

## Συγγραφείς:

**Θεόδωρος Σταματίου**  
Οικονομολόγος  
[tstamatiou@eurobank.gr](mailto:tstamatiou@eurobank.gr)

**Μαρία Πρανδέκα**  
Οικονομικός Αναλυτής  
[mprandeka@eurobank.gr](mailto:mprandeka@eurobank.gr)

## ΡΗΤΡΑ ΜΗ ΕΥΘΥΝΗΣ

Το έντυπο αυτό εκδόθηκε από την Τράπεζα Eurobank Ergasias A.E. ("Eurobank") και δεν επιτρέπεται να αναπαραχθεί κατά οποιονδήποτε τρόπο από τα πρόσωπα στα οποία αποστέλλεται ή να δοθεί σε οποιοδήποτε άλλο πρόσωπο. Το έντυπο αυτό δεν αποτελεί προσφορά αγοράς ή πώλησης ούτε πρόσκληση για υποβολή προσφορών αγοράς ή πώλησης των κινητών αξιών που αναφέρονται σε αυτό. Η Eurobank και άλλοι που συνδέονται με αυτήν ενδέχεται να έχουν συμμετοχές και ενδέχεται να πραγματοποιούν συναλλαγές σε κινητές αξίες εταιρειών που αναφέρονται στο παρόν, καθώς επίσης ενδέχεται να παρέχουν ή να επιδιώκουν να παράσχουν υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής στις εταιρείες αυτές. Οι επενδύσεις που αναλύονται στο έντυπο αυτό μπορεί να είναι ακατάλληλες για επενδυτές, με κριτήρια τους συγκεκριμένους επενδυτικούς στόχους τους και την οικονομική κατάστασή τους. Οι πληροφορίες που περιέχονται στο παρόν έχουν αποκλειστικά ενημερωτικό σκοπό και προέρχονται από πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες αλλά δεν έχουν επαληθευτεί από την Eurobank. Οι απόψεις που διατυπώνονται στο παρόν ενδέχεται να μη συμπίπτουν με αυτές οποιουδήποτε μέλους της Eurobank. Καμία δήλωση ή διαβεβαίωση (ρητή ή σιωπηρή) δεν δίδεται όσον αφορά την ακρίβεια, πληρότητα, ορθότητα ή χρονική καταλληλότητα των πληροφοριών ή απόψεων που περιέχονται στο παρόν, οι οποίες μπορούν να αλλάξουν χωρίς προειδοποίηση. Καμία απολύτως ευθύνη, οπωσδήποτε και αν γεννάται, δεν αναλαμβάνεται από την Eurobank ή από τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της ή τα στελέχη της ή τους υπαλλήλους της όσον αφορά το περιεχόμενο του παρόντος.

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κ.λπ. εκφράζουν αποκλειστικά τις απόψεις του συντάκτη τους. Ανυπόγραφα σημειώματα θεωρούνται της συντάξεως. Άρθρα, μελέτες, σχόλια κ.λπ. που υπογράφονται από μέλη της συντακτικής επιτροπής, εκφράζουν τις προσωπικές απόψεις του γράφοντα.

## Υπό πίεση χρόνου η ολοκλήρωση της τρέχουσας αξιολόγησης του προγράμματος

- Η επιστροφή της τρόικας σηματοδοτεί την επανέναρξη των διαπραγματεύσεων για την ολοκλήρωση της παρούσας αξιολόγησης μέχρι το Eurogroup της 10<sup>ης</sup> Μαρτίου 2014.
- Ενθαρρυντική η μείωση του ΑΕΠ μόνο κατά -2.6% σε ετήσια βάση το 4ο τρίμηνο του 2014 όμως η εξέλιξη του αποπληθωριστή του ΑΕΠ για το 2013 προκαλεί προβληματισμό:
  - ❖ θετική η επίδραση στην ανταγωνιστικότητα, αρνητικές επιπτώσεις στη διατηρησιμότητα του δημόσιου χρέους.
- Το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών για το 2013 παρουσίασε πλεόνασμα €1,2 δις. ή 0,7% του ΑΕΠ χάρη στη μεγάλη μείωση του εμπορικού ελλείμματος και την αύξηση των πλεονασμάτων των ισοζυγίων τρεχουσών μεταβιβάσεων και υπηρεσιών.
- Ανεργία: το ποσοστό ανεργίας το Νοέμβριο 2013 αυξήθηκε στο 28,0% από το 27,7% τον Οκτώβριο.
- Πληθωρισμός: ο αποπληθωρισμός επιβραδύνθηκε για δεύτερο διαδοχικό μήνα τον Ιανουάριο (στο -1,5% ο πληθωρισμός).



Πηγή: Bloomberg

## Ενθαρρυντική η μείωση του ΑΕΠ μόνο κατά -2.6% σε ετήσια βάση το 4<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2014, προβληματίζει η εξέλιξη του χρέους αν ληφθεί υπόψη ο αποπληθωριστής του ΑΕΠ για το 2013

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της ΕΛΣΤΑΤ<sup>1</sup>, το ελληνικό ΑΕΠ σημείωσε πτώση -2.6% στο 4<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2013 σε ετήσια βάση. Η επίδοση του 4<sup>ου</sup> τριμήνου του 2013 είναι ικανοποιητική με δεδομένη:

- την πίεση στην ιδιωτική κατανάλωση εξαιτίας της παρατεταμένης ύφεσης (το 2013 θα είναι η 6<sup>η</sup> συνεχόμενη χρονιά με αρνητικό ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ),
- την αυξανόμενη ανεργία (Νοέμβριος 2013: 28,0%)
- την μειωμένη ρευστότητα (καθυστερήσεις στην εκταμίευση των δόσεων 2<sup>ου</sup> Προγράμματος Σταθεροποίησης της Ελληνικής Οικονομίας (2ΠΣΕΟ), στην προώθηση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων, κτλ).<sup>2</sup>

**Πίνακας 1: Τριμηνιαίο ΑΕΠ**

(μη εποχικά διορθωμένα στοιχεία, 2011-2013, εκτιμήσεις για το 4ο τρίμηνο του 2013)

