



**ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

**ΔΕΛΤΙΟ ΤΥΠΟΥ**

Αθήνα, 7 Απριλίου 2022

## **ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2021**

### **Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΜΠΡΟΣΤΑ ΣΕ ΜΕΓΑΛΕΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ**

#### **Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος Γιάννη Στουρνάρα στη Γενική Συνέλευση των Μετόχων**

##### **Η Ευρώπη και η Ελλάδα μπροστά σε νέες, μεγάλες προκλήσεις**

Η ελληνική οικονομία επιδεικνύει αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα, ευελιξία και δυναμική, παρά την αβεβαιότητα εξαιτίας των εξάρσεων της πανδημίας, αλλά και των νέων προκλήσεων που συνδέονται με την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία.

Το 2021 το ΑΕΠ σε σταθερές τιμές αυξήθηκε κατά 8,3%, σημειώνοντας μία από τις καλύτερες επιδόσεις στην ευρωζώνη και αντισταθμίζοντας σχεδόν πλήρως την πτώση κατά 9% το 2020. Ο υψηλός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2021 και η προσδοκία συνέχισης της ανάπτυξης το 2022, σε συνδυασμό με τις θετικές μακροπρόθεσμες οικονομικές προοπτικές, συνέβαλαν στην πρόσφατη αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος, μειώνοντας σε μία μόνο βαθμίδα την απόσταση των ελληνικών κρατικών ομολόγων από την επενδυτική βαθμίδα.

Η ρωσική εισβολή στην Ουκρανία στις 24 Φεβρουαρίου 2022 αλλάζει τα δεδομένα διεθνώς. Φέρνει την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και όλο το Δυτικό ανεπτυγμένο κόσμο αντιμέτωπους με τη μεγαλύτερη πρόκληση από το τέλος του Ψυχρού Πολέμου. Οι συνέπειες της σύγκρουσης είναι απρόβλεπτες όχι μόνο για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία, αλλά και για τη γεωπολιτική σταθερότητα, την ασφάλεια, την ειρήνη και τη συνεργασία διεθνώς. Η προστασία της ευρωπαϊκής οικονομίας, προκειμένου να μετριαστούν οι επιπτώσεις από τη νέα αυτή διαταραχή και να μη διακοπεί η πορεία ανάκαμψης, αποτελεί κύρια προτεραιότητα της οικονομικής πολιτικής. Το μέγεθος και η διάρκεια των επιπτώσεων εξαρτώνται από την εξέλιξη του πολέμου, τον αντίκτυπο των κυρώσεων που έχουν επιβληθεί και τον τρόπο αντίδρασης της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής.

Ο πόλεμος στην Ουκρανία συνιστά μια νέα, πολύ μεγάλη, εξωγενή διαταραχή, η οποία πλήττει άμεσα την πλευρά της προσφοράς και, μέσω των δευτερογενών επιδράσεων, επηρεάζει και

τη συνολική ενεργό ζήτηση. Επήλθε σε μια ιδιαίτερα κρίσιμη στιγμή, καθώς οι οικονομίες μόλις εξέρχονταν από την υγειονομική κρίση και τη σφοδρή υφειακή διαταραχή. Ενδυναμώνει τις ήδη έντονες πληθωριστικές πιέσεις μέσω της περαιτέρω αύξησης των τιμών της ενέργειας και ενός νέου κύματος ανατιμήσεων με μεσοπρόθεσμο χαρακτήρα στα βιομηχανικά μέταλλα και τα βασικά καταναλωτικά αγαθά, κυρίως στην αλυσίδα προσφοράς τροφίμων, κλονίζει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και των καταναλωτών, διαταράσσει το διεθνές εμπόριο και το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η παγκοσμιοποίηση στην ουσία οπισθοδρομεί. Αποτέλεσμα είναι η επιβράδυνση της ευρωπαϊκής και παγκόσμιας οικονομίας και η άνοδος των τιμών και των επιτοκίων.

Κύριο ζητούμενο της νομισματικής πολιτικής στην ευρωζώνη είναι πώς θα αποτραπεί η μετατροπή ενός συγκυριακού πληθωρισμού σε δομικό, χωρίς όμως να υπονομευθεί η προϊούσα οικονομική ανάκαμψη. Επίσης, όσον αφορά την ευρύτερη οικονομική πολιτική της ευρωζώνης, κύριο ζητούμενο είναι η περαιτέρω χρηματοοικονομική ολοκλήρωση και η πρόοδος στην εφαρμογή κοινών, αποδεκτών πολιτικών στην ενέργεια, στην άμυνα αλλά και στους δημοσιονομικούς κανόνες.

Σήμερα οι δημοσιονομικές αρχές στην ευρωζώνη καλούνται να παράσχουν στοχευμένη στήριξη σε ευάλωτα νοικοκυριά και να υποβοηθήσουν τη βιωσιμότητα ορισμένων επιχειρήσεων με υπερβολική έκθεση στην ενεργειακή κρίση, χωρίς όμως να υπονομεύσουν τη δημοσιονομική ισορροπία των κρατών-μελών της ευρωζώνης. Η από κοινού αντιμετώπιση αυτού του δύσκολου προβλήματος καθιστά τη λύση του ευκολότερη από την ασυντόνιστη και μεμονωμένη προσέγγισή του.

