

## Συγγραφείς:

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

**Στυλιανός Γ. Γώγος**  
Οικονομικός Αναλυτής  
[sgogos@eurobank.gr](mailto:sgogos@eurobank.gr)

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

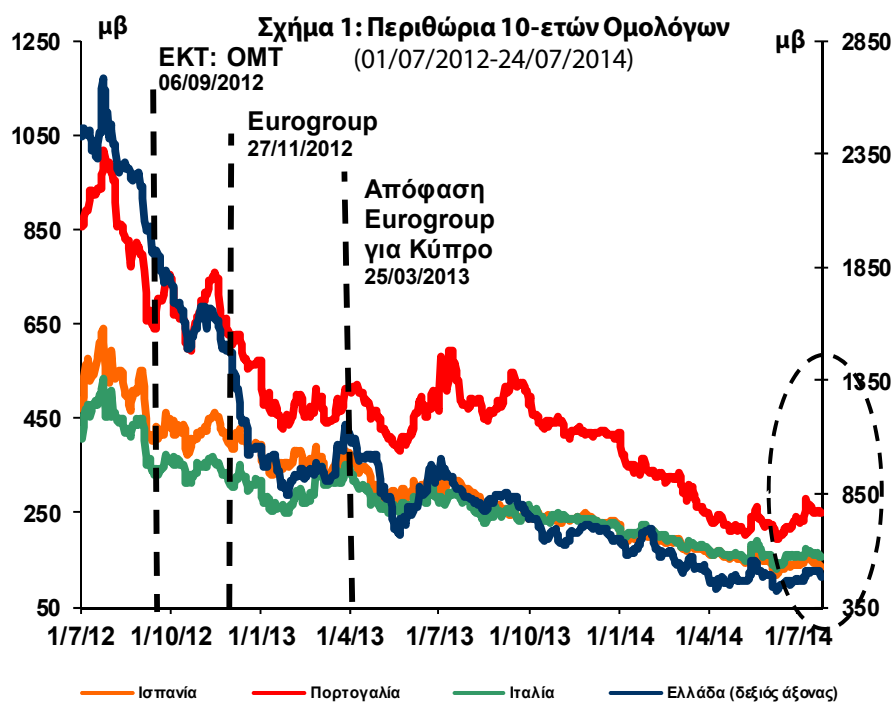
## ΡΗΤΡΑ ΜΗ ΕΥΘΥΝΗΣ

Το έντυπο αυτό εκδόθηκε από την Τράπεζα Eurobank Ergasias A.E. ("Eurobank") και δεν επιτρέπεται να αναπαράγεται 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.

## Αυξημένη Παραγωγικότητα μέσω μεταβολής της δομής των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου

- Από το 2007 μέχρι το 2013 υπήρξε ραγδαία μεταβολή στη σύνθεση των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου.
- Το μερίδιο των επενδύσεων σε κατοικίες μειώθηκε από 46,26% στο 18,39%, των επενδύσεων σε κτίρια και κατασκευές αυξήθηκε από 14,03% στο 28,73% και το μερίδιο των επενδύσεων σε μηχανές και εξοπλισμό αυξήθηκε από 14,03% στο 28,73%.
- Η «πίττα» των επενδύσεων έχει υποστεί σημαντική συρρίκνωση (απώλεια δημιουργίας πραγματικού κεφαλαίου αξίας 36,37 δισ. ευρώ).
- Η μεταβολή στη σύνθεσή της δύναται μακροπρόθεσμα να πυροδοτήσει μια αύξηση στην συνολική παραγωγικότητα λόγω της μεταφοράς πόρων (ως ποσοστά, %) σε επενδύσεις που εμπεριέχουν σε πιο έντονο βαθμό την συνιστώσα της τεχνολογικής προόδου.
- Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών: το πεντάμηνο Ιανουάριος-Μάιος 2014 το έλλειμμα ήταν €2,5 δισ., βελτιωμένο κατά 25,1% σε ετήσια βάση, εξαιτίας της βελτίωσης των ισοζυγίων υπηρεσιών, εισοδημάτων και τρεχουσών μεταβιβάσεων.



Πηγή: Bloomberg

**Ο πυρήνας του ελληνικού προβλήματος δεν αποτελείται μόνο από την συνιστώσα της ζήτησης, δηλαδή δεν είναι καθαρά «Κεϋνσιανού» χαρακτήρα, ο τομέας των «οικονομικών της προσφοράς» είναι εξίσου σημαντικός.**