Τριμηνιαίο ΑΕΠ												
(σταθερές τιμές 2005, μη εποχικά διορθωμένα στοιχεία, 2011-2013, εκτιμήσεις για το 4ο τρίμηνο του 2013)												
	2011				2012				2013			
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
Ετήσια μεταβολή (%)	-8.8	-7.9	-4.0	-7.9	-6.7	-6.4	-6.7	-5.7	-5.5	-3.7	-3.0	-2.6
€ δισ.	42.8	45.9	48.1	43.2	40.0	43.0	44.9	40.7	37.8	41.4	43.5	39.7

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ

Σημειώστε επίσης ότι η δημόσια κατανάλωση μειώνεται και θα συνεχίσει να μειώνεται την επόμενη περίοδο, εξαιτίας της δημοσιονομικής σύγκλισης σύμφωνα με το 2ΠΣΕΟ. Αντίθετα, ιδιαίτερα ενθαρρυντικές είναι οι σχετικές εξελίξεις από τον εξωτερικό τομέα της οικονομίας. Σύμφωνα με τα πρόσφατα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος<sup>3</sup> το ισοζύγιο τρεχουσών

<sup>1</sup> Για τη σχετική ανακοίνωση βλ.:

[http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0704/PressReleases/A0704\\_SEL84\\_DT\\_QQ\\_04\\_2013\\_01\\_E\\_GR.pdf](http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0704/PressReleases/A0704_SEL84_DT_QQ_04_2013_01_E_GR.pdf)

<sup>2</sup> Οι εναπομένουσες δόσεις για το 2013 είναι α) €3,1δισ. από τον ΕΜΣ (αρχικά προγραμματιζόταν να καταβληθεί τον Δεκέμβριο του 2013) και β) €1,8 δισ. από το ΔΝΤ (και εδώ ο αρχικός προγραμματισμός ήταν για τον Δεκέμβριο του 2013). Σημειώστε ότι το ΔΝΤ για να επιτρέψει την καταβολή της εναπομένουσας δόσης για το 2013 καθώς και τη συνέχιση του χρηματοδοτικού προγράμματος απαιτεί μια συνεπή λύση για το πρόβλημα του χρηματοδοτικού κενού του 2014 όπως αυτό αναγνωρίζεται στην προηγούμενη αξιολόγηση του 2ΠΣΕΟ (Ιούλιος 2013). Η δόση του Μαρτίου 2014 από τον ΕΜΣ είναι €5,7δισ..

<sup>3</sup> Για τη σχετική ανακοίνωση βλ.:

<http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/News/PressReleases/Displte>

συναλλαγών το 2013 σε ετήσια βάση παρουσίασε πλεόνασμα €1,2 δισ. ή περίπου 0,7% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος €4,6 δισ. το 2012 που αποδίδεται κυρίως α) στη σημαντική μείωση του εμπορικού ελλείμματος (€2,4 δισ.) και β) στην αύξηση των πλεονασμάτων των ισοζυγίων τρεχουσών μεταβιβάσεων κατά €3,0 δισ. και υπηρεσιών κατά €1,7 δισ.

Από το 3<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2008, η Ελλάδα συμπληρώνει 22 συνεχή τρίμηνα αρνητικών ρυθμών μεταβολής του ΑΕΠ. Η επίδοση του 4<sup>ου</sup> τριμήνου του 2013 ήταν καλύτερη και από αυτή του 2<sup>ου</sup> τριμήνου του 2010 (-2.8% του ΑΕΠ). Παράλληλα, η εξέλιξη του ΑΕΠ τα τελευταία τρίμηνα δείχνει επιβράδυνση της ύφεσης. Το ΑΕΠ μειώθηκε κατά -5,7% το 4<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2012, κατά -5,5% το 1<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2013, κατά -3,7% το 2<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2013 και κατά -3,0% το 3<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2013.

Σύμφωνα με τα παραπάνω στοιχεία προκύπτει ότι ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ για το 2013 είναι στο -3,7%. Στην τελευταία αναθεώρηση του 2ΠΣΕΟ (Ιούλιος 2013) η σχετική πρόβλεψη ήταν για ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ είναι -4,2% το 2013. Στον Προϋπολογισμό 2014 η αντίστοιχη πρόβλεψη ήταν -4,0%. Με βάση τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα σε αυτό το χρονικό σημείο, εκτιμούμε ότι ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ για το 2013 θα είναι στο -3,9% ενώ για το 2014 αναμένουμε επιστροφή σε θετικό ρυθμό ανάπτυξης 0,4%.<sup>4</sup>

Σημειώστε ότι οι σχετικές προβλέψεις του ΟΟΣΑ είναι στο -3,5% για το 2013 και στο -0,4% για το 2014. Αν και προβλέπουν ότι η ελληνική οικονομία το 2014 θα επανέλθει σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης σε τριμηνιαία βάση, αυτό δεν θεωρείται αρκετό για την επίτευξη του ετήσιου στόχου για θετική ανάπτυξη εξαιτίας της συνεχιζόμενης δημοσιονομικής ύφεσης αλλά και των περιορισμών που θέτει στο τραπεζικό σύστημα η αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Η κατάσταση μπορεί να βελτιωθεί μόνο αν βελτιωθούν οι συνθήκες ρευστότητας στην οικονομία (π.χ. αύξηση χρηματοδότησης μετά από επιτυχημένα stress tests των τραπεζών, αποπληρωμή των ληξιπρόθεσμων του δημοσίου, επανέναρξη μεγάλων έργων κτλ), και την βελτίωση της αξιοπιστίας της ελληνικής οικονομίας (π.χ. μέσω της εφαρμογής του προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της επιτάχυνσης των ιδιωτικοποιήσεων).

