



# Στρατηγική Ανάλυση

Οκτώβριος 2022

## Ελλάδα: Ανάκαμψη, ή μια νέα Ύφεση;

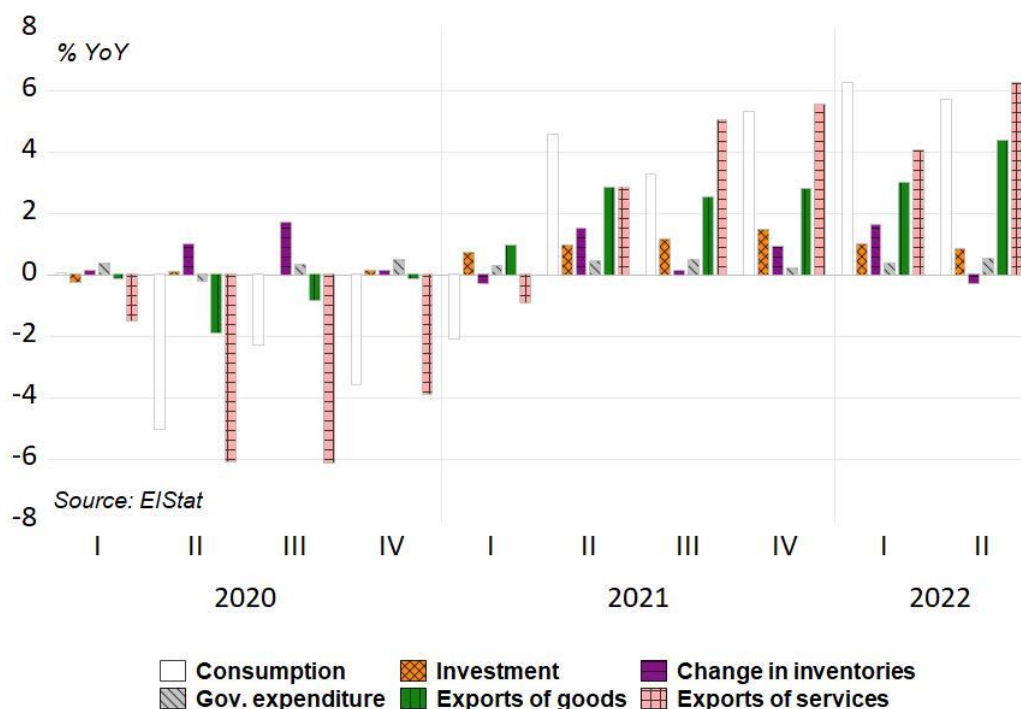
*Δημήτρης Παπαδημητρίου, Νίκος Ροδουσάκης, Gennaro Zezza*

Οκτώβριος 2022

Η ελληνική οικονομία συνέχισε την ταχεία ανάκαμψη που εμφάνισε το 2021 και στα δύο πρώτα τρίμηνα του 2022, ανακτώντας σημαντικό μέρος των απωλειών που προκλήθηκαν από την πανδημία Covid-19. Διάφοροι οικονομικοί δείκτες όπως οι εξαγωγές, οι λιανικές πωλήσεις και η μεταποιητική παραγωγή αυξάνονται, η ανεργία μειώνεται και μαζί με την ραγδαία αύξηση του ΑΕΠ αποτελούν αισιόδοξες προοπτικές για την εξέλιξή της. Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, σε σταθερές τιμές, αυξήθηκε κατά 7 τοις εκατό και είναι πλέον υψηλότερο από τα επίπεδα πριν από το ξέσπασμα της πανδημίας που ξεκίνησε το 2019. Οι πρώτες ανακοινώσεις της ΕΛΣΤΑΤ για το ΑΕΠ για το δεύτερο τρίμηνο του 2022 κάνουν λόγο για αύξηση της τάξης του 7,7 τοις εκατό σε σύγκριση με το δεύτερο τρίμηνο του 2021, συνεπώς μπορούμε να πούμε ότι έχουμε συνέχιση της ανάπτυξης αλλά με βραδύτερο ρυθμό σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο του 2022 (1,2 τοις εκατό). Παρά το γεγονός ότι το οικονομικό κλίμα είναι γενικά θετικό, υποδηλώνοντας την ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας, εξακολουθούν να υποβόσκουν οι άγνωστες επιπτώσεις της όλο και παρατεινόμενης πανδημίας και του συνεχιζόμενου πολέμου στην Ουκρανία, κυρίως, με τις πληθωριστικές πιέσεις που προκαλούνται λόγω της ενέργειας και των τροφίμων. Μια προσεκτική ανάλυση όμως αυτών των αισιόδοξων τάσεων λέει μια διαφορετική ιστορία, ένα τέτοιο παράδειγμα είναι π.χ. η μείωση της ανεργίας. Η απασχόληση, όπως αναφέρει χαρακτηριστικά η Σαλούρου (2022a), έχει αυξηθεί στις κατηγορίες ανειδίκευτων χαμηλών μισθών, ωθώντας πολλούς από τους ανέργους προς την αυτοαπασχόληση σε δραστηριότητες, όπως τις χαρακτηρίζει άλλωστε και η

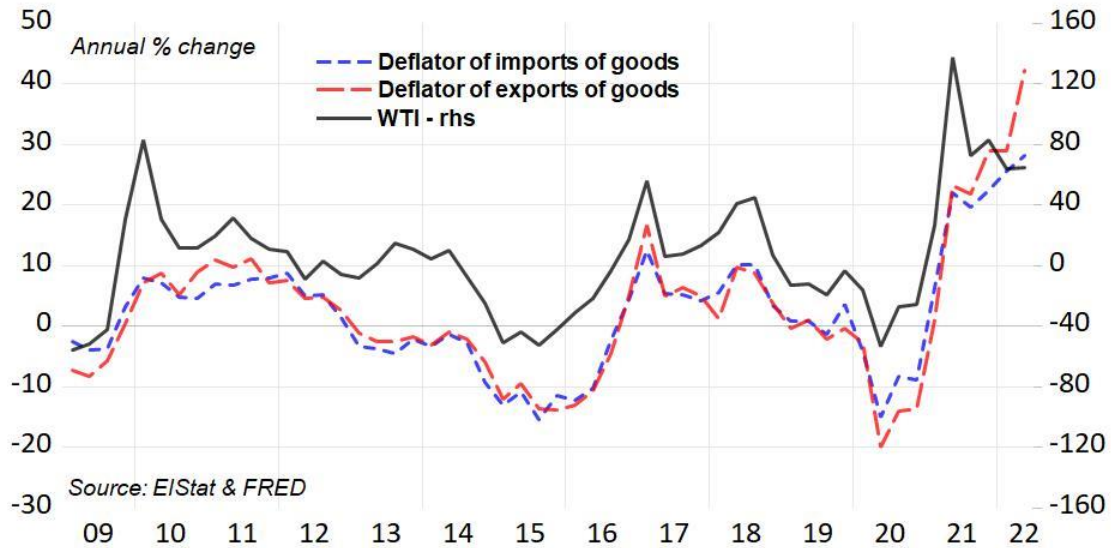
Δημόσια Υπηρεσία Απασχόλησης (ΔΥΠΑ-τ.ΟΑΕΔ), πολύ χαμηλής παραγωγικότητας και χαμηλής προστιθέμενης αξίας εργασίας. Επιπλέον, υπάρχει ανησυχία για την αξιοπιστία των στοιχείων για την ανεργία στην Ελλάδα, η οποία απορρέει από την πολύ μεγάλη διαφορά του αριθμού των ανέργων που αναφέρουν οι δύο κρατικοί φορείς που είναι αρμόδιοι για τις στατιστικές απασχόλησης/ανεργίας. Η πρόσφατη έκθεση της ΕΛΣΤΑΤ εκτιμά τους άνεργους σε 569.609, ενώ η ΔΥΠΑ τους υπολογίζει σε 944.000.

**Figure 1. Greece. Components of GDP: changes over previous year**



Σε αυτήν την έκθεση, εστιάζουμε στις προοπτικές της ανάκαμψης, αξιολογώντας κριτικά τις πρόσφατα δημοσιευμένες, και αισιόδοξες θα λέγαμε, προβλέψεις του ΔΝΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και, εν συνεχεία, παρέχουμε τις δικές μας προβλέψεις, οι οποίες έχουν πραγματοποιηθεί υποθέτοντας ότι τα έργα που χρηματοδοτούνται από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας θα πραγματοποιηθούν στην ώρα τους.

