



Στρατηγική Ανάλυση

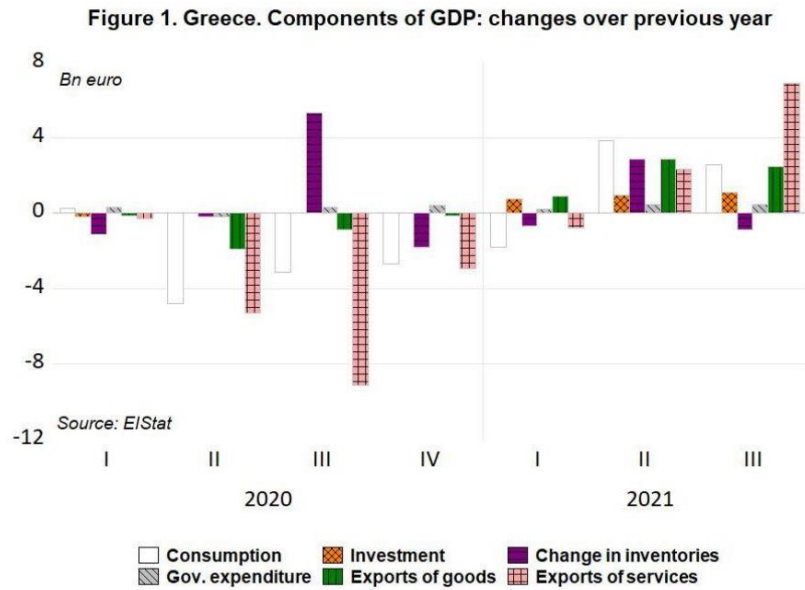
Μάρτιος 2022

Είναι η Ελλάδα στον δρόμο της οικονομικής ανάκαμψης;

Δημήτρης Β. Παπαδημητρίου, Νίκος Ροδουσάκης, Gennaro Zezza

Η παγκόσμια οικονομία εξακολουθεί να παλεύει με την πανδημία COVID-19 για περισσότερο από δύο χρόνια από τότε που ξέσπασε. Οι χώρες στην Ευρώπη, η μία μετά την άλλη, άρχισαν να επιβάλλουν εκ νέου lockdown και άλλους περιορισμούς, προκαλώντας έντονα προβλήματα στην εγχώρια αλλά και ενδο-ευρωπαϊκή οικονομική δραστηριότητα και επιβαρύνοντας, συνάμα, τα συστήματα υγείας τους. Η χαλάρωση τόσο της δημοσιονομικής όσο και της νομισματικής πολιτικής εξακολουθεί να είναι κυρίαρχη, παρ' όλο που οι φωνές ανησυχίας που υποστηρίζουν ότι ήρθε ο καιρός να αρχίσει η αντιστροφή της κατάστασης αυτής γίνονται όλο και πιο δυνατές. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) φαίνεται ότι αποφάσισε να αποδεχθεί το σκεπτικό ότι η ευρωπαϊκή οικονομία είναι «ακόμα σε μια φάση ανοίγματος, και οι επιπτώσεις της πανδημίας δεν έχουν φανεί στο σύνολο τους» (Lagarde 2021). Όσοι παρακολουθούν από κοντά τις εξελίξεις στην ΕΚΤ, ωστόσο, πιστεύουν ακράδαντα ότι το αυξανόμενο επίπεδο τιμών θα οδηγήσει στην ενίσχυση των επιχειρημάτων για σταδιακή αύξηση των επιτοκίων, πιθανότατα το δεύτερο ή το τρίτο τρίμηνο του 2022, ακολουθώντας τις κινήσεις της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, οι οποίες αναμένεται να γίνουν την ίδια περίοδο, και των επιχειρημάτων για διακοπή των καθαρών αγορών περιουσιακών στοιχείων από τον Μάρτιο του τρέχοντος έτους (ΕΚΤ 2021). Η κύρια ανησυχία επικεντρώνεται στην αύξηση του επιπέδου των τιμών, παρ' όλο που η αύξηση αυτή είναι ευρέως αποδεκτό ότι οφείλεται στις τιμές της ενέργειας, τα προβλήματα στην εφοδιαστική αλυσίδα και τα lockdown, ενώ είναι πολύ πιθανόν η κατάσταση αυτή να συνεχιστεί μέχρι το τέλος του έτους. Οι αυξήσεις των τιμών, όπως διαβλέπουν οι περισσότεροι οικονομολόγοι της ΕΚΤ, δεν θα οδηγήσουν σε μόνιμες επιπτώσεις στον πληθωρισμό. Οι ετήσιες εκτιμήσεις για τον πληθωρισμό για το τρέχον και το επόμενο έτος εξακολουθούν να βρίσκονται εντός των ορίων που έχουν τεθεί, τα οποία είναι προφανώς υψηλότερα από το 2 τοις εκατό.

Όσον αφορά την ελληνική οικονομία, καταρχάς πρέπει να σημειωθεί ότι έχει πληγεί σοβαρά από ένα τρίτο και ένα τέταρτο κύμα πανδημίας σε σχέση πάντα με την τελευταία μας Στρατηγική Ανάλυση (Papadimitriou et al. 2021). Το δυνατό ριμπάουντ στην αύξηση του ΑΕΠ το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο του 2021 και τα άλλα θετικά στατιστικά, είναι αμφίβολο αν θα συνεχιστεί μακροπρόθεσμα, ειδικά μετά το 2023. Η πρόσφατα αναθεωρημένη πρόβλεψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2022) για την Ελλάδα αύξησε την ανάπτυξη του ΑΕΠ για το 2021 στο 8,5 τοις εκατό από 7,1 τοις εκατό, αλλά μείωσε τις προβλέψεις της για το 2022 στο 4,9 τοις εκατό από 5,2 τοις εκατό (και το 6 τοις εκατό της προηγούμενης έκθεσης). Ομοίως, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ 2021) στις τελευταίες εκτιμήσεις του για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας δείχνει ότι το ΑΕΠ θα αυξηθεί κατά 6,5 τοις εκατό το 2021 και μειώνει τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ για το 2022