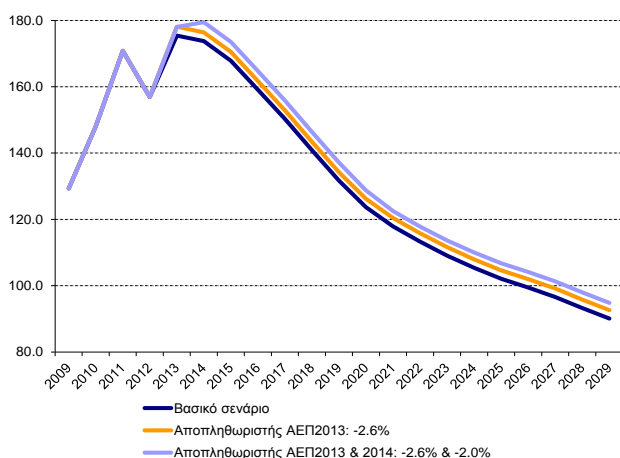
[m.aspx?Item\\_ID=4523&List\\_ID=1af869f3-57fb-4de6-b9ae-bdfd83c66c95&Filter\\_by=DT](http://www.eurobank.gr/Uploads/Reports/GDP%20Nowcasting%20-%20Greece%20-%20Macro%20Monitor%20(18%20November%202013).pdf). Πληροφόρηση για το ισοζύγιο περιέχεται και στον Πίνακα Π1 παρακάτω.

<sup>4</sup> Μελέτη της Διεύθυνσης Τρέχουσας Οικονομικής Ανάλυσης της Eurobank κατέληξε στην πρόβλεψη για ύφεση -3.5% του ΑΕΠ το 2013 με βάση πάντα την παρούσα πληροφόρηση όσον αφορά τις αναθεωρήσεις των τριμηνιαίων στοιχείων του ΑΕΠ. Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τη μελέτη βλ.:

[http://www.eurobank.gr/Uploads/Reports/GDP%20Nowcasting%20-%20Greece%20-%20Macro%20Monitor%20\(18%20November%202013\).pdf](http://www.eurobank.gr/Uploads/Reports/GDP%20Nowcasting%20-%20Greece%20-%20Macro%20Monitor%20(18%20November%202013).pdf)

Σύμφωνα με την ανακοίνωση της ΕΛΣΤΑΤ, έχει ξεκινήσει η διαδικασία επίλυσης προβλημάτων που σχετίζονται με τον τρόπο υπολογισμού του αποπληθωριστή του ΑΕΠ. Η ολοκλήρωση της συγκεκριμένης διαδικασίας είναι πιθανό να οδηγήσει σε αναθεώρηση των στοιχείων του ΑΕΠ. Πιθανή αναθεώρηση του αποπληθωριστή προς το χειρότερο θα προκαλέσει προβλήματα στην τρέχουσα ανάλυση για τη διατηρησιμότητα του δημοσίου χρέους σύμφωνα με την τελευταία αναθεώρηση του 2ΠΣΕΟ (Ιούλιος 2013). Το τελευταίο υποθέτει αποπληθωριστή -1,1% για το 2013. Από τα στοιχεία για το τριμηνιαίο ΑΕΠ της ΕΛΣΤΑΤ προκύπτει ότι ο αποπληθωριστής είναι -2,6%. Η χειροτέρευση του αποπληθωριστή, παρόλα τα θετικά αποτελέσματα όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, είναι δυνατό να έχει και αρνητικές επιπτώσεις.

**Σχήμα 2: Η εξέλιξη του Δημοσίου Χρέους με βάση διαφορετικές υποθέσεις για τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ**



Πηγή: Eurobank Research

Στο Σχήμα 2 παρουσιάζονται τρία σενάρια για την πορεία του χρέους, το Βασικό Σενάριο είναι το Σενάριο αναφοράς (Baseline Scenario) του 2ΠΣΕΟ, το 1<sup>ο</sup> Εναλλακτικό Σενάριο δείχνει την επίδραση στην πορεία του χρέους από μια αλλαγή του αποπληθωριστή από το -1,1% στο -2,6% μόνο για το 2013, ενώ το 2<sup>ο</sup> Εναλλακτικό Σενάριο υποθέτει αποπληθωριστή -2,6% για το 2013 και -2,0% για το 2014. Και στις δύο περιπτώσεις το χρέος το 2020 είναι υψηλότερο από αυτό του Βασικού Σεναρίου. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι σύμφωνα με το 1<sup>ο</sup> και το 2<sup>ο</sup> Εναλλακτικό Σενάριο το χρέος το 2020 αναμένεται στο 126,0% και 128,7% του ΑΕΠ αντίστοιχα. Η πρόβλεψη του Βασικού Σεναρίου για το χρέος του 2020 είναι 123,7% του ΑΕΠ. Οι διαφορές είναι μικρές αλλά επαρκούν για τον εκτροχιασμό της πορείας του χρέους με δεδομένο ότι στην παραπάνω άσκηση έχουμε ακολουθήσει το μετριοπαθή δρόμο. Δεν αλλάξαμε και άλλες παραμέτρους που θα μπορούσαν να επηρεαστούν από την χειροτέρευση του αποπληθωριστή του ΑΕΠ (π.χ. επενδύσεις) ή δεν διατηρήσαμε τον αποπληθωριστή σε μεγαλύτερα επίπεδα από τις προβλέψεις του 2ΠΣΕΟ για περίοδο μεγαλύτερη των δύο ετών. Σε κάθε περίπτωση

μια χειροτέρευση του αποπληθωριστή θα καταστήσει την ανάγκη για μέτρα ελάφρυνσης του χρέους ακόμη πιο επιτακτική.

### Η εξασφάλιση της σταδιακής αύξησης του πρωτογενούς πλεονάσματος για τα επόμενα χρόνια και η επιστροφή σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης μπορούν να επιτευχθούν μόνο με την εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων

Μεγάλο μέρος της δημόσιας συζήτησης επικεντρώνεται στο πλεόνασμα του 2013 δίνοντας του υπερβολικά θετικές ή αρνητικές διαστάσεις. Το πρωτογενές πλεόνασμα αποτελεί ένα δείκτη διαχείρισης των εσόδων και των δαπανών του δημοσίου. Το 2009 ο συγκεκριμένος δείκτης έφθασε το -10,5% του ΑΕΠ ενώ το 2013 αναμένεται στο 0,4% του ΑΕΠ. Πρόκειται για μια σημαντική επιτυχία που κρύβει πίσω της: **α)** την σημαντικότερη αύξηση των φορολογικών βαρών για τους «συνήθεις υπόπτους» (μισθωτούς και συνταξιούχους), **β)** την καλύτερη οργάνωση / έλεγχο των δαπανών του δημοσίου (π.χ. καλύτερο έλεγχο των δαπανών της Γενικής Κυβέρνησης μέσω των σχετικών μεταρρυθμίσεων κτλ), **γ)** την καλύτερη οργάνωση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού μέσω της (πολύ καθυστερημένης) λειτουργίας της Γενικής Γραμματείας Εσόδων και **δ)** την ορθολογικοποίηση της δομής του δημοσίου.