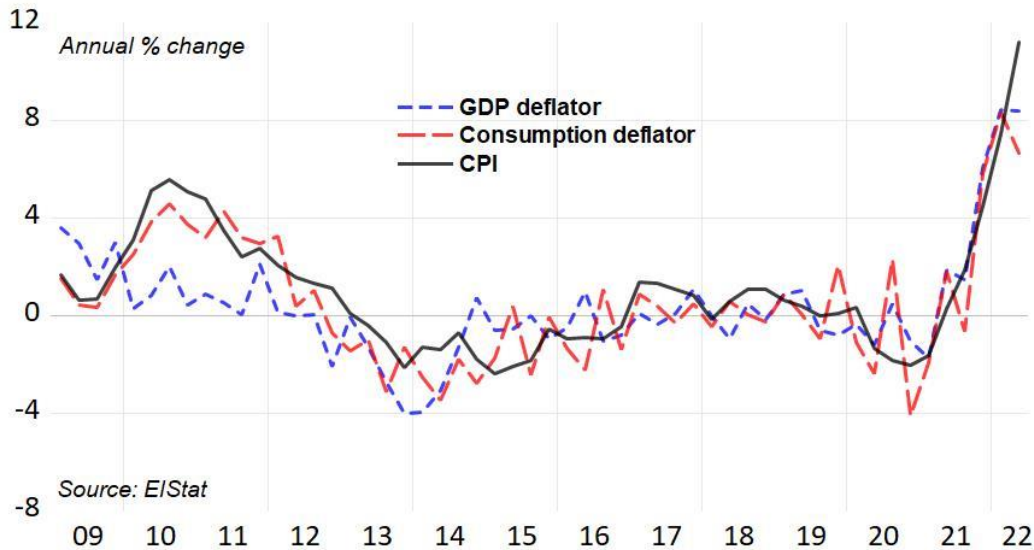
Figure 2. Price indices



Στο Σχήμα 1, απεικονίζουμε τις απόλυτες μεταβολές σε σχέση με το προηγούμενο έτος στις συνιστώσες του ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές. Η ύφεση που προκλήθηκε από την πανδημία φαίνεται ότι έληξε το πρώτο τρίμηνο του 2022, ενώ τα άλλα τρία τρίμηνα του περασμένου έτους όλα τα στοιχεία έχουν ανακάμψει στα προ-πανδημικά επίπεδα. Σημειώνουμε ότι η ανάλυση στο Σχήμα 1 είναι συγκρίσιμη με αυτές που παρουσιάσαμε σε προηγούμενες εκθέσεις μας: δεδομένου του πολύ χαμηλού επιπέδου πληθωρισμού έως το 2020 και ορισμένων αμφιβολιών σχετικά με τις διαδικασίες που υιοθέτησε η ΕΛΣΤΑΤ για την εκτίμηση των αποπληθωριστών του ΑΕΠ,<sup>1</sup> προτιμήσαμε αυτή τη φορά να αναλύσουμε τις συνιστώσες του ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές. Πρέπει να γίνει σαφές ότι η κατάσταση έχει πλέον αλλάξει, δεδομένου ότι μία από τις ανατρεπτικές συνέπειες της πανδημίας ήταν η αύξηση του κόστους μεταφοράς και της τιμής της ενέργειας – που επιδεινώθηκε από τις συνέπειες του πολέμου στην Ουκρανία – δημιουργώντας αυξήσεις στις τιμές των εισαγωγών και ως εκ τούτου υψηλό πληθωρισμό, όχι μόνο στην Ελλάδα, αλλά και στις περισσότερες δυτικές χώρες.

<sup>1</sup> Βλέπε Zezza et al. (2022).

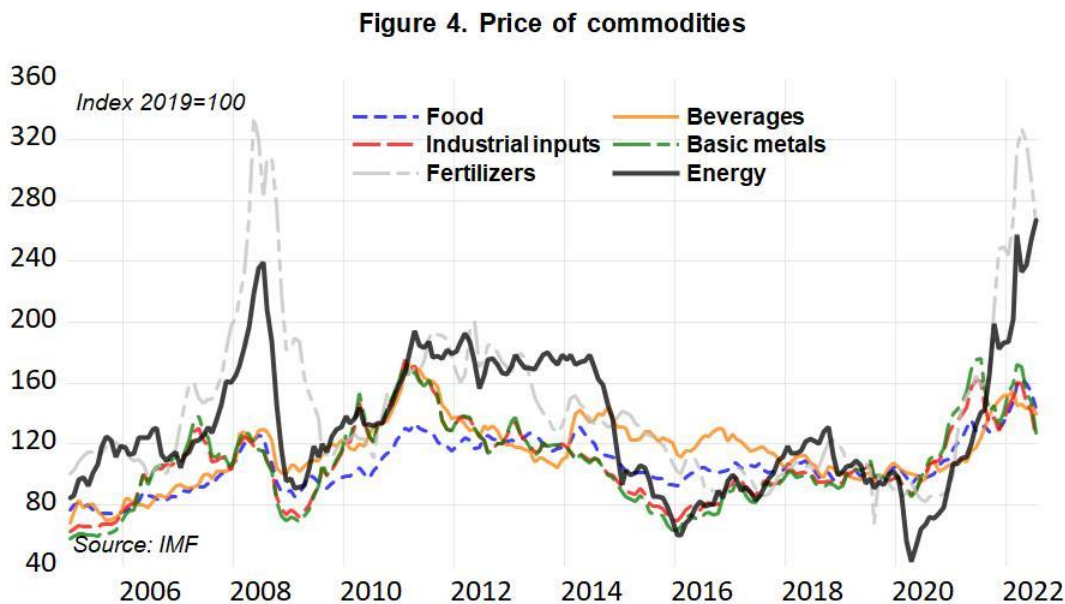
Figure 3. Greece. Price indices



Στο Σχήμα 2 καταγράφεται η σχέση μεταξύ της διεθνούς τιμής του πετρελαίου – όπως μετράται με τον μηνιαίο μέσο όρο της τιμής αργού πετρελαίου του West Texas Intermediate (WTI) – και των αποπληθωριστών για τις εξαγωγές και τις εισαγωγές αγαθών της Ελλάδας. Ο δείκτης WTI έλαβε την μέγιστη τιμή του τον Ιούνιο του 2022 στα 114,8 δολάρια το βαρέλι, από τα χαμηλά του των 16,5 δολαρίων τον Απρίλιο του 2020 κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Η τιμή του ήταν σαφώς χαμηλότερη τον Ιούλιο του 2022, στα 101,6 δολάρια το βαρέλι, γεγονός που πιθανώς να σηματοδοτεί μια αντιστροφή της επικρατούσας τάσης.

Το Σχήμα 2 δείχνει ξεκάθαρα ότι οι αποπληθωριστές για τις συνιστώσες του διεθνούς εμπορίου αγαθών από την μια έχουν πολύ χαμηλή μεταβλητότητα (αριστερός κάθετος άξονα, ενώ για το WTI βλέπε τον δεξιό άξονα) και από την άλλη πολύ ισχυρή συσχέτιση με τη δυναμική του WTI. Εάν η τάση αυτή όντως αντιστραφεί, τότε μπορούμε να περιμένουμε χαμηλότερο εισαγόμενο πληθωρισμό στο υπόλοιπο του 2022, αλλά και πάλι με νούμερα πολύ υψηλότερα από αυτά της δεκαετίας πριν από το ξέσπασμα της πανδημίας.

Ο εγχώριος πληθωρισμός, όπως αναμενόταν, επηρεάζεται από τον εισαγόμενο πληθωρισμό λόγω των υψηλών εισαγωγών της Ελλάδας, παρόλο που οι ρυθμοί αύξησης των εγχώριων τιμών φαίνεται να είναι χαμηλότεροι από εκείνες των εισαγωγών. Στο Σχήμα 3, αναφέρουμε τρεις διαφορετικούς δείκτες εγχώριων τιμών: τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ, τον αποπληθωριστή κατανάλωσης και τον δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ), ο τελευταίος εμφανίζει αύξηση 10,5 τοις εκατό αναφερόμενοι πάντα στο ίδιο τρίμηνο του 2021. Συγκρίνοντας, τώρα, τη δυναμική του ΔΤΚ προς τον αποπληθωριστή εισαγωγών, βλέπε τα Διαγράμματα 3 και 2, υπάρχουν κάποιες ομοιότητες με την αύξηση που εκδηλώθηκε γύρω στο 2009, ενώ



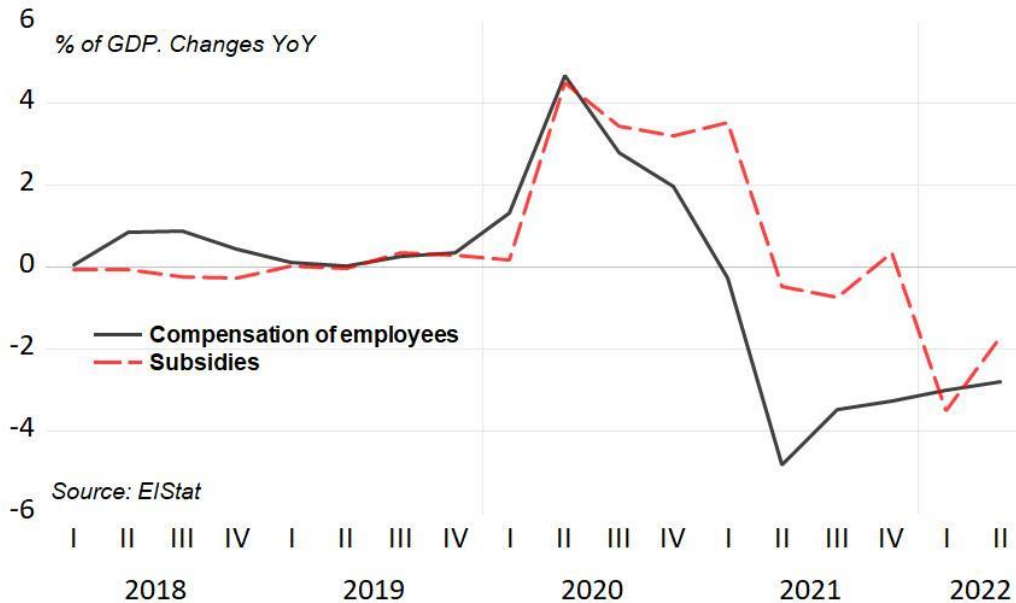
οι κινήσεις των τιμών από την αλλοδαπή την περίοδο 2016-7 δεν φαίνεται ότι είχαν εμφανή επίδραση στον εγχώριο πληθωρισμό.

