέασε ιδιαίτερα τις αγορές εταιρικών ομολόγων διεθνώς. Όμως, παρά το γεγονός ότι αυξήθηκαν περισσότερο οι αποδόσεις των ομολόγων με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση από ό,τι οι αποδόσεις των ομολόγων της επενδυτικής κατηγορίας (βλ. Διάγραμμα VII.12), η μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων που έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, όπως καταγράφεται από το δείκτη εταιρικών ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος, δεν αυξήθηκε τόσο πολύ όσο οι αποδόσεις των ομολόγων με πιστοληπτική διαβάθμιση κάτω από το όριο της επενδυτικής βαθμίδας.

Συγκεκριμένα, η μεσοσταθμική απόδοση των εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές επιχειρήσεις σε διεθνείς αγορές αυξήθηκε κατά περίπου 450 μονάδες βάσης, εξαιτίας της αναταραχής στις διεθνείς αγορές, ενώ οι αποδόσεις άλλων ομολόγων εταιριών με έδρα στην ευρωζώνη και πιστοληπτική διαβάθμιση κάτω από BBB-/Baa3 αυξήθηκαν κατά σχεδόν 590 μονάδες βάσης. Όπως και στις αγορές κρατικών ομολόγων, έτσι και για τα εταιρικά ομόλογα, οι παρεμβάσεις κυρίως των κεντρικών τραπεζών και δευτερευόντως των κυβερνήσεων έχουν εξομαλύνει τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Έτσι, αφότου ανακοινώθηκε το πρόγραμμα αγοράς

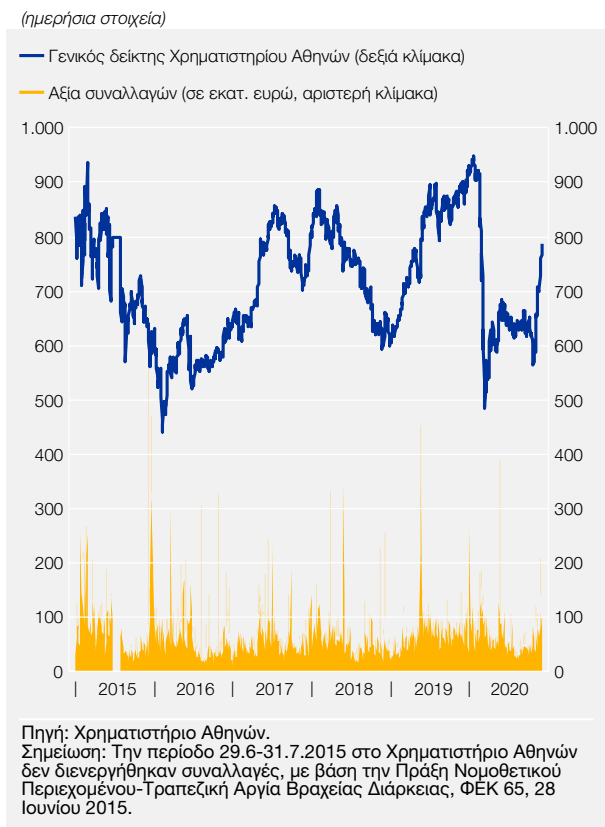
τίτλων PEPP από την ΕΚΤ, οι αποδόσεις των ομολόγων που έχουν εκδώσει ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχουν υποχωρήσει σημαντικά, προσεγγίζοντας τα ιστορικά χαμηλά επίπεδά τους. Αντίστοιχη εξέλιξη ακολούθησαν και τα εταιρικά ομόλογα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ με διαβάθμιση BBB και AAA.

Κατά τη διάρκεια του 2020, παρά την αναταραχή που προκάλεσε η πανδημία, τρεις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις άντλησαν, μέσω έκδοσης ομολόγων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, κεφάλαια συνολικής ονομαστικής αξίας 610 εκατ. ευρώ, με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 4,4%.<sup>7</sup> Επίσης, στην εγχώρια αγορά πραγματοποιήθηκαν τρεις εκδόσεις, μέσω των οποίων αντλήθηκαν συνολικά 1 δισεκ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 2,8%.

Συνολικά, η ακαθάριστη αξία των τίτλων που έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, μέσω θυγατρικών τους, σε διεθνείς αγορές από το 2013 έως σήμερα ανέρχεται σε 10,5 δισεκ. ευρώ,<sup>8</sup> γεγονός που υποδηλώνει ότι οι διεθνείς αγορές έχουν καταστεί σημαντική πηγή χρηματοδότησης επενδύσεων και αναχρηματοδότησης χρέους, για μεγάλες, κυρίως βιομηχανικές και εξαγωγικές, ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Συνολικά η αξία των υφιστάμενων εκδόσεων, δηλαδή συνυπολογίζοντας τις εκδόσεις, λήξεις και τις αποπληρωμές, ανέρχεται σε περίπου 5 δισεκ. ευρώ. Όσον αφορά την εγχώρια αγορά, από την έναρξη λειτουργίας της το 2017

μέχρι και τις 7.12.2020 έχουν πραγματοποιηθεί εκδόσεις ομολόγων από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνολικού ύψους περίπου 2,5 δισεκ. ευρώ, με το υφιστάμενο υπόλοιπο να ανέρχεται σε 2 δισεκ. ευρώ.

**Διάγραμμα VII.13 Γενικός δείκτης τιμών μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών και αξία συναλλαγών (1.1.2015 - 7.12.2020)**



## 5 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

### 5.1 Τιμές μετοχών

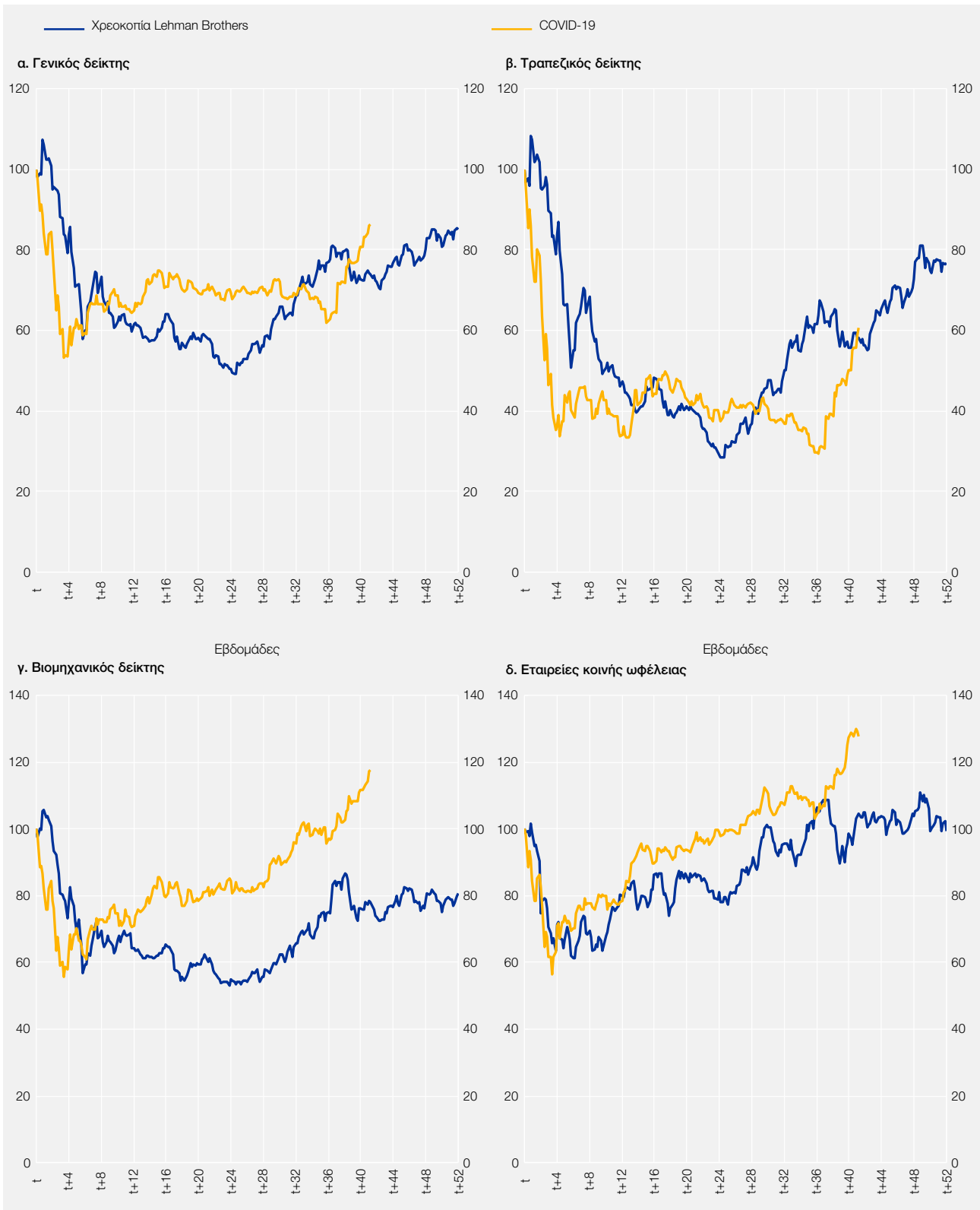
Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) το 2019 ακολούθησαν έντονα ανοδική τάση, ενώ στις αρχές του 2020 και μέχρι την εκδήλωση της αναταραχής στις διεθνείς αγορές παρατηρήθηκαν σταθεροποιητικές τάσεις (βλ. Διάγραμμα VII.13). Η αναταραχή στις διεθνείς αγορές οδήγησε σε μεγάλη πτώση των τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, ενώ η πτώση των τιμών των μετοχών ήταν ευρεία, καθώς όλοι οι κλάδοι του Χρηματιστηρίου Αθηνών παρουσίασαν έντονα αρνητικές αποδόσεις το διάστημα από το δεύτερο 15ήμερο του Φεβρουαρίου έως το τέλος Μαρτίου (βλ. Διάγραμμα VII.14α).

Στη συνέχεια, έως το γ' τρίμηνο του έτους, παρά την ανάκαμψη των τιμών των μετοχών διεθνώς, μετά τις παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών και κυβερνήσεων, η πορεία του γενικού δείκτη τιμών δεν εμφάνισε αξιόλογες μεταβολές. Βέ-

7 Υπενθυμίζεται ότι το 2019 είχαν πραγματοποιηθεί τέσσερις νέες εκδόσεις ομολόγων στις διεθνείς αγορές συνολικής ονομαστικής αξίας αξίας 2,2 δισεκ. ευρώ, με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 3,2%, ενώ στην εγχώρια εκδόθηκαν το 2019 τέσσερις τίτλοι συνολικής αξίας περίπου 526 εκατ. ευρώ, με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 3,26%.

8 Στο ποσό αυτό δεν συμπεριλαμβάνεται πρόγραμμα βραχυπρόθεσμου και μεσοπρόθεσμου δανεισμού μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης συνολικής ονομαστικής αξίας περίπου 1,1 δισεκ. ευρώ.

Διάγραμμα VII.14 Εξέλιξη του γενικού δείκτη τιμών και δεικτών τιμών μετοχών επιμέρους κλάδων του χρηματιστηρίου Αθηνών μετά τη διατάραξη από την πανδημία COVID-19. Σύγκριση με τη διατάραξη από τη χρεοκοπία της Lehman Brothers



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος με στοιχεία από Refinitiv.  
 Σημείωση: Οι δείκτες έχουν επανυπολογιστεί με σημείο αναφοράς το χρονικό σημείο της διατάραξης. Για τη διατάραξη από τη χρεοκοπία της Lehman Brothers η τιμή στις 15.9.2008 τίθεται ως 100 και αντίστοιχα για τη διατάραξη από την πανδημία COVID-19 η τιμή στις 20.2.2020 τίθεται ως 100. Οι υπόλοιπες παρατηρήσεις αποτυπώνουν την εξέλιξη του δείκτη σε σχέση με την τιμή αναφοράς.



βαια, όπως φαίνεται στα διαγράμματα των κλαδικών δεικτών (βλ. Διάγραμμα VII.14β-VII.14δ), υπάρχει σημαντική ετερογένεια μεταξύ των κλάδων, καθώς οι τιμές των μετοχών κλάδων, όπως η βιομηχανία και οι εταιρίες κοινής ωφελείας, κινήθηκαν ανοδικά, ενώ αντίθετα υποχώρησαν οι τιμές των μετοχών του κλάδου των τραπεζών, λόγω και της αναμενόμενης επίδρασης της πανδημίας στην ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου. Αυξημένη ήταν η μεταβλητότητα την περίοδο Ιανουαρίου-7.12.2020, σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019 (τυπική απόκλιση ημερήσιων αποδόσεων από 1.1.2020 έως 7.12.2020: 2,12%; 1.1.2019 έως 7.12.2019: 1,10%).