Για να εξασφαλισθεί η διατηρησιμότητα και η σταδιακή αύξηση των πρωτογενών πλεονασμάτων για τα επόμενα χρόνια απαιτείται επιπλέον προσπάθεια. Η προσπάθεια αυτή δεν μπορεί να επικεντρωθεί στην αύξηση της φορολογίας. Τα μέτρα αυτού του τύπου εξάντλησαν πλέον τις όποιες δυνατότητες είχαν. Η προσπάθεια από εδώ και πέρα θα κριθεί:

- Στην ορθολογική χρήση των κεφαλαίων από το πλεόνασμα του 2013 που δεν θα κατευθυνθούν στη μείωση του χρέους.
- Στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας του δημοσίου τομέα.
- Στην ενίσχυση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, του ανταγωνισμού και των εξαγωγών.
- Στην ενίσχυση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων.

Οι κατευθυντήριες γραμμές όσον αφορά τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις υπάρχουν ήδη στο 2ΠΣΕΟ. Η επιτάχυνση της εφαρμογής τους είναι απαραίτητη.

Μετά το Eurogroup της προηγούμενης Δευτέρας έγινε γνωστό πως θα ξεκινήσουν οι διαπραγματεύσεις με την τρόικα όσον αφορά τα εκκρεμή θέματα των μεταρρυθμίσεων<sup>5</sup> – το

<sup>5</sup> Βλέπε και 7 ΗΜΕΡΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ (05/02/2014):

[http://www.eurobank.gr/Uploads/Reports/7HMERES\\_OIKONOMIA\\_05022014.pdf](http://www.eurobank.gr/Uploads/Reports/7HMERES_OIKONOMIA_05022014.pdf)

δημοσιονομικό κενό του 2014 από ό,τι φαίνεται δεν αποτελεί το βασικό σημείο τριβής μεταξύ κυβέρνησης και τρόικας – με σκοπό την επίτευξη συμφωνίας και την ολοκλήρωση της παρούσας αξιολόγησης μέχρι την 10<sup>η</sup> Μαρτίου 2014 (ημερομηνία διεξαγωγής του επόμενου Eurogroup). Μέχρι στιγμής, δεν υπάρχει επίσημη πληροφόρηση σχετικά με την πρόοδο που έχει επιτευχθεί στα εκκρεμή ζητήματα των μεταρρυθμίσεων, με την εξαίρεση του θέματος της ένταξης επιπλέον 12.500 δημοσίων υπαλλήλων στο πρόγραμμα κινητικότητας.<sup>6</sup>

Η πληροφόρηση για την επανέναρξη των διαπραγματεύσεων με την τρόικα συνέβαλε στην σταθεροποίηση τόσο των περιθωρίων (spread) μεταξύ των ελληνικών δεκαετών ομολόγων και των αντίστοιχων γερμανικών τίτλων όσο και του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.<sup>7</sup> Την 18<sup>η</sup> Φεβρουαρίου 2014 το περιθώριο των ομολόγων ήταν στις 587,2 μβ αυξημένο κατά 16,3 μβ σε σχέση με το ελάχιστο σημείο του περιθωρίου την 11<sup>η</sup> Φεβρουαρίου 2014. Επισημαίνουμε εδώ ότι στο πρώτο τεύχος του «7 Ημέρες Οικονομία» για το 2014 θεωρούσαμε ότι με δεδομένη την υπευθυνότητα των εμπλεκόμενων στη διαπραγμάτευση θα εξακολουθήσει να μειώνεται ο κίνδυνος της ελληνικής οικονομίας. Τότε σημειώσαμε ότι η ελληνική οικονομία βρισκόταν «στην αρχή του τέλους της κρίσης». Το ίδιο το τέλος της κρίσης απέχει αρκετά χρόνια ακόμη. Με δεδομένη την επαλήθευση των προβλέψεων για θετικό ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2014 θα χρειαστούν τουλάχιστον 8 χρόνια<sup>8</sup> από την έναρξη της κρίσης ώστε να ανακτηθεί το κατά κεφαλήν εισόδημα που απώλεσε την περίοδο 2008-2013. Για να γίνει όμως αυτό απαιτείται η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας και

συνεπώς η πλήρης εφαρμογή του προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