Οι τιμές των εμπορευμάτων αυξάνονται επίσης, πιθανότατα λόγω του συνεχιζόμενου πόλεμου στην Ουκρανία. Ορισμένοι συγκεντρωτικοί δείκτες, που δημοσιεύονται από το ΔΝΤ, αναφέρονται στο Σχήμα 4, με το 2019 (την τελευταία περίοδο πριν από την πανδημία) ως έτος βάσης. Και πάλι, ενώ πράγματι οι περισσότεροι δείκτες τιμών είναι πάνω από τα επίπεδα του 2019, οι εγχώριες τιμές στην Ελλάδα δεν φαίνεται να αυξήθηκαν σε αντιστοιχία με τις τιμές των προηγούμενων περιόδων, έτσι ώστε η άνοδος του εγχώριου πληθωρισμού, η οποία σίγουρα ξεκίνησε με τους εξωτερικούς κραδασμούς που

αναφέρθηκαν παραπάνω, να μας κάνει να πιστεύουμε ότι είναι αποτέλεσμα και κάποιων άλλων παραγόντων – όπως είναι οι προσαυξήσεις των κερδών.

Ο εγχώριος πληθωρισμός μέχρι στιγμής δεν έχει κάνει έντονα την εμφάνισή του αλλά ούτε συνοδεύεται από μια αύξηση των μισθών: ο δείκτης μισθών που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ δείχνει μείωση

**Figure 5. Greece. Compensation of employees and subsidies**



περίπου 2 τοις εκατό το πρώτο τρίμηνο του 2022 έναντι του ίδιου τριμήνου του προηγούμενου έτους, γεγονός που καθιστά οικονομικά τα νοικοκυριά χαμηλού και μεσαίου εισοδήματος πιο ευάλωτα στα αυξανόμενα επίπεδα τιμών.

Αυτή η απόκλιση μεταξύ πληθωρισμού μισθών και τιμών επιβεβαιώνεται από την ανάλυση των μεταβολών στη κατανομή εισοδήματος, η οποία απεικονίζεται στο Σχήμα 5. Το μερίδιο των μισθών στο ΑΕΠ αυξήθηκε προσωρινά όταν το ΑΕΠ μειώθηκε λόγω του lockdown, ενώ πολλοί εργαζόμενοι διατήρησαν τους μισθούς τους, αλλά από εκεί και πέρα μειώνεται σταθερά από το 2021 έως σήμερα. Η μείωση των μισθών αντισταθμίστηκε εν μέρει από επιδοτήσεις και επιδόματα (οι οποίες σημειωτέων δεν προορίζονταν πάντα στους μισθωτούς) κατά τη διάρκεια της πανδημίας, αλλά αυτή η πολιτική δεν αναμένεται να συνεχιστεί. Το υπόλοιπο μέρος της εισοδηματικής πλευράς του ΑΕΠ - εκτός από τους έμμεσους φόρους - είναι το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα (συμπεριλαμβανομένου του μικτού

εισοδήματος), το οποίο έχει αυξηθεί κατά 4 τοις εκατό του ΑΕΠ μεταξύ 2020 και του δεύτερου τριμήνου του 2022. Με άλλα λόγια, σε μια περίοδο πληθωρισμού όπως αυτή που ζούμε, η αξία του ΑΕΠ θα αυξηθεί σε συμφωνία με το επίπεδο των τιμών και - εάν οι μισθοί δεν ακολουθήσουν την ίδια πορεία - η κατανομή του εισοδήματος θα ακολουθήσει το πρότυπο συμπεριφοράς που απεικονίζεται στο Σχήμα 5 τα τελευταία τρίμηνα.

Σε αυτό το πλαίσιο, το οποίο όπως είπαμε χαρακτηρίζεται από αβεβαιότητα, οι πρόσφατες προβλέψεις για την Ελλάδα που έγιναν από το ΔΝΤ, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και άλλους αναλυτές (Eurobank Research) φαίνονται, κατά την άποψή μας, κάπως προβληματικές.

Το πραγματικό ΑΕΠ προβλέπεται να αυξηθεί με ρυθμό μεταξύ 3,5 και 4 τοις εκατό το 2022, με μια επιβράδυνση το 2023, δηλαδή με ρυθμό 2,4-2,6 τοις εκατό. Αν και αυτές οι προβλέψεις μπορεί να μην είναι άστοχες, το μοντέλο στο οποίο βασίζονται προβλέπει, επίσης, μια ουσιαστική αντιστροφή της δημοσιονομικής πολιτικής, με μείωση του καθαρού κρατικού δανεισμού κατά 3 έως 4 τοις εκατό του ΑΕΠ το 2022 και επιπλέον 3 τοις εκατό του ΑΕΠ το 2023, ενώ το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών δεν προβλέπεται να βελτιωθεί ουσιαστικά, παραμένοντας, αντιθέτως, σε μεγάλο βαθμό αρνητικό.

**Πίνακας 1. Ελλάδα: εκτιμήσεις των βασικών δεικτών της οικονομίας από ΔΝΤ και Ευρωπαϊκή Επιτροπή**

	2020	2021	2022	2023
<b>ΔΝΤ (Απρίλιος 2022)</b>				
Πραγματικό ΑΕΠ (ρυθμός ανάπτυξης)	-9.0	8.3	3.5	2.6
Καθαρός Δανεισμός Δημοσίου (τοις εκατό του ΑΕΠ)	-10.9	-8.7	-4.8	-1.8
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (τοις εκατό του ΑΕΠ)	-7.3	-6.4	-6.3	-6.1
ΝΑΦΑ (τοις εκατό του ΑΕΠ)	3.5	2.3	-1.5	-4.3
<b>Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Άνοιξη 2022)</b>				
Πραγματικό ΑΕΠ (ρυθμός ανάπτυξης) (Καλοκαίρι)	-	8.3	4.0	2.4
Καθαρός Δανεισμός Δημοσίου (τοις εκατό του ΑΕΠ)	-10.9	-7.4	-4.3	-1.0

## Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών

(τοίς εκατό του ΑΕΠ)	-7.3	-8.3	-8.4	-6.4
NAFA (τοίς εκατό του ΑΕΠ)	3.5	-0.9	-4.1	-5.4

Όπως έχουμε συζητήσει πολλές φορές σε προηγούμενες εκθέσεις μας,<sup>2</sup> η καθαρή δανειακή θέση του ιδιωτικού τομέα - που ονομάζουμε καθαρή απόκτηση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων ή NAFA απεικονίζεται στον Πίνακα 1- πρέπει να αντικατοπτρίζει με λογιστικούς περιορισμούς το άθροισμα του καθαρού δανεισμού της κυβέρνησης συν το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Όταν η NAFA είναι αρνητική, ο ιδιωτικός τομέας στο σύνολό του πληρώνει στους άλλους τομείς περισσότερα από όσα λαμβάνει, και επομένως είτε εξαντλεί το απόθεμα χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων του είτε αυξάνει το απόθεμα χρέους του.

Στη συνέχεια θα συζητήσουμε αναλυτικότερα την δυναμική των συνιστωσών του ΑΕΠ και θα θέσουμε τις δικές μας παραδοχές για την εξέλιξη της οικονομίας μεσοπρόθεσμα.

## ΟΙ ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ

### *Κατανάλωση των Νοικοκυριών*

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, στο οποίο απεικονίζονται οι αλλαγές στις συνιστώσες του ΑΕΠ σε σχέση με τα αντίστοιχα τριμηνιαία στοιχεία από το 2020, η μεγαλύτερη συνεισφορά στην αύξηση του ΑΕΠ το πρώτο τρίμηνο του 2022 οφειλόταν στην αύξηση της κατανάλωσης των νοικοκυριών έναντι όλων των άλλων στοιχείων. Επιπλέον, τα πρόσφατα δημοσιευμένα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ υποδεικνύουν μια ακόμη αύξηση της κατανάλωσης κατά 2,1 τοίς εκατό το δεύτερο τρίμηνο του τρέχοντος έτους σε σχέση με το πρώτο, που σημειωτέων επίσης κατάφερε να ξεπεράσει τα επίπεδα του 2019. Ενώ, λοιπόν, οι οιωνοί της συνεχιζόμενης αύξησης για το υπόλοιπο του έτους είναι θετικοί, ειδικά με τη διαρκή χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής, υπάρχουν αντιφατικά μηνύματα από στοιχεία ερευνών και άλλα ανέκδοτα στοιχεία που δείχνουν ότι 7 στους 10 εργαζόμενοι του ιδιωτικού τομέα έχουν μειώσει την κατανάλωση βασικών ειδών διατροφής (Σαλούρου, 2022β) - χωρίς μέχρι στιγμής να λαμβάνονται υπόψη οι δυσκολίες που θα επιφέρουν οι δραματικές αυξήσεις των τιμών της ενέργειας και των ενεργειακά εξαρτώμενων

---

<sup>2</sup> Βλέπε Papadimitriou et al. (2022), μεταξύ άλλων.