Τέλος, η συναλλακτική δραστηριότητα (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών για το διάστημα από 1.1.2020 έως 7.12.2020) διαμορφώθηκε σε 63,5 εκατ. ευρώ, παρουσιάζοντας μικρή μείωση σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2019 (67 εκατ. ευρώ). Επισημαίνεται ότι η δραστηριότητα παραμένει σημαντικά πιο αδύναμη μετά την εκδήλωση της αναταραχής στις διεθνείς αγορές το Μάρτιο, γεγονός το οποίο, σε συνδυασμό με την αδύναμη ανάκαμψη των τιμών των μετοχών υποδηλώνει την επιφυλακτικότητα των επενδυτών.

## 5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Η πανδημία είχε σημαντικές επιπτώσεις στα αποτελέσματα και την αποδοτικότητα των εταιριών του μη χρηματοπιστωτικού τομέα με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Σύμφωνα με τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 120 εταιριών για το α' εξάμηνο του 2020, ο κύκλος εργασιών εμφάνισε μείωση κατά 21,1%, ενώ τα μικτά κέρδη και τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) μειώθηκαν κατά 31,3% και 36,4% αντίστοιχα. Σημαντική υποχώρηση κατά 86,8% παρατηρήθηκε στα κέρδη από λειτουργικές δραστηριότητες (κέρδη πριν από φόρους και τόκους – EBIT), τα οποία επηρεάστηκαν σε μεγάλο βαθμό από την κερδοφορία των εταιριών του κλάδου της ενέργειας (λόγω των εξελίξεων στην τιμή του πετρελαίου και στα περιθώρια διύλισης), με αποτέλεσμα την καταγραφή ζημιών συνολικά. Αν εξαιρεθεί ο κλάδος της ενέργειας, τα μεγέθη πωλήσεων και κερδών πριν από φόρους μειώθηκαν σε μικρότερο βαθμό (κατά 12,3%, 12,2%, 3,9% και 18,6% αντίστοιχα), ενώ τα αποτελέσματα προ φόρων ήταν θετικά.

Για το σύνολο των κλάδων, οι δείκτες αποδοτικότητας συνολικών και ιδίων κεφαλαίων<sup>9</sup> και ο δείκτης περιθωρίου κέρδους<sup>10</sup> κατέγραψαν αρνητικές τιμές (-0,5%, -1,7% και -2,2% αντίστοιχα), ο δείκτης ρευστότητας<sup>11</sup> έμεινε σχετικά σταθερός (1,3%), ενώ ο δείκτης μόχλευσης<sup>12</sup> εμφάνισε αύξηση κατά 20,4% (σε 148,8%), καθώς οι εισηγμένες επιχειρήσεις αύξησαν κατά μέσο όρο τα δανειακά κεφάλαιά τους κατά 13,3%, ενώ τα ίδια κεφάλαια υποχώρησαν κατά 5,9%.

9 Λόγος των κερδών προ φόρων προς το μέσο όρο των συνολικών και των ιδίων κεφαλαίων αντίστοιχα.

10 Κέρδη προ φόρων προς πωλήσεις.

11 Κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

12 Λόγος συνολικού δανεισμού προς ίδια κεφάλαια.

### Πλαίσιο VII.1

## Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΠΑΝΔΗΜΙΑΣ COVID-19 ΣΤΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

### Οικονομικές προεκτάσεις της δραστηριότητας των επενδυτικών κεφαλαίων

Την περίοδο που ακολούθησε την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση παρατηρήθηκε μεγάλη αύξηση της αξίας των χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού των επενδυτικών κεφαλαίων<sup>1</sup> και της χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας από τις κεφαλαιαγορές. Οι λόγοι για την αύξηση της σημασίας των κεφαλαιαγορών ως πηγής

1 Πρόκειται για κεφάλαια που διαχειρίζονται διαθέσιμα συνταξιοδοτικών ταμείων (pension funds), επενδυτικά κεφάλαια που παρέχουν ρευστότητα βραχυπρόθεσμα (money market funds) και άλλα. Επίσης, με βάση τις επενδυτικές τους θέσεις, κατηγοριοποιούνται σε κεφάλαια που επενδύουν κυρίως στις αγορές ομολόγων (bond funds), στις αγορές μετοχών (equity funds) κ.ά.

χρηματοδότησης της οικονομίας εντοπίζονται κυρίως στην πλευρά της προσφοράς κεφαλαίων. Συγκεκριμένα, η μεγάλη αύξηση της αξίας των χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού<sup>2</sup> (βλ. Διάγραμμα Α) των μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών στην ευρωζώνη και διεθνώς οδήγησε σε αύξηση της διαθέσιμης χρηματοδότησης από τις αγορές.<sup>3</sup>

Έτσι, μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, οι κεφαλαιαγορές κατέστησαν εναλλακτική του τραπεζικού δανεισμού πηγή χρηματοδότησης. Ενδεικτικά, η συνολική αξία των υφιστάμενων ομολόγων που έχουν εκδοθεί από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ ανερχόταν σε 1,5 τρισεκ. ευρώ στο τέλος του β' τριμήνου του τρέχοντος έτους, από 738 δισεκ. ευρώ το δ' τρίμηνο του 2008, δηλ. αυξήθηκε κατά 103%, ενώ η αξία των υφιστάμενων τραπεζικών δανείων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε κατά 35% την ίδια περίοδο.<sup>4</sup> Βέβαια, η χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές είναι ευάλωτη σε διαταράξεις, καθώς επεισόδια μεταβλητότητας, με συνέπεια την πτώση των αποτιμήσεων, επιδρούν στη διάθεση των επενδυτών για ανάληψη κινδύνων και στη χρηματοδότηση επιχειρήσεων και κρατών που θεωρούνται αυξημένου κινδύνου.

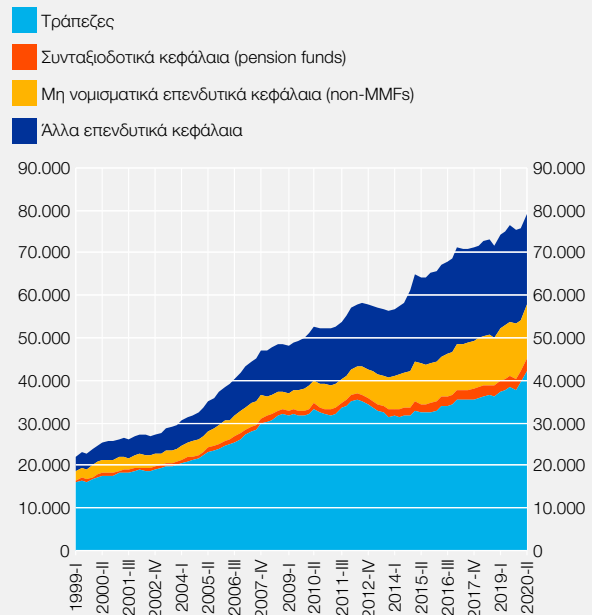
Η διατάραξη (shock) που προκλήθηκε στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα από την πανδημία COVID-19 οδήγησε σε εκδήλωση επεισοδίου μεταβλητότητας στις μετοχές και τα ομόλογα, που διήρκεσε από το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Φεβρουαρίου έως τα μέσα Μαρτίου του 2020. Στη συνέχεια εξομαλύνθηκε, λόγω της ανακοίνωσης μέτρων στήριξης των οικονομιών από κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες. Ταυτόχρονα εκδηλώθηκε κύμα υποβαθμίσεων των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των υφιστάμενων ομολόγων, το οποίο συνεχίστηκε ακόμη και μετά την ανακοίνωση των μέτρων στήριξης.<sup>5</sup> Κατά συνέπεια, ενώ η επίδραση στις αποτιμήσεις των ομολόγων και μετοχών αναχαιτίστηκε από τα προαναφερθέντα μέτρα στήριξης, οι εκλαμβανόμενοι, από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, κίνδυνοι φαίνεται ότι παρέμεναν σε αυξημένα επίπεδα, υποδηλώνοντας την ενδεχόμενη ύπαρξη επίμονων επιδράσεων από την πανδημία στη λειτουργία των επιχειρήσεων.

### Η διάρθρωση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων

Η εξέταση της διάρθρωσης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων, ανεξάρτητα από τις εξελίξεις στην αποτίμηση των υποκείμενων τίτλων, αναμένεται να αποτυπώσει αλλαγές στη ροπή προς ανάληψη κινδύνων από βασικούς συμμετέχοντες στις κεφαλαιαγορές τόσο μετά την εκδήλωση της διατάραξης όσο και μετά τη στήριξη της παγκόσμιας οικονομίας από τις κυβερνήσεις και τις κεντρικές τράπεζες. Για τους σκοπούς της παρούσας ανάλυσης,

Διάγραμμα Α Αξία χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού

(τριμηνιαία στοιχεία, ποσά σε δισεκ. ευρώ)



Πηγή: Eurostat.

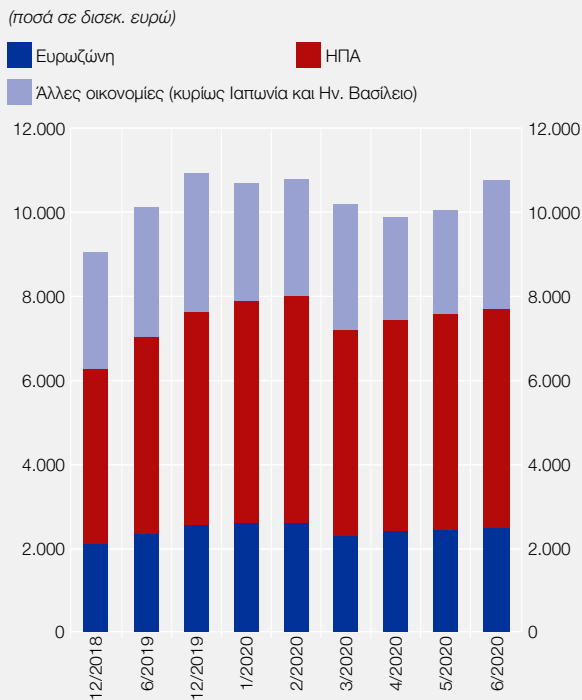
2 Δηλαδή μετοχών, ομολόγων, μεριδίων άλλων κεφαλαίων κ.ά.

3 Η αύξηση αυτή σχετίζεται τόσο με διαρθρωτικούς όσο και με κυκλικούς παράγοντες. Στους πρώτους αναφέρονται η γήρανση του πληθυσμού και το χαλαρότερο ρυθμιστικό πλαίσιο, σε σύγκριση με αυτό του τραπεζικού κλάδου (βλ. Financial Stability Board (2020), *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2019*, European Systemic Risk Board (2019), *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor* (Ιούλιος 2019) και Gebauer, S. and F. Mazelis (2020), "Macroprudential regulation and leakage to the shadow banking sector", ECB Working Paper No. 2406), ενώ στους δεύτερους η αύξηση των εισοδημάτων και οι προγενέστερες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων (βλ. Timmer, Y. (2018), "Cyclical investment behavior across financial institutions", *Journal of Financial Economics*, 129, 268-286).

4 Πηγή δεδομένων: χρηματοπιστωτικοί λογαριασμοί, Eurostat <https://ec.europa.eu/eurostat/web/sector-accounts/data/database>

5 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Πλαίσιο VII.1, *Νομισματική Πολιτική 2019-2020*, Ιούνιος 2020.

**Διάγραμμα Β Αξία επενδυτικών κεφαλαίων που επενδύουν κυρίως σε ομόλογα**



Πηγή: Πλατφόρμα Lipper (από Refinitiv).

με εκείνα που έχουν έδρα στη ζώνη του ευρώ. Συγκεκριμένα, τα χαρτοφυλάκια των κεφαλαίων από την ευρωζώνη έχουν μεγαλύτερο βαθμό διαφοροποίησης, τόσο ως προς τη γεωγραφική προέλευση και τον κλάδο στον οποίο ανήκουν οι εκδότες των τίτλων που διακρατούν όσο και ως προς την πιστοληπτική ποιότητα των εκδοτών των ομολόγων.

Ενδεικτικά, οι επενδυτικές θέσεις των κεφαλαίων από την ευρωζώνη περιλαμβάνουν ομόλογα με μεγαλύτερο εύρος πιστοληπτικών αξιολογήσεων, αν και κατά 82% (κατά μέσο όρο) οι τίτλοι που διακρατούν έχουν διαβάθμιση εντός της επενδυτικής κατηγορίας. Από την άλλη πλευρά, τα επενδυτικά κεφάλαια που προέρχονται από τις ΗΠΑ ακολουθούν πιο συντηρητική πολιτική, διακρατώντας το 95% του συνόλου των χαρτοφυλακίων τους σε τίτλους της επενδυτικής κατηγορίας, ενώ περισσότερο από το 55% της αξίας των χαρτοφυλακίων τους είναι τοποθετημένο σε τίτλους με διαβάθμιση AAA (βλ. άνω μέρος του Διαγράμματος Γ).