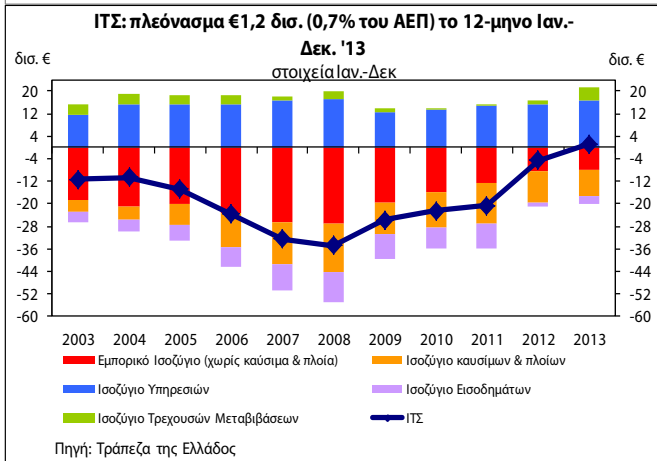
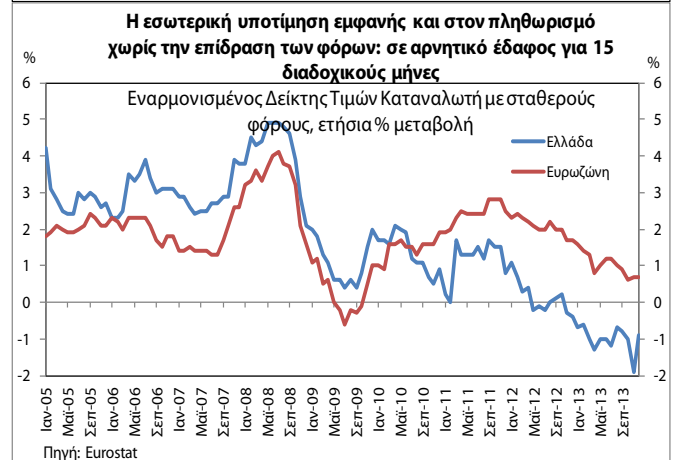
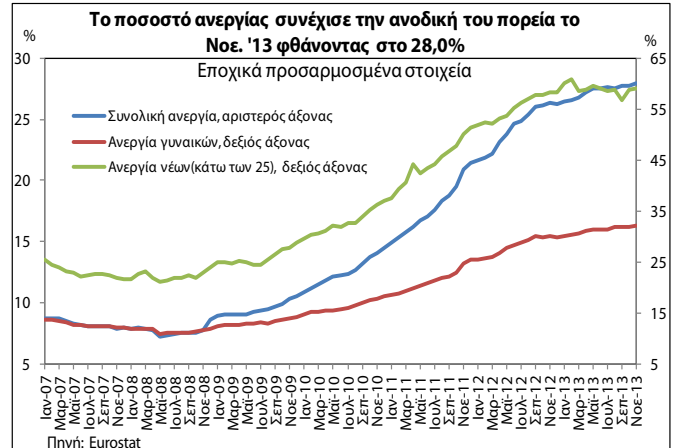
Πέρα από τα ζητήματα της παρούσας αξιολόγησης, όμως, παραμένουν ακόμη ανοικτά και αυτά του χρηματοδοτικού κενού του 2014, του Μεσοπρόθεσμου Προγράμματος Δημοσιονομικής Πολιτικής 2014-17, του χρηματοδοτικού κενού της περιόδου 2015-16 και φυσικά τα μέτρα για την ελάφρυνση του δημοσίου χρέους σύμφωνα με τις αποφάσεις του Eurogroup του Νοεμβρίου 2012. Δεν θεωρούμε ότι η έξοδος στις αγορές μπορεί να καλύψει μεγάλο μέρος του χρηματοδοτικού κενού του 2014 αφού το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους αναμένεται πολλαπλάσιο του τρέχοντος κόστους εξυπηρέτησης των επισήμων δανείων. Μια έκδοση ελληνικών ομολόγων θα είναι μικρή σε μέγεθος και σε διάρκεια και περισσότερο θα έχει ψυχολογικούς στόχους – να αυξήσει την εμπιστοσύνη προς την ελληνική οικονομία. Παράλληλα, οι πρόσφατες δηλώσεις του επικεφαλής του Eurogroup J. Dijsselbloem περί έναρξης των διαπραγματεύσεων για τα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους μετά το καλοκαίρι του 2014 μόνο ως ενθαρρυντικές δεν μπορούν να θεωρηθούν. Εδώ και καιρό είχαμε επισημάνει ότι οι καθυστερήσεις στην ολοκλήρωση της παρούσας αξιολόγησης στερούν βαθμούς ελευθερίας από την επικείμενη διαπραγμάτευση για το χρέος. Ήδη το ενδεχόμενο για ανακοίνωση ενός προσχεδίου της λύσης πριν από τις Ευρωεκλογές απομακρύνεται.

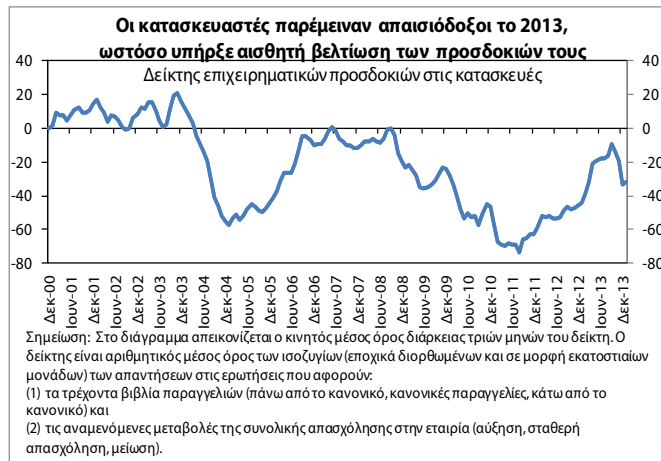
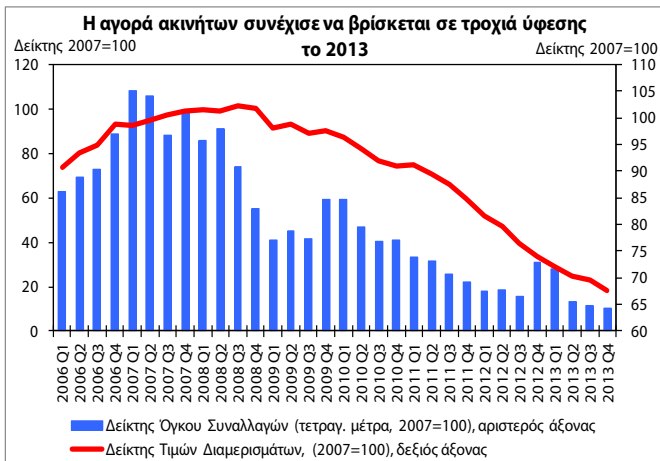
<sup>6</sup> Νομοσχέδιο, για την κατάργηση φορέων του Δημοσίου που κρίνονται ως μη-απαραίτητοι και ένταξης στο πρόγραμμα της διαθεσιμότητας του προσωπικού τους, αναμένεται να κατατεθεί σύντομα. Δε θα πρέπει να ξεχνάμε όμως και ότι μια σειρά από ζητήματα από το 1<sup>ο</sup> στάδιο διαθεσιμότητας δεν έχουν διευκρινισθεί ακόμη (βλέπε την ολοκλήρωση του 1<sup>ου</sup> σταδίου της κινητικότητας (12.500 δημόσιοι υπάλληλοι) και των προβλεπόμενων απολύσεων (4000) όπως αυτό αποφασίστηκε / υλοποιήθηκε στο τέλος του 2013).