Την προηγούμενη εβδομάδα είχαμε τονίσει ότι κατά την διάρκεια της «Μεγάλης Ύφεσης» της περιόδου 2007-2013 η δομή του ελληνικού ΑΕΠ υπέστη σημαντικές μεταβολές, με την συνιστώσα των επενδύσεων (σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου) να εμφανίζει την μεγαλύτερη μείωση ως ποσοστό του ΑΕΠ. Το μερίδιο των συνολικών επενδύσεων μειώθηκε από 26,78% το 2007 στο 12,48% το 2013. Το γεγονός αυτό είχε ως αποτέλεσμα την μείωση του συνολικού πραγματικού κεφαλαίου (κατοικίες, κτίρια, μηχανές, εξοπλισμός κ.α.) της ελληνικής οικονομίας για πρώτη φορά μετά από 52 συναπτά έτη ανοδικής τροχιάς (1960-2012). Ως εκ τούτου η ελληνική οικονομία εκτός από την μη αποτελεσματική κατανομή των παραγωγικών πόρων τίθεται πλέον αντιμέτωπη και με την απειλή της μείωσης των παραγωγικών της δυνατοτήτων λόγω του μειωμένου πραγματικού κεφαλαίου και της μεσοπρόθεσμης μείωσης του ανθρώπινου κεφαλαίου που συνεπάγεται το φαινόμενο της παρατεταμένης υψηλής ανεργίας. Σε όρους συγγραμμάτων οικονομικής θεωρίας, η καμπύλη παραγωγικών δυνατοτήτων της χώρας μας μετατοπίζεται προς τα αριστερά λόγω της σταδιακής συρρίκνωσης των παραγωγικών της πόρων. Συνεπώς, ο πυρήνας του ελληνικού προβλήματος δεν αποτελείται μόνο από την συνιστώσα της ζήτησης, δηλαδή δεν είναι καθαρά «Κεϋνσιανού» χαρακτήρα, ο τομέας των «οικονομικών της προσφοράς» είναι εξίσου σημαντικός και μακροπρόθεσμα αποτελεί την ατμομηχανή της οικονομικής μεγέθυνσης.

#### Πίνακας 1

##### Συνολικές Επενδύσεις σε Πάγιο Κεφάλαιο, % ΑΕΠ

	EU-15	IE	EL	ES	IT	PT
2007	20,78	25,99	26,78	30,56	21,21	22,39
2008	20,31	24,03	22,99	28,86	20,65	22,32
2009	18,46	18,75	20,48	24,61	19,29	21,01
2010	18,12	14,64	18,31	23,31	19,08	19,96
2011	18,07	13,02	15,85	22,04	18,58	18,08
2012	17,61	12,92	13,76	20,84	17,51	16,00
2013	17,18	13,43	12,48	20,02	17,00	15,20

##### Σημείωση:

1. Όπου EU-15: Ευρωπαϊκή Ένωση των 15, IE: Ιρλανδία, EL: Ελλάδα, ES: Ισπανία, IT: Ιταλία και PT: Πορτογαλία.

##### Πηγή:

1. Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat).

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζουμε τον λόγο των πραγματικών επενδύσεων ως προς το πραγματικό ΑΕΠ για την ελληνική οικονομία καθώς και για τις οικονομίες της Ιρλανδίας της Ισπανίας, της Ιταλίας, της Πορτογαλίας και του συνόλου των κρατών της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 15 (EE-15). Είναι εμφανές ότι η μείωση της επενδυτικής δραστηριότητας κατά την διάρκεια των ετών 2007-2013 δεν ήταν μόνο ελληνικό φαινόμενο. Στην Ιρλανδία το μερίδιο των επενδύσεων μειώθηκε κατά 12,56 ποσοστιαίες μονάδες (ΠΜ), στην Ισπανία κατά 10,54 ΠΜ, στην Πορτογαλία

κατά 7,19 ΠΜ, στην Ιταλία κατά 4,21 ΠΜ και στο σύνολο των κρατών της EE-15 κατά 3,6 ΠΜ. Η μείωση των οριακών αποδόσεων του πραγματικού κεφαλαίου, η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης των επενδύσεων, το ασταθές παγκόσμιο επενδυτικό περιβάλλον και γενικότερα η διάχυση του χρηματοπιστωτικού κινδύνου από τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής προς τις υπόλοιπες ανά τον κόσμο οικονομίες, αποτέλεσαν τους κυριότερους παράγοντες της πτωτικής τάσης των επενδύσεων. Στην περίπτωση της Ελλάδας, η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση της περιόδου 2007-2009 περισσότερο «αποκάλυψε» παρά «δημιούργησε» τα προβλήματα που αντιμετωπίζει σήμερα η ελληνική οικονομία.

#### Πίνακας 2

##### Συνεισφορά στον Ποσοστιαίο Ρυθμό Μεταβολής (ΠΡΜ) των Συνολικών Επενδύσεων σε Πάγιο Κεφάλαιο (ΣΕΠΚ)

%	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ΣΕΠΚ (ΠΡΜ)	-14,3	-13,7	-15,0	-19,6	-19,2	-12,8
<u>Συνιστώσες</u>						
1	-15,5	-7,4	-7,1	-5,5	-10,2	-9,7
2	2,7	0,3	-3,6	-5,7	-1,7	0,8
3	-4,2	-3,1	0,5	-3,4	-5,5	0,3
4	2,5	-4,1	-3,6	-3,9	-1,6	-3,4
5	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
6	0,2	0,4	-1,1	-1,1	-0,2	-0,8

##### Σημείωση:

1. ΣΕΠΚ (ΠΡΜ) = 1+2+3+4+5+6.
2. Όπου 1: Κατοικίες, 2: Κτίρια και Κατασκευές, 3: Εξοπλισμός Μεταφορών, 4: Μηχανές και Εξοπλισμός, 5: Γεωργικό και Ζωικό Κεφάλαιο και 6: Άυλο Κεφάλαιο.