Τα πρόσφατα διδάγματα που σχετίζονται με την άκρως επιτυχημένη δημοσιονομική και νομισματική πολιτική που ακολουθήθηκαν την περίοδο της πανδημίας στην ευρωζώνη, αποσοβώντας τον κατακερματισμό της, πρέπει να αποτελέσουν οδηγό για το μέλλον, τόσο για την αντιμετώπιση της παρούσας γεωπολιτικής κρίσης όσο και για άλλες κρίσεις που ενδεχομένως θα επισυμβούν στο μέλλον.

### **Προσδοκία οριστικής εξόδου από την υγειονομική κρίση και διατήρηση της ανάπτυξης, σε κλίμα διεθνούς ανασφάλειας και μεγάλης αβεβαιότητας**

Η πανδημία συνεχίστηκε το 2021, επιφέροντας μεγάλες ανθρώπινες απώλειες σε όλο τον πλανήτη, και βεβαίως και στην Ελλάδα. Η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) αντιμετώπισε με θάρρος, ενότητα και οικονομικό ρεαλισμό τις επιπτώσεις της υγειονομικής κρίσης και της βαθιάς ύφεσης. Επιστέγασμα αυτών των προσπαθειών ήταν η συμφωνία σχετικά με τη δημιουργία ενός κοινού, για πρώτη φορά, ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης, του NextGenerationEU, με σκοπό τη σύγκλιση των χωρών-μελών και την ενίσχυση της ανθεκτικότητας κυρίως των πιο ευάλωτων οικονομιών. Πρώτο ορατό αποτέλεσμα είναι η ισχυρή ανάκαμψη που ξεκίνησε

δυναμικά το 2021 και αναμένεται να συνεχιστεί το 2022, αν και με σαφώς βραδύτερο ρυθμό, αντισταθμίζοντας έτσι τις οικονομικές απώλειες που καταγράφηκαν το 2020.

Οι αβεβαιότητες που σχετίζονται με την πανδημία έχουν προς το παρόν περιοριστεί χάρη στην υψηλή εμβολιαστική κάλυψη του πληθυσμού και στην ευελιξία που επέδειξαν οι ευρωπαϊκές οικονομίες κατά την προσαρμογή στις νέες συνθήκες. Αντίθετα, ο πόλεμος στην Ουκρανία παγώνει τους κινδύνους για την πορεία του πληθωρισμού, τροφοδοτεί τις πληθωριστικές προσδοκίες και επηρεάζει αρνητικά τις καταναλωτικές και επενδυτικές αποφάσεις, επιβραδύνοντας την αναπτυξιακή δυναμική.

Έτερος κίνδυνος είναι η μεγάλη διόγκωση του παγκόσμιου χρέους την περίοδο 2020-21. Τα πρωτοφανή δημοσιονομικά μέτρα στήριξης εμπόδισαν την πανδημική κρίση να εξελιχθεί σε βαθιά κρίση, αλλά αναπόφευκτα συσσώρευσαν μεγάλα χρέη. Οι κυβερνήσεις καλούνται να διαχειριστούν ένα μεγάλο δημόσιο χρέος, η απότομη αύξηση του οποίου διευκολύνθηκε από τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια δανεισμού χάρη στη συντονισμένη δράση των κεντρικών τραπεζών.

Καθώς όμως εντείνεται ο πληθωριστικός κίνδυνος, οι κεντρικές τράπεζες στρέφουν την προσοχή τους στην άνοδο του πληθωρισμού και στην αναζωπύρωση των πληθωριστικών προσδοκιών και προσαρμόζουν κατάλληλα την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής με αύξηση των επιτοκίων ή τερματισμό των καθαρών αγορών περιουσιακών στοιχείων, αυξάνοντας το κόστος του χρήματος.

Κύρια χαρακτηριστικά της οικονομικής κατάστασης την περίοδο που προηγήθηκε της πανδημίας ήταν οι σταθεροί, αν και μέτριοι, ρυθμοί μεγέθυνσης, η σταθερότητα τιμών και οι υψηλές αποδόσεις στις αγορές περιουσιακών στοιχείων. Η πανδημία τα ανέτρεψε όλα αυτά. Από την άλλη πλευρά, αποτέλεσε τον επιταχυντή για το μετασχηματισμό της οικονομίας γύρω από δύο κεντρικούς άξονες: τη μετάβαση στην πράσινη ενέργεια και την ταχύτερη υιοθέτηση των ψηφιακών τεχνολογιών. Ταυτόχρονα, ζητούμενο παραμένει η σύγκλιση των οικονομιών και η μείωση των εισοδηματικών ανισοτήτων.

Η πρώτη μεταπανδημική περίοδος χαρακτηρίζεται διεθνώς από μεγαλύτερη μακροοικονομική αστάθεια, που κατά κύριο λόγο τροφοδοτείται από τα υψηλά επίπεδα χρέους και από μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών. Εξάλλου, η μεταβολή των γεωπολιτικών ισορροπιών διεθνώς ελαχιστοποιεί τα περιθώρια οικονομικής συνεργασίας και εντείνει το κλίμα εσωστρέφειας, με δυσμενείς επιπτώσεις για το παγκόσμιο εμπόριο και την παγκόσμια οικονομία. Η γεωπολιτική κρίση αποτελεί όμως παράλληλα ιστορική ευκαιρία για βαθύτερη οικονομική και πολιτική ένωση στην Ευρώπη, με σκοπό την ισχυροποίηση των θεσμών της ΕΕ σε όλα τα επίπεδα, συμπεριλαμβανομένης της άμυνας, της ασφάλειας και της ενεργειακής αυτονομίας. Η νέα οικονομική πραγματικότητα θα χαρακτηρίζεται από υψηλότερες δημόσιες

και ιδιωτικές δαπάνες για υγεία, καθαρή ενέργεια, ψηφιακό μετασχηματισμό και αυτοματοποίηση, αλλά και για αμυντικό εξοπλισμό και για αυξημένη προστασία έναντι κυβερνοεπιθέσεων.