<sup>7</sup> Βλέπε και το σχετικό διάγραμμα στις Βασικές Στατιστικές Εξελίξεις παρακάτω.

<sup>8</sup> Σε μια πρόσφατη μελέτη τους οι Reinhart & Rogoff (2013)<sup>8</sup> σημειώνουν ότι οι περιφερειακές οικονομίες της ευρωζώνης (συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας) θα χρειαστούν τουλάχιστον 8 χρόνια μετά την έναρξη της κρίσης για να επανακτήσουν το κατά κεφαλήν εισόδημα που απώλεσαν εξαιτίας της κρίσης. Μόνο οι ΗΠΑ και η Γερμανία έχουν καταφέρει να φτάσουν το επίπεδο του πραγματικού εισοδήματος που είχαν την περίοδο 2007-2008. Η μελέτη έχει βασιστεί στις υπάρχουσες προβλέψεις του ΔΝΤ για τον ρυθμό ανάπτυξης των συγκεκριμένων χωρών. Υπέρβαση των συγκεκριμένων ρυθμών θα συντομώσει τον χρόνο που απαιτείται για την επαναφορά του εισοδήματος στα προ-κρίσης επίπεδα του. Από την άλλη πλευρά, υστέρηση έναντι των προβλέψεων του ΔΝΤ θα αυξήσει τον χρόνο που χρειάζεται για να φτάσει στα προ-κρίσης επίπεδα το πραγματικό εισόδημα. Για την μελέτη των Reinhart & Rogoff (2013) βλέπε: [http://www.aeaweb.org/aea/2014conference/program/preliminary.php?search\\_string=taylor&search\\_type=last\\_name&association=&jel\\_class=&search=Search](http://www.aeaweb.org/aea/2014conference/program/preliminary.php?search_string=taylor&search_type=last_name&association=&jel_class=&search=Search)