##### Πηγή:

1. Eurobank Research.
2. Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat).

**Οι επενδύσεις σε κατοικίες αποτέλεσαν την βασική συνιστώσα της μείωσης των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου.**

Ένα ενδιαφέρον πεδίο διερεύνησης είναι να ποσοτικοποιήσουμε την συνεισφορά των επιμέρους συνιστωσών των συνολικών επενδύσεων σε αυτή την τόσο υψηλή μείωση των ελληνικών επενδύσεων κατά την διάρκεια της περιόδου 2007-2013. Υπενθυμίζουμε ότι ο μέσος ετήσιος ποσοστιαίος ρυθμός μεταβολής των επενδύσεων ήταν της τάξης του -15.8%. Σε νομισματικές μονάδες αυτός ο ρυθμός αντιστοιχεί σε μια απώλεια δημιουργίας πραγματικού κεφαλαίου αξίας 36,37 δις ευρώ (σταθερές τιμές 2005). Από 56,47 δις ευρώ το 2007 στα 20,09 δις ευρώ το 2013. Σύμφωνα με τους εθνικούς λογαριασμούς, η βασική κατηγοριοποίηση των επενδυτικών δαπανών (ιδιωτικών και κυβερνητικών) είναι η ακόλουθη:

$$I_t^T = \text{Συνολικές Επενδύσεις Πάγιου Κεφαλαίου,}$$

$$I_t^1 = \text{Επενδύσεις σε Κατοικίες,}$$

$$I_t^2 = \text{Επενδύσεις σε Κτίρια και Κατασκευές,}$$

$I_t^3$  = Επενδύσεις σε Εξοπλισμό Μεταφορών,

$I_t^4$  = Επενδύσεις σε Μηχανές και Εξοπλισμό,

$I_t^5$  = Επενδύσεις σε Γεωργικό και Ζωικό Κεφάλαιο,

$I_t^6$  = Επενδύσεις σε Άυλο Κεφάλαιο.

### Συνεισφορά των επί μέρους Συνιστωσών στον Συνολικό Ποσοστιαίο Ρυθμό Μεταβολής

$$I_t^T = I_t^1 + I_t^2 + I_t^3 + I_t^4 + I_t^5 + I_t^6 \quad (1)$$

$$I_{t+1}^T = I_{t+1}^1 + I_{t+1}^2 + I_{t+1}^3 + I_{t+1}^4 + I_{t+1}^5 + I_{t+1}^6 \quad (2)$$

Αφαιρούμε τις εξισώσεις (1) και (2) κατά μέλη:

$$I_{t+1}^T - I_t^T = I_{t+1}^1 - I_t^1 + I_{t+1}^2 - I_t^2 + I_{t+1}^3 - I_t^3 + I_{t+1}^4 - I_t^4 + I_{t+1}^5 - I_t^5 + I_{t+1}^6 - I_t^6 \quad (3)$$

Διαιρούμε το αριστερό και το δεξί μέλος της εξίσωσης (3) με τις συνολικές επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου  $I_t^T$ :

$$\frac{I_{t+1}^T - I_t^T}{I_t^T} = \frac{I_t^1}{I_t^T} \frac{I_{t+1}^1 - I_t^1}{I_t^1} + \frac{I_t^2}{I_t^T} \frac{I_{t+1}^2 - I_t^2}{I_t^2} + \frac{I_t^3}{I_t^T} \frac{I_{t+1}^3 - I_t^3}{I_t^3} + \frac{I_t^4}{I_t^T} \frac{I_{t+1}^4 - I_t^4}{I_t^4} + \frac{I_t^5}{I_t^T} \frac{I_{t+1}^5 - I_t^5}{I_t^5} + \frac{I_t^6}{I_t^T} \frac{I_{t+1}^6 - I_t^6}{I_t^6} \quad (4)$$

$$\frac{I_{t+1}^T - I_t^T}{I_t^T} = \text{Ποσοστιαίος Ρυθμός Μεταβολής των Συνολικών}$$

Επενδύσεων Πάγιου Κεφαλαίου για το έτος  $t + 1$ ,

$$\frac{I_t^1}{I_t^T} = \text{Μερίδιο των Επενδύσεων σε κατοικίες για το έτος } t \text{ (ως \% των συνολικών επενδύσεων). Οι υπόλοιποι συμβολισμοί είναι παρόμοιοι.}$$

Βλέποντας τον Πίνακα 2 παρατηρούμε ότι οι επενδύσεις σε κατοικίες είχαν για όλα τα έτη – με εξαίρεση το 2011 – τη μερίδα του λέοντος στην ποσοστιαία μείωση των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου. Πιο συγκεκριμένα, κατά την διάρκεια του 2008 οι συνολικές επενδύσεις μειώθηκαν κατά -14,3%. Η συνεισφορά των επενδύσεων σε κατοικίες ήταν της τάξης των -15,5 ΠΜ (αρνητική συνεισφορά), των επενδύσεων σε κτίρια και κατασκευές της τάξης των 2,7 ΠΜ (θετική συνεισφορά), των επενδύσεων σε εξοπλισμό μεταφορών της τάξης των 4,2 ΠΜ (αρνητική συνεισφορά), των επενδύσεων σε μηχανές και εξοπλισμό της τάξης των 2,5 ΠΜ, η συνεισφορά των επενδύσεων σε γεωργικό και ζωικό κεφάλαιο ήταν μηδενική, ενώ η συνεισφορά των

επενδύσεων σε άυλο κεφάλαιο (π.χ. λογισμικό ηλεκτρονικών υπολογιστών) ήταν της τάξης των 0,2 ΠΜ (θετική συνεισφορά).