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Γ (μεσαίο τμήμα), η υψηλή μεσοσταθμική διαβάθμιση των ομολόγων που διακρατούν τα αμερικανικά κεφάλαια σχετίζεται με το αντίστοιχα μεγάλο ποσοστό θέσεων σε ομόλογα που έχουν εκδοθεί από δημόσιους φορείς των ΗΠΑ (π.χ. US Treasuries, muni bonds, government-sponsored MBSs). Αντίθετα, η διάρθρωση των χαρτοφυλακίων των κεφαλαίων της ευρωζώνης έχει μεγαλύτερο εύρος, περιλαμβάνοντας ομόλογα που έχουν εκδοθεί από οργανισμούς του χρηματοπιστωτικού κλάδου σε μεγαλύτερο ποσοστό. Αυτό το

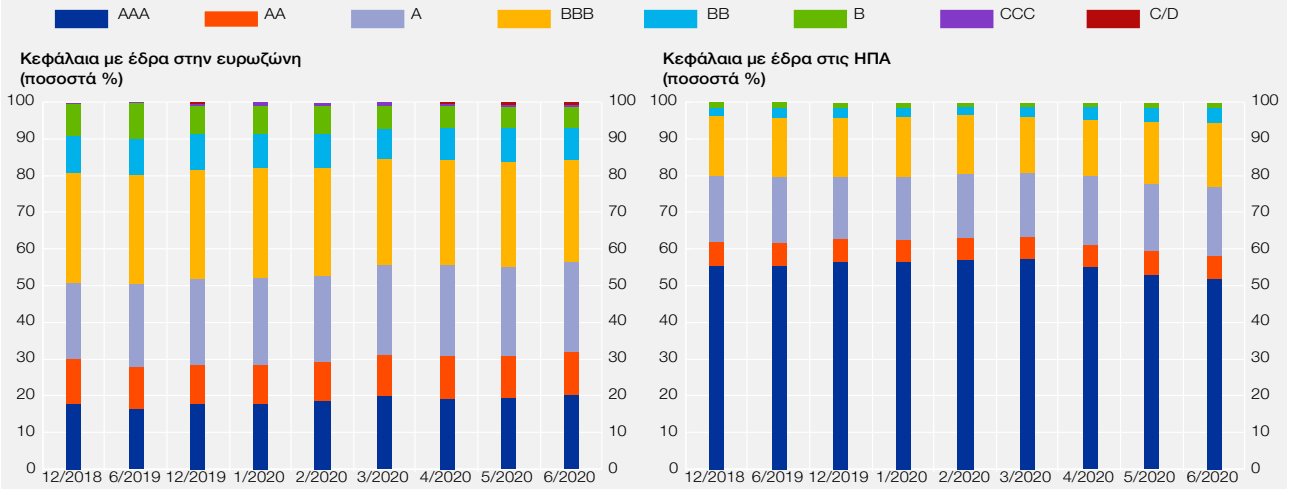
συγκεντρώθηκαν στοιχεία για τους τίτλους που περιλαμβάνονταν στα ομολογιακά χαρτοφυλάκια επενδυτικών κεφαλαίων που εδρεύουν στις ΗΠΑ και σε κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ.<sup>6</sup> Όπως φαίνεται από το Διάγραμμα Β, η αξία των ομολογιακών κεφαλαίων με έδρα στις ΗΠΑ αποτελεί, κατά μέσο όρο ανά μήνα, το 48% του συνόλου, ενώ εκείνων με έδρα στη ζώνη του ευρώ το 23%. Από το υπόλοιπο περίπου 30%, το μεγαλύτερο ποσοστό σχετίζεται με κεφάλαια που έχουν έδρα στην Ιαπωνία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Ο λόγος επιλογής των ομολογιακών χαρτοφυλακίων είναι ότι οι υποκείμενοι τίτλοι τους (δηλ. τα επιμέρους ομόλογα) μπορούν να ταξινομηθούν με βάση τις πιστοληπτικές διαβαθμίσεις και άρα να εκτιμηθεί η επίδραση από τη διατάραξη λόγω COVID-19, εστιάζοντας στις αλλαγές που επήλθαν στις μεταγενέστερες επενδυτικές τοποθετήσεις τους. Τα στοιχεία που συγκεντρώθηκαν αφορούν την πιστοληπτική διαβάθμιση, τον κλάδο δραστηριότητας και την έδρα του εκδότη.

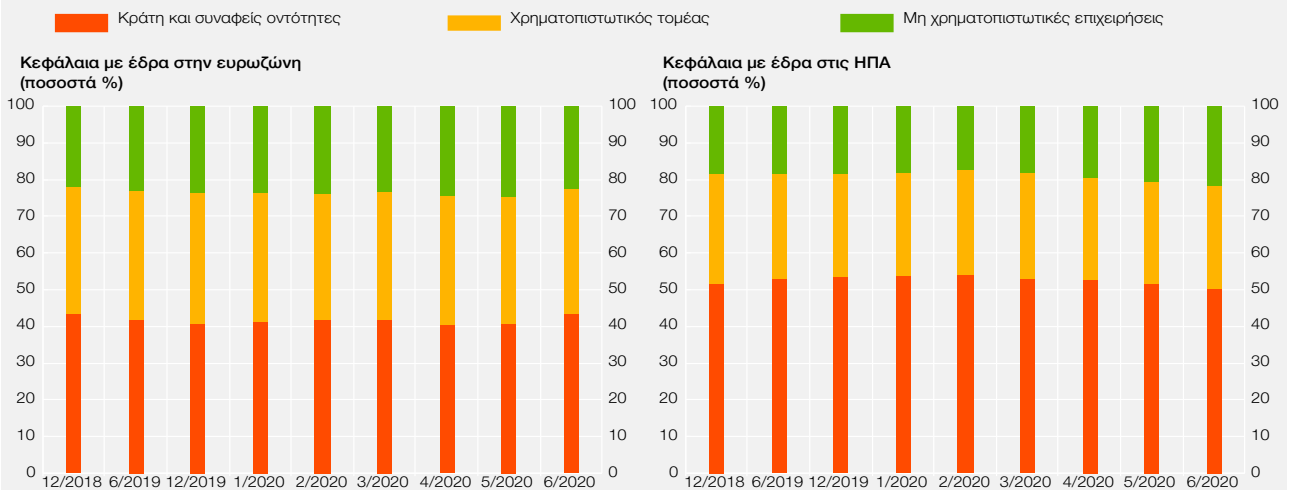
Από την ανάλυση της διάρθρωσης των ομολογιακών χαρτοφυλακίων (βλ. Διάγραμμα Γ) φαίνεται ότι οι σταθμίσεις των χαρτοφυλακίων στις επιμέρους κατηγορίες τίτλων ήταν σχετικά σταθερές κατά την υπό εξέταση περίοδο. Όμως υπάρχουν σημαντικές διαφορές στις τοποθετήσεις των κεφαλαίων με έδρα στις ΗΠΑ σε σχέση

6 Η ανάλυση βασίζεται σε δεδομένα για τους επιμέρους τίτλους των χαρτοφυλακίων των επενδυτικών κεφαλαίων (security level data). Πηγές των δεδομένων είναι οι πλατφόρμες Lipper for Investment Management –εφεξής “πλατφόρμα Lipper (από Refinitiv)”– και Eikon. Τα δεδομένα καλύπτουν τις ημερομηνίες 31.12.2018 και 30.6.2019, για σκοπούς σύγκρισης και σε μηνιαία συχνότητα την περίοδο από 31.12.2019 έως 30.6.2020. Το δείγμα αποτελείται από τίτλους των επενδυτικών κεφαλαίων για τα χαρτοφυλάκια των οποίων υπάρχει πλήρης διαθεσιμότητα δεδομένων. Η συνολική αξία του δείγματος ανέρχεται σε περίπου 25% της αξίας του συνόλου της αγοράς των επενδυτικών κεφαλαίων που επενδύουν κυρίως σε ομόλογα και έχουν έδρα στην ευρωζώνη ή τις ΗΠΑ. Συνολικά συγκεντρώθηκαν στοιχεία για περίπου 241 χιλ. επενδυτικές θέσεις κατά μέσο όρο ανά μήνα.

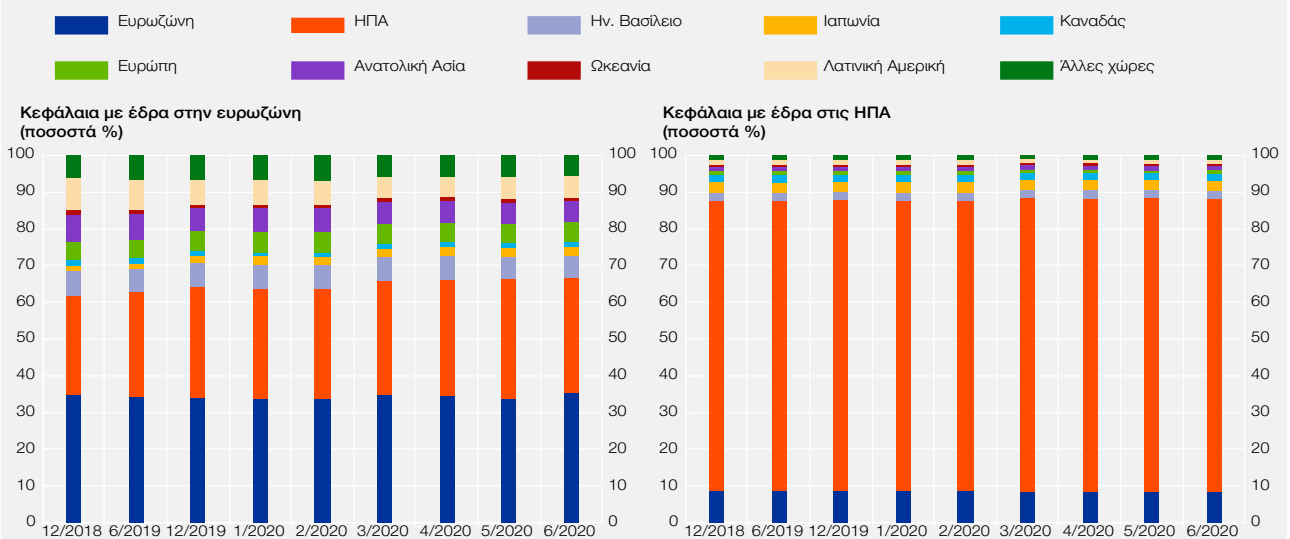
**Διάγραμμα Γ Διάρθρωση ομολογιακών χαρτοφυλακίων  
Πιστοληπτικές αξιολογήσεις**



**Κατηγορία εκδότη**



**Προέλευση εκδότη**



Πηγές: Πλατφόρμα Lipper (από Refinitiv), Refinitiv Eikon και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.  
Σημείωση: Οι σταθμίσεις υπολογίστηκαν με βάση την ονομαστική αξία των ομολόγων που διακρατούσαν την εκάστοτε περίοδο τα επενδυτικά κεφάλαια από την ευρωζώνη και τις ΗΠΑ ανά κατηγορία, ως ποσοστό της συνολικής ονομαστικής αξίας των επενδυτικών θέσεων. Οι αρχικές αξίες είναι σε εγχώριο νόμισμα και έχουν μετατραπεί σε ευρώ με βάση τις ισοτιμίες στο τέλος του μήνα.

εύρημα είναι δυνατόν να υποδεικνύει αύξηση του συστημικού κινδύνου για το χρηματοπιστωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ, εφόσον ενδεχόμενες αρνητικές αποδόσεις οδηγήσουν στη μείωση των εν λόγω επενδυτικών θέσεων.

Τέλος, τα αμερικανικά κεφάλαια φαίνεται ότι έχουν ετεροβαρή προτίμηση υπέρ των εγχώριων ομολόγων (home bias), ενώ τα ευρωπαϊκά κεφάλαια τοποθετούν τα χαρτοφυλάκιά τους με μεγαλύτερη διασπορά μεταξύ των διαφόρων περιοχών. Βέβαια, τα ομόλογα που έχουν εκδοθεί από οντότητες με έδρα είτε στην ευρωζώνη είτε στις ΗΠΑ αποτελούν περίπου τα 2/3 των συνολικών τοποθετήσεων στα χαρτοφυλάκια των ευρωπαϊκών κεφαλαίων.

### **Πώς αντέδρασαν τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια στη διατάραξη λόγω COVID-19;**

Προκειμένου να αποτυπωθούν οι ενδεχόμενες διαφοροποιήσεις στη διάρθρωση των επενδυτικών κεφαλαίων λόγω της διατάραξης που προκάλεσε η πανδημία, ελήφθη υπόψη ότι η διατάραξη αυτή είχε σημαντική επίδραση στις πιστοληπτικές διαβαθμίσεις των υφιστάμενων εταιρικών, αλλά και κρατικών, ομολόγων διεθνώς. Συγκεκριμένα, το κύμα υποβαθμίσεων που παρατηρήθηκε το Μάρτιο και τον Απρίλιο του 2020 ενδέχεται να επηρέασε και τις αξίες των ομολόγων που διακρατούνται από τα επενδυτικά κεφάλαια και άρα τις σταθμίσεις των χαρτοφυλακίων τους.