## **Η διεθνής και ευρωπαϊκή οικονομία**

Η διάθεση αποτελεσματικών εμβολίων και η επαρκής κάλυψη του πληθυσμού, τουλάχιστον των ανεπτυγμένων χωρών, κατέστησε εφικτή την επαναφορά της οικονομίας σε μια λειτουργική κανονικότητα, με αποτέλεσμα το 2021, σύμφωνα με το ΔΝΤ, η παγκόσμια οικονομία να αναπτυχθεί με ρυθμό 5,9%, ενώ για το 2022 προβλεπόταν ρυθμός 4,4%. Μετά τα πολεμικά γεγονότα όμως, οι προβλέψεις αυτές αναμένεται να αναθεωρηθούν επί τα χείρω.

Ειδικότερα για τη ζώνη του ευρώ, ο ρυθμός μεγέθυνσης το 2021 ανήλθε σε 5,3%. Κινητήρια δύναμη ήταν η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία τροφοδοτήθηκε από την αύξηση των αποταμιεύσεων και την άνοδο της αξίας των περιουσιακών στοιχείων. Για το 2022 αναμένεται επιβράδυνση, λόγω παράτασης της ενεργειακής κρίσης, επιδείνωσης των προβλημάτων στις αλυσίδες εφοδιασμού, ενίσχυσης της αβεβαιότητας, πτώσης της εμπιστοσύνης και παγίωσης του πληθωρισμού σε υψηλότερο επίπεδο και για πολύ μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ό,τι αρχικώς προβλεπόταν. Ασφαλείς προβλέψεις δεν μπορούν να γίνουν, αλλά μόνο εκτιμήσεις βάσει σεναρίων, αφού η έκταση των επιδράσεων εξαρτάται από τη χρονική διάρκεια του πολέμου και την επίπτωση των οικονομικών κυρώσεων. Σε κάθε περίπτωση όμως, οι οικονομικές συνέπειες είναι σημαντικές.

Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των μακροοικονομικών προβολών των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (Μάρτιος 2022), που ενσωματώνει μια πρώτη εκτίμηση της αρνητικής επίδρασης του πολέμου, η ανάπτυξη στην ευρωζώνη θα συνεχιστεί, με βραδύτερο όμως ρυθμό. Υπό την υπόθεση ότι ο πόλεμος στην Ουκρανία θα τερματιστεί σύντομα και ότι οι τρέχουσες διαταράξεις είναι προσωρινές, προβλέπεται ρυθμός ανάπτυξης 3,7% το 2022, 2,8% το 2023 και 1,6% το 2024. Πριν από την έναρξη του πολέμου, ο ρυθμός ανάπτυξης προβλεπόταν σε 4,2% για το 2022. Κινητήριες δυνάμεις είναι η ισχυρή αγορά εργασίας, η χρησιμοποίηση των συσσωρευμένων αποταμιεύσεων για τη χρηματοδότηση της κατανάλωσης και η ώθηση από τους πόρους του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Η συνεχιζόμενη εξάλλου στήριξη από πλευράς της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής κρίνεται σημαντική. Η ΕΚΤ έχει δύο ακόμη σενάρια σε περίπτωση που ο πόλεμος συνεχιστεί. Στο δυσμενές σενάριο ο ρυθμός ανάπτυξης το 2022 μειώνεται σε 2,5% και στο χειρότερο δυνατό σενάριο περιορίζεται ακόμη περισσότερο, σε 2,2%.

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός ανήλθε σε 2,6% το 2021 και προβλέπεται σύμφωνα με το βασικό σενάριο της ΕΚΤ να αυξηθεί περαιτέρω σε 5,1% το 2022, για να επανέλθει το 2023 και 2024 κοντά στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2% (2,1% και 1,9% αντίστοιχα), καθώς τόσο οι

πληθωριστικές προσδοκίες όσο και η αύξηση των ονομαστικών μισθών παραμένουν, μέχρι στιγμής, συγκρατημένες. Σύμφωνα με το δυσμενές σενάριο, που συνδέεται με συνέχιση του πολέμου στην Ουκρανία, ο πληθωρισμός το 2022 θα ανέλθει σε 5,9% και στο χειρότερο δυνατό σενάριο σε 7,1%.

Η επίτευξη ισορροπίας μεταξύ:

α) μιας σταδιακής και προσεκτικής εξομάλυνσης της ιδιαίτερα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής για την αντιμετώπιση του πληθωρισμού,

β) μιας ευέλικτης δημοσιονομικής πολιτικής με απόσυρση των έκτακτων μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας αλλά παράλληλα με λήψη προσωρινών στοχευμένων μέτρων ενίσχυσης των πλέον αδύναμων κοινωνικών ομάδων,

γ) της προσαρμογής στις μεταβαλλόμενες συνθήκες μέσω της επιτάχυνσης της υλοποίησης των προβλεπόμενων μεταρρυθμίσεων και

δ) της δέσμευσης για τήρηση των αρχών της δημοσιονομικής υπευθυνότητας

είναι ζωτικής σημασίας για τον περιορισμό του κινδύνου του στασιμοπληθωρισμού και τη διατήρηση ενός ζωηρού ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης, ιδιαίτερα στις χώρες με αυξημένες δημοσιονομικές ευπάθειες και εγγενείς αδυναμίες. Μια τέτοια στρατηγική θα εξασφάλιζε τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και θα διευκόλυνε το έργο των κεντρικών τραπεζών στη συγκράτηση του πληθωρισμού.