## Βασικές Στατιστικές Εξελίξεις





		Τελευταία Περίοδος 2012-13		Ετήσια Στοιχεία						
		Τελευταία Τιμή	Τιμή Αντίστοιχης περιόδου 2011/12	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
<b>Μακροοικονομικοί Δείκτες</b>										
Ρυθμός μεγέθυνσης ΑΕΠ (% ε.μ.ε.)*	-2.6 (Q4 13)	-5.7 (Q4 12)	-6.4	-7.1	-4.9	-3.1	-0.2	3.5		
Δημοσιονομικό Έλλειμμα (% ΑΕΠ, εκτίμηση για το 2013)	-4.10	-	-6.0	-9.8	-11.1	-15.8	-9.9	-6.8		
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ, εκτίμηση για το 2013)	175.2	-	156.9	170.3	148.3	129.7	112.9	107.2		
ΔΤΚ (% ε.μ.ε.)	-1.5 (01/14)	0.2 (01/13)	-0.9	1.5	3.3	4.7	1.2	4.2	2.9	
ΔΤΚ με σταθερούς φόρους (% ε.μ.ε.)	-0.5 (01/14)	-0.7 (01/13)	-1.0	0.1	1.3	1.4	1.1	4.2	2.9	
Ανεργία (% εργατ. Δυναμικού, τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	28.0 (11/13)	26.3 (11/12)		24.3	17.7	12.6	9.5	7.7	8.3	
Δείκτης Οικονομικού κλίματος (τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	92.6 (01/14)	86.1 (01/13)	90.8	80.3	81.0	82.3	82.3	99.2	109.2	
<b>Δείκτες Ανταγωνιστικότητας</b>										
Πραγματικός Εναρμονισμένος Δείκτης Ανταγωνιστικότητας με βάση τον ΔΤΚ (% ε.μ.ε.)	-1.3 (Q4 13)	-3.8 (Q4 12)	-1.3	-3.8	-0.5	-1.7	3.4	0.3	1.5	
Μοναδιαίο Κόστος Εργασίας (% ε.μ.ε.)	-6.7 (Q3 13)	-5.6 (Q3 12)		-8.0	-0.1	-2.0	11.6	5.0	1.5	
Μέσο Κόστος Εργασίας (% ε.μ.ε.)	-7.4 (Q1 13)	-11.1 (Q1 12)		-12.3	-6.0	-2.7	5.3	2.4	3.4	
<b>Καταναλωτικοί Δείκτες</b>										
Ιδιωτική Κατανάλωση σε σταθερές τιμές	-8.1 (Q3 13)	-8.6 (Q3 12)		-6.4	-7.1	-4.9	-3.1	1.3	3.5	
Δείκτης όγκου στο λιαν. Εμπόριο (% ε.μ.ε.)	2.9 (11/13)	-16.7 (11/12)		-12.2	-10.2	-6.2	-11.4	1.3	2.2	
Νέα επιβατικά αυτοκίνητα (% ε.μ.ε. σωρ. μετ.)	15.4 (01/14)	-38.9 (01/13)		0.4	-40.1	-31.0	-35.6	-17.8	-4.5	4.5
Καταναλωτική εμπιστοσύνη (τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	-64.5 (01/14)	-71.9 (01/13)	-69.3	-74.8	-74.1	-63.4	-45.7	-46.0	-28.5	
Επιχειρηματικές προσδοκίες στο λιανικό εμπόριο (τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	-11.6 (01/14)	-30.5 (01/13)	-22.6	-36.1	-35.4	-33.7	-15.4	14.2	34.2	
<b>Δείκτες Βιομηχανικής Δραστηριότητας</b>										
Βιομηχανική παραγωγή (% ε.μ.ε.)	0.5 (12/13)	-1.5 (12/12)		-3.3	-7.8	-5.9	-6.8	-8.2	2.0	
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία (τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	68.2 (12/13)	66.3 (12/12)		64.30	67.4	68.6	70.5	75.9	77.0	
Επιχειρηματικές προσδοκίες (τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	-11.2 (01/14)	-13.7 (01/13)	-10.2	-21.5	-20.6	-22.5	-28.4	-5.9	5.2	
Δείκτης υπεύθυνων προμηθειών (PMI) (τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	51.2 (01/14)	41.7(01/13)	46.0	41.2	43.6	43.8	45.4	50.4	53.8	
<b>Δείκτες Κατασκευαστικού Κλάδου &amp; Επενδύσεων</b>										
Ακαθ. σχηματισμός παγίου κεφαλαίου σε σταθερές τιμές (% ε.μ.ε.)	-12.6 (Q3 13)	-21.5 (Q3 12)		-17.6	-19.6	-15.0	-13.7	-14.3	22.8	
Κατασκευή κατοικιών σε σταθερές τιμές (% ε.μ.ε.)	-39.6 (Q3 13)	-33.9 (Q3 12)		-32.9	-23.4	-18.4	-20.2	-25.8	-5.8	
Άλλες κατασκευές σε σταθερές τιμές (% ε.μ.ε.)	6.9 (Q3 13)	-7.7 (Q3 12)		-8.0	-18.9	-5.9	18.2	44.3	-5.5	
Ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα (άδειες, όγκος) (% ε.μ.ε., σωρ. μετ.)	8.7 (10/13)	-30.9 (10/12)		-26.1	-37.1	-24.1	-26.8	-17.3	-5.0	
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές (τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	-23.4 (01/14)	-58.6 (01/13)	-37.5	-58.3	-68.3	-55.4	-39.5	-9.6	-9.2	
<b>Ισοζύγιο Πληρωμών (Τράπεζα της Ελλάδος)</b>										
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% ε.μ.ε. σωρ. μετ.)	-127.0 (12/13)	-77.6 (12/12)	-127.0	-77.6	-8.3	-12.8	-25.8	6.7	37.2	
Εσοδα ταξιδιωτικού Ισοζυγίου (% ε.μ.ε. σωρ. μετ.)	14.9 (12/13)	-0.6 (12/12)	14.9	-0.6	9.3	-7.6	-10.6	2.8	-0.3	
Εσοδα Ισοζυγίου Μεταφορών (% ε.μ.ε. σωρ. μετ.)	-9.0 (12/13)	-5.7 (12/12)	-9.0	-5.7	-8.6	13.8	-29.4	13.3	18.3	
Ακαθ. Εξωτερικό Χρέος (% ΑΕΠ)	228.5 (Q3 13)	213.6 (Q3 12)		225.8	177.5	183.2	178.4	155.7	138.5	
<b>Εισαγωγές Εξαγωγές χωρίς πετρελαιοειδή (ΕΛΣΤΑΤ) **</b>										
Εξαγωγές Αγαθών (% ε.μ.ε. σωρ. μετ.)	-2.2 (12/13)	0.9 (12/12)	-2.2	0.9	16.3	8.3	-15.1	1.0	6.3	
Εξαγωγές Αγαθών προς ΕΕ (% ε.μ.ε. σωρ. μετ.)	-1.1 (12/13)	-3.6 (12/12)	-1.1	-3.6	14.1	8.4	-17.3	-5.5	25.1	
Εξαγωγές Αγαθών προς χώρες εκτός ΕΕ (% ε.μ.ε. σωρ. μετ.)	-8.2 (12/13)	10.6(12/12)	-8.2	10.6	15.6	7.9	-10.7	17.5	-23.1	
Εισαγωγές Αγαθών (% ε.μ.ε. σωρ. μετ.)	-1.4 (12/13)	-7.6 (12/12)	-1.4	-7.6	-7.5	-12.2	-15.7	0.0	15.9	
Εισαγωγές Αγαθών από ΕΕ (% ε.μ.ε. σωρ. μετ.)	-3.0 (12/13)	-9.5 (12/12)	-3.0	-9.5	-2.6	-13.8	-17.2	-0.3	17.1	
Εισαγωγές Αγαθών από χώρες εκτός ΕΕ (% ε.μ.ε. σωρ. μετ.)	-10.7 (12/13)	-0.1 (12/12)	-10.7	-0.1	-20.8	-8.4	-12.5	0.6	13.5	
<b>Χρηματοδότηση του Εγχώριου Ιδιωτικού Τομέα από τα Εγχώρια ΝΧΙ</b>										
Ιδιωτικός Τομέας (% ε.μ.ε.)	-3.9 (12/13)	-4.0 (12/12)	-3.9	-4.0	-3.1	0.0	4.1	15.9	21.5	
Επιχειρήσεις (% ε.μ.ε.)	-4.9 (12/13)	-4.4 (12/12)	-4.9	-4.4	-2.0	1.1	5.1	18.9	20.8	
Νοικοκυριά (% ε.μ.ε.)	-3.5 (12/13)	-3.8 (12/12)	-3.5	-3.8	-3.9	-1.2	3.0	12.6	22.2	
Στεγαστικά Δάνεια (% ε.μ.ε.)	-3.3 (12/13)	-3.4 (12/12)	-3.3	-3.4	-2.9	-0.3	3.7	11.2	21.5	
Καταναλωτική Πίστη (% ε.μ.ε.)	-3.9 (12/13)	-5.1 (12/12)	-3.9	-5.1	-6.4	-4.2	1.8	16.0	22.4	
Μη-Εξυπηρετούμενα Δάνεια (NPLs) (% των συνολικών ακαθάριστων δανείων)	32.2 (Q3 2013)	22.5 (Q3 2012)		24.5	16.0	10.4	7.7	5.0	4.5	
<b>Συνολική Χρηματοδότηση του Εγχώριου Ιδιωτικού Τομέα (% ΑΕΠ) ***</b>										
Συνολική Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων & Νοικοκυριών	111.3 (12/13)	110.4(12/12)	111.3	110.4	111.8	108.6	108.0	107.1	96.5	
Νοικοκυριά	55.0 (12/13)	55.0 (12/12)	55.0	55.0	54.2	53.2	51.8	50.3	46.6	
<b>Χρηματιστηριακοί Δείκτες****</b>										
Γενικός Δείκτης ΧΑΑ (τελευταία τιμή, τελευταία τιμή έτους για 2007-2012)	1274.9	-	1162.7	907.9	680.4	1413.9	2196.2	1786.5	5178.8	
Δείκτης FTSE/ASE 20 (τελευταία τιμή, τελευταία τιμή έτους για 2007-2012)	414.8	-	384.8	309.7	264.9	663.1	1125.4	932.5	2752.5	
Δείκτης Τραπεζών ΧΑΑ (τελευταία τιμή, τελευταία τιμή έτους για 2007-2012)	197.4	-	179.9	226.3	262.9	1251.0	2661.7	1899.4	7296.4	
Δείκτης Baltic Dry (τελευταία τιμή, τελευταία τιμή έτους για 2007-2012)	1146.0	-	2277.0	699.0	1738.0	1773.0	3005.0	774.0	9143.0	
<b>Περιθώρια Αποδόσεων Ομολόγων έναντι αντίστοιχων τίτλων του Γερμανικού Δημοσίου</b>										
Περιθώριο 10-ετούς ομολόγου (τελευταία τιμή, τελευταία τιμή έτους για 2007-2012)	587.2	-	649.0	1058.4	3313.4	950.9	238.7	227.4	32.2	
Περιθώριο 5-ετούς ομολόγου (τελευταία τιμή, τελευταία τιμή έτους για 2007-2012)	-	-	-	-	-	-	-	254.2	264.3	21.2
Περιθώριο 2-ετούς ομολόγου (τελευταία τιμή, τελευταία τιμή έτους για 2007-2012)	-	-	-	-	-	13408.3	1134.4	211.9	240.1	26.8
Περιθώριο 5-ετούς CDS (τελευταία τιμή, τελευταία τιμή έτους για 2007-2012)	-	-	-	-	-	10231.4	1037.3	282.8	238.0	-
<b>Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου (ΕΓΕΔ)</b>										
Μέσο επιτόκιο ΕΓΕΔ 26 εβδομάδων (% τελευταία δημοπρασία, τελευταία δημοπρασία έτους)	4.00 (04/2/2014)	-	4.38	4.38	4.95	4.82	0.35	5.09	4.18	
Μέσο επιτόκιο ΕΓΕΔ 13 εβδομάδων (% τελευταία δημοπρασία, τελευταία δημοπρασία έτους)	3.60 (11/2/2014)	-	4.68	4.68	4.68	4.10	0.59	4.46	4.14	
<b>Αξιολόγηση Πιστοληπτικής Ικανότητας Ελληνικού Δημοσίου</b>										
S&P	παρόν	τέλος '12	PSI (Μάρτιος '12)			τέλος '09		τέλος '08		
Moody's	B- (18/12/12)	B-	SD			BBB+		A		
Fitch	Caa3 (29/11/13)	C	C			A2		A1		
	B- (02/12/13)	CCC	CCC			BBB+		A		