αγαθών και υπηρεσιών.<sup>3</sup> Τον Ιούνιο, για να αναφέρουμε μερικά τέτοια μηνύματα, οι ετήσιες τιμές αυξάνονται, όπως αναφέρει η ΕΛΣΤΑΤ, κατά μέσο όρο 13 τοις εκατό για τα τρόφιμα, πάνω από 30 τοις εκατό για τα έξοδα κατοικίας και πάνω από 20 τοις εκατό για τις υπηρεσίες που σχετίζονται με τις μεταφορές. Ακόμα, πολλοί καταναλωτές παρατηρούν ότι τα συσκευασμένα αγαθά, ενώ διατηρούν την τιμή τους, έχουν μειώσει την ποσότητα που περιέχεται σε αυτά, επιβεβαιώνοντας κατά μία έννοια αυτό που έχει ονομαστεί ως το φαινόμενο της «συρρίκνωσης» ή «μείωσης του μεγέθους συσκευασίας». Τέλος, πρέπει να συμβιωθεί ότι, όπως είναι αναμενόμενο, οι επιδράσεις όλων των παραπάνω είναι διαφορετικές μεταξύ των νοικοκυριών χαμηλού και υψηλού εισοδήματος.<sup>4</sup>

### *Επενδύσεις*

Για το πρώτο τρίμηνο του 2022, ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου συνέχισε την ανοδική του πορεία που ξεκίνησε το τέταρτο τρίμηνο του 2021. Η ΕΛΣΤΑΤ ανέφερε πρόσφατα ότι οι ακαθάριστες επενδύσεις το δεύτερο τρίμηνο του 2022, αν και μειώθηκαν κατά 1,0 τοις εκατό σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο του 2022, αυξήθηκαν κατά 8,7 τοις εκατό σε σχέση με το ίδιο τρίμηνο το 2021. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, η αύξηση των επενδύσεων αποτέλεσε σημαντική κινητήρια δύναμη της αύξησης του ΑΕΠ για το πρώτο τρίμηνο. Ας ελπίσουμε ότι οι επενδύσεις θα συνεχίσουν να σημειώνουν αυξήσεις και για το υπόλοιπο του έτους, παρόλο που οι επίσημες εκθέσεις δείχνουν μια καθυστέρηση στην χρησιμοποίηση των κεφαλαίων των δημόσιων επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων εκείνων του NGEU. Θετικά, όμως, είναι τα σημάδια που προέρχονται από τις επενδύσεις σε κτιριακές κατασκευές, παρόλο που ο δείκτης επιχειρηματικής εμπιστοσύνης στον κατασκευαστικό τομέα, όπως αναφέρει η EUROSTAT, δείχνει περισσότερη απαισιοδοξία παρά αισιοδοξία, όπως αυτό προκύπτει από τις καταγεγραμμένες αλλαγές για τον Αύγουστο και τον Σεπτέμβριο του 2022 σε σύγκριση με τους αντίστοιχους μήνες του 2021. Δεν πρέπει να ξεχνάμε επίσης και την αύξηση των επενδύσεων σε κατοικίες που άρχισαν να

---

<sup>3</sup> Κάποιες αρνητικές προοπτικές εμφανίζονται σιγά-σιγά, οι οποίες αναμένεται να μειώσουν την κατανάλωση των νοικοκυριών, βλέπε χαρακτηριστικά τις τάσεις στις λιανικές πωλήσεις και οι πτωτικές προσδοκίες για το λιανικό εμπόριο (δηλαδή, σύμφωνα με τη EUROSTAT, η μεταβολή του δείκτη εμπιστοσύνης για το λιανικό εμπόριο ήταν -0,80 τοις εκατό τον Σεπτέμβριο του 2022, πέφτοντας από το υψηλό του 21,60 τοις εκατό τον Δεκέμβριο του 2021, θυμίζουμε το χαμηλό ρεκόρ των -3,70 τοις εκατό του Αύγουστο του 2022).

<sup>4</sup> Τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ δείχνουν ότι το 80 τοις εκατό του εισοδήματος των φτωχών νοικοκυριών δαπανάται σε ενοίκιο και τρόφιμα. Τα νοικοκυριά που ζουν σε ενοικιαζόμενα σπίτια ζοδεύουν κατά μέσο όρο το 18,9 τοις εκατό του προϋπολογισμού τους για ενοίκια. Το μερίδιο της μέσης δαπάνης για τρόφιμα, μη αλκοολούχα ποτά και στέγαση των νοικοκυριών του φτωχότερου 20 τοις εκατό του πληθυσμού αντιπροσωπεύει το 58,1 τοις εκατό των δαπανών των νοικοκυριών αυτών, ενώ το αντίστοιχο μερίδιο του πλουσιότερου 20 τοις εκατό του πληθυσμού αντιστοιχεί στο 36,3 τοις εκατό. Τέλος, η μέση ετήσια δαπάνη των νοικοκυριών το 2021 σε σύγκριση με το 2008 έχει μειωθεί κατά 33,0 τοις εκατό.

ανακάμπτουν τους τελευταίους μήνες του 2021 και συνεχίστηκαν και τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2022. Οι οικοδομικές άδειες, ιδιωτικές και δημόσιες τον Μάιο του 2022 -τον τελευταίο μήνα για τον οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία- δείχνουν ότι μειώθηκαν κατά 0,4 τοις εκατό τον ίδιο μήνα το 2022, ενώ αυξήθηκαν κατά 10,8 τοις εκατό την περίοδο Ιουνίου 2021 – Μαΐου 2022 (αλλά μόνο κατά 0,9 τοις εκατό για το πεντάμηνο του 2022 σε σχέση με το ίδιο πεντάμηνο του 2021). Από την άλλη πλευρά, οι ιδιωτικές οικοδομικές άδειες για την περίοδο Ιουνίου 2021 – Μαΐου 2022 σημείωσαν αύξηση 11 τοις εκατό, υποδηλώνοντας τη μείωση στις δημόσιες οικοδομικές άδειες, η οποία δεν αποτελεί καλό οίονο για τις δημόσιες επενδύσεις, συμπεριλαμβανομένων των έργων που έχουν προγραμματιστεί να χρηματοδοτηθούν από τα χρήματα του NGEU. Η συνολικές κατασκευές το δεύτερο τρίμηνο του 2022 αυξήθηκαν κατά 28,9 τοις εκατό έναντι 14,8 τοις εκατό το ίδιο τρίμηνο του 2021 σε σχέση με το δεύτερο τρίμηνο του 2020.

Οι επενδύσεις, τέλος, σε ιδιωτικές κατοικίες συνεχίζουν να αυξάνονται λόγω της αυξημένης ζήτησης για βραχυπρόθεσμες μισθώσεις λόγω της έκρηξης του φαινομένου του Airbnb η οποία προκαλείται από την αύξηση της τουριστικής δραστηριότητας, και, επίσης, από τις αυξήσεις στη ζήτηση που σχετίζεται με το πρόγραμμα «Golden Visa», η οποία επιτρέπει στους ξένους επενδυτές να αποκτήσουν για πέντε χρόνια δικαιώματα παραμονής στην χώρα αν επενδύσουν ένα ποσό της τάξης των 250.000 ευρώ και η οποία επένδυση συνήθως έχει τη μορφή κατοικίας που μπορεί με τη σειρά της να χρησιμοποιηθεί για βραχυχρόνιες μισθώσεις.

### ***Διεθνές εμπόριο***

Ιδιαίτερα θετική επίδραση στην αύξηση του πραγματικού του ΑΕΠ είχε η εποχικά προσαρμοσμένη αύξηση του δείκτη όγκου λιανικού εμπορίου, ο οποίος καθορίζεται από τους αντίστοιχους δείκτες εξαγωγών και εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Οι μεταβολές αυτών των δεικτών δείχνουν ότι ο δείκτης εξαγωγών για το πρώτο τρίμηνο του 2022 σημείωσε άνοδο 9,8 τοις εκατό, ενώ το αντίστοιχο δεύτερο τρίμηνο σε ετήσια βάση αυξήθηκε έντονα στο 20,8 τοις εκατό. Ομοίως, ο αντίστοιχος δείκτης εισαγωγών αυξάνεται για το πρώτο και δεύτερο τρίμηνο του 2022 κατά 18,1 και 15,5 τοις εκατό, αντίστοιχα. Σαφώς, οι αλλαγές του δεύτερου τριμήνου βασίζονται σε διορθώσεις, αλλά υποδηλώνουν, ωστόσο, τη βελτίωση των εξαγωγών έναντι των εισαγωγών πιθανότατα λόγω της αυξημένης τουριστικής δραστηριότητας.

Η ανάκαμψη της τουριστικής δραστηριότητας στην Ελλάδα φαίνεται να πλησιάζει στα επίπεδα του 2019 και κατά ορισμένες εκτιμήσεις μπορεί να τα ξεπεράσει. Όπως αναφέρει η ΤτΕ, την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2022 οι τουριστικές εισπράξεις ανήλθαν στο 97,1 τοις εκατό της αντίστοιχης

περιόδου του 2019 –φτάνοντας τον Ιούλιο το 100,5 τοις εκατό – δημιουργώντας τις προοπτικές το 2022 να γίνει ένα νέο έτος ρεκόρ στον τουριστικό τομέα. Μια άλλη πρόσφατη εκτίμηση υποδηλώνει ότι ο τουρισμός θα φτάσει στο 90 τοις εκατό του προ-Covid-19 επιπέδων (Kokkinidis, 2022). Αυτά τα σενάρια για νέα ρεκόρ στον τουρισμό είναι, ίσως, συνέπεια της απόφασης της κυβέρνησης να άρει όλους τους περιορισμούς που σχετίζονται με τον Covid-19. Ορισμένοι σχολιαστές (βλέπε π.χ. capital.gr) αποδίδουν την αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, παρά τα υψηλά επίπεδα πληθωρισμού, κυρίως στις τουριστικές εισπράξεις.