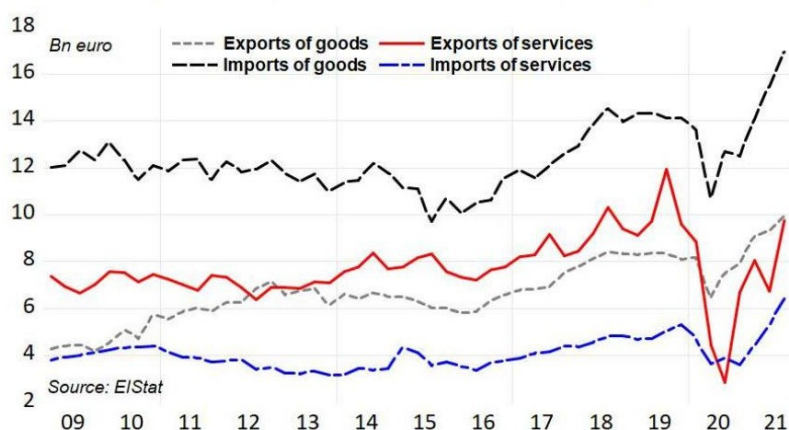


στο 4,6 τοις εκατό. Μια άλλη πρόβλεψη, αυτή της Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ), δείχνει ότι το ΑΕΠ αυξάνεται κατά 7,2 τοις εκατό το 2021, και 5 τοις εκατό το 2022, ενώ μειώνεται στο 3,9 τοις εκατό το 2023 (Reuters 2021). Οι κύριες πηγές βελτίωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος προέρχονται από την αύξηση των εσόδων από την ισχυρότερη από την αρχικά αναμενόμενη οικονομική ανάπτυξη. Οι κυβερνητικές προβλέψεις για την ανάπτυξη υποθέτουν αυξήσεις στις επενδύσεις και μια σημαντική τόνωση από τα κεφάλαια του Next Generation EU (NGEU), ειδικά για το 2022-23. Οι προβλεπόμενοι ρυθμοί ανάπτυξης από το 2020 και μετά αναμένεται να συμβάλουν στη βελτίωση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ της χώρας, παρά το γεγονός ότι το επίπεδο του δημόσιου χρέους της Ελλάδας τόσο σε απόλυτους αριθμούς όσο και σε αναλογία χρέους προς ΑΕΠ θα εξακολουθεί να δίνει στην χώρα την δυσάρεστη πρωτιά μεταξύ των κρατών μελών της ευρωζώνης.

Αυτό εγκυμονεί έναν σοβαρό κίνδυνο, αφού η εξυπηρέτησή του θα ασκήσει πίεση στον κρατικό προϋπολογισμό μετά τη μείωση και σταδιακή διακοπή των μαζικών αγορών κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ και, φυσικά, τις επακόλουθες αυξήσεις επιτοκίων. Το ελληνικό «πρόβλημα» θα παραμείνει στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) και στο ραντάρ του Eurogroup, παρά το γεγονός της πιθανής αναθεώρησης των κανόνων του Μάαστριχτ. Οι συζητήσεις που σχετίζονται με την μεταρρύθμιση των κανόνων αυτών συνεχίζονται. Με τους οικονομολόγους του ESM να εξακολουθούν να εξετάζουν το ζήτημα των αναλογιών χρέους προς ΑΕΠ με τη θέσπιση του ανώτατου ορίου 60 τοις εκατό, 80 τοις εκατό ή 100 τοις εκατό. Σε όλες τις περιπτώσεις η Ελλάδα φαίνεται αδύνατο να μπορεί συμμορφωθεί στο πλαίσιο αυτό μέσα σε κάποιο εύλογο χρονικό διάστημα, αυξάνοντας, συνεπώς, τις πιθανότητες για νέα λιτότητα και νέες περικοπές στον προϋπολογισμό.

Η ισχυρή αύξηση του ΑΕΠ το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο του 2021 ήταν αποτέλεσμα της αντιστροφής των αρνητικών επιπέδων και εμφάνισης μάλλον μεγάλων αυξήσεων στην ιδιωτική κατανάλωση, τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και τις επενδύσεις σε σύγκριση πάντα με τα

Figure 2. Greece. Components of trade at constant prices



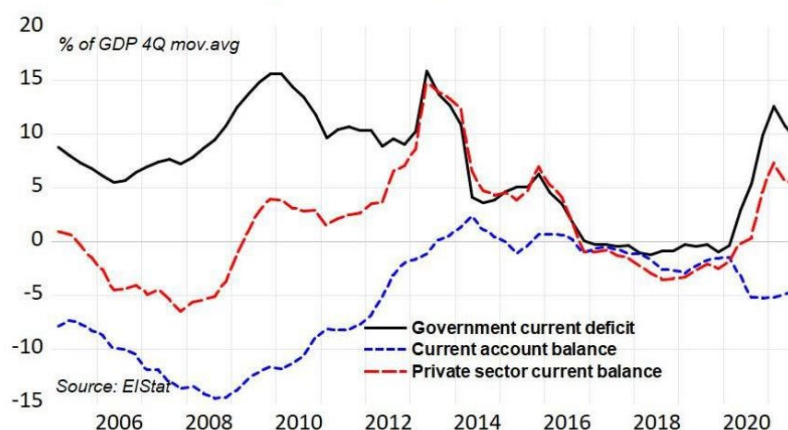
αντίστοιχα τριμηνιαία στοιχεία του 2020, ενώ οι κρατικές δαπάνες, οι οποίες μειώθηκαν το 1ο τρίμηνο του 2021, αυξήθηκαν με ετήσιο ποσοστό 5 τοις εκατό το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο του 2021. Το Σχήμα 1 καταγράφει τις αλλαγές στις συνιστώσες του ΑΕΠ στα αντίστοιχα τριμηνιαία επίπεδα το 2020-2021, ενώ το Σχήμα 2 δείχνει τις συνιστώσες των εξαγωγών και των εισαγωγών σε αγαθά και υπηρεσίες.

Οι εξαγωγές αγαθών αυξήθηκαν το 2021, υπερβαίνοντας τα προ-COVID επίπεδά τους (δηλαδή τα επίπεδα του 2019), ενώ τα στοιχεία από το ισοζύγιο πληρωμών του Οκτώβριου και του Νοέμβριου δείχνουν ότι η τάση αυτή συνεχίστηκε και το τελευταίο τρίμηνο του έτους. Ισχυρή ανάκαμψη παρουσίασαν και οι εξαγωγές υπηρεσιών, με τις μεταφορικές υπηρεσίες να ξεπερνούν τα επίπεδα του 2019. Οι τουρισμός ανέκαμψε το 2021, μετά την κατάρρευση του 2020, αλλά η αβεβαιότητα που προκάλεσε η πανδημία εμπόδισε την πλήρη ανάκαμψη, με αποτέλεσμα οι εξαγωγές που σχετίζονται με τις ταξιδιωτικές υπηρεσίες να μην φτάνουν τα προ πανδημίας επίπεδα.