Το 2011, που ήταν το έτος με την μεγαλύτερη ποσοστιαία πτώση των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου (-19,6%), η συνεισφορά των επί μέρους συνιστωσών ήταν περισσότερο ομοιόμορφη σε σχέση με τα υπόλοιπα έτη. Οι επενδύσεις σε κατοικίες και σε κτίρια και κατασκευές είχαν την μεγαλύτερη επίδραση με αρνητική συνεισφορά της τάξης των 5,5 και 5,7 ΠΜ αντίστοιχα, ενώ ακολούθησαν οι επενδύσεις σε εξοπλισμό μεταφορών και σε μηχανές και εξοπλισμό με αρνητική συνεισφορά της τάξης των 3,4 και 3,9 ΠΜ. Τέλος, το 2013 η συρρίκνωση των επενδύσεων κατά 12,8% προήλθε κατά κύριο λόγο από την αρνητική συνεισφορά των κατοικιών κατά 9,7 ΠΜ και των επενδύσεων σε μηχανές και εξοπλισμό κατά 3,4 ΠΜ.

### Πίνακας 3

#### Μερίδιο (%) Επενδύσεων σε Κατοικίες

	EU-15	IE	EL	ES	IT	PT
2007	28,98	45,21	46,26	39,13	26,55	22,08
2008	27,52	42,00	35,86	37,34	27,28	19,56
2009	27,37	36,04	32,97	36,23	28,32	18,28
2010	26,96	31,30	30,40	33,96	28,06	16,63
2011	26,73	28,04	31,02	31,39	26,85	16,11
2012	26,45	22,71	25,78	30,84	27,26	14,39
2013	26,48	24,16	18,39	29,90	26,91	12,25

Πηγή:

1. Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat).

### Πίνακας 4

#### Μερίδιο (%) Επενδύσεων σε Κτίρια και Κατασκευές

	EU-15	IE	EL	ES	IT	PT
2007	28,51	29,44	14,03	31,07	24,72	37,15
2008	28,59	32,69	19,57	32,09	24,48	37,10
2009	30,23	33,71	23,04	34,36	25,15	39,63
2010	28,48	31,98	22,85	33,30	22,69	40,67
2011	28,25	30,54	21,28	31,94	23,09	40,61
2012	27,98	33,16	24,28	30,71	23,70	39,85
2013	27,60	36,40	28,73	28,81	22,97	37,40

Πηγή:

1. Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat).

Οι έντονοι κλυδωνισμοί στον τομέα των επενδύσεων προκάλεσαν και σημαντική μεταβολή στη σύνθεσή τους. Στους Πίνακες 3, 4, 5, 6, 7 και 8 παρουσιάζουμε την εξέλιξη των μεριδίων των επί μέρους κατηγοριών των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου από το 2007 μέχρι το 2013. Αξιοσημείωτη είναι η πτώση του μεριδίου των επενδύσεων σε κατοικίες. Τόσο στην ελληνική οικονομία όσο και στις οικονομίες της Ιρλανδίας, της Ισπανίας και της Πορτογαλίας, η πτώση ήταν μεγαλύτερη των 10 ΠΜ. Η μεγαλύτερη συρρίκνωση σημειώθηκε στην Ελλάδα με μια μείωση της τάξης των 27,87 ΠΜ, ακολούθησε η Ιρλανδία με πτώση 21,05 ΠΜ, ενώ η μείωση στην Ισπανία και στην Πορτογαλία ήταν προσεγγιστικά της τάξης των 10 ΠΜ.

### Αυξημένη παραγωγικότητα μέσω μεταβολής της δομής των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου. Μεταφορά πόρων σε επενδύσεις που εμπεριέχουν σε πιο έντονο βαθμό την συνιστώσα της τεχνολογικής προόδου.

Στην ελληνική οικονομία η πτώση του μεριδίου των επενδύσεων σε κατοικίες απορροφήθηκε κυρίως από την άνοδο του μεριδίου των επενδύσεων σε κτίρια και κατασκευές (+14,7 ΠΜ) και του μεριδίου των επενδύσεων σε μηχανές και εξοπλισμό (+ 7,92 ΠΜ). Ακολούθησαν οι επενδύσεις σε άυλο κεφάλαιο (+3,71 ΠΜ), σε εξοπλισμό μεταφορών (+1,27 ΠΜ) και σε γεωργικό και ζωικό κεφάλαιο (+0,33 ΠΜ). Επιπρόσθετα, υπήρξε σύγκλιση ως προς τη σύνθεση των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου με την ομάδα των κρατών της ΕΕ-15. Οι διαφορές που υπήρχαν το 2007 μειώθηκαν αισθητά στο τέλος του 2013. Πιο αναλυτικά, στις επενδύσεις σε κατοικίες η διαφορά των 17,28 ΠΜ (46,26% για Ελλάδα, 28,98% για ΕΕ-15) μειώθηκε στις 8,09 ΠΜ (18,39% για Ελλάδα, 26,48% για ΕΕ-15), στις επενδύσεις σε κτίρια και κατασκευές από 14,48 ΠΜ (14,03% για Ελλάδα, 28,51% για ΕΕ-15) μειώθηκε στις 1,13 ΠΜ (28,73% για Ελλάδα, 27,6% για ΕΕ-15) και στις επενδύσεις σε μηχανές και εξοπλισμό από 7,61 ΠΜ (17,29% για Ελλάδα, 24,90% για ΕΕ-15) μειώθηκε στις 1,82 ΠΜ (25,21% για Ελλάδα, 27,03% για ΕΕ-15).