Πρόσφατα δημοσιοποιημένα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ -μη εποχικά διορθωμένα- για τον Ιούλιο του 2022 έδειξαν ότι οι εμπορικές συναλλαγές εξαγωγών αγαθών ήταν σε τρέχουσες τιμές 4.971,4 εκατ. ευρώ σημειώνοντας ετήσια αύξηση 39,9 τοις εκατό με τα πετρελαιοειδή να κατέχουν τη μερίδα του λέοντος στο 26,7 τοις εκατό. Οι εισαγωγές αγαθών, αντίστοιχα, αυξήθηκαν στα 7.967,9 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας αύξηση 37,3 τοις εκατό σε ετήσια βάση με τα προϊόντα πετρελαίου να αποτελούν το κύριο συστατικό τους με 23,5 τοις εκατό. Τέλος, το έλλειμμα στο ισοζύγιο αγαθών αυξήθηκε κατά 2.996,5 εκατ. τον Ιούλιο 2022 από 2.247,7 εκατ. τον Ιούλιο 2021, ενώ για το επτάμηνο, Ιανουάριος-Ιούλιος 2022, διευρύνθηκε σε ετήσια βάση κατά 8.168,8 εκατ. ευρώ.

Οι εξαγωγές αγαθών σημείωσαν εντυπωσιακή αύξηση κατά 40 τοις εκατό το πρώτο επτάμηνο του 2022, σε σχέση με την ίδια περίοδο του προηγούμενου έτους, όταν μετρήθηκαν σε τρέχουσες τιμές. Όπως ήταν αναμενόμενο, η μεγαλύτερη αύξηση σημειώθηκε στην κατηγορία των πετρελαιοειδών (81 τοις εκατό), επιβεβαιώνοντας τη σχετική εξειδίκευση της Ελλάδας στη διύλιση αργού πετρελαίου προς επανεξαγωγή. Είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι οι εισαγωγές στην κατηγορία του πετρελαίου υπερβαίνουν την αξία των εξαγωγών και την ίδια περίοδο έχουν αυξηθεί κατά 106 τοις εκατό.

Το ισοζύγιο αγαθών - το οποίο βελτιώθηκε κατά την περίοδο λιτότητας φθάνοντας στα χαμηλότερα επίπεδα ελλείματος τις τάξης του 8,6 τοις εκατό του ΑΕΠ το 2015 και το οποίο όπως ξέρουμε επιδεινώθηκε έκτοτε - εντυπωσιακά τα τελευταία τέσσερα τρίμηνα, φτάνοντας σε έλλειμμα του 18,5 τοις εκατό του ΑΕΠ το δεύτερο τρίμηνο του 2022.

Το εμπορικό έλλειμμα σε αγαθά αντισταθμίζεται εν μέρει από το πλεόνασμα στις υπηρεσίες. Το πλεόνασμα που σχεδόν εξαφανίστηκε κατά τη διάρκεια της πανδημίας ως αποτέλεσμα της διακοπής των τουριστικών δραστηριοτήτων το 2020 έχει πλέον ανακάμψει σχεδόν στο 12 τοις εκατό του ΑΕΠ το δεύτερο τρίμηνο του 2022, κοντά δηλαδή στο ανώτατο όριο του 12,5 τοις εκατό του 2019. Σε γενικές γραμμές πρέπει να λεχθεί ότι μια ανάκαμψη στις τουριστικές εισπράξεις είναι πολύ σημαντική για τη μείωση των υψηλών και αυξανόμενων ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Όπως δείξαμε στο Διάγραμμα 1, οι εξαγωγές υπηρεσιών μαζί με την ιδιωτική κατανάλωση είχαν στη μεγαλύτερη συμβολή της αύξησης του ΑΕΠ το 2022. Περαιτέρω, για μια σειρά από προσαρμογές στα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ για τις εξαγωγές υπηρεσιών βλέπε το Παράρτημα.

## Προβλέψεις για την περίοδο 2022-23

### *Δημοσιονομική πολιτική*

Τα κεφάλαια του NGEU διατήρησαν ασφαλώς την αύξηση των κρατικών επενδύσεων, η οποία έφτασε τα 2 δισεκατομμύρια το πρώτο τρίμηνο του 2022 (τα στοιχεία για το δεύτερο τρίμηνο δεν είναι ακόμη διαθέσιμα). Οι επενδύσεις άρχισαν να αυξάνονται το 2021, από τα 1,2 δισεκατομμύρια το τελευταίο τρίμηνο του 2020. Για τη βασική μας πρόβλεψη υποθέτουμε ότι οι κρατικές επενδύσεις θα παραμείνουν στο επίπεδο που έφτασαν το πρώτο τρίμηνο του 2022 έως το τέλος του 2023: μια υπόθεση που βρίσκεται σε συμφωνία με την προγραμματισμένη εκταμίευση των κεφαλαίων του NGEU.

Η κρατική κατανάλωση –η οποία αποτελεί επίσης συστατικό του ΑΕΠ– παρέμεινε πιο σταθερή σε πραγματικούς όρους (έναντι των ονομαστικών), παραμένοντας περίπου στα επίπεδα που επιτεύχθηκαν κατά τα χρόνια της λιτότητας. Υποθέτουμε, συνεπώς, ότι η κρατική κατανάλωση θα σταθεροποιηθεί σε πραγματικούς όρους, ενώ η ατομική κατανάλωση προβλέπεται να αυξηθεί με ετήσιο ρυθμό 1 τοις εκατό, κοντά δηλαδή στην πρόσφατη τάση της.

Οι δαπάνες για κοινωνικές παροχές αυξήθηκαν το πρώτο εξάμηνο του 2021, αλλά αυτό οφείλεται στην αύξηση του αριθμού των συνταξιούχων. Η πραγματική μέση δαπάνη, διαιρεμένη με τον πληθυσμό των άνω των 65 ετών, παρέμεινε σταθερή και προβλέπουμε ότι θα παραμείνει σταθερή κατά την περίοδο που εξετάζουμε. Σε ονομαστικούς όρους, τα κοινωνικά οφέλη θα αυξηθούν με τον πληθωρισμό, αλλά προβλέπεται να σταθεροποιηθούν ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Οι άλλες τρέχουσες καθαρές μεταβιβάσεις από το δημόσιο προς τον ιδιωτικό τομέα παρέμειναν σχετικά σταθερές τα τελευταία δύο χρόνια και προβλέπουμε ότι θα παραμείνουν σταθερές. Αντίθετα, οι καθαρές μεταβιβάσεις κεφαλαίων προς τον ιδιωτικό τομέα αυξήθηκαν σημαντικά το τέταρτο τρίμηνο του 2020 και ήταν υψηλότερες από τον μέσο όρο του 2021. Οι συνολικές κρατικές «επιχορηγήσεις και μεταφορές κεφαλαίων» ήταν περίπου 8 δισ. ευρώ το 2020, έναντι 2,4 δισ. Το 2019 και 5,3 δισ. το 2021. Η αξία τους για το πρώτο τρίμηνο του 2022 ήταν χαμηλότερη, στα 617 εκατομμύρια ευρώ: υποθέτουμε ότι θα επανέλθουν στον μέσο όρο που είχαν πριν από τον Covid-19.

Η κρατική στήριξη στον ιδιωτικό τομέα κατά τη διάρκεια της πανδημίας είχε την μορφή, πέρα από τις μεταβιβάσεις κεφαλαίων, κυρίως αλλαγών στη φορολογία και επιδοτήσεων.

Ο μέσος ex-post συντελεστής έμμεσης φορολογίας μειώθηκε το 2020 στο 15,6 τοις εκατό, από 17,8 τοις εκατό το δεύτερο τρίμηνο του 2019. Έκτοτε, έχει αυξηθεί λίγο, φτάνοντας το 18,7 τοις εκατό το πρώτο τρίμηνο του 2022. Εμείς υποθέτουμε ότι δεν θα πραγματοποιηθεί κάποια περαιτέρω αύξηση αυτού του ποσοστού.

Οι κρατικές επιδοτήσεις και επιδόματα ήταν περίπου 1,8 δισ. το 2019 και έχουν αυξηθεί σε σχεδόν 6 δισ. το 2020 και 8,5 δισ. το 2021. Έχουν μειωθεί σημαντικά το πρώτο τρίμηνο του 2022 και υποθέτουμε ότι θα παραμείνουν στα ίδια επίπεδα, ως ποσοστό του ΑΕΠ, κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Εξαιρεση θα αποτελέσει το πρώτο εξάμηνο του 2023, με βάση την ανακοίνωση της κυβέρνησης ότι θα διανείμει 2,5 δισεκατομμύρια ευρώ – που προέρχονται από φορολογικές εισπράξεις που υπερβαίνουν τις προβλέψεις για το 2022 – για την ελάφρυνση του κόστους των λογαριασμών ενέργειας. Ελλείψει ακριβέστερων πληροφοριών σχετικά με την κατανομή τους, υποθέτουμε ότι το μισό από αυτό το ποσό θα πάει σε επιχειρήσεις και το άλλο μισό σε νοικοκυριά, όπως προαναφέραμε αυτό θα συμβεί το πρώτο εξάμηνο του 2023.

Οι επιδοτήσεις από το εξωτερικό είναι σχετικά σταθερές, οπότε θα υποθέσουμε και εμείς ότι θα παραμείνουν σταθερές στην περίοδο που εξετάζουμε.

Ο ex-post μέσος άμεσος φορολογικός συντελεστής ήταν χαμηλός μόνο το τρίτο τρίμηνο του 2020, αλλά επανήλθε σχεδόν στα προ-πανδημικά επίπεδα τα επόμενα τρίμηνα. Υποθέτουμε ότι θα ολοκληρώσει την ανάκαμψή του στα επίπεδα του 2019 κατά τα υπόλοιπα τρίμηνα του 2022.