Η ισχυρή ανάκαμψη των εξαγωγών οδήγησε, ωστόσο, σε ακόμη μεγαλύτερη αύξηση των εισαγωγών. Από τη μια πλευρά, η Ελλάδα έχει αυξήσει την εξειδίκευσή της στη διύλιση πετρελαίου: οι εξαγωγές πετρελαίου ήταν περίπου το 6,6 τοις εκατό των εξαγωγών αγαθών το 2002 (το πρώτο έτος για το οποίο δημοσιεύονται μηνιαία στοιχεία της ΤτΕ) και σχεδόν το 26 τοις εκατό το 2021, ενώ πρέπει να σημειωθεί ότι επίσης ήταν και μεταξύ του 60 και του 70 τοις εκατό των εισαγωγών πετρελαίου. Η ανάκαμψη στις εξαγωγές πετρελαίου το 2021 συνοδεύτηκε από σημαντική επιδείνωση του ισοζυγίου πετρελαίου. Από την άλλη πλευρά, οι επενδύσεις στηρίζονται και αυτές με την σειρά τους σε εισαγόμενα αγαθά, όπως κάνουν οι δραστηριότητες που σχετίζονται με τον τουρισμό, και επομένως η συνολική ανάκαμψη των εξαγωγών αντισταθμίστηκε σε μεγάλο βαθμό από μια ακόμη μεγαλύτερη αύξηση των εισαγωγών.

Τον Νοέμβριο του 2021 (τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στατιστικά στοιχεία), το συσσωρευμένο εμπορικό έλλειμμα για το έτος ήταν 10,1 δισ. ευρώ, ελαφρώς χειρότερο από το έλλειμμα των 9,9 δισ. ευρώ την ίδια χρονική περίοδο για το 2020. Το ίδιο 11μηνο, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ήταν ελαφρώς καλύτερο το 2021 σε σύγκριση με το 2020, αλλά εξακολουθεί να βρίσκεται σε έλλειμμα

Figure 3. Greece. Sectoral balances



σχεδόν 9 δις. ευρώ. Η αύξηση το 2021 των τρεχουσών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων προς την ελληνική κυβέρνηση από διακρατικούς θεσμικούς οργανισμούς της αλλοδαπής συνέβαλε στη μείωση του συνολικού ελλείμματος.

Όπως έχουμε τονίσει και σε προηγούμενες αναφορές μας, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, μαζί με τη καθαρή θέση δανεισμού του Δημοσίου, ισοδυναμεί με αύξηση ή μείωση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα. Σε συμβολικούς όρους, η αύξηση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα, χωρίς την αύξηση σε υποχρεώσεις (καθαρή απόκτηση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων ή NAFA) πρέπει να είναι ίση με το έλλειμμα του δημόσιου τομέα (DG) συν το υπόλοιπο του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (CAB)

$$NAFA = DG + CAB$$

Οι τρεις αυτές ροές παρουσιάζονται στο Σχήμα 3. Ένα αρνητικό NAFA σημαίνει ότι ο ιδιωτικός τομέας είτε εξαντλεί το απόθεμα χρηματοοικονομικών περιουσιακών του στοιχείων είτε αυξάνει το απόθεμα χρέους του. Και στις δύο περιπτώσεις, το γεγονός αυτό είναι πιθανό να προκαλέσει οικονομική αστάθεια και κρίση. Παρατηρούμε ότι το NAFA έγινε αρνητικό περίπου το 2005 και παρέμεινε αρνητικό μέχρι τη Μεγάλη Ύφεση του 2009, μια περίοδος αύξησης του δανεισμού του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα, η οποία σχετίζεται με την επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Η σοβαρή ύφεση που ξεκίνησε το 2009 και εντάθηκε από το 2011 και μετά, συνέβαλε στη μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και επανέφερε το NAFA σε θετικό έδαφος. Η πολιτική λιτότητας με στόχο τη μείωση του δημόσιου χρέους οδήγησε το NAFA ξανά σε αρνητικό έδαφος και μόνο η κατάρρευση της ζήτησης λόγω της πανδημίας—μαζί με την αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος—αποικατέστησαν το θετικό πρόσημο του NAFA το 2021, ακόμα και υπό την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Οι επιπτώσεις στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών φαίνονται από τη πρόσφατη έκθεση της ΤτΕ, η οποία δείχνει,

σε ετήσια βάση, τη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τον Δεκέμβριο του 2021 κατά 1.067 εκατ. ευρώ.

Η ανάλυση αυτή υποδηλώνει ότι, στο εγγύς μέλλον, οι πολιτικές που στοχεύουν στην εξισορρόπηση του εξωτερικού ισοζυγίου είναι αυτές που πρέπει να εφαρμοστούν, διαφορετικά όταν ελλείψει η θετική επίδραση των κονδυλίων του NGEU και η κυβέρνηση θα πρέπει να μειώσει το έλλειμά της και να αποπληρώσει το δανειακό μέρος του NGEU, ο ιδιωτικός τομέας θα τεθεί ξανά κάτω από σοβαρή οικονομική πίεση, που συνεπάγεται στασιμότητα ή έναν ακόμα γύρο ύφεσης.

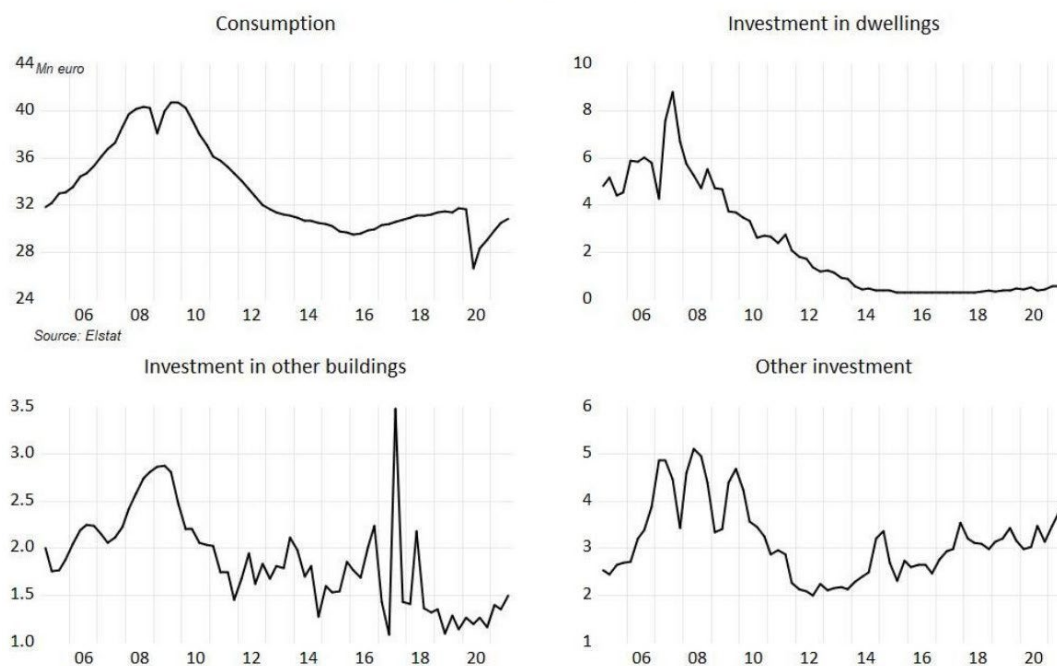
Η αύξηση των εξαγωγών αγαθών αντικατοπτρίζεται επίσης και στους δείκτες της βιομηχανικής παραγωγής. Ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής παρουσιάζει αύξηση κατά 9,8 τοις εκατό το 2021 σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Η παραγωγή στη μεταποίηση αυξήθηκε κατά 9 τοις εκατό, ιδιαίτερα για ρούχα, δερμάτινα προϊόντα, υπολογιστές και ηλεκτρικό εξοπλισμό. Όλα αυτά τα προαναφερθέντα προϊόντα είχαν το 2021 ρυθμό ανάπτυξης που ξεπερνούσε το 20 τοις εκατό σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Ο κύριος Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών της IHS Markit για τον τομέα μεταποίησης στην Ελλάδα (PMI) τον Ιανουάριο του 2022 μειώθηκε στο 57,9, αντιπροσωπεύοντας χαμηλό έξι μηνών από 59,0 του Δεκέμβριο του 2021. Εξακολουθεί όμως να υφίσταται μια 11μηνη αύξηση στον μεταποιητικό τομέα, καθώς η παραγωγή, η απασχόληση και οι νέες παραγγελίες συνέχισαν να αυξάνονται. Η αυξημένη ζήτηση φαίνεται να προκαλεί αύξηση των πωλήσεων, οδηγώντας τις επιχειρήσεις να αυξήσουν την απασχόληση και την παραγωγή, ενώ οι ελλείψεις υλικών και τα προβλήματα στην εφοδιαστική αλυσίδα αυξάνουν το κόστος για τις εταιρείες και, κατά συνέπεια, αυξάνουν και τις τιμές (Trading Economics 2022).