Προκειμένου να απομονωθεί η επίδραση των υποβαθμίσεων των τίτλων που διακρατούσαν ήδη τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια, υπολογίστηκαν αφενός οι διαφορές στη σύνθεση των νέων αγορών ομολόγων για κάθε περίοδο, σε σχέση με την υφιστάμενη διάρθρωση των χαρτοφυλακίων την προηγούμενη περίοδο, και αφετέρου τα ποσοστά των υφιστάμενων θέσεων που υποβαθμίστηκαν επί του συνόλου των υφιστάμενων τίτλων. Επίσης εξετάστηκαν και οι μεταβολές στη σύνθεση των χαρτοφυλακίων ως προς την κατηγορία εκδότη και τη γεωγραφική προέλευση των ομολογιακών θέσεων.

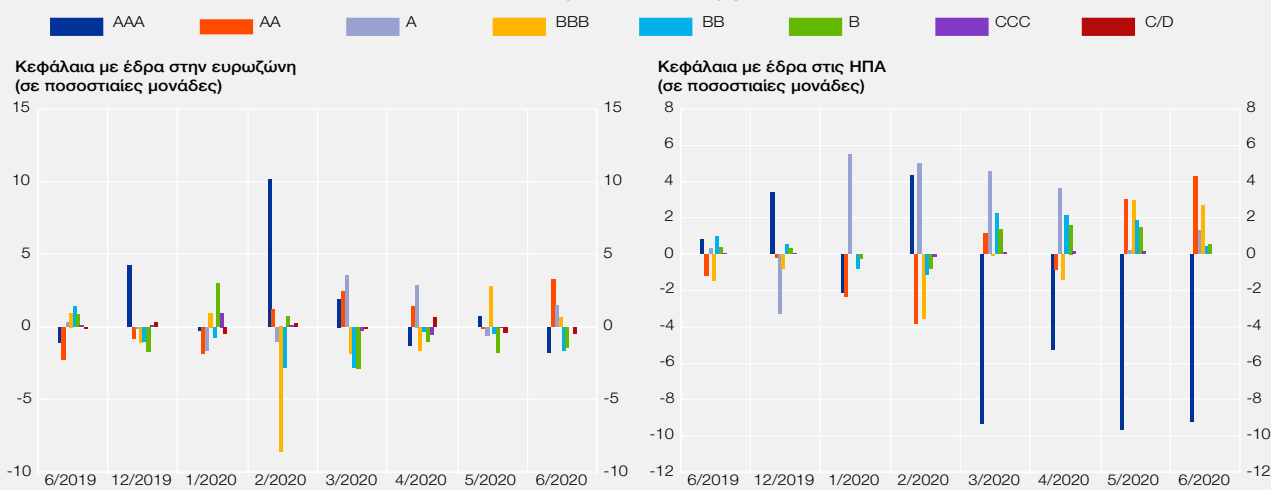
Από τα γραφήματα στο πάνω μέρος του Διαγράμματος Δ φαίνεται ότι το Φεβρουάριο του 2020, δηλ. εν μέσω της μεγάλης αύξησης της μεταβλητότητας που προκάλεσε η COVID-19 στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, τα κεφάλαια που έχουν έδρα τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ευρωζώνη αναπροσάρμοσαν τα χαρτοφυλάκιά τους με την εισαγωγή περισσότερων τίτλων με υψηλή διαβάθμιση, σε σύγκριση με τις σταθμίσεις των χαρτοφυλακίων τους έως τότε. Όμως, ενώ τα ευρωπαϊκά κεφάλαια συνέχισαν την αύξηση των τοποθετήσεών τους σε ομόλογα της επενδυτικής κατηγορίας μετά το Μάρτιο του 2020, τα αμερικανικά χαρτοφυλάκια μείωσαν τις θέσεις τους σε ομόλογα διαβάθμισης AAA. Επισημαίνεται ότι στις 15 Μαρτίου 2020 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ανακοίνωσε την έναρξη προγράμματος αγορών ομοσπονδιακών ομολόγων ύψους 500 δισεκ. δολ. και ομολόγων από τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων ύψους 200 δισεκ. δολαρίων.

Η παρατήρηση αυτή, σε συνδυασμό με τα γραφήματα στο μεσαίο τμήμα του Διαγράμματος Δ που δείχνουν μείωση των θέσεων των αμερικανικών κεφαλαίων σε τίτλους που έχουν εκδώσει χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, σε αντίθεση με τους τίτλους που έχουν εκδώσει κρατικοί φορείς, υποδηλώνει ότι τα επενδυτικά κεφάλαια από τις ΗΠΑ πώλησαν τίτλους με διαβάθμιση AAA εκδοθέντες από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς στις ΗΠΑ, όπως τιτλοποιήσεις δανείων. Επίσης φαίνεται ότι έχουν αναδιαρθρώσει τα χαρτοφυλάκιά τους υπέρ των κρατικών ομολόγων (αγορές τον Απρίλιο) και τίτλους μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από το Μάρτιο του 2020, σε χρονική συνάφεια με τις παρεμβάσεις για τη στήριξη της πραγματικής οικονομίας. Τέλος, φαίνεται ότι τόσο τα αμερικανικά όσο και τα ευρωπαϊκά επενδυτικά κεφάλαια έχουν αυξήσει το ποσοστό των τίτλων από εκδότες με έδρα στην ευρωζώνη, τους μήνες μετά την εκδήλωση της διατάραξης λόγω της πανδημίας COVID-19.

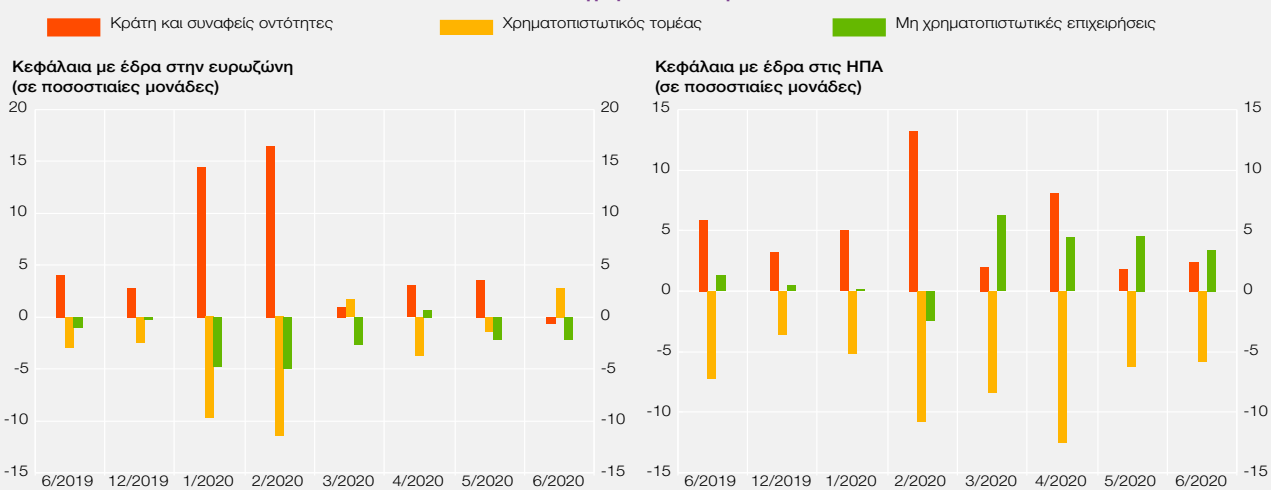
Η υψηλότερη, μεσοσταθμικά, πιστοληπτική διαβάθμιση των τοποθετήσεων των αμερικανικών κεφαλαίων οδήγησε στη μικρότερη έκθεσή τους στη διατάραξη λόγω της πανδημίας COVID-19, όσον αφορά το κύμα υποβαθμίσεων. Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται από το Διάγραμμα Ε, η διατάραξη αυτή είχε σημαντική επίπτωση στα ευρωπαϊκά επενδυτικά κεφάλαια, καθώς οι υποβαθμίσεις επηρέασαν περίπου το 10% των επενδυτικών τους θέσεων, από τους τίτλους που διακρατούσαν τα κεφάλαια αυτά το Μάρτιο και τον Απρίλιο του 2020, με εκτιμώμενη επίπτωση -1% στη συνολική απόδοση των χαρτοφυλακίων αυτών. Από την άλλη πλευρά, περίπου το 5% της συνολικής αξίας των θέσεων των αμερικανικών κεφαλαίων υποβαθμίστηκε κατά τους δύο μήνες μετά τη διατάραξη και υπολογίζεται ότι η επίπτωση στις αποδόσεις τους ήταν -0,35%. Πρέπει να επισημανθεί βέβαια ότι αυτή η εκτιμώμενη αρνητική απόδοση δεν συμπεριλαμβάνει επιδράσεις μετάδοσης, λόγω του αρνητικού επενδυτικού κλίματος, σε



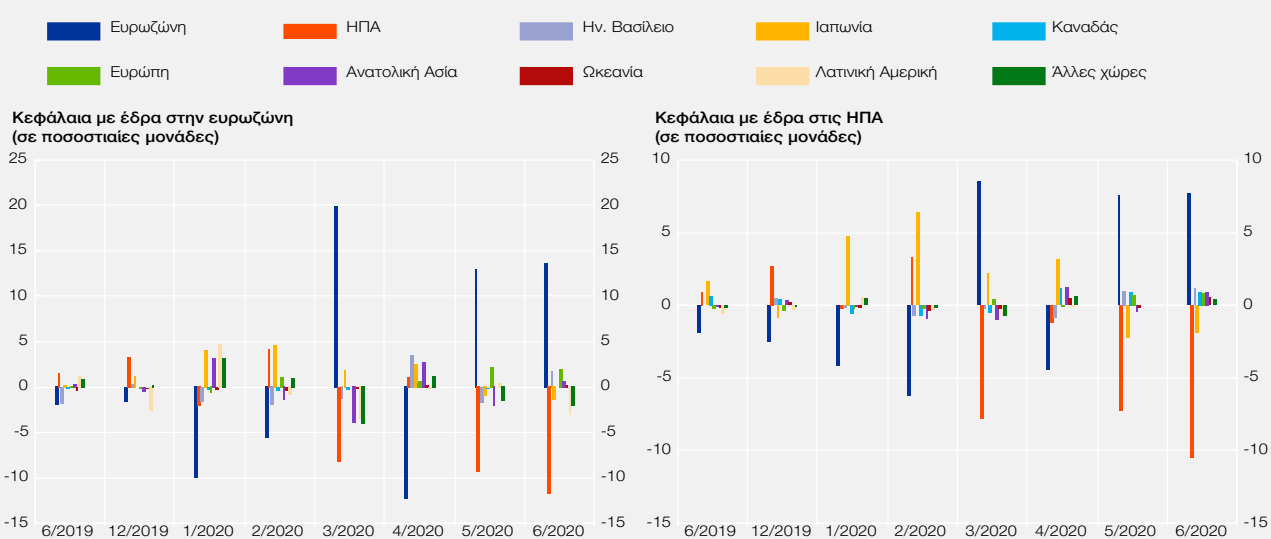
Διάγραμμα Δ Διαφορές των νέων από τις υφιστάμενες θέσεις (χαρακτηριστικά τίτλων) Πιστοληπτικές αξιολογήσεις



Κατηγορία εκδότη



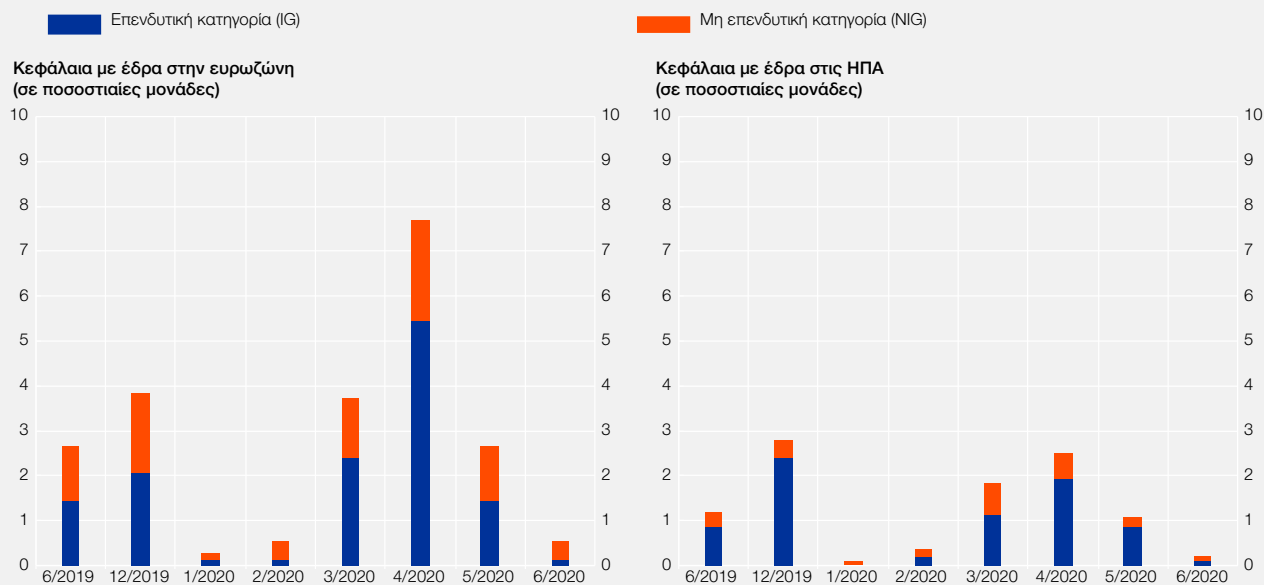
Προέλευση εκδότη



Πηγές: Πλατφόρμα Lipper (από Refinitiv), Refinitiv Eikon και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Τα διαγράμματα απεικονίζουν τις διαφορές στις αξίες των υφιστάμενων θέσεων και τις νέες αγορές, όπως διαμορφώνονται στο τέλος κάθε μήνα, σε σύγκριση με τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου των υφιστάμενων τίτλων τον προηγούμενο μήνα. Προκειμένου να αποφευχθεί η επίδραση της αλλαγής των τιμών από μήνα σε μήνα, προσδιορίστηκαν (α) οι τίτλοι οι οποίοι υπάρχουν το μήνα t+1 και δεν υπήρχαν το μήνα t και (β) οι τίτλοι των οποίων η ονομαστική αξία αυξάνεται το μήνα t+1 σε σχέση με το μήνα t. Για τους υπόλοιπους υπολογισμούς και μετατροπές, βλ. Διάγραμμα Γ.