### **Η ελληνική οικονομία ανακάμπτει, αλλά αντιμετωπίζει νέες προκλήσεις**

Κύριοι στόχοι της οικονομικής πολιτικής το 2022 πρέπει να είναι η διατήρηση της δυναμικής της ανάπτυξης, ώστε να επεκταθούν οι παραγωγικές δυνατότητες της οικονομίας, και η συνέχιση των προσπαθειών για την ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας, που πρέπει να αναδειχθεί σε εθνικό στόχο. Μετά από μια περίοδο αναιμικής ανάπτυξης προ πανδημίας, η ελληνική οικονομία είναι απαραίτητο να ακολουθήσει πορεία μεγέθυνσης με στόχο τη σύγκλιση με την ευρωζώνη, αλλάζοντας το παραγωγικό της υπόδειγμα και δίνοντας έμφαση στις επενδύσεις και στην εξωστρέφεια. Οι σημερινές, μεγάλες διεθνείς γεωπολιτικές προκλήσεις πρέπει να ιδωθούν περισσότερο ως ευκαιρία να επιταχυνθούν οι προγραμματισμένες μεταρρυθμίσεις παρά ως πρόβλημα. Τέτοια παραδείγματα είναι η δημιουργία, στην Ελλάδα, ενός μεγάλου πράσινου ενεργειακού κόμβου και ο ψηφιακός μετασχηματισμός του κράτους. Η εξομάλυνση των ελληνοτουρκικών σχέσεων και το οικονομικό αποτύπωμά της είναι επίσης μία σημαντική ευκαιρία.

Κινητήριες δυνάμεις της ανάπτυξης το 2021 ήταν η καλύτερη της αναμενόμενης πορεία του τουρισμού, η αύξηση των εξαγωγών αγαθών, η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος, η ενίσχυση της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης που χρηματοδοτήθηκε από τη μεγάλη αύξηση

της αποταμίευσης, η αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης, η μεγάλη αύξηση των επενδύσεων, ιδιωτικών και δημόσιων, και η ισχυρή ανάκαμψη της αγοράς εργασίας όπως αποτυπώνεται στη μείωση του ποσοστού ανεργίας. Αξιοσημείωτη ήταν η ανάκαμψη της βιομηχανίας και των κατασκευών, ενώ η αύξηση των εισαγωγών αγαθών είχε αρνητική επίδραση στο ρυθμό ανάπτυξης.

Ωστόσο, η έξαρση της αβεβαιότητας λόγω του υψηλού πληθωρισμού, αλλά και του πολέμου στην Ουκρανία, μετριάζει τις προσδοκίες των οικονομικών μονάδων και επηρεάζει αρνητικά τις καταναλωτικές και επενδυτικές αποφάσεις τους. Ως εκ τούτου, η ελληνική οικονομία προβλέπεται το 2022 να συνεχίσει να αναπτύσσεται, αλλά με χαμηλότερο ρυθμό από την αρχική πρόβλεψη (4,8%). Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ περιορίζεται σε 3,8% στο βασικό σενάριο και 2,8% στο δυσμενές σενάριο, ανάλογα με την έκταση και τη διάρκεια των διαταράξεων στις διεθνείς τιμές ενέργειας και τροφίμων, καθώς και την επιδείνωση του κλίματος εμπιστοσύνης και την αναταραχή των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Αν και ο κύριος μοχλός ανάπτυξης για φέτος είναι η εγχώρια ζήτηση και ο τουρισμός, υπάρχει σημαντική αβεβαιότητα: η αρνητική επίδραση του πληθωρισμού στο πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών θα περιορίσει την αύξηση της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης. Το αυξημένο κόστος παραγωγής και η μικρότερη κατανάλωση θα επηρεάσουν αρνητικά την κερδοφορία των επιχειρήσεων και, μαζί με τη γενικευμένη αβεβαιότητα, θα οδηγήσουν ενδεχομένως σε αναβολή ή ματαίωση επενδυτικών αποφάσεων. Αβεβαιότητα επίσης υπάρχει όσον αφορά τις τουριστικές εισροές, κυρίως από την Ευρώπη και τις ΗΠΑ, λόγω της μείωσης της αγοραστικής δύναμης των νοικοκυριών στις χώρες προέλευσης, αλλά και λόγω της δημιουργίας ενός αισθήματος ανασφάλειας.

Υπάρχουν όμως και αντίρροπες δυνάμεις που λειτουργούν αντισταθμιστικά και μετριάζουν τις αρνητικές επιπτώσεις. Αυτές είναι: η άρση των ποικίλων περιορισμών, εγχώριων και διεθνών, που συνδέονταν με την πανδημία, η έναρξη των επενδυτικών έργων του εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, η άνοδος της απασχόλησης, οι συσσωρευμένες αποταμιεύσεις και η συνεχιζόμενη αύξηση των εξαγωγών.