Οι επενδύσεις σημείωσαν εντυπωσιακή αύξηση κατά τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2021. Ο ακαθάριστος σχηματισμός κεφαλαίου μετρούμενος σε τρέχουσες τιμές (συμπεριλαμβανομένης της μεταβολής των αποθεμάτων) αυξήθηκε κατά σχεδόν 26 τοις εκατό σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2020, όμως πρέπει να σημειωθεί ότι ένα αξιοσημείωτο μέρος αυτής της αύξησης οφείλεται στην ιδιαίτερος αυξημένη μεταβολή των αποθεμάτων, η οποία είναι πολύ πιθανόν να αναθεωρηθεί. Οι πάγιες επενδύσεις είχαν αξιοσημείωτη, επίσης, αύξηση κατά 21 τοις εκατό, αντίστοιχα στην ίδια περίοδο του 2020.

Στο Σχήμα 4 αναλύουμε τις συνιστώσες της ζήτησης του ιδιωτικού τομέα. Η κατανάλωση νοικοκυριών σημείωσε σημαντική πτώση το 2020 και δεν έχει ανακτήσει ακόμη τα επίπεδα του 2019. Αντιθέτως, οι επενδύσεις δεν φαίνεται να έχουν πληγεί από τα lockdown της τελευταίας διετίας. Συγκεκριμένα, οι επενδύσεις σε κατοικίες—οι οποίες αποτελούσαν την κυριότερη συνιστώσα των επενδύσεων πριν από τη Μεγάλη Ύφεση, και έχουν μειωθεί δραματικά—φαίνεται να αυξάνονται κατά το τέλος του 2021. Ο αριθμός των οικοδομικών αδειών τον Οκτώβριο του 2021—δηλαδή για τον τελευταίο μήνα για τον οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία—εμφανίζει αύξηση κατά 19 τοις εκατό σε σχέση με τον αντίστοιχο μήνα του 2020, ενώ ο συνολικός αριθμός των αδειών που εκδόθηκαν το πρώτο δεκάμηνο του 2021 υπερβαίνει ήδη τον αριθμό αδειών ολόκληρου του 2020.

Figure 4. Greece. Components of private demand



Ένας ακόμα παράγοντας που μας οδηγεί στο συμπέρασμα περί αύξησης των επενδύσεων σε κατοικίες είναι η αύξηση των τιμών των κατοικιών, οι οποίες το 3ο τρίμηνο του 2021 αυξήθηκαν κατά 8,3% σε σχέση με το ίδιο τρίμηνο του 2020, ενώ η αιτία σε όλα αυτά είναι πιθανώς η αύξηση των άμεσων ξένων επενδύσεων σε ακίνητα: σύμφωνα με την ΓτΕ, τα τελευταία αυξήθηκαν κατά 34 τοις εκατό τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2021 σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2020.

Όπως δείχνουν τα δύο κάτω διαγράμματα του Σχήματος 4, αυξήθηκαν και άλλες κατηγορίες επενδύσεων κατά το 2021, υπερβαίνοντας τα επίπεδα του 2019.

Το εποχικά προσαρμοσμένο ποσοστό ανεργίας τον Δεκέμβριο του 2021 έφτασε στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 11 χρόνων, αν και το 12,8 τοις εκατό εξακολουθεί να είναι το υψηλότερο ποσοστό στην ευρωζώνη (μετά την Ισπανία). Η απασχόληση αυξήθηκε σταθερά το 2021, αλλά εξακολουθεί να είναι πολύ κάτω από το προηγούμενο μέγιστο που επιτεύχθηκε το 2008. Το συνολικό ποσοστό ανεργίας, ωστόσο, κρύβει την μεγάλη διαφοροποίηση που υπάρχει μεταξύ των ηλικιακών ομάδων. Το ποσοστό ανεργίας, για παράδειγμα, μεταξύ των ατόμων ηλικίας 15–24 ετών ήταν 27 τοις εκατό. Η μείωση της ανεργίας είναι ενθαρρυντική, αλλά η κύρια ανησυχία μας βρίσκεται στη σταθερή μείωση του πληθυσμού σε παραγωγική ηλικία, η οποία θεωρούμε ότι οφείλεται στην καθαρή μετανάστευση, ο ρυθμός της οποίας έχει πλέον επιβραδυνθεί (σε περίπου 30.000 άτομα ετησίως από πάνω από 70.000 ο 2012). Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι ο αριθμός των ατόμων εκτός εργατικού δυναμικού αυξήθηκε κατά 11.900, φτάνοντας συνολικά τα 3,2 εκατ.

Ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος, σύμφωνα με τη Eurostat, ήταν στο 114 τοις εκατό τον Φεβρουάριο του 2022, μειωμένος οριακά από το υψηλό ρεκόρ του 114,2 τοις εκατό του προηγούμενου μήνα. Συνεπώς, εξακολουθεί να δείχνει μια υψηλή εμπιστοσύνη ως προς την οικονομική δραστηριότητα.