Διάγραμμα Ε Επίδραση των υποβαθμίσεων των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των υφιστάμενων τίτλων



Πηγές: Πλατφόρμα Lipper (από Refinitiv), Eikon (από Refinitiv) και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.  
 Σημείωση: Τα διαγράμματα απεικονίζουν για την ευρωζώνη και τις ΗΠΑ την αξία των ομολόγων επενδυτικής και μη επενδυτικής βαθμίδας που υποβαθμίστηκαν, ως ποσοστό της συνολικής αξίας των ομολόγων.

επενδυτικές θέσεις που δεν υποβαθμίστηκαν, αλλά μόνο τη μείωση της τιμής των ομολόγων που υποβαθμίστηκαν, στο βαθμό που αυτή υπερέβαινε τις εξελίξεις στην αγορά.

**Συμπεράσματα**

Συνολικά, η άμεση αντίδραση των επενδυτικών κεφαλαίων της ευρωζώνης και των ΗΠΑ στη χρηματοπιστωτική διατάραξη λόγω της πανδημίας υποδηλώνει τη στροφή τους προς ασφαλείς επενδυτικές θέσεις. Ταυτόχρονα, το επεισόδιο της COVID-19 υποδεικνύει ότι η αύξηση της χρηματοδότησης από τις αγορές ενδέχεται να εντείνει και να καταστήσει πιο επίμονες τις επιπτώσεις των χρηματοοικονομικών διαταράξεων για την πραγματική οικονομία. Σε αυτές τις συνθήκες, τα μέτρα στήριξης των οικονομιών από τις κυβερνήσεις και τις κεντρικές τράπεζες φαίνεται ότι λειτούργησαν ως ανάχωμα (backstop), ανακόπτοντας την τάση μείωσης των θέσεων υψηλότερου κινδύνου και αύξησης των θέσεων σε ασφαλείς τοποθετήσεις. Κατά συνέπεια, η έγκαιρη παρέμβαση των κυβερνήσεων και κεντρικών τραπεζών ήταν ιδιαίτερα σημαντική, καθώς απέτρεψε τόσο την επανατιμολόγηση των κινδύνων όσο και τη μείωση της ροής χρηματοδότησης από τις αγορές προς την πραγματική οικονομία.

## ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	172
2	Ισοζύγιο πληρωμών	173
3	Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά ΝΧΙ, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	174
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	175
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια ΝΧΙ	176
6	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	177
7	Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	178

Πίνακας 1 Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα	
	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2009=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2016	104,6	-0,8	106,6	-1,6	102,3	0,4	101,8	-0,1	100,8	-0,3
2017	105,8	1,1	107,7	1,0	103,6	1,2	102,0	0,2	101,1	0,3
2018	106,5	0,6	108,5	0,7	104,2	0,5	102,1	0,1	101,1	0,1
2019	106,8	0,3	108,1	-0,4	105,4	1,2	102,2	0,1	101,5	0,4
2019 I	105,8	0,7	107,2	0,4	104,2	1,0	101,2	0,2	100,0	0,3
II	107,5	0,3	109,2	-0,2	105,7	1,1	102,8	-0,1	102,3	0,1
III	106,2	-0,1	106,7	-1,1	106,1	1,4	101,6	0,0	101,1	0,5
IV	107,5	0,1	109,3	-0,6	105,5	1,2	103,0	0,3	102,6	0,6
2020 I	106,1	0,4	107,4	0,2	104,9	0,6	101,5	0,4	100,6	0,6
II	106,0	-1,4	107,0	-2,0	105,1	-0,6	102,7	0,0	102,2	-0,2
III	104,2	-1,9	104,6	-2,0	104,2	-1,8	101,0	-0,7	100,0	-1,1
2018 Ιαν.	104,6	-0,2	106,3	-0,7	102,6	0,6	100,5	0,1	99,0	0,0
Φεβρ.	104,5	0,1	105,8	-0,4	103,3	0,8	100,4	0,4	98,9	0,4
Μάρτ.	106,1	-0,2	108,1	-0,4	103,7	0,1	102,2	0,0	101,2	-0,1
Απρ.	107,1	0,0	109,6	-0,4	104,0	0,7	103,0	0,1	102,3	0,2
Μάιος	106,7	0,6	108,6	0,7	104,6	0,5	102,4	0,1	101,5	0,0
Ιούν.	107,8	1,0	109,9	1,4	105,2	0,4	103,3	0,0	102,8	-0,1
Ιούλ.	105,8	0,9	106,9	1,5	104,9	0,1	101,2	-0,3	100,0	-0,5
Αύγ.	105,5	1,0	106,5	1,5	104,6	0,3	100,8	0,0	99,5	-0,1
Σεπτ.	107,6	1,1	110,3	1,4	104,3	0,6	102,9	0,0	102,2	0,1
Οκτ.	108,4	1,8	111,6	2,6	104,5	0,6	103,3	0,2	102,6	0,2
Νοέμ.	106,8	1,0	109,2	1,1	104,0	0,8	102,0	0,1	101,1	0,1
Δεκ.	106,9	0,6	109,1	0,1	104,3	1,2	102,8	0,2	102,2	0,5
2019 Ιαν.	105,0	0,4	106,5	0,2	103,4	0,8	100,6	0,1	99,3	0,3
Φεβρ.	105,2	0,6	106,2	0,5	104,2	0,9	100,5	0,2	99,2	0,3
Μάρτ.	107,1	0,9	108,8	0,7	105,1	1,4	102,4	0,2	101,6	0,4
Απρ.	108,1	1,0	110,4	0,7	105,5	1,5	103,3	0,3	102,8	0,5
Μάιος	106,9	0,2	108,4	-0,1	105,4	0,7	102,1	-0,2	101,4	-0,1
Ιούν.	107,5	-0,3	108,7	-1,1	106,2	1,0	102,9	-0,4	102,8	0,0
Ιούλ.	105,9	0,0	105,7	-1,1	106,7	1,7	101,2	0,0	100,6	0,6
Αύγ.	105,3	-0,2	105,3	-1,2	105,9	1,3	100,6	-0,1	99,9	0,4
Σεπτ.	107,5	-0,1	109,2	-1,0	105,6	1,3	103,1	0,2	102,9	0,6
Οκτ.	107,7	-0,7	109,4	-1,9	105,7	1,1	103,2	0,0	102,9	0,3
Νοέμ.	107,1	0,2	108,5	-0,6	105,5	1,4	102,5	0,5	102,0	0,9
Δεκ.	107,8	0,8	109,8	0,6	105,4	1,0	103,3	0,4	102,8	0,6
2020 Ιαν.	105,9	0,9	107,2	0,7	104,6	1,1	100,9	0,3	99,8	0,6
Φεβρ.	105,4	0,2	106,1	-0,1	104,9	0,7	100,6	0,0	99,4	0,2
Μάρτ.	107,1	0,0	108,7	-0,1	105,2	0,1	103,1	0,7	102,6	1,0
Απρ.	106,6	-1,4	107,7	-2,4	105,5	0,0	103,2	-0,1	102,7	-0,1
Μάιος	105,7	-1,1	106,3	-2,0	105,5	0,1	102,6	0,5	102,1	0,6
Ιούν.	105,8	-1,6	107,1	-1,4	104,4	-1,8	102,4	-0,5	101,7	-1,0
Ιούλ.	104,0	-1,8	103,8	-1,8	104,7	-1,9	100,7	-0,5	99,7	-0,9
Αύγ.	103,3	-1,9	103,1	-2,1	104,1	-1,7	100,0	-0,6	98,8	-1,0
Σεπτ.	105,4	-2,0	106,9	-2,2	103,8	-1,7	102,1	-1,0	101,3	-1,5
Οκτ.	105,8	-1,8	107,2	-2,0	104,2	-1,4	102,3	-0,9	101,6	-1,3
Νοέμ.	104,8	-2,1	105,6	-2,7	104,2	-1,2	101,2	-1,3	100,3	-1,7