#### Πίνακας 5

##### Μερίδιο (%) Επενδύσεων σε Εξοπλισμό Μεταφορών

	EU-15	IE	EL	ES	IT	PT
2007	9,42	12,02	18,28	8,65	9,40	9,72
2008	9,40	11,07	16,40	8,24	9,49	9,38
2009	8,35	14,58	15,38	6,01	8,72	8,02
2010	9,32	16,05	18,72	7,04	8,65	7,63
2011	8,85	14,74	19,01	8,51	8,72	6,62
2012	8,37	16,79	16,72	8,37	8,27	5,92
2013	8,62	9,08	19,55	9,57	9,80	7,05

Πηγή:

1. Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat).

#### Πίνακας 6

##### Μερίδιο (%) Επενδύσεων σε Μηχανές και Εξοπλισμό

	EU-15	IE	EL	ES	IT	PT
2007	24,90	10,93	17,29	16,46	33,96	24,80
2008	25,82	11,22	23,14	17,25	33,23	27,67
2009	24,53	10,42	22,03	17,40	31,56	27,29
2010	25,57	12,75	21,70	18,97	34,62	27,89
2011	26,36	16,68	22,15	20,51	35,23	28,69
2012	26,98	15,41	25,43	21,61	34,25	31,31
2013	27,03	19,64	25,21	22,73	33,67	34,50

Πηγή:

1. Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat).

Η ζοφερή εικόνα των ελληνικών επενδύσεων εμπεριέχει και ένα στοιχείο το οποίο μακροπρόθεσμα μπορεί να θεωρηθεί ενθαρρυντικό για την πορεία της ελληνικής οικονομίας. Η «πίττα» των επενδύσεων έχει συρρικνωθεί σημαντικά (36,37 δις ευρώ) ωστόσο η μεταβολή στη σύνθεσή της δύναται να πυροδοτήσει μια

αύξηση στην συνολική παραγωγικότητα λόγω της μεταφοράς πόρων (ως ποσοστά, %) σε επενδύσεις που εμπεριέχουν σε πιο έντονο βαθμό την συνιστώσα της τεχνολογικής προόδου.

Στη διεθνή βιβλιογραφία συναντάμε αρκετές μελέτες που τονίζουν ότι ένα σημαντικό μέρος της τεχνολογικής προόδου (η οποία αποτελεί έναν από τους κινητήριους μοχλούς της οικονομικής μεγέθυνσης) είναι ενσωματωμένη στον παραγωγικό συντελεστή του φυσικού κεφαλαίου. Συνεπώς, επενδύσεις που στρέφονται περισσότερο σε κεφαλαιουχικά αγαθά τα οποία ενσωματώνουν σε μεγαλύτερο βαθμό το στοιχείο της τεχνολογικής εξέλιξης μπορούν να οδηγήσουν σε αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας και του προϊόντος της ελληνικής οικονομίας.

#### Πίνακας 7

##### Μερίδιο (%) Επενδύσεων

##### σε Γεωργικό και Ζωικό Κεφάλαιο

	EU-15	IE	EL	ES	IT	PT
2007	0,31	-0,17	0,14	0,54	0,21	0,90
2008	0,35	0,01	0,19	0,66	0,18	0,84
2009	0,42	-0,22	0,34	0,87	0,21	0,94
2010	0,37	-0,34	0,26	0,72	0,21	0,96
2011	0,37	0,11	0,32	0,71	0,21	1,00
2012	0,38	0,45	0,39	0,72	0,21	1,15
2013	0,39	-0,12	0,47	0,76	0,21	1,23

Πηγή:

1. Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat).

Εν κατακλείδι, αναφορικά με την συνιστώσα των επενδύσεων, ο στόχος για την ελληνική οικονομία θα πρέπει να είναι διττός:

1. Αύξηση των συνολικών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου ως ποσοστό του ΑΕΠ.
2. Μεταφορά πόρων σε επενδύσεις που εμπεριέχουν σε πιο έντονο βαθμό την συνιστώσα της τεχνολογικής προόδου.

#### Πίνακας 8

##### Μερίδιο (%) Επενδύσεων σε Άυλο Κεφάλαιο

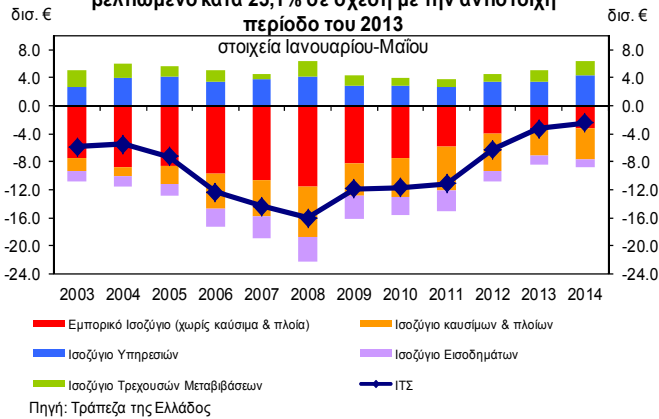
	EU-15	IE	EL	ES	IT	PT
2007	7,93	2,75	4,05	4,29	5,17	5,57
2008	8,49	3,19	4,99	4,61	5,34	5,84
2009	9,15	4,61	6,28	5,20	6,00	6,18
2010	9,53	5,92	6,09	6,07	5,82	6,60
2011	9,72	6,68	6,26	6,91	6,00	7,40
2012	10,20	6,99	7,54	7,65	6,34	7,98
2013	10,29	7,74	7,76	8,05	6,56	8,41