Πηγή: Ελληνική Στατιστική Αρχή, ΟΔΑΔΧ, Τράπεζα της Ελλάδος, ECOWIN, AMECO, Bloomberg, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων της Eurobank

\* Μη-εποχικά διορθωμένα στοιχεία. Δεν υπάρχουν διαθέσιμα εποχικά διορθωμένα στοιχεία. Οι ρυθμοί μεταβολής του ΑΕΠ για την περίοδο 2007-2010 συμπεριλαμβάνουν την σχετική αναθεώρηση της ΕΛ.ΣΤΑΤ.

\*\* Τα στοιχεία εισαγωγών-εξαγωγών της ΕΛ.ΣΤΑΤ υπόκεινται σε συχνές αναθεωρήσεις.

\*\*\*Για το ΑΕΠ του 2013 σε τιμές αγοράς χρησιμοποιήθηκε η εκτίμηση της Eurobank Research (€ 183.3 δισ.). Για την περίοδο 2007-2012 χρησιμοποιήθηκαν οι αντίστοιχες τιμές της AMECO.

\*\*\*\*Οι τιμές των μετοχικών δεκτών, των ομολόγων και του ΒΔΙ έληφθησαν στις

18/2/2014

† Σύμφωνα με το Πρόγραμμα Συμμετοχής του Ιδιωτικού Τομέα στην Ανταλλαγή Ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (PSI) η ανταλλαγή των παλαιών ομολόγων με τα νέα έγινε στις 12/03/2012.

### Ομάδα Οικονομικών Μελετών

Επιμελητής, καθηγητής Γκίκας Χαρδούβελης  
Οικονομικός Σύμβουλος Eurobank & Επικεφαλής Οικονομικών  
Ερευνών

### Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων

**Τάσος Αναστασάτος:** Ανώτερος Οικονομολόγος

**Ιωάννης Γκιώνης:** Ερευνητής Οικονομολόγος

**Στυλιανός Γώγος:** Οικονομικός Αναλυτής

**Βασίλης Ζάρκος:** Οικονομικός Αναλυτής

**Όλγα Κοσμά:** Οικονομικός Αναλυτής

**Μαρία Πρανδέκα:** Οικονομικός Αναλυτής

**Θεόδωρος Σταματίου:** Ερευνητής Οικονομολόγος

Eurobank Εργασίας Α.Ε., Λ.Αμαλίας 20 & Σουρή 5, 10557 Αθήνα, τηλ +30.210.3337365, fax: +30.210.333.7687, e-mail: [Research@eurobank.gr](mailto:Research@eurobank.gr)

## Eurobank Οικονομικές Μελέτες

Περισσότερες εκδόσεις μας διαθέσιμες στο  
<http://www.eurobank.gr/research>

- **New Europe:** Μηνιαίο δελτίο αναφορικά με τις κύριες μακροοικονομικές εξελίξεις στις αγορές της Νέας Ευρώπης
- **Οικονομία & Αγορές:** Μηνιαία επιθεώρηση ανάλυσης και έρευνας θεμάτων που σχετίζονται με την ελληνική και τη διεθνή οικονομία
- **Global Economic & Market Outlook:** Τριμηνιαίο δελτίο αναφορικά με τις κύριες εξελίξεις στην παγκόσμια αγορά και τις προοπτικές τους

Εγγραφείτε ηλεκτρονικά στο: <http://www.eurobank.gr/research>  
Ακολουθήστε μας στο twitter: [http://twitter.com/Eurobank\\_Group](http://twitter.com/Eurobank_Group)