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		
	2017	2018	2019	2018	2019	2020
<b>I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ ( I.A + I.B + I.Γ + I.Δ )</b>	<b>-3.406,2</b>	<b>-5.232,2</b>	<b>-2.725,5</b>	<b>-1.357,3</b>	<b>-90,1</b>	<b>-8.612,1</b>
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ( I.A + I.B)</b>	<b>-1.790,2</b>	<b>-3.184,7</b>	<b>-1.717,4</b>	<b>-170,9</b>	<b>952,3</b>	<b>-8.484,4</b>
Εξαγωγές	61.701,7	69.532,2	72.596,2	53.434,8	56.534,3	38.589,8
Εισαγωγές	63.491,9	72.716,9	74.313,6	53.605,7	55.582,0	47.074,2
<b>I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ( I.A.1 - I.A.2)</b>	<b>-19.833,9</b>	<b>-22.489,1</b>	<b>-22.833,3</b>	<b>-16.568,0</b>	<b>-17.468,6</b>	<b>-14.125,3</b>
<b>I.A.1 Εξαγωγές αγαθών</b>	<b>28.040,5</b>	<b>32.372,8</b>	<b>32.433,6</b>	<b>23.908,9</b>	<b>24.274,5</b>	<b>21.096,2</b>
Καύσιμα	7.887,8	10.016,9	9.078,8	7.343,8	6.940,1	4.433,2
Πλοία (πωλήσεις)	102,0	130,9	91,5	123,6	58,2	56,1
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	20.050,7	22.225,0	23.263,4	16.441,5	17.276,1	16.606,9
<b>I.A.2 Εισαγωγές αγαθών</b>	<b>47.874,4</b>	<b>54.861,9</b>	<b>55.266,9</b>	<b>40.476,9</b>	<b>41.743,0</b>	<b>35.221,5</b>
Καύσιμα	11.605,4	15.197,5	14.119,3	11.193,8	10.897,2	7.016,1
Πλοία (αγορές)	141,9	187,7	436,6	171,5	339,1	132,8
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	36.127,0	39.476,7	40.711,1	29.111,6	30.506,8	28.072,6
<b>I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ( I.B.1 - I.B.2)</b>	<b>18.043,7</b>	<b>19.304,4</b>	<b>21.115,9</b>	<b>16.397,1</b>	<b>18.420,9</b>	<b>5.640,9</b>
<b>I.B.1 Εισπράξεις</b>	<b>33.661,3</b>	<b>37.159,3</b>	<b>40.162,6</b>	<b>29.525,8</b>	<b>32.259,8</b>	<b>17.493,6</b>
Ταξιδιωτικό	14.630,1	16.085,8	18.178,8	14.112,6	16.107,1	3.509,4
Μεταφορές	14.473,8	16.629,9	17.303,1	12.178,8	12.847,6	10.765,1
Λοιπές υπηρεσίες	4.557,3	4.443,6	4.680,7	3.234,4	3.305,1	3.219,1
<b>I.B.2 Πληρωμές</b>	<b>15.617,6</b>	<b>17.854,9</b>	<b>19.046,8</b>	<b>13.128,8</b>	<b>13.838,9</b>	<b>11.852,7</b>
Ταξιδιωτικό	1.904,7	2.191,0	2.743,8	1.605,8	2.012,5	641,2
Μεταφορές	9.520,6	11.044,3	11.377,4	8.059,7	8.295,0	7.680,7
Λοιπές υπηρεσίες	4.192,3	4.619,6	4.925,5	3.463,3	3.531,4	3.530,8
<b>I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)</b>	<b>-1.057,3</b>	<b>-1.726,4</b>	<b>-1.591,6</b>	<b>-1.177,2</b>	<b>-1.188,9</b>	<b>-435,5</b>
<b>I.Γ.1 Εισπράξεις</b>	<b>6.184,1</b>	<b>6.058,5</b>	<b>6.202,9</b>	<b>4.825,5</b>	<b>4.909,3</b>	<b>5.205,2</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	216,6	223,0	246,9	157,3	185,3	150,7
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	3.148,0	2.731,4	3.046,7	1.946,7	2.199,5	2.185,4
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	2.819,5	3.104,1	2.909,3	2.721,6	2.524,6	2.869,1
<b>I.Γ.2 Πληρωμές</b>	<b>7.241,3</b>	<b>7.784,9</b>	<b>7.794,5</b>	<b>6.002,8</b>	<b>6.098,2</b>	<b>5.640,7</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.343,7	1.363,7	1.411,6	1.007,3	1.060,7	1.034,1
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	5.492,3	6.019,1	5.975,9	4.683,0	4.695,3	4.275,7
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	405,4	402,1	407,0	312,5	342,3	330,9
<b>I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)</b>	<b>-558,7</b>	<b>-321,1</b>	<b>583,5</b>	<b>-9,2</b>	<b>146,5</b>	<b>307,8</b>
<b>I.Δ.1 Εισπράξεις</b>	<b>1.949,9</b>	<b>2.177,6</b>	<b>3.827,9</b>	<b>1.714,6</b>	<b>2.647,4</b>	<b>2.902,0</b>
Γενική κυβέρνηση	939,8	1.034,7	2.361,2	907,2	1.588,5	1.704,4
Λοιποί τομείς	1.010,1	1.142,9	1.466,8	807,4	1.058,9	1.197,6
<b>I.Δ.2 Πληρωμές</b>	<b>2.508,6</b>	<b>2.498,8</b>	<b>3.244,5</b>	<b>1.723,8</b>	<b>2.500,9</b>	<b>2.594,2</b>
Γενική κυβέρνηση	1.792,7	1.702,8	1.830,3	1.195,2	1.463,5	1.383,4
Λοιποί τομείς	715,9	796,0	1.414,2	528,5	1.037,3	1.210,8
<b>II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1 - II.2)</b>	<b>914,5</b>	<b>353,2</b>	<b>679,8</b>	<b>166,3</b>	<b>214,0</b>	<b>1.331,6</b>
<b>II.1 Εισπράξεις</b>	<b>1.133,8</b>	<b>1.007,4</b>	<b>1.178,7</b>	<b>511,9</b>	<b>641,8</b>	<b>1.645,0</b>
Γενική κυβέρνηση	1.040,2	627,5	1.023,0	302,7	508,7	1.500,1
Λοιποί τομείς	93,6	379,8	155,8	209,1	133,2	144,9
<b>II.2 Πληρωμές</b>	<b>219,3</b>	<b>654,2</b>	<b>498,9</b>	<b>345,5</b>	<b>427,8</b>	<b>313,4</b>
Γενική κυβέρνηση	3,0	4,1	4,9	2,1	3,0	3,3
Λοιποί τομείς	216,3	650,1	494,0	343,4	424,8	310,1
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ( I + II)</b>	<b>-2.491,7</b>	<b>-4.879,1</b>	<b>-2.045,6</b>	<b>-1.191,0</b>	<b>123,9</b>	<b>-7.280,6</b>
<b>III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ ( III.A+III.B+III.Γ+III.Δ )</b>	<b>-1.949,1</b>	<b>-3.923,7</b>	<b>-2.247,0</b>	<b>-1.216,6</b>	<b>-542,6</b>	<b>-6.495,3</b>
<b>III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-2.935,8</b>	<b>-2.960,7</b>	<b>-3.910,5</b>	<b>-2.296,8</b>	<b>-2.462,4</b>	<b>-1.921,3</b>
Απαιτήσεις	143,0	437,8	562,4	281,1	409,0	494,7
Υποχρεώσεις	3.078,8	3.398,5	4.472,9	2.577,9	2.871,4	2.416,1
<b>III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ<sup>1</sup></b>	<b>-20.117,7</b>	<b>73,8</b>	<b>24.231,5</b>	<b>-3.780,3</b>	<b>20.941,1</b>	<b>42.733,5</b>
Απαιτήσεις	-19.392,1	1.377,7	25.927,1	-501,7	24.994,8	34.051,7
Υποχρεώσεις	725,7	1.303,9	1.695,6	3.278,6	4.053,6	-8.681,8
<b>III.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>20.986,4</b>	<b>-966,8</b>	<b>-22.652,0</b>	<b>5.013,5</b>	<b>-18.963,4</b>	<b>-48.417,5</b>
Απαιτήσεις	-11.744,7	-3.050,8	-3.605,6	-4.249,9	-1.959,1	2.385,8
Υποχρεώσεις	-32.731,0	-2.084,0	19.046,4	-9.263,4	17.004,3	50.803,3
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	5.693,7	19.555,0	-4.444,8	20.001,4	-1.966,0	-492,5
<b>III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>2</sup></b>	<b>118,0</b>	<b>-70,0</b>	<b>84,0</b>	<b>-153,0</b>	<b>-58,0</b>	<b>1.110,1</b>
<b>IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ( I + II - III + IV=0)</b>	<b>542,5</b>	<b>955,4</b>	<b>-201,3</b>	<b>-25,6</b>	<b>-666,5</b>	<b>785,3</b>
<b>ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>2</sup></b>	<b>6.509</b>	<b>6.625</b>	<b>7.571</b>	<b>6.169</b>	<b>7.537</b>	<b>9.635</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

2 Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χρυσό, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα "ειδικά τραπεζικά δικαιώματα" και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε 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.



**Πίνακας 3 Ελλάδα: ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI,<sup>1,3</sup> κατά νόμισμα και κατά κατηγορία**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων/ρέπος	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία		
		Καταθέσεις/ρέπος σε ευρώ <sup>2</sup>	Καταθέσεις/ρέπος σε λοιπά νομίσματα	Όψεως <sup>2</sup>	Ταμειυτηρίου	Προθεσμίας/ρέπος
2016	121.381	115.112	6.269	26.183	50.274	44.924
2017	126.346	120.239	6.107	28.286	50.702	47.358
2018	134.489	127.865	6.624	32.261	52.535	49.693
2019	143.123	136.392	6.730	36.552	57.509	49.062
2016	Ιαν.	122.228	116.105	6.124	21.853	51.161
	Φεβρ.	121.687	115.528	6.159	22.017	50.935
	Μάρτ.	121.469	115.493	5.976	22.400	50.859
	Απρ.	121.426	115.405	6.021	21.518	51.474
	Μάιος	121.703	115.510	6.194	23.073	50.872
	Ιούν.	122.743	116.363	6.380	24.094	50.648
	Ιούλ.	122.579	116.362	6.217	23.192	50.248
	Αύγ.	123.895	117.571	6.324	24.253	50.074
	Σεπτ.	123.472	117.364	6.107	24.248	49.587
	Οκτ.	124.632	118.536	6.095	24.370	50.026
	Νοέμ.	124.804	118.580	6.224	24.767	49.504
	Δεκ.	121.381	115.112	6.269	26.183	50.274
2017	Ιαν.	119.745	113.507	6.238	24.949	49.640
	Φεβρ.	119.073	112.884	6.189	24.375	49.492
	Μάρτ.	119.307	113.149	6.158	25.072	48.999
	Απρ.	118.994	112.964	6.030	24.518	49.449
	Μάιος	119.415	113.420	5.995	25.073	49.072
	Ιούν.	120.426	114.449	5.977	26.281	49.403
	Ιούλ.	121.250	115.399	5.851	26.413	49.294
	Αύγ.	122.609	116.716	5.893	27.145	49.513
	Σεπτ.	122.577	116.676	5.901	27.468	49.272
	Οκτ.	123.682	117.680	6.003	27.307	49.415
	Νοέμ.	123.868	117.823	6.045	27.286	49.197
	Δεκ.	126.346	120.239	6.107	28.286	50.702
2018	Ιαν.	124.763	118.817	5.946	27.295	49.815
	Φεβρ.	124.915	118.866	6.049	26.754	50.060
	Μάρτ.	126.017	120.025	5.992	27.267	50.407
	Απρ.	126.980	120.960	6.020	27.541	50.283
	Μάιος	128.063	121.849	6.214	28.667	50.215
	Ιούν.	129.434	123.065	6.369	29.499	50.481
	Ιούλ.	130.238	124.005	6.232	29.872	50.537
	Αύγ.	131.572	125.300	6.272	30.453	50.872
	Σεπτ.	131.710	125.220	6.489	30.632	50.929
	Οκτ.	131.482	125.089	6.394	30.344	51.088
	Νοέμ.	131.383	125.001	6.382	30.232	51.085
	Δεκ.	134.489	127.865	6.624	32.261	52.535
2019	Ιαν.	132.930	126.412	6.517	30.856	52.107
	Φεβρ.	132.182	125.789	6.393	29.900	52.329
	Μάρτ.	133.284	127.012	6.272	30.462	52.606
	Απρ.	134.687	128.357	6.330	31.289	53.404
	Μάιος	135.273	129.079	6.194	31.372	53.331
	Ιούν.	136.933	130.711	6.222	32.753	53.885
	Ιούλ.	138.636	132.403	6.233	33.933	54.051
	Αύγ.	139.711	133.426	6.285	34.271	54.558
	Σεπτ.	139.166	132.741	6.425	34.562	55.145
	Οκτ.	139.691	133.371	6.321	34.548	56.035
	Νοέμ.	139.596	133.105	6.491	34.605	56.219
	Δεκ.	143.123	136.392	6.730	36.552	57.509
2020	Ιαν.	141.149	134.687	6.462	35.309	57.217
	Φεβρ.	142.240	135.822	6.418	35.666	57.708
	Μάρτ.	145.088	138.288	6.800	38.465	59.404
	Απρ.	146.565	139.748	6.817	38.625	60.997
	Μάιος	148.136	141.439	6.697	40.167	60.971
	Ιούν.	148.550	141.770	6.780	41.163	61.263
	Ιούλ.	151.496	145.016	6.480	43.178	61.761
	Αύγ.	151.877	145.479	6.398	43.429	62.129
	Σεπτ.	153.137	146.479	6.658	44.805	62.511
	Οκτ.	155.672	149.072	6.600	46.106	63.867

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα ιδρύματα έκδοσης ηλεκτρονικού χρήματος.

2 Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.

3 Από το Δεκέμβριο του 2016 στα στοιχεία των καταθέσεων δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων λόγω της αναταξινόμησής του από το χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