Το ex-post μέσο ποσοστό των κοινωνικών εισφορών μειώθηκε σημαντικά κατά το απόγειο της πανδημίας, δηλαδή κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2020, αλλά είχε ήδη επιστρέψει στη μέση τιμή του. Η τιμές, όμως, που έλαβε το πρώτο τρίμηνο του 2022 ήταν και πάλι πολύ χαμηλότερη από τους μέσους όρους του και, έτσι, υποθέτουμε ότι αυτό δεν θα συνεχιστεί και θα επανέλθει στη μέση τιμή του το υπόλοιπο του 2022.

Οι μεταβιβάσεις από το εξωτερικό προς το δημόσιο αναμένεται να αυξηθούν μετά τις εκταμιεύσεις των κεφαλαίων του NGEU. Η κυβέρνηση έχει λάβει περίπου 6,6 δισ. ευρώ το 2021 και υπολογίζουμε ότι θα λάβει 7,9 δισ. το 2022 και 9,9 δισ. το 2023, έναντι 4,9 δισ. το 2019 και 6 δισ. το 2020.

## *Επιτόκια*

Τα σιωπηρά ex-post επιτόκια που χρησιμοποιούμε για την εκτίμηση των τόκων για ξένα δάνεια εξακολουθούν να είναι πολύ χαμηλά, όπως και η μέση τιμή τους για τις πληρωμές που πραγματοποιούνται από το κράτος προς τον ιδιωτικό τομέα.

Ωστόσο, οι κεντρικές τράπεζες, συμπεριλαμβανομένης της ΕΚΤ, αυξάνουν το βασικό τους επιτόκιο για να αποφύγουν τη μετατροπή του τρέχοντος πληθωρισμού σε ακόμα υψηλότερο πληθωρισμό στο άμεσο μέλλον, που θέτει σε κίνδυνο την αξιοπιστία των στόχων τους για τον πληθωρισμό. Εφόσον ο πληθωρισμός δεν οφείλεται σε αύξηση των μισθών –αναμένεται να επηρεάσει ακόμη πιο αρνητικά την ήδη φθίνουσα αγοραστική δύναμη των εργαζομένων– μια αυστηρότερη νομισματική πολιτική, κατά την άποψή μας, θα επιδεινώσει τον πληθωρισμό αντί να τον ελέγξει. Παρόλα αυτά, υποθέτουμε αύξηση 150 μονάδων βάσης στο επιτόκιο που αφορά το εγχώριο χρέος το 2022, ενώ προβλέπουμε ότι το επιτόκιο των ξένων δανείων θα παραμείνει στο τρέχον χαμηλό του επίπεδο.

## *Αγορά Ακινήτων*

Οι τιμές των κατοικιών, όπως μετράται από τον δείκτη τιμών των κατοικιών που δημοσιεύει η ΓτΕ, ακολουθεί ανοδική πορεία. Αυξάνονται, λοιπόν, με ρυθμούς κοντά στο 10 τοις εκατό από το τρίτο τρίμηνο του 2021, ενώ ο ρυθμός αύξησης σε ετήσια βάση το πρώτο τρίμηνο του 2022 ήταν 9,2 τοις εκατό και με αύξηση στο 9,4 τοις εκατό το δεύτερο τρίμηνο με βάση τώρα τις πρώτες εκτιμήσεις της ΕΛΣΤΑΤ.

Η αύξηση στις τιμές των κατοικιών δεν είχε ανάλογη επίδραση στις επενδύσεις σε κατοικίες, σύμφωνα πάντα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, οι οποίες άρχισαν να αυξάνονται αλλά κάπως συγκρατημένα μόλις μετά το 2018, αλλά εξακολουθούν να παραμένουν μόνο στο 11 τοις εκατό των προ κρίσης επιπέδων.

Η αύξηση των τιμών που αναφέρει η ΓτΕ, η οποία και προαναφέρθηκε, πρέπει, επομένως, να είναι συνέπεια της αύξησης της ζήτησης από ξένους επενδυτές για τις υφιστάμενες κατοικίες, η οποία όμως δεν ακολουθείται από μια ανάλογη αύξηση της κατασκευαστικής δραστηριότητας.

Για την περίοδο που εκτείνονται οι προβλέψεις μας, υποθέτουμε ότι οι τιμές των κατοικιών θα συνεχίσουν να αυξάνονται περισσότερο από το γενικό επίπεδο τιμών το 2022 και ότι από το 2023 θα επανέλθουν σε ρυθμούς αύξησης παρομοίους με το γενικό επίπεδο τιμών.

### **Πληθωρισμός και τιμές εισαγωγών**

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, οι τιμές των εισαγωγών αυξήθηκαν δραματικά τόσο το 2021 όσο και το πρώτο εξάμηνο του 2022 λόγω διαταραχών της εφοδιαστικής αλυσίδας, της αύξησης του μεταφορικού κόστους που προκλήθηκε από την πανδημία και τον πόλεμο στην Ουκρανία και από την άνοδο των εγχώριων τιμών, η οποίες όμως όπως φαίνεται προς το παρόν έχουν επηρεάσει σχετικά λιγότερο. Θα υποθέσουμε στη συνέχεια κάπως αισιόδοξα, στη βάση ενδείξεων που προέρχονται από τα μηνιαία στοιχεία για τις τιμές της ενέργειας και άλλων βασικών εμπορευμάτων, ότι ο εισαγόμενος πληθωρισμός θα μειωθεί τους επόμενους μήνες, ούτως ώστε ο πληθωρισμός να επανέλθει στις αρχικές προβλέψεις έως το 2023.

### **Τουρισμός**

Ο αριθμός των τουριστών υπερδιπλασιάστηκε το 2021 (σε 3,9 εκατομμύρια) σε σχέση με το προηγούμενο έτος, όταν η πανδημία Covid-19 προκάλεσε την κατάρρευση του τουριστικού τομέα. Η ανάκαμψη διατηρήθηκε, όπως φαίνεται στα δύο πρώτα τρίμηνα του τρέχοντος έτους, αλλά οι αριθμοί της εξακολουθούν να είναι χαμηλότεροι από την περίοδο πριν από την Covid-19. Το μοντέλο μας προβλέπει ότι οι εξαγωγές υπηρεσιών θα συνεχίσουν να ανακάμπτουν, όσο το διαθέσιμο εισόδημα των χωρών προέλευσης των ταξιδιωτών συνεχίζει να αυξάνεται.

### **Αποτελέσματα για το Σενάριο Βάσης**

Τα κύρια αποτελέσματα του βασικού μας σεναρίου συνοψίζονται στον Πίνακα 2.

### **Πίνακας 1. Ελλάδα: Οι εκτιμήσεις μας για τους βασικούς δείκτες της οικονομίας**

	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Σενάριο βάσης</b>					
Πραγματικό ΑΕΠ (ρυθμός ανάπτυξης)	-8.7	8.0	5.0	1.6	1.0
Δημόσιες Δαπάνες	34.8	33.6	30.9	30.5	28.6
Δημόσιες Επενδύσεις	3.3	3.5	4.2	4.5	3.3
Έσοδα Δημοσίου	32.9	32.7	35.1	36.6	34.2

Πρωτογενές Πλεόνασμα (τοίς εκατό του ΑΕΠ)	-7.0	-4.9	0.7	2.8	3.4
Κάθαρος Δανεισμός Δημοσίου	-10.0	-7.4	-1.8	0.1	0.8
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (τοίς εκατό του ΑΕΠ)	-5.3	-6.2	-12.4	-8.2	-2.7
NAFA (τοίς εκατό του ΑΕΠ)	4.7	1.2	-10.5	-8.4	-3.5
<b>Δυσμενές Σενάριο</b>	2020	2021	2022	2023	2024
Πραγματικό ΑΕΠ (ρυθμός ανάπτυξης)	-8.7	8.0	5.0	0.8	0.3
Δημόσιες Δαπάνες	34.8	33.6	30.9	30.5	29.8
Δημόσιες Επενδύσεις	3.3	3.5	3.8	3.4	2.6
Έσοδα Δημοσίου	32.9	32.7	34.3	35.2	33.7
Πρωτογενές Πλεόνασμα (τοίς εκατό του ΑΕΠ)	-7.0	-4.9	0.6	2.4	2.4
Κάθαρος Δανεισμός Δημοσίου	-10.0	-7.4	-1.9	-0.3	-0.3
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (τοίς εκατό του ΑΕΠ)	-5.3	-6.2	-12.3	-9.5	-3.1
NAFA (τοίς εκατό του ΑΕΠ)	4.7	1.2	-10.4	-9.2	-2.9

Συγκρίνοντας τα βασικά μας αποτελέσματα με τις άλλες προβλέψεις που αναφέρονται στον Πίνακα 1, παρατηρούμε ότι η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να είναι υψηλότερη το 2022 και χαμηλότερη για το επόμενο έτος. Οι αποκλίσεις μεταξύ αυτών των προβλέψεων και των δικών μας οφείλονται κυρίως (α) στις καλές επιδόσεις της τουριστικής βιομηχανίας, η οποία έχει ανακάμψει περισσότερο από το αναμενόμενο και - μαζί με την κατανάλωση - ευθύνεται για το μεγαλύτερο μέρος της αύξησης του ΑΕΠ το 2022, και (β) στις τρομερές συνέπειες του πολέμου στην Ουκρανία στον πληθωρισμό και η αβεβαιότητα που έχει προκαλέσει, τα οποία με τη σειρά τους οδήγησαν –και θα συνεχίσουν– μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος.