Σύμφωνα με στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, οι λιανικές πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 15 τοις εκατό σε ετήσια βάση τον Νοέμβριο του 2021, με το πρόσημο τους να γίνεται θετικό, μετά από μήνες πτώσης, τον Απρίλιο. Οι πωλήσεις που έχουν αυξηθεί κατακόρυφα είναι για είδη ένδυσης και υπόδησης κατά 83 τοις εκατό, έπιπλα και οικιακές συσκευές κατά 52 τοις εκατό και βιβλία, χαρτικά και άλλα αγαθά κατά 47 τοις εκατό. Οι πωλήσεις, αντίθετα, που μειώθηκαν είναι στα παντοπωλεία κατά -4,5% και στον γενικότερο τομέα των τροφίμων κατά -3,9 τοις εκατό.

Προβλέψεις για την περίοδο 2021-23

Δημοσιονομική Πολιτική

Η κρατική συνολική κατανάλωση σε σταθερές τιμές έχει αυξηθεί σε σχέση με το κατώτατο σημείο της του τρίτου τριμήνου του 2019, επιστρέφοντας στα επίπεδα της μέσης τιμής της κατά την περίοδο 2014-17. Εμείς υποθέτουμε ότι θα παραμείνει σταθερή κατά την διάρκεια όλης της εξεταζόμενης περιόδου. Η κρατική ατομική κατανάλωση αυξήθηκε ταχύτερα στο δεύτερο και το τρίτο τρίμηνο του 2021. Και πάλι, υποθέτουμε ότι θα αυξηθεί με έναν ρυθμό 1 τοις εκατό κατά την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.

Οι κρατικές επενδύσεις ήταν πιο ασταθείς σε σχέση με την κατανάλωση και αυξήθηκαν αρκετά κατά το 2020 καθώς και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2021 και ακόμη περισσότερο το τρίτο τρίμηνο του 2021. Προβλέπουμε ότι οι κρατικές επενδύσεις θα παραμείνουν στα επίπεδα του 3ου τριμήνου του 2021, με πρόσθετη ώθηση μάλιστα από τα κεφάλαια του NGEU στο πρώτο τρίμηνο του 2022.

Οι δαπάνες για κοινωνικές παροχές αυξήθηκαν το πρώτο εξάμηνο του 2021, αλλά μόνο λόγω της αύξησης του ποσοστού των συνταξιούχων. Η πραγματική μέση δαπάνη, διαιρούμενη με τον πληθυσμό άνω των 65 ετών, παρέμεινε σταθερή, και προβλέπουμε ότι θα παραμείνει έτσι και στο σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου.

Οι καθαρές τρέχουσες μεταβιβάσεις από το δημόσιο προς τον ιδιωτικό τομέα παρέμειναν σχετικά σταθερές το 2020 και τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2021, και έτσι προβλέπουμε ότι θα παραμείνουν σταθερές. Αντιθέτως, οι καθαρές μεταβιβάσεις κεφαλαίων προς τον ιδιωτικό τομέα αυξήθηκαν σημαντικά το τέταρτο τρίμηνο του 2020 και ήταν υψηλότερες και στο πρώτο εξάμηνο του 2021 σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Οι συνολικές κρατικές «επιχορηγήσεις και μεταφορές κεφαλαίων» ήταν περίπου 9 δισεκατομμύρια ευρώ το 2020, σε σύγκριση με 2,8 δισεκατομμύρια το 2019, και έχουν ήδη φτάσει τα 3,2 δισεκατομμύρια κατά το πρώτο εξάμηνο του 2021. Ως εκ τούτου, προβλέπουμε ότι θα παραμείνουν πάνω από τον μέσο όρο το 4ο τρίμηνο του 2021 και θα επανέλθουν σε πιο «κανονικές» τιμές από το 2022 και μετά.

Ως εκ τούτου, συμπεραίνουμε ότι η κρατική στήριξη στον ιδιωτικό τομέα κατά τη διάρκεια της πανδημίας δόθηκε κυρίως μέσω της μείωσης φορολογίας και των επιδοτήσεων.

Ο μέσος ex post έμμεσος φορολογικός συντελεστής μειώθηκε το 2020, στο χαμηλό επίπεδο, του 15,6 τοις εκατό, από 17,9 τοις εκατό του 2ου τρίμηνου του 2019. Παρουσίασε μια μέτρια αύξηση κατά 16,2 τοις εκατό το τρίτο τρίμηνο του 2021 και προβλέπουμε ότι θα αργήσει να επανέλθει στα επίπεδα του 2019, με αφετηρία το 2022.

Οι κρατικές επιδοτήσεις ήταν περίπου 1 τοις εκατό του ΑΕΠ το 2019, αυξήθηκαν κατά κάτι παραπάνω από το 4 τοις εκατό κατά το 2020 και έχουν παραμείνει σε υψηλά επίπεδα και κατά τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2021. Υποθέτουμε, λοιπόν, ότι οι κρατικές επιδοτήσεις θα επανέλθουν σιγά σιγά στα προ-πανδημίας επίπεδα. Αύξηση παρουσίασαν επίσης και οι επιδοτήσεις από το εξωτερικό το 2020, κατά 0,3 τοις εκατό του ΑΕΠ, ενώ επιστρέψαν στα προ-πανδημίας επίπεδα το 3ο τρίμηνο του 2021 και, έτσι, υποθέτουμε ότι θα παραμείνουν σταθερές κατά το σύνολο της εξεταζόμενης από εμάς περιόδου.

Ο μέσος ex post συντελεστής άμεσης φορολογίας επανήλθε σχεδόν στα προ-πανδημίας επίπεδα, έτσι υποθέτουμε ότι θα ολοκληρώσει την ανάκαμψή του στα επίπεδα του 2019, ξεκινώντας από 2022.

Το μέσο ex post ποσοστό των κοινωνικών εισφορών κατέρρευσε κατά την κορύφωση της πανδημίας το δεύτερο τρίμηνο του 2020, αλλά επέστρεψε στη μέση τιμή του το επόμενο τρίμηνο και παρέμεινε σχετικά σταθερό. Ως εκ τούτου, προβλέπουμε ότι θα παραμείνει σταθερό για την περίοδο που εξετάζουμε.

Οι τρέχουσες μεταβιβάσεις από το εξωτερικό προς το δημόσιο αναμένουμε ότι θα ακολουθήσουν την τάση της περιόδου 2019-21. Αυτό σημαίνει ότι η κυβέρνηση θα λάβει περίπου 6,5 δισ. Ευρώ από το 2021 και μετά, σε σύγκριση με τα 4,9 δισεκατομμύρια του 2019 και τα 6 δισεκατομμύρια του 2020.