Πηγή:

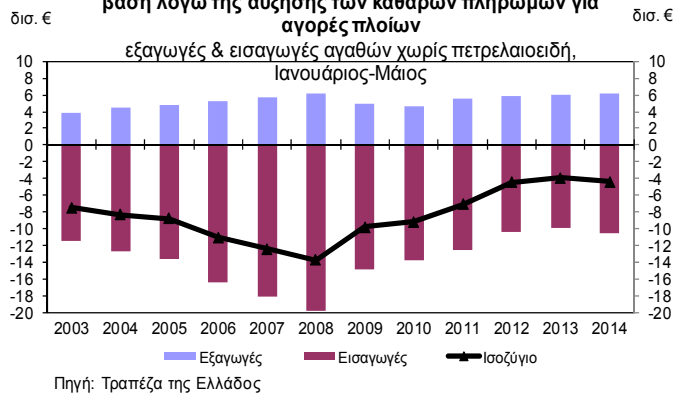
1. Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat).

## Βασικές Στατιστικές Εξελίξεις

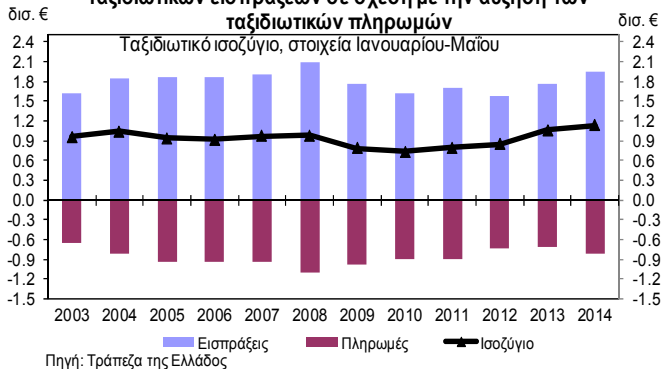
**ΙΤΣ: έλλειμμα €2,5 δισ. το πεντάμηνο Ιαν.-Μαι. '14, βελτιωμένο κατά 25,1% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2013**



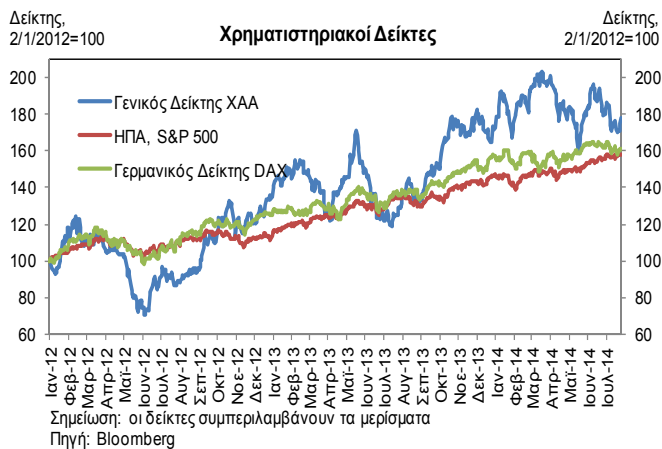
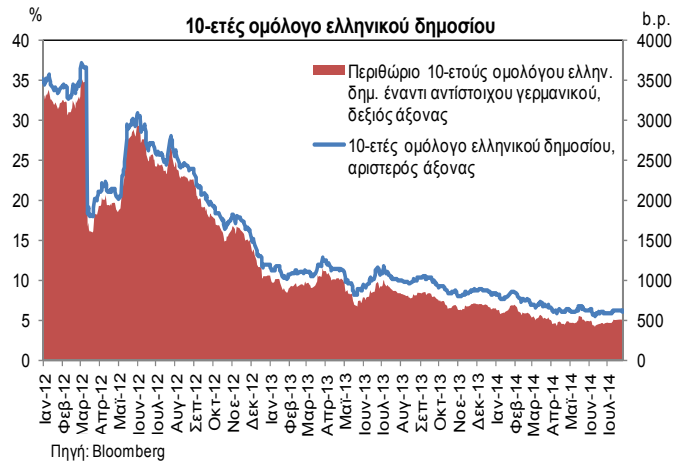
**Το τετράμηνο Ιαν.-Μαι. '14 το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου χωρίς καύσιμα αυξήθηκε κατά 10,7% σε ετήσια βάση λόγω της αύξησης των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων**



**Ιαν.-Μαι. '14: αυξήθηκε το πλεόνασμα του ταξιδιωτικού ισοζυγίου στα €1,1 δισ. από €1,0δισ. την αντίστοιχη περίοδο του 2013 λόγω της μεγαλύτερης αύξησης των ταξιδιωτικών εισπράξεων σε σχέση με την αύξηση των ταξιδιωτικών πληρωμών**