Επιπλέον, όπως είπαμε παραπάνω, αναμένουμε ότι οι φορολογικοί συντελεστές θα επανέλθουν στα προ πανδημίας επίπεδα, προκαλώντας αύξηση των κρατικών εσόδων, αλλά ταυτόχρονα πτώση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος.

Η υψηλότερη αύξηση των τιμών των εισαγωγών σε σχέση με τις τιμές των εξαγωγών θα συμβάλει στην επιδείνωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, με την αύξηση των εσόδων από τον τουρισμό να καθίσταται ανεπαρκής για να την αντισταθμίσει. Κατά συνέπεια, όπως είπαμε και προηγουμένως, η NAFTA προβλέπεται να περάσει σε αρνητικό έδαφος, γεγονός που συνεπάγεται μείωση των καθαρών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα ή/και αύξηση του δανεισμού από την αλλοδαπή.

Σε περίπτωση που αυτό θα πραγματοποιηθεί, τότε θα πρέπει να εφαρμοστούν οι κατάλληλες πολιτικές ώστε να αποφευχθεί μια νέα οικονομική κρίση.

### ***Ένα εναλλακτικό, δυσμενές σενάριο***

Στο βασικό μας σενάριο, υποθέσαμε κάπως αισιόδοξα ότι όλα τα επενδυτικά έργα του NGEU θα χρηματοδοτούνταν και θα εγκρίνονταν εγκαίρως, αλλά οι προηγούμενη εμπειρία σχετικά με την ικανότητα της ελληνικής κυβέρνησης να ανταποκριθεί στα κριτήρια των ευρωπαϊκών προγραμμάτων θα πρέπει να μας κάνει λιγότερο αισιόδοξους.

Έτσι, στο εναλλακτικό σενάριο, το οποίο περιγράφεται στο κάτω μέρος του Πίνακα 2, έχουμε υποθέσει ότι μόνο το 75 τοις εκατό των επενδυτικών σχεδίων που χρηματοδοτείται μέσω κεφαλαίων του NGEU υλοποιείται.

Επιπλέον, οι υποθέσεις μας για τον πληθωρισμό είναι κάπως πιο απαισιόδοξες, ο πληθωρισμός τώρα προβλέπεται να παραμείνει πάνω από το 8 τοις εκατό το 2023 και να υποχωρήσει μόνο το 2024, όχι λόγω κάποιας σημαντικής αύξησης στους μισθούς, αλλά κυρίως λόγω της υπόθεσης ότι οι διεθνείς τιμές θα συνεχίσουν να αυξάνουν.

Σύμφωνα με αυτές τις νέες παραδοχές, η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ δεν αναμένεται να είναι σημαντικά χαμηλότερη το 2022 – καθώς οι περισσότερες διαφορές σε σχέση με τις βασικές μας παραδοχές έχουν αντίκτυπο από το 2023 και μετά – πρέπει όμως να σημειωθεί ότι το ΑΕΠ πέφτει κάτω από 1 τοις εκατό το 2023 και το 2024.

Τέλος, εάν υποθέσουμε ότι οι διεθνείς τιμές της ενέργειας και των εμπορευμάτων συνεχίσουν να αυξάνονται, αυτό θα συνεπαγόταν μια επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών καθιστώντας την ελληνική οικονομία ακόμα πιο εύθραυστη.

### ***Συμπεράσματα***

Η οικονομία της Ελλάδας, όπως δείχνουν οι περισσότερες μετρήσεις των επιδόσεων της για τα δύο πρώτα τρίμηνα του τρέχοντος έτους, βρίσκεται στο δρόμο για να ανακτήσει όσα έχασε το 2020 όταν και την χτύπησε η πανδημία Covid-19. Οι προβλέψεις για την ανάπτυξη για το τρέχον έτος είναι χαμηλότερες από εκείνες που καταγράφηκαν το 2021, πράγμα που υποδεικνύει ότι η οικονομία χρειάζεται να έχει πολύ καλύτερες επιδόσεις, εάν θέλει να συνεχίσει την αναπτυξιακή πορεία που ξεκίνησε την περίοδο πριν από την πανδημία. Σε αυτό το πλαίσιο, οι προβλέψεις για την ανάπτυξη για το 2023 και το 2024 είναι πολύ πιο αδύναμες, υποδηλώνοντας ότι ενδέχεται να υπάρξουν σοβαρές αναταράξεις.

Σε αυτή τη νέα Στρατηγική Ανάλυση εξετάσαμε τις τρέχουσες οικονομικές συνθήκες που επικρατούν και βασιστήκαμε σε ρεαλιστικές υποθέσεις για τις εκτίμηση των τάσεων των πιο σημαντικών παραγόντων για την εξέλιξη του ΑΕΠ -τόσο θετικών όσο και αρνητικών- με σκοπό να προσομοιώσουμε την αναπτυξιακή πορεία της ελληνικής οικονομίας για την ενδιάμεση περίοδο (2022-2024). Οι προβλέψεις μας εστιάζουν σε δύο πιθανά σενάρια: το βασικό και ένα εναλλακτικό (δυσμενές) σενάριο. Οι προβλέψεις που παρουσιάζονται (Πίνακας 2) εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την υλοποίηση των υποθέσεων μας. Το βασικό σενάριο για το 2022 είναι σύμφωνο -αν και λίγο πιο συγκρατημένο- με τις πιο πρόσφατες προβλέψεις της ΕΚ, του ΔΝΤ, της ΤτΕ και άλλων ερευνητικών οργανισμών, αλλά πολύ πιο απαισιόδοξο για τα επόμενα δύο χρόνια για τους λόγους που αναφέρθηκαν παραπάνω.

Το εναλλακτικό (δυσμενές) σενάριό μας προβλέπει ακόμη χαμηλότερη ανάπτυξη από το βασικό σενάριο για το 2023 και το 2024. Ελπίζουμε να μην πραγματοποιηθεί αφού, αν γίνει κάτι τέτοιο, θα προκληθεί πολύ μεγαλύτερη πτώση στα οικονομικά στοιχεία των νοικοκυριών, ειδικότερα όσον αφορά τα νοικοκυριά χαμηλού εισοδήματος, ενώ επίσης θα υπάρξει μεγάλος κίνδυνος για την επιβίωση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Το πιο σημαντικό όμως είναι ότι η επιδείνωση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών προμηνύει αρνητικές προοπτικές σχετικά την εξυπηρέτηση του χρέους του δημόσιου τομέα, ιδίως μετά από μια ενδεχόμενη αύξηση των επιτοκίων.

Σε αυτούς τους ταραγμένους καιρούς των αυξανόμενων επίπεδων τιμών και της υποτίμησης του ευρώ, οικονομίες όπως αυτή της Ελλάδας, που εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις εισαγωγές η οποίες

αναμένεται να γίνονται όλο και πιο ακριβές, γίνονται όλο και πιο εύθραυστες καθώς διευρύνεται διαρκώς το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Κατά την άποψή μας, η συνεχής ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας εξαρτάται από την ικανότητα της κυβέρνησης να αξιοποιεί γρήγορα και αποτελεσματικά τα κεφάλαια του NGEU και, ταυτοχρόνως, σε έργα που θα αυξήσουν την παραγωγική ικανότητα της χώρας.

## Αναφορές

Capital.gr (2022) “Why are bank deposits increasing despite the high price levels”, ECONOMY, 28 July

Eurobank Research, Greece Focus Notes, Eurobank, 3 June 2022

Kokkinidis, T (2022) “Why Greece’s Tourism Is Doing So Well?” Greek Reporter.com, 7 July

Papadimitriou, D.B., N. Rodousakis, and G. Zezza (2022) “Is Greece on the Road of Economic Recovery?”, Levy Institute Strategic Analysis, March.

Σαλούρου, Ρούλα (2022α) «Εργασία: Μείωση της ανεργίας με θέσεις χαμηλών προσόντων και αμοιβών Καθημερινή, 11 Αυγούστου

-----, (2022β) «Αύξηση τιμών: Επτά στους δέκα μισθωτούς έχουν περικόψει βασικά είδη διατροφής» αναφερόμενη στη έρευνα INE/GSEE and ALCO Research. Καθημερινή, 11 Σεπτεμβρίου

Zezza, G., D.B. Papadimitriou, and N. Rodousakis (2022) “What is Happening to the New Greek National Accounts Data?”, Levy Institute, Policy note, 2022/1.