Επιτόκια

Αναμένουμε ότι τα επιτόκια θα παραμείνουν στα τρέχοντα ιστορικά χαμηλά επίπεδα: το ex post σιωπηρό επιτόκιο για το δημόσιο χρέος για τους ξένους θεσμικούς είναι περίπου στο 1,5 τοις εκατό, ενώ για τους εγχώριους είναι περίπου στο 2,5 τοις εκατό.

Χρηματιστήριο

Ο δείκτης τιμών του χρηματιστηρίου της Αθήνας ανέκαμψε τον τελευταίο χρόνο, επιστρέφοντας στα προ-πανδημίας επίπεδα (2019Q4). Ο δείκτης αυτός (1980=100) κατέρρευσε, ως γνωστόν, από το ανώτατο όριο των 5.189 μονάδων το 2007 στο χαμηλότερο των 525 μονάδων το 2012, ενώ κυμαίνεται μεταξύ 500 και 900 μονάδων την τελευταία πενταετία. Αναμένουμε, λοιπόν, ότι θα παραμείνει σχετικά σταθερός τα επόμενα τρίμηνα.

Αγορά κατοικιών

Η τιμή των κατοικιών, μετράται βάσει του δείκτη τιμών των κατοικιών που δημοσιεύει η ΤτΕ, και όπως προείπαμε, έχει παγώσει μια ανοδική πορεία τον τελευταίο χρόνο. Ο δείκτης αυτός (1997=100) κορυφώθηκε στο 261 το 2008, ενώ κατέρρευσε το 2009, φτάνοντας στα χαμηλά του επίπεδα

προσεγγίζοντας το 150 το 2017. Έχει φυσικά ανακάμψει σε σχέση πάντα με το 2017, φτάνοντας το 187 το 3ο τρίμηνο του 2021.

Η αύξηση των τιμών των κατοικιών, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, δεν φαίνεται να έχει καμία επίδραση στις επενδύσεις για κατοικίες, οι οποίες παραμένουν ουσιαστικά επίπεδες τα τελευταία χρόνια.

Συνεπώς, η αύξηση των τιμών που αναφέρει η ΓτΕ, μπορούμε να υποθέσουμε ότι είναι αποτέλεσμα της αύξησης της ζήτησης για υφιστάμενες κατοικίες, και έτσι παρατηρείτε αυξημένη κατασκευαστική δραστηριότητα ανάλογη με της προαναφερθείσας αύξησης.

Για το 2022, υποθέτουμε τέλος ότι οι τιμές των κατοικιών θα συνεχίσουν να αυξάνονται με το σχετικά ήπιο ετήσιο ποσοστό του 2 τοις εκατό, ενώ το 2023 υποθέτουμε ότι θα αυξηθούν σύμφωνα με το γενικό επίπεδο τιμών.

Πληθωρισμός και τιμές της αλλοδαπής

Οι τιμές των εισαγωγών αυξήθηκαν δραματικά κατά τη διάρκεια του 2021 λόγω των διαταραχών της εφοδιαστικής αλυσίδας και αύξησης του κόστους μεταφοράς λόγω της πανδημίας. Ο αποπληθωριστής για τις εισαγωγές αγαθών ήταν 20 τοις εκατό υψηλότερος το τρίτο τρίμηνο του 2021, σε σύγκριση με το ίδιο τρίμηνο του προηγούμενου έτους. Ο αποπληθωριστής για τις εισαγωγές των υπηρεσιών αυξήθηκε κατά 4 τοις εκατό κατά την ίδια πάντα περίοδο. Η αύξηση των τιμών των εισαγόμενων αγαθών δεν έχουν ακόμη μεταφραστεί σε σημαντικές αυξήσεις των εγχώριων τιμών: ο δείκτης τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) το τρίτο τρίμηνο του 2021 ήταν μόνο 1,8 τοις εκατό υψηλότερος από το ίδιο τρίμηνο του προηγούμενου έτους και ο αποπληθωριστής για την κατανάλωση αυξήθηκε μόνο κατά 0,5 τοις εκατό την ίδια περίοδο. Ωστόσο, ο μηνιαίος ΔΤΚ παρουσιάζει, σε ετήσια βάση, αύξηση 4,4 τοις εκατό το 4ο τρίμηνο του 2021 και περαιτέρω αύξηση τον Ιανουάριο του 2022. Ως εκ τούτου, υποθέτουμε παρόμοια αύξηση του αποπληθωριστή για την κατανάλωση, αλλά αυτή είναι από την πλευρά μας μια αισιόδοξη υποθήση, αφού θεωρούμε ότι η αύξηση των διεθνών και εγχώριων τιμών σχεδόν θα εξαφανιστεί το πρώτο τρίμηνο του 2022 και θα επιστρέψει στον προηγούμενο μέσο όρο κατά το δεύτερο τρίμηνο.

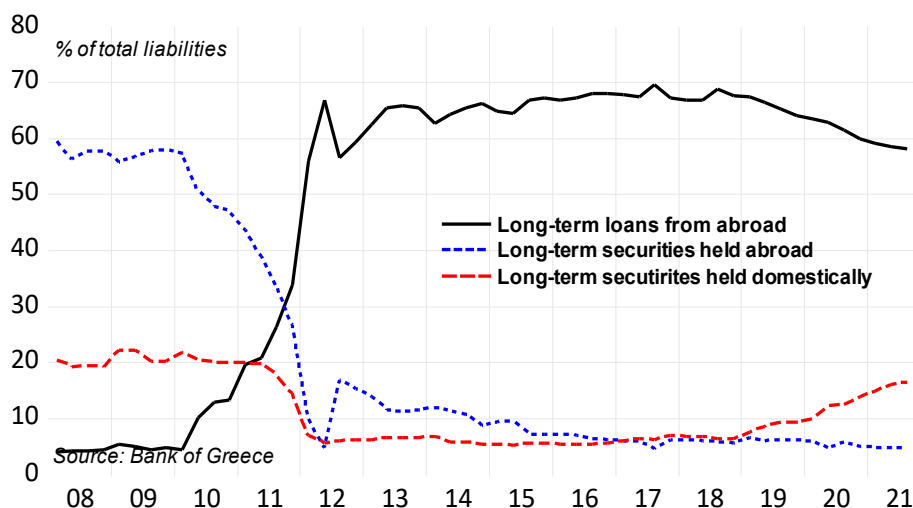
Εξωτερικός Τομέας

Το μερίδιο του κρατικού χρέους στο εξωτερικό άρχισε να μειώνεται το 4ο τρίμηνο του 2018.