Η Ελλάδα, όπως ήδη αναφέρθηκε, μπορεί να μετατρέψει την τρέχουσα ενεργειακή κρίση σε μια ιστορική ευκαιρία και να αναδειχθεί σε ενεργειακό κόμβο της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Αφενός βασιζόμενη στην τεχνογνωσία που διαθέτει σε έργα υποβρύχιων ηλεκτρικών διασυνδέσεων και αφετέρου επιταχύνοντας τις επενδύσεις στις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, μπορεί να ενισχύσει την ενεργειακή της ασφάλεια, να επιταχύνει την ενεργειακή μετάβαση και να αποτελέσει παράγοντα ενεργειακής σταθερότητας στην ΕΕ.

Το 2021 ο εναρμονισμένος πληθωρισμός στην Ελλάδα ήταν 0,6%, κυρίως λόγω της ανοδικής πορείας των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων, σαφώς μικρότερος σε σχέση με το μέσο

όρο της ευρωζώνης. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο, το 2022 αναμένεται επιτάχυνση του πληθωρισμού σε 5,2%, ενώ στο δυσμενές σενάριο προβλέπεται περαιτέρω αύξηση σε 7%. Το 2023 αναμένεται αποκλιμάκωση, υπό την προϋπόθεση της πλήρους αποκατάστασης της λειτουργίας των εφοδιαστικών αλυσίδων και της υποχώρησης των τιμών της ενέργειας.

Ζωτικής σημασίας για την περαιτέρω αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της χώρας είναι η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας. Η καλή πορεία των φορολογικών εσόδων και η σταδιακή απόσυρση των προσωρινών μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας καθιστούν εφικτή τη δραστική μείωση του πρωτογενούς ελλείμματος το 2022, παρά τα προβλήματα που προκαλεί στην ελληνική οικονομία ο πόλεμος στην Ουκρανία.

Στο νέο περιβάλλον ακραίας αβεβαιότητας, η διασφάλιση της δημοσιονομικής ισορροπίας αποδεικνύεται μια δύσκολη διαδικασία, καθώς απαιτείται η εύρεση της κατάλληλης ισορροπίας ανάμεσα σε δύο επιδιώξεις πολιτικής. Αφενός, πρέπει να μετριαστεί η επίπτωση του υψηλού ενεργειακού κόστους και του πληθωρισμού στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και στην κερδοφορία των επιχειρήσεων, ώστε να περιοριστεί η βλάβη στην ανάκαμψη και να μην απειληθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Αφετέρου, τα μέτρα στήριξης το 2022 πρέπει να έχουν περιορισμένο δημοσιονομικό αντίκτυπο, ώστε η στροφή σε περιοριστική δημοσιονομική πολιτική να διευκολύνει την επάνοδο στη δημοσιονομική ισορροπία.

### **Ενιαία νομισματική πολιτική**

Με κριτήριο την πρόοδο της ανάκαμψης και με γνώμονα τον έλεγχο του πληθωρισμού, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει ήδη στραφεί στη σταδιακή και προσεκτική ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής. Οι καθαρές αγορές τίτλων στο πλαίσιο του έκτακτου λόγω πανδημίας προγράμματος (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) συνεχίστηκαν και το α' τρίμηνο του 2022, με σημαντικά όμως χαμηλότερο ρυθμό, ενώ το πρόγραμμα τερματίστηκε στο τέλος Μαρτίου 2022. Ο χρονικός ορίζοντας επανεπένδυσης των ομολόγων που λήγουν επεκτάθηκε τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2024. Με τον τρόπο αυτό, η ενιαία νομισματική πολιτική, αν και γίνεται λιγότερο διευκολυντική, διατηρεί ευελιξία σε περίπτωση αρνητικών διαταραχών, όπως ενδεχομένως μια νέα έξαρση της πανδημίας, αλλά και η πρόσφατη γεωπολιτική διαταραχή.

Είναι πολύ σημαντικό να σημειωθεί ότι η ευελιξία της νομισματικής πολιτικής συμπεριλαμβάνει την αγορά ελληνικών κρατικών ομολόγων στην επανεπένδυση στο πλαίσιο του PEPP, και μάλιστα με δυνατότητα αγοράς επιπλέον της αξίας των ομολόγων που επανεπενδύονται, αν και αυτά στερούνται ακόμη της επενδυτικής βαθμίδος και ως εκ τούτου δεν μπορούν να συμπεριληφθούν στο κανονικό πρόγραμμα αγορών τίτλων (Asset Purchase Programme, APP). Η συμπερίληψη αυτή περιορίζει την αύξηση του κόστους δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου και διευκολύνει την ομαλή αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους από τις αγορές.

Με την απόφαση της 10ης Μαρτίου 2022, οι μηνιαίες καθαρές αγορές στο πλαίσιο του κανονικού προγράμματος αγορών τίτλων (APP) συνεχίζονται και το β' τρίμηνο του 2022, ενώ το ύψος των αγορών για το γ' τρίμηνο θα εξαρτηθεί από την πορεία του πληθωρισμού. Οι επανεπενδύσεις των ομολόγων που λήγουν θα συνεχιστούν για όσο χρονικό διάστημα είναι απαραίτητο για τη διατήρηση ευνοϊκών συνθηκών ρευστότητας και ικανού βαθμού διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής. Παράλληλα, τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ παραμένουν αμετάβλητα.