**10-ετές ομόλογο ελληνικού δημοσίου**



Πίνακας Π1: Βασικοί Δείκτες Ελληνικής Οικονομίας									
	Τελευταία Περίοδος 2013-14		Ετήσια Στοιχεία						
	Τελευταία Τιμή	Τιμή Αντίστοιχης περιόδου 2013/14	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
<b>Μακροοικονομικοί Δείκτες</b>									
Ρυθμός μεγέθυνσης ΑΕΠ (% ετ.μετ.)*	-1.1 (Q1 14)	-6.0 (Q1 13)	-3.9	-7.0	-7.1	-4.9	-3.1	-0.2	3.5
Δημοσιονομικό Έλλειμμα (% ΑΕΠ, εκτίμηση για το 2014)**	-2.9 (14)	-	-3.2	-6.4	-9.8	-11.1	-15.8	-9.9	-6.8
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ, εκτίμηση για το 2013-14)	177.2 (14)	-	175.0	157.2	170.3	148.3	129.7	112.9	107.2
ΔΤΚ (% ετ.μετ.)	-1.1 (06/14)	-0.4 (06/13)	-0.9	1.5	3.3	4.7	1.2	4.2	2.9
ΔΤΚ με σταθερούς φόρους (% ετ.μετ.)	-0.6 (06/14)	-1.0 (06/13)	-1.0	0.1	1.3	1.4	1.1	4.2	2.9
Ανεργία (% εργατ. δυναμικού, τελευταία τιμή, τελευταία τιμή περιόδου)	27.3 (04/14)	27.5 (03/13)	27.1	26.4	213.0	14.6	10.5	8.5	8.0
Δείκτης Οικονομικού κλίματος (τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	103.7 (06/14)	94.0 (06/13)	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 (% ετ.μετ.)	-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 (% ετ.μετ.)	-4.7 (Q4 13)	-6.7 (Q4 12)	-6.9	-5.2	-1.7	0.2	6.0	5.2	2.6
Μέσο Κόστος Εργασίας (% ετ.μετ.)	-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	-0.2 (Q4 13)	-9.6 (Q4 12)	-6.0	-9.3	-7.7	-6.2	-1.6	4.3	3.6
Δείκτης όγκου στο λιαν. εμπόριο (% ετ.μετ.)	7.3 (04/14)	-14.5 (04/13)	-8.1	-12.2	-10.2	-6.2	-11.4	1.3	2.2
Νέα επιβατικά αυτοκίνητα (% ετ. σωρ. μετ.)	19.4 (05/14)	-8.1 (05/13)	0.4	-40.1	-31.0	-35.6	-17.8	-4.5	4.5
Καταναλωτική εμπιστοσύνη (τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	49.8 (06/14)	-66.5 (06/13)	-69.3	-74.8	-74.1	-63.4	-45.7	-46.0	-28.5
Επιχειρηματικές προσδοκίες στο λιανικό εμπόριο (τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	2.5 (06/14)	-19.1 (06/13)	-22.6	-36.1	-35.4	-33.7	-15.4	14.2	34.2
<b>Δείκτες Βιομηχανικής Δραστηριότητας</b>									
Βιομηχανική παραγωγή (% ετ.μετ.)	1.8 (05/14)	-5.5 (05/13)	-3.6	-3.3	-7.8	-5.9	-6.8	-8.2	2.0
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία (τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	67.8 (04/14)	64.1 (04/13)	65.9	64.30	67.4	68.6	70.5	75.9	77.0
Επιχειρηματικές προσδοκίες (τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	1.3 (06/14)	-8.8 (06/13)	-10.2	-21.5	-20.6	-22.5	-28.4	-5.9	5.2
Δείκτης υπεύθυνων προμηθειών (PMI) (τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	49.4 (06/14)	42.1 (06/13)	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 (% ετ.μετ.)	-15.3 (Q4 13)	-10.3 (Q4 12)	-12.8	-19.2	-19.6	-15.0	-13.7	-14.3	22.8
Κατασκευή κατοικιών σε σταθερές τιμές (% ετ.μετ.)	-40.4 (Q4 13)	-35.7 (Q4 12)	-37.8	-32.9	-18.0	-21.6	-20.7	-33.6	25.6
Άλλες κατασκευές σε σταθερές τιμές (% ετ.μετ.)	5.4 (Q4 13)	-6.7 (Q4 12)	3.2	-7.9	-25.1	-15.7	1.6	19.5	4.3
Ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα (άδειες, όγκος) (% ετ.μετ., σωρ. μετ.)	-41.1 (01/14)	-28.0 (01/13)	-25.6	-30.6	-37.1	-24.1	-26.8	-17.3	-5.0
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές (τελευταία τιμή, μέση τιμή περιόδου)	-19.1 (06/14)	-34.1 (06/13)	-37.5	-58.3	-68.3	-55.4	-39.5	-9.6	-9.2
<b>Ισοζύγιο Πληρωμών (Τράπεζα της Ελλάδος)</b>									
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συνλλαγών (δια. ε. ετ. σωρ.)	-2.5 (05/14)	-3.3 (05/13)	1.4	-4.6	-20.6	-22.5	-25.8	-34.8	-32.6