Όπως είναι πλέον γνωστό, μετά τη Μεγάλη Ύφεση οι ξένες αγορές έχασαν την εμπιστοσύνη τους ως προς την βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους και τα ξένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εγκατέλειψαν τους ελληνικούς κρατικούς τίτλους, οι οποίοι μειώθηκαν από το 57 τοις εκατό των συνολικών κρατικών υποχρεώσεων το 2010 στο 5 τοις εκατό το 2012 (Σχήμα 5). Την ίδια περίοδο, η Ελλάδα έπρεπε να αποδεχθεί το «σχέδιο διάσωσης» της Τρόικας, το οποίο μεταφράστηκε σε αύξηση των ξένων μακροπρόθεσμων δανείων από το 5 τοις εκατό των συνολικών υποχρεώσεων το 2010 στο 67 τοις εκατό το 2012.

Το 2018 αυτή η τάση άρχισε να αναστρέφεται σιγά-σιγά, με το μερίδιο του χρέους που περνάει σε ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σταδιακά να αυξάνεται. Θα υποθέσουμε, λοιπόν, ότι αυτή η νέα τάση θα συνεχιστεί.

Figure 5. Greece. Components of government debt



Τουρισμός

Ο αριθμός των τουριστών μειώθηκε δραματικά λόγω της πανδημίας COVID-19 το 2020, από 34 εκατομμύρια του 2019 στα μόλις 7,4 εκατομμύρια του 2020. Ο αριθμός των τουριστών δεν αυξήθηκε το πρώτο εξάμηνο του 2021, σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του προηγούμενου έτους, αλλά υπερδιπλασιάστηκε το 3ο τρίμηνο του 2021 σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο το 2020. Το υπόδειγμα μας προβλέπει ότι οι εξαγωγές υπηρεσιών θα συνεχίσουν να ανακάμπτουν.

Αποτελέσματα σενάριου βάσης/σεναρίου NGEU

Τη στιγμή που γράφεται το κείμενο αυτό, ανακοινώθηκε η πρώτη δόση της εκταμίευσης από το NGEU, η οποία ανέρχεται στα 3,56 δισ. ευρώ, και η οποία φυσικά δεν εμφανίζεται στα στοιχεία του 2021, και επομένως μπορούμε να υποθέσουμε ότι τα χρήματα δεν θα δαπανηθούν. Σε αυτή τη βάση, στο βασικό μας σενάριο υποθέτουμε ότι μόνο ένα μέρος της δόσης του NGEU θα εκταμιευτεί το 2022 (5,3 δισ. ευρώ) και το 2023 (5,2 δισ. ευρώ) και το οποίο θα μεταφραστεί σε αύξηση των κρατικών επενδύσεων. Πιο συγκεκριμένα, υποθέτουμε προοδευτική αύξηση των κρατικών δαπανών, έτσι ώστε το 2022 να είναι 1,7 δισεκατομμύρια ευρώ υψηλότερες από το 2021, ενώ για το 2023 υποθέτουμε ότι θα είναι 2,3 δισεκατομμύρια ευρώ υψηλότερες σε σύγκριση με το 2022.

Τα αποτελέσματα μας παρουσιάζονται στον Πίνακα 1, ο οποίος δείχνει ότι ο υψηλός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2022 εξαρτάται από την ισχυρή ανάκαμψη του τουρισμού. Η υπόθεση μας για ένα λιγότερο αισιόδοξο σενάριο όσον αφορά την διάθεση των κονδυλίων του NGEU βασίζεται στις καθυστερήσεις που παρατηρούνται στην χρηματοδότηση των επιλεγμένων έργων και αυτό θεωρούμε ότι θα έχει αντίκτυπο και στην οικονομία. Όπως θα δείξουμε παρακάτω, το πιο αισιόδοξο σενάριο της κυβέρνησης ελαχιστοποιεί τις καθυστερήσεις στην αποπληρωμή των κεφαλαίων. Εμείς αμφισβητούμε, ωστόσο, την εμπιστοσύνη της κυβέρνησης περί διευρυμένης εκταμίευσης των κονδυλίων της ΕΕ.

Αισιόδοξο εναλλακτικό σενάριο

Ακολουθούμε, τώρα, μια πιο αισιόδοξη άποψη για την ικανότητα των ελληνικών θεσμών να μετατρέπουν εγκαίρως τα κεφάλαια από το NGEU σε δαπάνες, υποθέτοντας αύξηση 3,5 δις. το 2022 και 7 δις. το 2023. Αυτή είναι η μονή διαφοροποίηση σε σχέση με το σενάριο βάσης μας. Σε αυτό το σενάριο ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ είναι υψηλότερος από το βασικό μας σενάριο, αλλά το εμπορικό ισοζύγιο επιδεινώνεται, καθώς οι πρόσθετες κρατικές επενδύσεις συνεπάγονται αύξηση των εισαγωγών. Η εκτέλεση των περισσότερων από τα έργα που θα χρηματοδοτηθούν από το NGEU απαιτεί κεφάλαια και ενδιάμεσες πρώτες ύλες που δεν παράγονται εγχώρια και βασίζονται συνεπώς σε εισαγωγές, η οποίες μάλιστα λαμβάνουν χώρα άμεσα χωρίς καθυστερήσεις.

Δεδομένων, τώρα, των παρατηρούμενων προβλημάτων της εφοδιαστικής αλυσίδας, η χωρίς καθυστερήσεις εισαγωγές είναι μάλλον αβέβαιες, αυξάνοντας τη διάρκεια της ολοκλήρωσης των έργων, γεγονός που μπορεί να επηρεάσει φασικά το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα.

Πίνακας 1. Ελλάδα: Βασικά οικονομικά μεγέθη ανά σενάριο

Σενάριο βάσης	2020	2021	2022	2023
Πραγματικό ΑΕΠ (ρυθμός ανάπτυξης)	-8,8	8,8	5,8	2,6
Συνολικό πλεόνασμα της κυβέρνησης (% του ΑΕΠ)	-9,9	-8,0	-2,3	2,1
Πρωτογενές πλεόνασμα της κυβέρνησης (% του ΑΕΠ)	-6,9	-5,3	0,7	5,1
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-8,9	-9,0	-4,9	-2,6
Ισοζύγιο πληρωμών (% του ΑΕΠ)	-5,2	-5,5	-0,7	2,6
Σενάριο 1: Αισιόδοξο				
Πραγματικό ΑΕΠ (ρυθμός ανάπτυξης)	-8,8	8,8	7,0	4,7
Συνολικό πλεόνασμα της κυβέρνησης (% του ΑΕΠ)	-9,9	-8,0	-1,9	3,2
Πρωτογενές πλεόνασμα της κυβέρνησης (% του ΑΕΠ)	-6,9	-5,3	1,0	6,1
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-8,9	-9,0	-4,0	-0,4
Ισοζύγιο πληρωμών (% του ΑΕΠ)	-5,2	-5,5	0,1	4,6