## Πηγές δεδομένων

Τράπεζα της Ελλάδας: <https://bankofgreece.gr/>

ΕΛΣΤΑΤ: <https://www.statistics.gr>

Ευρωπαϊκή Επιτροπή: [https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-economies/greece/economic-forecast-greece\\_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-economies/greece/economic-forecast-greece_en)

FRED: <https://fred.stlouisfed.org/>

IMF-WEO: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/April>

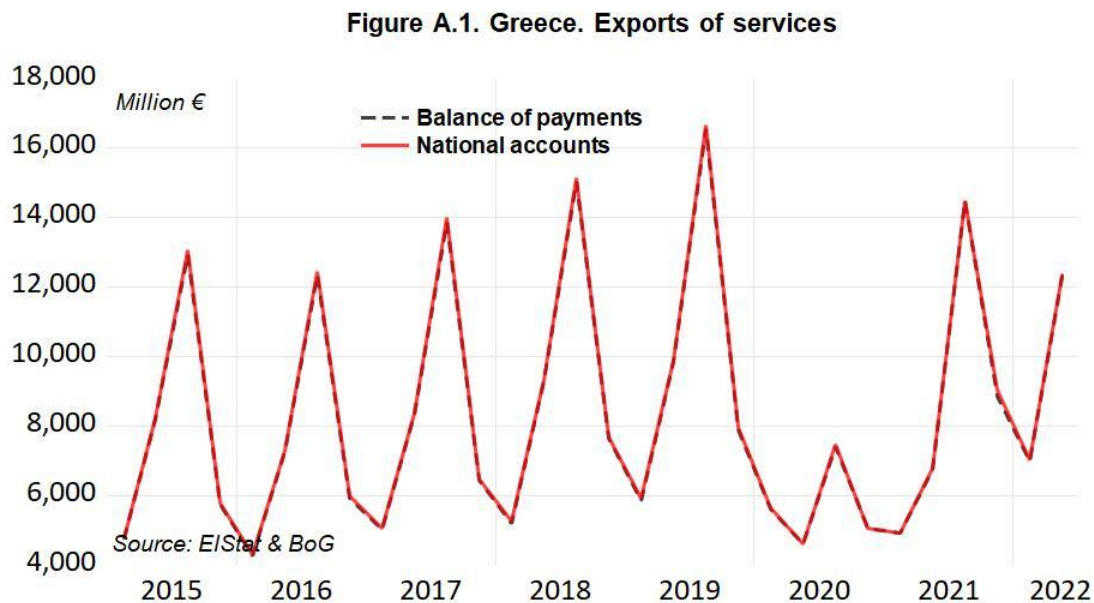
IMF-CP: <https://www.imf.org/en/Research/commodity-prices>

OECD: <https://stats.oecd.org>

## Παράρτημα. Σημείωση για τις πραγματικές εξαγωγές

Στην τελευταία έκδοση των τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών για την Ελλάδα, με έκπληξη παρατηρήσαμε ότι ο αποπληθωριστής για τις εξαγωγές υπηρεσιών σημείωσε πολύ μεγάλη άνοδο τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2022, σε σύγκριση με τον εγχώριο πληθωρισμό. Το δεύτερο τρίμηνο του 2022, ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγικών αποπληθωριστών ανήλθε σε 28 τοις εκατό, έναντι αύξησης 11 τοις εκατό του ΔΤΚ.

Επομένως, επαληθεύσαμε τις εκτιμήσεις της ΕΛΣΤΑΤ ακολουθώντας τη διαδικασία που περιγράφεται στην έκθεσή της για το 2016 σχετικά με τη μεθοδολογία που υιοθετήθηκε για την κατασκευή εθνικών λογαριασμών.<sup>5</sup>

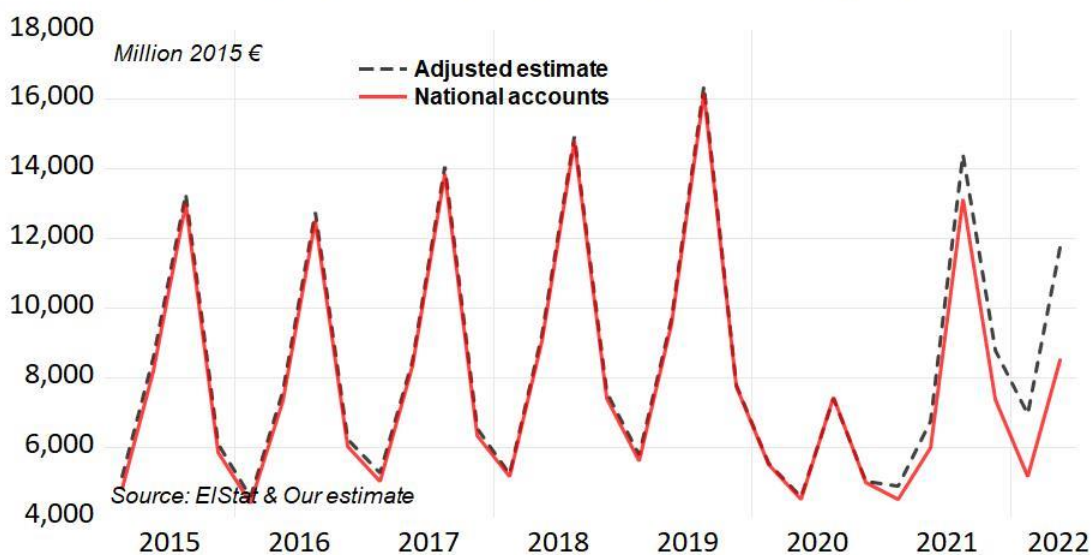


Χρησιμοποιούμε μηνιαία στοιχεία από τα στατιστικά στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών της ΤτΕ, διαθέσιμα από τον Ιανουάριο του 2002 έως τον Ιούλιο του 2022, τα οποία αφορούν τις εισπράξεις από εξαγωγές υπηρεσιών, κατανεμημένες μεταξύ Ταξιδιών, Μεταφορών και Άλλων κατηγοριών. Μολονότι «Μέρος μόνο των στοιχείων για τις ταξιδιωτικές υπηρεσίες που παρέχονται από την ΤτΕ κατανέμεται στις

<sup>5</sup> ΕΛΣΤΑΤ. 2016. “QNA inventory based on ESA 2010 methodology: Final Report.” Ιούλιος. Αθήνα: ΕΛΣΤΑΤ.

εξαγωγές αγαθών»,<sup>6</sup> τα τριμηνιαία στοιχεία που λαμβάνονται από τα στατιστικά στοιχεία του ΤτΕ είναι σύμφωνα με αυτά από τους εθνικούς λογαριασμούς (ΝΑ στο εξής), όπως δείχνουμε στο Σχήμα Α.1 (η απόκλιση είναι συνήθως κάτω από 1 τοις εκατό). Σημειωτέον χρησιμοποιούμε τα μη εποχικά προσαρμοσμένα στατιστικά από τους ΝΑ.

**Figure A.2. Greece. Exports of services at 2015 prices**



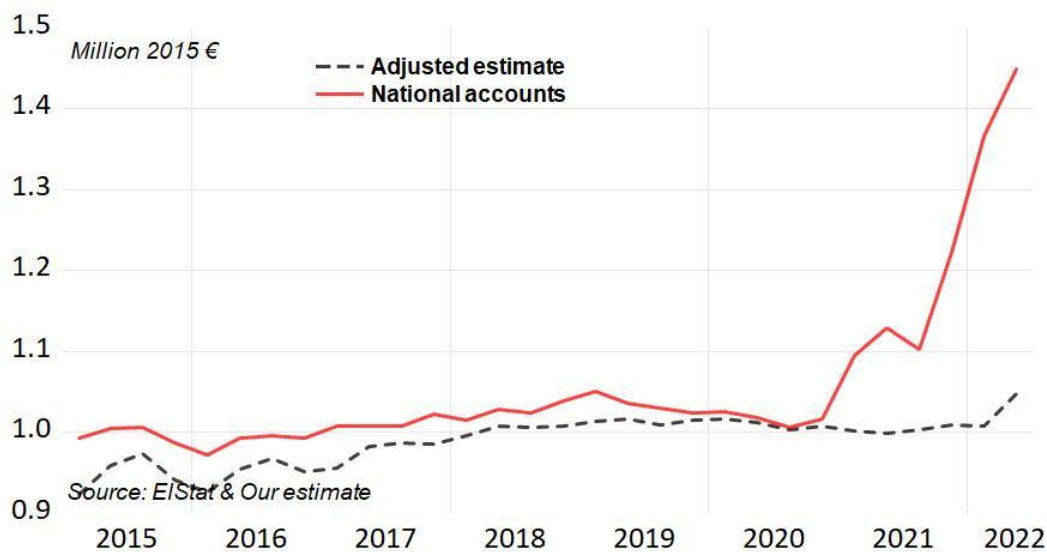
Στη συνέχεια, εστίασαμε στις εξαγωγές υπηρεσιών σε σταθερές τιμές του 2015, χρησιμοποιώντας τον αποπληθωριστή για τον ΔΤΚ για Ταξίδια και τον Δείκτη Τιμών Παραγωγού στη βιομηχανία για τη μη εγχώρια αγορά, εξαιρουμένης της ενέργειας, με σκοπό τον αποπληθωρισμό των εξαγωγών στις κατηγορίες Μεταφορές και Άλλες κατηγορίες.<sup>7</sup>

Στη συνέχεια, αθροίζουμε τα τριμηνιαία στατιστικά στοιχεία για να λάβουμε τις προσαρμοσμένες μας εκτιμήσεις για τις εξαγωγές υπηρεσιών σε σταθερές τιμές, οι οποίες συγκρίνονται στο Σχήμα Α.2 με τα στοιχεία από τους εθνικούς λογαριασμούς.

<sup>6</sup> Ibid. p.31.

<sup>7</sup> Ibid. p.32.

**Figure A.3. Greece. Exports of services implied deflator**



Όπως δείχνει το εν λόγω σχήμα, η προσαρμοσμένη εκτίμηση είναι πολύ κοντά σε αυτήν των ΝΑ έως το 2020, μετά από αυτό το έτος αρχίζουν να αποκλίνουν, με τα στοιχεία των ΝΑ να είναι σταθερά χαμηλότερα από την προσαρμοσμένη μας εκτίμηση.

Το συμπέρασμα είναι ότι η εκτίμηση μας για τον αποπληθωριστή για τις εξαγωγές υπηρεσιών παρουσιάζει, όπως δείχνει χαρακτηριστικά το διάγραμμα στο Σχήμα Α.3, χαμηλότερη αύξηση σε σχέση με αυτή που υπονοείται από τα στοιχεία των ΝΑ.