Εσοδα ταξιδιωτικού Ισοζυγίου (% ετ. σωρ. μετ.)	10.6 (05/14)	11.7 (05/13)	14.9	-0.6	9.3	-7.6	-10.6	2.8	-0.3
Εσοδα Ισοζυγίου Μεταφορών (% ετ. σωρ. μετ.)	7.0 (05/14)	-14.9 (05/13)	-9.0	-5.7	-8.6	13.8	-29.4	13.3	18.3
Ακαθ. Εξωτερικό Χρέος (% ΑΕΠ)	229.9 (Q1 14)	225.2 (Q1 13)	225.3	225.6	179.4	185.3	184.6	163.6	142.9
<b>Εισαγωγές Εξαγωγές χωρίς πετρελαιοειδή (ΕΛΣΤΑΤ) ***</b>									
Εξαγωγές Αγαθών (% ετ. σωρ. μετ.)	-4.9 (05/13)	-0.2 (05/13)	-2.2	0.9	16.3	8.3	-15.1	1.0	6.3
Εξαγωγές Αγαθών προς ΕΕ (% ετ. σωρ. μετ.)	-4.3 (03/14)	1.6(03/13)	-1.1	-3.6	14.1	8.4	-17.3	-5.5	25.1
Εξαγωγές Αγαθών προς χώρες εκτός ΕΕ (% ετ. σωρ. μετ.)	-7.3 (03/14)	-6.7 (03/13)	-8.2	10.6	15.6	7.9	-10.7	17.5	-23.1
Εισαγωγές Αγαθών (% ετ. σωρ. μετ.)	7.5 (04/14)	-5.3 (05/13)	-1.4	-7.6	-7.5	-12.2	-15.7	0.0	15.9
Εισαγωγές Αγαθών από ΕΕ (% ετ. σωρ. μετ.)	0.9 (03/14)	-4.8 (03/13)	-3.0	-9.5	-2.6	-13.8	-17.2	-0.3	17.1
Εισαγωγές Αγαθών από χώρες εκτός ΕΕ (% ετ. σωρ. μετ.)	15.1 (03/14)	-17.9 (03/13)	-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 (% ετ. μετ.)	-3.5 (05/14)	-3.6 (05/13)	-3.9	-4.0	-3.1	0.0	4.1	15.9	21.5
Επιχειρήσεις (% ετ. μετ.)	-4.5 (05/14)	-3.9 (05/13)	-4.9	-4.4	-2.0	1.1	5.1	18.9	20.8
Νοικοκυριά (% ετ. μετ.)	-3.0 (05/14)	-3.7 (05/13)	-3.5	-3.8	-3.9	-1.2	3.0	12.6	22.2
Στεγαστικά Δάνεια (% ετ. μετ.)	-3.2 (05/14)	-3.1 (05/13)	-3.3	-3.4	-2.9	-0.3	3.7	11.2	21.5
Καταναλωτική Πιστή (% ετ. μετ.)	-2.8 (05/14)	-5.5 (05/13)	-3.9	-5.1	-6.4	-4.2	1.8	16.0	22.4
Μη-Εξυπηρετούμενα Δάνεια (NPLs) (% των συνολικών ακαθάριστων δανείων)	31.9 (Q4 2013)	24.5 (Q4 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	110.9 (05/14)	113.2 (05/13)	109.8	110.3	113.0	109.9	110.6	112.1	99.8
Νοικοκυριά	55.1 (05/14)	55.7 (05/13)	54.2	54.9	54.8	53.8	53.0	52.6	48.2
<b>Χρηματιστηριακοί Δείκτες*****</b>									
Γενικός Δείκτης ΧΑΑ (τελευταία τιμή, τελευταία τιμή έτους για 2007-2012)	1369.6	-	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)	442.4	-	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)	204.9	-	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)	1518.0	-	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)	526.1	-	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)	-	-	-	5163.1	1163.1	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)	2.05 (08/7/2014)	-	4.38	4.38	4.95	4.82	0.35	5.09	4.18
Μέσο επιτόκιο ΕΓΕΔ 13 εβδομάδων (% τελευταία δημοπρασία, τελευταία δημοπρασία έτους)	1.75 (15/7/2014)	-	4.68	4.68	4.68	4.10	0.59	4.46	4.14
<b>Αξιολόγηση Πιστοληπτικής Ικανότητας Ελληνικού Δημοσίου</b>									
S&P	B- (21/03/14)	B-		SD			BBB+	A	
Moody's	Caa3 (29/11/13)	C		C			A2	A1	
Fitch	B (23/5/14)	CCC		CCC			BBB+	A	

Πηγή: Ελληνική Στατιστική Αρχή, ΟΔΔΧΗ, 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 ΕΛΣΤΑΤ.

\*\* Σε όρους του 2ου Προγράμματος Σταθεροποίησης της Ελληνικής Οικονομίας

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

\*\*\*\* Για το ΑΕΠ του 2014 σε τιμές αγοράς χρησιμοποιήθηκε η εκτίμηση της Eurobank Research (€ 181,4 δισ.). Για την περίοδο 2007-2013 χρησιμοποιήθηκαν οι αντίστοιχες τιμές της ΕΛΣΤΑΤ.

\*\*\*\*\* Οι τιμές των μετοχικών δεκτιών, των ομολόγων και του BDI έληξαν στις

24/7/2014

† 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

### 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)