**Πίνακας 4 Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου**

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	30 ετών	
2016	9,47	10,06	8,19	8,36	8,35	8,20	7,77	
2017	5,05	4,36	5,93	5,98	6,62	6,72	6,50	
2018	1,53	3,30	3,90	4,19	4,70	4,93	5,02	
2019	1,22	1,64	2,07	2,59	3,04	3,33	3,50	
2016	Ιαν.	11,52	10,18		9,08	9,08	8,95	8,42
	Φεβρ.	12,67	13,00		10,41	9,83	9,39	8,80
	Μάρτ.	9,52	10,23		9,12	8,85	8,56	8,10
	Απρ.	11,10	10,24		9,03	8,82	8,64	8,18
	Μάιος	8,64	7,92		7,64	7,71	7,65	7,26
	Ιούν.	8,80	8,81		7,92	7,89	7,79	7,41
	Ιούλ.	9,20		8,36	7,99	7,98	7,79	7,42
	Αύγ.	8,93		8,45	8,19	8,10	7,91	7,53
	Σεπτ.	9,19		8,77	8,34	8,38	8,17	7,70
	Οκτ.	8,91		8,83	8,33	8,51	8,35	7,86
	Νοέμ.	7,34		7,56	7,33	7,59	7,65	7,32
	Δεκ.	7,82		7,14	6,94	7,41	7,53	7,22
2017	Ιαν.	7,27		7,19	7,04	7,50	7,60	7,27
	Φεβρ.	9,04		7,78	7,52	8,00	8,00	7,65
	Μάρτ.	8,12		7,42	7,17	7,68	7,62	7,28
	Απρ.	7,30		6,91	6,70	7,12	7,07	6,78
	Μάιος	5,59		5,87	5,86	6,47	6,54	6,31
	Ιούν.	4,77		5,68	5,76	6,41	6,53	6,32
	Ιούλ.	3,52	4,55	5,09	5,33	6,26	6,49	6,30
	Αύγ.	3,25	4,61	5,23	5,55	6,49	6,70	6,50
	Σεπτ.	2,92	4,51	5,11	5,56	6,40	6,62	6,42
	Οκτ.	3,12	4,58	5,15	5,59	6,31	6,49	6,31
	Νοέμ.	2,98	4,16	4,76	5,22	5,87	5,97	5,80
	Δεκ.	2,69	3,75	4,97	4,44	4,90	5,03	5,09
2018	Ιαν.	1,45	3,10	4,14	3,79	4,23	4,31	4,46
	Φεβρ.	1,69	3,40	4,03	4,14	4,68	4,76	4,86
	Μάρτ.	1,45	3,51	3,95	4,27	4,72	4,96	5,05
	Απρ.		3,16	3,67	4,04	4,50	4,68	4,80
	Μάιος		3,33	3,93	4,29	4,74	4,94	5,03
	Ιούν.		3,62	4,02	4,39	4,85	5,01	5,09
	Ιούλ.		2,94	3,42	3,88	4,48	4,71	4,82
	Αύγ.		3,18	3,78	4,18	4,79	5,12	5,18
	Σεπτ.		3,22	3,76	4,17	4,82	5,17	5,23
	Οκτ.		3,41	4,03	4,37	4,86	5,19	5,24
	Νοέμ.		3,40	4,10	4,42	4,95	5,23	5,30
	Δεκ.		3,28	3,98	4,28	4,76	5,07	5,15
2019	Ιαν.	2,89	3,12	3,86	4,21	4,70	4,96	5,05
	Φεβρ.	2,38	3,13	3,46	3,84	4,40	4,68	4,80
	Μάρτ.	2,04	2,69	3,08	3,76	4,22	4,53	4,66
	Απρ.	1,72	2,28	2,66	3,42	3,85	4,17	4,35
	Μάιος	1,63	2,17	2,59	3,37	3,82	4,13	4,32
	Ιούν.	1,18	1,48	1,80	2,67	3,02	3,30	3,55
	Ιούλ.	0,73	1,15	1,51	2,16	2,61	2,82	3,05
	Αύγ.	0,73	1,13	1,67	1,98	2,40	2,72	2,89
	Σεπτ.	0,45	0,81	1,22	1,50	1,89	2,18	2,38
	Οκτ.	0,35	0,62	1,01	1,34	1,83	2,11	2,28
	Νοέμ.	0,32	0,51	0,92	1,36	1,83	2,16	2,34
	Δεκ.	0,25	0,54	1,00	1,42	1,88	2,21	2,36
2020	Ιαν.	0,15	0,45	0,88	1,34	1,78	2,08	2,24
	Φεβρ.	0,16	0,36	0,69	1,07	1,60	1,72	1,83
	Μάρτ.	1,30	1,54	1,71	1,97	2,13	2,25	2,33
	Απρ.	1,27	1,63	1,84	2,05	2,07	2,13	2,30
	Μάιος	1,07	1,34	1,76	1,93	1,98	2,07	2,18
	Ιούν.	0,39	0,61	1,05	1,32	1,45	1,56	1,69
	Ιούλ.	0,23	0,37	0,86	1,14	1,26	1,40	1,53
	Αύγ.	0,13	0,27	0,80	1,08	1,27	1,46	1,57
	Σεπτ.	0,14	0,25	0,76	1,08	1,27	1,42	1,55
	Οκτ.	0,07	0,23	0,57	0,90	1,07	1,14	1,26

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI<sup>1,2</sup>

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχιακά διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Επιχειρήσεις							Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις					Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα		
	Γενικό σύνολο	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις						Λοιπά χρημ/τικά ιδρύματα και ασφαλιστικές επιχειρήσεις	Σύνολο	Στεγαστικά δάνεια	Καταναλωτικά δάνεια	Λοιπά			
		Σύνολο	Σύνολο <sup>1</sup>	Βιομηχανία	Εμπόριο	Κατασκευές	εκ των οποίων								
2016	195.160	94.581	87.502	20.024	18.637	9.759	7.079	13.128	87.451	61.397	24.651	1.403			
2017	183.968	88.887	82.114	18.485	17.892	8.946	6.773	12.773	82.309	58.812	22.249	1.247			
2018	170.291	82.707	76.379	17.210	16.339	7.807	6.328	11.280	76.304	56.766	18.507	1.030			
2019	154.188	73.886	67.349	16.516	15.513	7.310	6.537	10.532	69.769	52.707	16.154	908			
2016	Ιαν.	203.540	96.081	89.051	20.901	18.813	10.152	7.031	13.373	94.086	67.162	25.457	1.468		
	Φεβρ.	203.213	96.104	89.072	20.868	18.839	10.147	7.033	13.367	93.742	66.838	25.434	1.469		
	Μάρτ.	202.553	95.873	88.887	20.796	18.926	10.223	6.986	13.353	93.328	66.605	25.353	1.369		
	Απρ.	202.139	95.734	88.805	20.810	18.884	10.197	6.929	13.300	93.104	66.395	25.338	1.371		
	Μάιος	201.869	95.800	88.866	20.987	18.789	10.166	6.934	13.282	92.787	66.133	25.305	1.350		
	Ιούν.	202.005	96.033	88.887	20.882	18.855	10.213	7.146	13.291	92.681	66.058	25.270	1.353		
	Ιούλ.	201.382	95.662	88.655	20.734	18.904	10.121	7.008	13.259	92.461	65.867	25.244	1.350		
	Αύγ.	200.112	94.780	87.841	20.388	18.728	10.061	6.939	13.218	92.114	65.555	25.212	1.348		
	Σεπτ.	199.555	94.477	87.340	20.197	18.716	9.917	7.137	13.175	91.903	65.383	25.179	1.341		
	Οκτ.	199.167	94.430	87.504	20.415	18.641	9.712	6.926	13.137	91.600	65.247	24.953	1.400		
	Νοέμ.	199.485	94.963	87.915	20.427	18.561	9.852	7.049	13.189	91.332	65.007	24.925	1.400		
	Δεκ.	195.160	94.581	87.502	20.024	18.637	9.759	7.079	13.128	87.451	61.397	24.651	1.403		
2017	Ιαν.	193.986	93.782	86.897	19.831	18.563	9.720	6.885	13.111	87.094	61.230	24.464	1.400		
	Φεβρ.	194.048	93.956	87.008	19.769	18.557	9.728	6.948	13.086	87.007	61.085	24.525	1.397		
	Μάρτ.	193.033	93.431	86.714	19.518	18.904	9.443	6.717	13.080	86.523	60.852	24.342	1.328		
	Απρ.	193.218	93.896	87.235	19.502	18.933	9.402	6.661	13.080	86.243	60.644	24.272	1.327		
	Μάιος	192.314	93.150	86.389	19.347	18.630	9.556	6.762	13.142	86.022	60.446	24.252	1.325		
	Ιούν.	190.797	92.119	85.538	18.805	18.559	9.515	6.580	13.116	85.563	60.263	23.971	1.328		
	Ιούλ.	189.185	91.029	84.038	18.484	18.376	9.277	6.992	13.079	85.077	59.819	23.942	1.316		
	Αύγ.	187.358	89.715	82.613	18.227	18.073	8.994	7.102	12.948	84.695	59.592	23.815	1.287		
	Σεπτ.	186.984	89.557	82.621	18.183	18.146	9.021	6.936	12.949	84.478	59.444	23.747	1.286		
	Οκτ.	186.348	89.283	82.622	18.260	18.034	9.042	6.661	12.875	84.190	59.205	23.700	1.284		
	Νοέμ.	184.959	89.047	82.468	18.346	17.892	9.006	6.579	12.823	83.089	58.992	22.812	1.284		
	Δεκ.	183.968	88.887	82.114	18.485	17.892	8.946	6.773	12.773	82.309	58.812	22.249	1.247		
2018	Ιαν.	182.833	88.101	81.431	18.333	17.751	8.931	6.670	12.740	81.991	58.641	22.206	1.144		
	Φεβρ.	182.577	87.999	81.283	18.201	17.812	8.906	6.716	12.710	81.868	58.556	22.174	1.139		
	Μάρτ.	180.335	87.550	80.745	18.012	17.749	8.767	6.805	12.307	80.478	58.215	21.243	1.021		
	Απρ.	179.135	86.649	80.120	17.971	17.616	8.735	6.529	12.298	80.189	57.967	21.206	1.015		
	Μάιος	179.328	86.734	80.234	17.852	17.529	8.783	6.500	12.311	80.283	58.022	21.171	1.089		
	Ιούν.	178.871	86.638	80.062	17.954	17.474	8.611	6.576	12.266	79.967	57.780	21.002	1.186		
	Ιούλ.	177.556	85.612	79.140	17.806	17.216	8.549	6.473	12.209	79.734	57.566	20.878	1.291		
	Αύγ.	177.437	85.544	79.048	17.792	17.197	8.531	6.496	12.200	79.693	57.591	20.856	1.246		
	Σεπτ.	176.987	85.443	78.890	17.771	17.049	8.511	6.554	12.156	79.388	57.396	20.769	1.223		
	Οκτ.	174.900	84.298	77.966	17.298	16.803	8.391	6.333	12.004	78.597	57.175	20.261	1.161		
	Νοέμ.	173.469	83.241	76.898	17.136	16.758	7.936	6.343	11.883	78.346	57.017	20.273	1.056		
	Δεκ.	170.291	82.707	76.379	17.210	16.339	7.807	6.328	11.280	76.304	56.766	18.507	1.030		
2019	Ιαν.	169.418	82.259	76.123	17.150	16.322	7.755	6.136	11.223	75.935	56.488	18.448	999		
	Φεβρ.	169.850	82.885	76.642	17.102	16.364	7.741	6.242	11.213	75.752	56.336	18.406	1.009		
	Μάρτ.	162.264	75.602	69.242	16.948	16.363	7.643	6.360	11.198	75.464	56.154	18.317	993		
	Απρ.	161.476	75.261	69.184	16.870	16.223	7.601	6.077	11.140	75.074	55.792	18.261	1.021		
	Μάιος	161.158	75.112	69.001	16.788	16.212	7.604	6.111	11.140	74.906	55.635	18.235	1.036		
	Ιούν.	161.240	75.648	69.176	16.801	16.153	7.584	6.473	11.100	74.492	55.346	18.139	1.007		
	Ιούλ.	160.332	75.093	68.580	16.711	15.933	7.497	6.513	11.038	74.202	55.091	18.119	992		
	Αύγ.	159.898	74.911	68.447	16.733	15.885	7.650	6.464	11.001	73.986	54.944	18.053	989		
	Σεπτ.	157.279	74.650	68.171	16.670	15.856	7.674	6.479	10.996	71.633	53.505	17.149	979		
	Οκτ.	156.625	74.553	68.015	16.641	15.776	7.613	6.537	10.882	71.190	53.208	17.029	953		
	Νοέμ.	155.584	74.673	68.102	16.673	15.773	7.587	6.571	10.699	70.212	52.953	16.333	925		
	Δεκ.	154.188	73.884	67.348	16.516	15.513	7.310	6.537	10.532	69.771	52.707	16.156	908		
2020	Ιαν.	153.426	73.826	67.552	16.459	15.599	7.278	6.274	10.155	69.445	52.515	16.120	810		
	Φεβρ.	153.739	74.341	67.999	16.622	15.698	7.066	6.341	10.150	69.248	52.356	16.083	809		
	Μάρτ.	147.697	72.692	66.187	16.564	15.300	6.435	6.505	8.536	66.469	50.501	15.220	747		
	Απρ.	147.694	72.993	66.679	16.878	15.337	6.449	6.314	8.507	66.194	50.350	15.095	749		
	Μάιος	147.898	73.396	67.041	17.206	15.308	6.437	6.354	8.514	65.988	50.175	15.064	750		
	Ιούν.	147.606	73.315	66.974	16.908	15.309	6.392	6.341	8.532	65.758	50.064	15.090	604		
	Ιούλ.	147.577	73.487	67.351	16.954	15.484	6.254	6.135	8.621	65.469	49.761	15.094	614		
	Αύγ.	147.721	73.770	67.603	17.028	15.474	6.295	6.167	8.639	65.311	49.623	15.074	614		
	Σεπτ.	147.586	73.916	67.831	17.022	15.574	6.234	6.085	8.604	65.066	49.422	15.037	606		
	Οκτ.	147.277	73.861	67.902	17.161	15.514	6.247	5.959	8.586	64.830	49.312	14.952	566		

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια, οι τοποθετήσεις των NXI σε εταιρικά ομόλογα και τα τιτλοποιημένα δάνεια τη διαχείριση των οποίων διενεργούν τα πιστωτικά ιδρύματα.

2 Από το Δεκέμβριο του 2016 στα στοιχεία της χρηματοδότησης δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων λόγω της αναταξινόμησής του από το χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

3 Από το Μάρτιο του 2019, τα δάνεια προς τις ναυτιλιακές εταιρίες με καταστατική έδρα στο εξωτερικό δεν περιλαμβάνονται πλέον στη χρηματοδότηση της εγχώριας οικονομίας αλλά αναταξινόμηθηκαν στις λοιπές χώρες.