Σύμφωνα με την απόφαση της 24ης Μαρτίου 2022, το Διοικητικό Συμβούλιο συνεχίζει να επιτρέπει στις εθνικές κεντρικές τράπεζες να δέχονται ως αποδεκτές εξασφαλίσεις στις πράξεις αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος τα ελληνικά κρατικά ομόλογα, τα οποία δεν πληρούν τις ελάχιστες απαιτήσεις πιστοληπτικής διαβάθμισης του Ευρωσυστήματος, για τουλάχιστον όσο διάστημα συνεχίζονται οι επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του PEPP. Η απόφαση αυτή είναι πολύ σημαντική, γιατί προσφέρει τον απαραίτητο χρόνο στις ελληνικές αρχές ώστε να επιταχύνουν την πρόοδο τόσο για την αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας όσο και για την υλοποίηση των αναγκαίων διαρθρωτικών αλλαγών, οι οποίες κρίνονται ως αναγκαίες προϋποθέσεις για την περαιτέρω αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος.

### **Δημοσιονομικές εξελίξεις**

Το 2021 η διατήρηση των μέτρων στήριξης συνέχισε να επιβαρύνει τα δημοσιονομικά μεγέθη, αλλά σε μικρότερο βαθμό. Η εμβέλεια των μέτρων περιορίστηκε και ο χαρακτήρας τους άλλαξε με στόχευση στους πλέον ευάλωτους. Για το 2021 εκτιμάται ότι το πρωτογενές έλλειμμα μειώθηκε σημαντικά, πέραν των προβλέψεων του προϋπολογισμού, εξαιτίας της αύξησης των φορολογικών εσόδων και της μείωσης των μη παραγωγικών δαπανών, ενώ από το 2022 αναμένεται σταδιακή αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας. Σύμφωνα με την πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το 2021 το πρωτογενές έλλειμμα μειώθηκε σε 6,2% του ΑΕΠ και το χρέος σε 193% του ΑΕΠ. Ωστόσο, στο νέο περιβάλλον γενικευμένης αβεβαιότητας, τα περιθώρια παρέμβασης της δημοσιονομικής πολιτικής είναι περιορισμένα. Τα νέα μέτρα στήριξης θα πρέπει να είναι προσωρινού χαρακτήρα και καταλλήλως στοχευμένα.

Το χαμηλό μεσοσταθμικό επιτόκιο και ο ισχυρός ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ αποτελούν τους σημαντικότερους μειωτικούς παράγοντες στη δυναμική του δημόσιου χρέους, έχοντας θέσει ήδη από το 2021 το λόγο χρέους προς ΑΕΠ σε καθοδική πορεία. Αν και οι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του χρέους είναι περιορισμένοι, μακροπρόθεσμα υπάρχουν



δυσνητικοί κίνδυνοι που απορρέουν από μια χαμηλότερη ανάπτυξη και από το αυξημένο κόστος δανεισμού.

### **Το τραπεζικό σύστημα**

Το 2021 συνεχίστηκε η αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα, με τη βοήθεια της διευκολυντικής ενιαίας νομισματικής πολιτικής και τη στήριξη από τα προγράμματα της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ). Ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης, αν και επιβραδυνόμενος, διαμορφώθηκε σε 3,7% το Δεκέμβριο του 2021, έναντι 10% το Δεκέμβριο του 2020. Τα κεφάλαια που διέθεσαν η ΕΑΤ και η ΕΤΕπ ήταν μικρότερου ύψους έναντι του 2020, αλλά η επίδρασή τους ήταν πολύ σημαντική, καθώς στήριξαν το 1/3 των δανείων προς επιχειρήσεις (κυρίως μικρομεσαίες) και ελεύθερους επαγγελματίες.

Η άνοδος των ιδιωτικών τραπεζικών καταθέσεων συνεχίστηκε και το 2021, με σωρευτική αύξηση κατά 16,2 δισεκ. ευρώ, μικρότερη σε σχέση με το 2020 (20,6 δισεκ. ευρώ), αλλά πολύ υψηλότερη από ό,τι πριν την πανδημία.

Ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών και ο Συνολικός Δείκτης Κεφαλαίου των τραπεζών υποχώρησαν, λόγω των ζημιών από τις πωλήσεις και τις τιτλοποιήσεις μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ). Δεδομένης της σχετικά χαμηλής ποιότητας των κεφαλαίων των τραπεζών, καθώς το μεγαλύτερο μέρος των συνολικών εποπτικών ιδίων κεφαλαίων αφορά αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις (64%), απαιτείται ποιοτική και ποσοτική ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης και βελτίωση της οργανικής κερδοφορίας. Είναι θετικό ότι οι τράπεζες έχουν ξεκινήσει προσπάθειες ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους βάσης μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου και έκδοσης ομολογιακών τίτλων. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι παρατηρείται ενίσχυση της διασύνδεσης του τραπεζικού συστήματος με το Δημόσιο, καθώς η έκθεση σε κίνδυνο, δηλαδή το σύνολο των ανοιγμάτων προς την κεντρική κυβέρνηση, διαμορφώθηκε στο τέλος του 2021 σε 22,5% ως ποσοστό στο σύνολο του ενεργητικού των τραπεζών και σε 38,7% ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Στο τρέχον περιβάλλον των μεταβαλλόμενων χρηματοπιστωτικών συνθηκών, οι ελληνικές τράπεζες έχουν να αντιμετωπίσουν σημαντικές προκλήσεις, όπως τα νέα ΜΕΔ που ενδέχεται να προκύψουν μετά την απόσυρση των μέτρων στήριξης, αλλά και εξαιτίας του υψηλού πληθωρισμού, η υποχρέωση κάλυψης της Ελάχιστης Απαιτήσης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL), η ανάγκη απορρόφησης των επιπτώσεων του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9, οι συνέπειες της κλιματικής αλλαγής και η υιοθέτηση νέων, ψηφιακών τεχνολογιών. Καθίσταται σαφές ότι απαιτείται συνεχής επαγρύπνηση και εντατικότερη δράση εκ μέρους των τραπεζών με στόχο την περαιτέρω