Σενάριο πληθωρισμού

Τέλος, εξετάζουμε το ερώτημα τι θα συνέβαινε εάν οι διεθνείς τιμές συνεχίσουν να αυξάνονται το 2022 και πιθανώς η αύξηση τους να επιταχυνθεί περαιτέρω λόγω της τεταμένης κατάστασης από τη σύγκρουση της Ρωσίας με την Ουκρανίας που μπορεί να οδηγήσει τις τιμές της ενέργειας προς τα πάνω. Σε αυτό το τρίτο εναλλακτικό σενάριο υποθέτουμε ότι ο εγχώριος πληθωρισμός παραμένει περίπου στο 6% το 2022 και μειώνεται στο 2% το 2023, με τις τιμές των εισαγωγών να αυξάνονται κατά μισή ποσοστιαία μονάδα περισσότερο από ότι ο εγχώριος πληθωρισμός. Υποθέτουμε, επιπλέον, ότι τα επιτόκια θα αυξηθούν, λόγω του αυξανόμενου πληθωρισμού, από το δεύτερο τρίμηνο του 2022 έως το τέλος του έτους, ενώ σταδιακά θα υποχωρήσουν κατά το 2023.

Σύμφωνα με αυτές τις παραδοχές, και επιστρέφοντας στις αρχικές μας υποθέσεις σχετικά με τα κονδύλια του NGEU, η εμπειρική εφαρμογή του υποδείγματος μας δεν καταλήγει σε μια δραματική επίδραση στον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, αλλά, όπως αναμενόταν, καταλήγει σε μια σημαντική αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος λόγω των αυξημένων καθαρών πληρωμών τόκων, που μπορεί να υπονομεύσουν την επεκτατική πολιτική που έχει τόσο ανάγκη η Ελλάδα.

Συμπεράσματα

Στην παρούσα έκθεση αναλύσαμε πώς η Ελλάδα άρχισε να ανακάμπτει από το σοκ της πανδημίας και τις προοπτικές συνέχισης και διατήρησης αυτής της ανάκαμψης. Σημειώσαμε ότι τον πιο σημαντικό ρόλο ως προς αυτό, διαδραματίζει η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική που επιτρέπει στα νοικοκυριά να ξεπεράσουν την κρίση που προκαλείται από την πανδημία και να διατηρήσουν τις καταναλωτικές τους δαπάνες παράλληλα με μια αύξηση των δημόσιων επενδύσεων, μια στρατηγική που ακολούθησαν άλλωστε όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ. Η Ελλάδα παρουσίασε έναν σημαντικό ρυθμό ανάπτυξης τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2021 σε σύγκριση με την αρνητική ανάπτυξη του 2020 και έχουμε κάθε λόγο να περιμένουμε για το σύνολο του 2021, όταν δηλαδή θα έχουμε και τα επίσημα τελικά αποτελέσματα, έναν ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ πάνω από το 8 τοις εκατό. Η διευκολυντική νομισματική πολιτική που προωθείται από την ΕΚΤ παρείχε μια εξτρά ώθηση στις κυβερνήσεις (συμπεριλαμβανομένης και της ελληνικής), δίνοντάς τους τη δυνατότητα να δανείζονται με πρωτοφανή χαμηλά επιτόκια για να υλοποιούν τα σχέδια των δαπανών τους. Τα κεφάλαια του νεοσύστατου, λόγω πανδημίας, NGEU, εάν αξιοποιηθούν σωστά και φυσικά εγκαίρως, ιδίως για την περίπτωση της Ελλάδας, μπορούν να προσφέρουν μια πραγματικά ισχυρή ώθηση στην οικονομία.

Όπως συνηθίζεται με τις Στρατηγικές Αναλύσεις μας, παρουσιάζουμε μερικά σενάρια για την αναπτυξιακή πορεία που δύναται να ακολουθήσει η οικονομία με βάση μια σειρά λελογισμένων υποθέσεων. Η παρούσα ανάλυση επικεντρώνεται σε τρία σενάρια: σε ένα σενάριο βάσης και δύο εναλλακτικά. Το βασικό μας σενάριο, στο οποίο εξετάζουμε το περισσότερο «ρεαλιστικό» πιθανό οικονομικό αποτέλεσμα για την επόμενη διετία (2022–23), βασίζεται σε λογικές υποθέσεις οι οποίες προκύπτουν από τις εξελίξεις του 2021 και μια σειρά ρεαλιστικών υποθέσεων σχετικά με την αξιοποίηση των κονδυλίων του NGEU. Το πρώτο μας εναλλακτικό σενάριο είναι ένα πιο αισιόδοξο σενάριο και διαφέρει από το βασικό σενάριο στο ότι υποθέτει μια πιο αποτελεσματική και άμεση αξιοποίηση των κονδυλίων του NGEU, και έτσι ως εκτούτου καταλήγει σε έναν μεγαλύτερο σε σχέση με το σενάριο βάσης ρυθμό ανάπτυξης για φέτος και για το επόμενο έτος. Το τρίτο σενάριο είναι όμοιο με το σενάριο βάσης μας, αλλά λαμβάνουμε τώρα υπόψη ένα καθεστώς υψηλότερου, από ότι στο αρχικό μας σενάριο, ρυθμού πληθωρισμού κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Το σενάριο αυτό καταλήγει σε μια μικρή απόκλιση στην αύξηση του παραγόμενου προϊόντος σε σχέση πάντα με το αρχικό μας σενάριο, αλλά και σε μια πολύ σημαντική αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι εάν το τελευταίο αυτό σενάριο πραγματοποιηθεί, θα οδηγήσει σε σημαντικές δυσκολίες εξυπηρέτησης του δημόσιου και του ιδιωτικού χρέους της χώρας.

Βιβλιογραφικές αναφορές

European Central Bank. 2021. “Combined monetary policy decisions and statements” December 16 <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/shared/pdf/ecb.ds211216.enpdf>

European Commission. 2022. “Winter 2022 Economic Forecast.” February. Brussels: European Commission.

International Monetary Fund. 2021. “World Economic Outlook.” October. Washington, DC: International Monetary Fund.

Lagarde, C. 2021. “Commitment and persistence: monetary policy in the economic recovery.” Keynote speech at the 31st Frankfurt European Banking Congress, November 19, Frankfurt am Main, Germany.

Papadimitriou, D. B., C. Pierros, N. Rodousakis, and G. Zezza. 2021. “Restarting the Greek Economy?” Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College. May.

Reuters. 2021. “Greek economy seen growing 5.0% in 2022, central bank says.” December 22.

Πηγές δεδομένων

ΕΛΣΤΑΤ: <https://www.statistics.gr>

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

ΔΝΤ: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/Οκτώβριος>

ΟΟΣΑ: <https://stats.oecd.org>

Trading Economics: <https://tradingeconomics.com/greece/manufacturing-pmi>