Πίνακας 6 Ελλάδα: τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Τέλος περιόδου	Καταθέσεις από νοικοκυριά			Καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις			Μέσο επιτόκιο όλων των καταθέσεων
	Μίας ημέρας <sup>1,2</sup>		Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας <sup>2</sup>		Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	
	Σύνολο	εκ των οποίων Απλού ταμειυτηρίου <sup>2</sup>		Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος		
2016		0,13	0,09	0,84	0,19	0,94	0,42
2017		0,09	0,06	0,64	0,15	0,82	0,30
2018		0,09	0,05	0,59	0,15	0,90	0,29
2019		0,09	0,05	0,51	0,15	0,69	0,25
2016	Ιαν.	0,15	0,11	1,01	0,21	1,10	0,55
	Φεβρ.	0,15	0,11	0,91	0,20	0,98	0,49
	Μάρτ.	0,15	0,11	0,88	0,21	0,96	0,48
	Απρ.	0,13	0,10	0,87	0,22	0,95	0,45
	Μάιος	0,11	0,08	0,85	0,21	0,96	0,43
	Ιούν.	0,12	0,08	0,86	0,20	1,00	0,42
	Ιούλ.	0,12	0,08	0,86	0,19	0,96	0,42
	Αύγ.	0,12	0,08	0,87	0,20	0,96	0,42
	Σεπτ.	0,12	0,08	0,79	0,18	0,89	0,38
	Οκτ.	0,12	0,08	0,76	0,18	0,86	0,37
	Νοέμ.	0,12	0,08	0,71	0,17	0,83	0,35
	Δεκ.	0,10	0,07	0,70	0,13	0,85	0,32
2017	Ιαν.	0,09	0,06	0,69	0,14	0,83	0,32
	Φεβρ.	0,09	0,06	0,67	0,15	0,80	0,31
	Μάρτ.	0,09	0,06	0,66	0,18	0,82	0,31
	Απρ.	0,09	0,06	0,68	0,16	0,86	0,31
	Μάιος	0,09	0,06	0,64	0,15	0,81	0,30
	Ιούν.	0,09	0,06	0,61	0,14	0,80	0,29
	Ιούλ.	0,09	0,06	0,63	0,14	0,75	0,29
	Αύγ.	0,09	0,06	0,62	0,14	0,78	0,29
	Σεπτ.	0,09	0,06	0,62	0,13	0,79	0,29
	Οκτ.	0,09	0,06	0,63	0,17	0,84	0,30
	Νοέμ.	0,10	0,06	0,60	0,17	0,84	0,29
	Δεκ.	0,10	0,06	0,60	0,16	0,93	0,29
2018	Ιαν.	0,09	0,06	0,61	0,16	0,95	0,29
	Φεβρ.	0,09	0,06	0,59	0,15	0,94	0,28
	Μάρτ.	0,09	0,06	0,62	0,14	0,95	0,29
	Απρ.	0,09	0,06	0,62	0,17	0,94	0,29
	Μάιος	0,09	0,06	0,58	0,16	0,89	0,28
	Ιούν.	0,09	0,05	0,60	0,14	0,91	0,28
	Ιούλ.	0,09	0,05	0,62	0,14	0,90	0,30
	Αύγ.	0,09	0,05	0,59	0,14	0,88	0,28
	Σεπτ.	0,09	0,05	0,60	0,15	0,88	0,29
	Οκτ.	0,09	0,05	0,58	0,16	0,82	0,28
	Νοέμ.	0,09	0,05	0,57	0,16	0,83	0,28
	Δεκ.	0,09	0,05	0,58	0,14	0,87	0,28
2019	Ιαν.	0,09	0,05	0,61	0,14	0,84	0,29
	Φεβρ.	0,09	0,05	0,58	0,16	0,83	0,28
	Μάρτ.	0,09	0,05	0,58	0,17	0,83	0,28
	Απρ.	0,09	0,05	0,60	0,17	0,79	0,28
	Μάιος	0,09	0,05	0,55	0,17	0,77	0,27
	Ιούν.	0,09	0,05	0,56	0,16	0,71	0,27
	Ιούλ.	0,09	0,05	0,57	0,13	0,73	0,27
	Αύγ.	0,09	0,05	0,54	0,14	0,69	0,26
	Σεπτ.	0,09	0,05	0,45	0,16	0,59	0,23
	Οκτ.	0,09	0,06	0,39	0,15	0,51	0,20
	Νοέμ.	0,09	0,06	0,36	0,15	0,46	0,19
	Δεκ.	0,08	0,04	0,35	0,12	0,50	0,18
2020	Ιαν.	0,07	0,04	0,33	0,11	0,40	0,17
	Φεβρ.	0,04	0,03	0,31	0,12	0,35	0,14
	Μάρτ.	0,04	0,03	0,29	0,12	0,29	0,14
	Απρ.	0,04	0,03	0,28	0,11	0,25	0,13
	Μάιος	0,05	0,03	0,28	0,10	0,23	0,13
	Ιούν.	0,05	0,03	0,26	0,10	0,22	0,12
	Ιούλ.	0,05	0,03	0,25	0,08	0,20	0,11
	Αύγ.	0,05	0,03	0,26	0,07	0,19	0,11
	Σεπτ.	0,05	0,03	0,24	0,07	0,15	0,11
	Οκτ.	0,05	0,03	0,24	0,06	0,12	0,10

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και των καταθέσεων απλού ταμειυτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

**Πίνακας 7 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 ιδιώτες και ιδιωτικά ιδρύματα <sup>1</sup>					Δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>				
	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια			Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος		Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος				
	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>1,2</sup>	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο κατ'ών δανείων με καθορισμένη διάρκεια	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ	Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων	
2016	14,53	7,65	8,50	2,65	2,74	7,38	5,57	5,86	5,32	4,61	4,87	
2017	14,46	7,99	8,73	2,71	2,78	7,13	5,22	5,48	4,91	4,20	4,72	
2018	14,47	9,21	9,13	2,92	3,01	6,95	5,39	5,20	4,66	3,81	4,65	
2019	14,48	10,16	9,46	3,03	3,11	6,81	5,55	4,88	4,31	3,64	4,58	
2016	Ιαν.	14,61	7,93	8,94	2,35	2,44	7,47	5,60	6,04	5,33	4,86	4,97
	Φεβρ.	14,66	7,82	8,55	2,55	2,59	7,44	5,20	6,05	5,33	4,83	4,91
	Μάρτ.	14,66	7,74	8,52	2,62	2,65	7,39	5,94	6,00	5,21	3,99	4,68
	Απρ.	14,63	7,74	8,50	2,61	2,63	7,39	5,66	5,98	5,44	4,60	4,85
	Μάιος	14,59	6,99	7,99	2,75	2,76	7,35	5,85	5,86	5,46	4,71	4,84
	Ιούν.	14,48	7,64	8,51	2,69	2,69	7,32	5,37	5,82	5,29	4,74	4,87
	Ιούλ.	14,47	7,95	8,81	2,76	2,75	7,36	5,84	5,85	5,48	4,89	5,01
	Αύγ.	14,43	8,39	9,19	2,54	2,56	7,35	5,75	5,83	5,39	4,70	4,96
	Σεπτ.	14,42	7,66	8,40	2,75	2,82	7,38	5,56	5,80	5,41	3,96	4,71
	Οκτ.	14,47	7,48	8,29	2,69	3,06	7,39	5,44	5,76	5,52	4,91	5,01
	Νοέμ.	14,48	7,96	8,68	2,62	2,80	7,36	5,28	5,70	4,94	4,54	4,83
	Δεκ.	14,51	6,47	7,66	2,83	3,15	7,34	5,36	5,65	5,11	4,53	4,82
2017	Ιαν.	14,51	7,70	8,69	2,57	2,70	7,29	5,15	5,66	5,12	4,72	4,86
	Φεβρ.	14,54	7,56	8,36	2,67	2,73	7,28	4,76	5,67	4,94	3,89	4,53
	Μάρτ.	14,54	6,58	7,46	2,76	2,79	7,25	5,07	5,59	5,03	4,04	4,47
	Απρ.	14,52	8,05	8,68	2,69	2,70	7,24	4,91	5,58	4,57	4,69	4,74
	Μάιος	14,47	8,35	9,05	2,66	2,69	7,20	5,18	5,56	4,85	4,07	4,76
	Ιούν.	14,39	8,06	8,82	2,78	2,79	7,17	5,32	5,49	5,00	3,55	4,56
	Ιούλ.	14,36	8,49	9,21	2,65	2,66	7,09	4,78	5,45	4,93	4,23	4,73
	Αύγ.	14,34	8,52	9,26	2,81	2,81	7,06	5,52	5,42	5,03	4,23	4,82
	Σεπτ.	14,36	8,30	8,81	2,74	2,76	7,01	5,61	5,34	4,87	3,97	4,70
	Οκτ.	14,48	8,06	8,67	2,54	2,57	7,01	5,36	5,31	5,16	4,52	4,79
	Νοέμ.	14,51	8,58	9,14	2,67	2,92	6,98	5,58	5,33	4,69	4,16	4,79
	Δεκ.	14,56	7,64	8,56	2,99	3,29	6,99	5,45	5,35	4,69	4,36	4,91
2018	Ιαν.	14,59	8,48	9,10	2,78	2,88	6,97	5,11	5,36	5,17	4,84	5,03
	Φεβρ.	14,54	6,73	7,79	2,88	3,02	6,97	5,47	5,35	4,64	3,59	4,43
	Μάρτ.	14,68	7,63	8,38	2,69	2,73	6,99	5,64	5,33	4,64	3,84	4,52
	Απρ.	14,52	7,90	8,52	2,85	2,87	6,97	4,96	5,29	4,68	3,90	4,57
	Μάιος	14,45	9,51	9,22	2,93	2,94	6,97	5,16	5,25	4,67	3,30	4,46
	Ιούν.	14,38	8,46	8,67	2,97	2,98	7,00	5,73	5,24	4,65	3,27	4,39
	Ιούλ.	14,34	10,32	9,73	3,05	3,05	6,95	5,65	5,19	4,87	3,63	4,71
	Αύγ.	14,35	10,71	9,98	2,97	2,97	6,93	5,35	5,14	4,71	3,78	4,69
	Σεπτ.	14,32	10,81	9,90	3,00	3,02	6,91	5,18	5,13	4,45	3,81	4,75
	Οκτ.	14,47	8,82	8,78	2,90	2,95	6,93	5,47	5,09	4,64	4,99	4,98
	Νοέμ.	14,45	11,33	10,28	2,92	3,33	6,90	5,37	5,05	4,35	3,27	4,63
	Δεκ.	14,59	9,89	9,26	3,13	3,44	6,94	5,64	5,03	4,44	3,46	4,63
2019	Ιαν.	14,60	10,71	9,92	3,02	3,33	6,89	5,60	5,00	4,68	3,95	4,89
	Φεβρ.	14,58	8,66	8,69	3,05	3,14	6,88	5,53	4,98	4,45	3,72	4,57
	Μάρτ.	14,61	8,82	8,69	3,05	3,13	6,83	6,15	4,96	4,58	3,65	4,56
	Απρ.	14,58	9,88	9,22	3,08	3,15	6,81	6,06	4,95	4,58	4,50	4,93
	Μάιος	14,49	10,12	9,48	3,13	3,19	6,82	5,55	4,95	4,42	3,59	4,66
	Ιούν.	14,37	10,82	9,77	3,08	3,14	6,83	5,73	4,93	4,19	3,33	4,52
	Ιούλ.	14,34	10,41	9,68	3,22	3,25	6,80	5,57	4,91	4,22	3,41	4,57
	Αύγ.	14,32	10,39	9,65	3,12	3,16	6,78	6,07	4,87	4,08	3,77	4,68
	Σεπτ.	14,30	10,24	9,69	3,08	3,09	6,79	5,12	4,82	4,25	3,63	4,59
	Οκτ.	14,47	10,29	9,43	2,91	2,98	6,74	4,38	4,78	4,16	3,31	4,32
	Νοέμ.	14,51	10,69	9,70	2,84	2,89	6,73	5,65	4,70	4,00	3,33	4,34
	Δεκ.	14,60	10,94	9,64	2,78	2,93	6,76	5,25	4,74	4,14	3,51	4,34
2020	Ιαν.	14,62	11,18	9,85	2,72	2,86	6,73	5,16	4,70	4,08	3,37	4,36
	Φεβρ.	14,65	10,65	9,58	2,78	2,91	6,73	5,11	4,68	3,98	3,20	4,30
	Μάρτ.	14,67	10,67	9,67	2,65	2,75	6,82	5,44	4,61	4,12	2,81	4,06
	Απρ.	14,62	10,96	9,24	2,32	2,70	6,84	5,25	4,56	3,91	3,37	4,05
	Μάιος	14,53	11,82	10,80	2,66	2,93	6,81	5,86	4,56	3,81	2,77	4,23
	Ιούν.	14,40	11,01	9,53	2,59	2,86	6,78	5,65	4,57	3,62	2,75	4,05
	Ιούλ.	14,36	10,75	9,33	2,53	2,98	6,74	5,33	4,53	3,62	2,65	4,08
	Αύγ.	14,35	11,26	9,89	2,47	2,94	6,71	4,86	4,52	3,83	2,72	4,11
	Σεπτ.	14,32	11,05	9,90	2,43	2,93	6,73	5,40	4,50	3,57	2,42	3,92
	Οκτ.	14,49	11,08	9,69	2,49	2,86	6,69	6,13	4,42	4,44	2,69	4,10

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι επιβαρύνσεις.

2 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς νοικοκυριά μέσω πιστωτικών καρτών, των ανοικτών δανείων και των υπεραναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς.

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

4 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και των υπεραναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.