μείωση των ΜΕΔ, την ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης και την αξιοποίηση της αυξημένης ρευστότητας.

### **Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια**

Το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων σημείωσε το 2021 περαιτέρω υποχώρηση, κυρίως μέσω πωλήσεων δανείων ύψους 27,5 δισεκ. ευρώ με αξιοποίηση του προγράμματος παροχής κρατικής εγγύησης σε τιτλοποιήσεις δανείων, γνωστού με την ονομασία “Ηρακλής”. Τα ΜΕΔ ανήλθαν στο τέλος Δεκεμβρίου 2021 σε 18,4 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά 28,8 δισεκ. ευρώ σε σχέση με το τέλος Δεκεμβρίου του 2020. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε βελτίωση της ποιότητας του ενεργητικού των τραπεζών, μειώνοντας το κόστος κινδύνου και αυξάνοντας τα περιθώρια κερδοφορίας.

Εντούτοις, το απόθεμα των ΜΕΔ ως ποσοστό των συνολικών δανείων (12,8%) παραμένει πολύ υψηλότερο του μέσου όρου στην ΕΕ (2,1%). Περίπου το 39% του συνόλου των ΜΕΔ βρίσκεται σε καθεστώς ρύθμισης. Ωστόσο, υψηλό ποσοστό δανείων σε καθεστώς ρύθμισης εμφάνισε πάλι καθυστέρηση. Εκτιμάται ότι, λόγω της πανδημίας αλλά και του υψηλού πληθωρισμού, επιπλέον ποσοστό ρυθμισμένων δανείων ενδέχεται να καταγραφεί ως ΜΕΔ το 2022. Δεδομένου ότι η μείωση των ΜΕΔ επιτεύχθηκε κυρίως μέσω τιτλοποίησης και μεταβίβασης προς επενδυτικά ταμεία, το ύψος των ΜΕΔ εξακολουθεί να επιβαρύνει την πραγματική οικονομία και να θέτει μεγάλο αριθμό οφειλετών εκτός τραπεζικής χρηματοδότησης.

### **Πηγές κινδύνου και αβεβαιότητας**

Η ελληνική οικονομία έχει να αντιμετωπίσει μια σειρά από κινδύνους, εξωγενείς και ενδογενείς. Οι εξωγενείς κίνδυνοι συναρτώνται με τις γεωπολιτικές εντάσεις και τις επιδράσεις τους στην παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία και κυρίως στον πληθωρισμό, με τον έλεγχο των παραλλαγών της COVID-19 και με την κλιματική αλλαγή.

Η πανδημία ως κίνδυνος έχει υποχωρήσει, αν και δεν έχει εξαλειφθεί πλήρως και οριστικά. Ο σημαντικότερος όμως εξωγενής κίνδυνος βραχυπρόθεσμα συνδέεται με τη διάρκεια των πληθωριστικών πιέσεων, η οποία συναρτάται με τον πόλεμο στην Ουκρανία και τις συναφείς οικονομικές εξελίξεις. Καθώς οι πληθωριστικές πιέσεις φαίνεται να λαμβάνουν διεθνώς ένα μονιμότερο χαρακτήρα, επεκτείνονται ευρύτερα στην οικονομία, επιδρώντας αρνητικά στο διαθέσιμο εισόδημα, στην καταναλωτική και επενδυτική δαπάνη, στα περιθώρια κέρδους, στις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων, στον πραγματικό πλούτο, στις τουριστικές εισροές και εν τέλει στο ρυθμό μεγέθυνσης. Παράλληλα, η ισχυροποίηση του πληθωρισμού συνηγορεί στην ομαλοποίηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και στην αυστηροποίηση των συνθηκών χρηματοδότησης, με αντίκτυπο στο κόστος δανεισμού.

Μεσομακροπρόθεσμα, ο σημαντικότερος εξωγενής κίνδυνος προέρχεται από τη μη γραμμικότητα της κλιματικής κρίσης, η οποία συνιστά σοβαρή απειλή μακροοικονομικής και χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Οι κίνδυνοι για τις τράπεζες από την κλιματική κρίση είναι σημαντικοί. Αυξάνεται ο πιστωτικός κίνδυνος, ο οποίος σχετίζεται με αδυναμία εξυπηρέτησης δανείων, ο κίνδυνος αγοράς, καθώς επηρεάζεται αρνητικά η αξία των περιουσιακών στοιχείων, ο κίνδυνος ρευστότητας, στο βαθμό που η κλιματική κρίση επηρεάζει τις πηγές χρηματοδότησης των τραπεζών, και ο λειτουργικός κίνδυνος εξαιτίας των ζημιών στις υποδομές μετά από φυσικές καταστροφές.

Οι ενδογενείς κίνδυνοι συναρτώνται τόσο με τις διαχρονικές παθογένειες της διάρθρωσης της οικονομίας όσο και με ζητήματα που κληροδότησε η κρίση χρέους. Στους κινδύνους αυτούς συγκαταλέγονται:

- i. το ενδεχόμενο υστέρησης στην περίπτωση που δεν επιτευχθεί ισχυρή ανάπτυξη και δεν επιταχυνθεί η μεταρρυθμιστική πολιτική,
- ii. η απότομη αύξηση του ήδη υψηλού λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ,
- iii. το υψηλό απόθεμα των ΜΕΔ,
- iv. η συσσώρευση ιδιωτικού χρέους,
- v. η χαμηλή διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα,
- vi. το υψηλό επενδυτικό κενό,
- vii. η αδυναμία της εκπαίδευσης να παρακολουθήσει τις εξελίξεις στη διεθνή αγορά εργασίας, με αποτέλεσμα υψηλό ποσοστό ανεργίας των νέων,
- viii. το ενδεχόμενο αδυναμίας της δημόσιας διοίκησης για την έγκαιρη εκταμίευση των ευρωπαϊκών πόρων και τυχόν εμπόδια διοικητικής φύσεως στην υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων,
- ix. η μεγάλη καθυστέρηση του συστήματος απονομής δικαιοσύνης.

## **Οδικός χάρτης για ασφαλή και ισχυρή ανάπτυξη**

Για την υποστήριξη μιας συστηματικής πορείας μεγέθυνσης τα επόμενα χρόνια με μέσο ετήσιο ρυθμό 3%, πρέπει να ληφθούν συγκεκριμένες αποφάσεις οικονομικής πολιτικής με μακροχρόνιο ορίζοντα για:

- εξωστρεφείς και ανταγωνιστικές αγορές αγαθών και υπηρεσιών, με εκμετάλλευση των τεχνολογικών εξελίξεων ώστε να προωθηθεί η παρουσία της ελληνικής οικονομίας στις διεθνείς αλυσίδες αξίας,
- εκμετάλλευση της διαθέσιμης τεχνογνωσίας για τη μετατροπή της χώρας σε ενεργειακό κόμβο,

- προστασία της υγιούς επιχειρηματικότητας,
- δημιουργία λειτουργικότερου κράτους μέσω της ολοκλήρωσης του ψηφιακού μετασχηματισμού του,
- ψηφιοποίηση του συστήματος απονομής δικαιοσύνης,
- αντιμετώπιση του προβλήματος της συσσώρευσης ιδιωτικού χρέους,
- επιτάχυνση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων,
- χρηματοδοτική στήριξη από ένα εύρωστο τραπεζικό σύστημα,
- δημιουργία νησίδων αριστείας, καινοτομίας και τεχνολογικής προόδου και
- προσαρμογή των εκπαιδευτικών προγραμμάτων στις ανάγκες της σύγχρονης αγοράς εργασίας.

Κρίσιμης σημασίας για την αποτελεσματικότητα της οικονομικής πολιτικής εξάλλου είναι όχι μόνο η επιλογή των σωστών αποφάσεων πολιτικής, αλλά και η επιτυχής εφαρμογή τους. Όπως έδειξε η δεκαετής κρίση, ολιγωρίες, καθυστερήσεις ή ημιτελής εφαρμογή δράσεων μείωσαν σε σημαντικό βαθμό την αποτελεσματικότητα των σταθεροποιητικών προγραμμάτων και επιμήκυναν τη διάρκεια της κρίσης.

Βραχυπρόθεσμα, πρέπει να γίνουν προσεκτικά βήματα πολιτικής ώστε να εμπεδωθεί η ανάκαμψη, όταν μάλιστα ο κίνδυνος από την υγειονομική κρίση δεν έχει πλήρως εξαιρεθεί, ενώ ο κίνδυνος του στασιμοπληθωρισμού είναι μικρός μεν, αλλά όχι αμελητέος. Τα βήματα πολιτικής αφορούν: α) τον τρόπο άρσης όλων των μέτρων στήριξης με γνώμονα αφενός τη σταδιακή επαναφορά της δημοσιονομικής ισορροπίας και αφετέρου τη διασφάλιση της ανάκαμψης, β) την ομαλή εκταμίευση των ευρωπαϊκών πόρων και τη διοχέτευσή τους για τη χρηματοδότηση νέων επενδύσεων σε εξωστρεφείς κλάδους ώστε να μειωθεί το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, γ) την αξιόπιστη προσήλωση στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων, όπως αυτές περιγράφονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, και δ) την οριστική εξυγίανση των ισολογισμών των τραπεζών.

\*\*\*

Έχουν ήδη συμπληρωθεί περισσότερο από δύο έτη από τότε που ξέσπασε η πανδημία COVID-19, προκαλώντας ανεπανόρθωτες ανθρώπινες απώλειες και πρωτοφανές για ειρηνική περίοδο κοινωνικό και οικονομικό κόστος. Παρά τις αλληπάλληλες και πολυεπίπεδες κρίσεις με τις οποίες ήρθε αντιμέτωπη η Ελλάδα τον περασμένο χρόνο (υγειονομική, ενεργειακή, κλιματική και γεωπολιτική), η ελληνική οικονομία επέδειξε λειτουργική προσαρμοστικότητα και αντοχή, ώστε σε ένα μόνο έτος να έχουν καλυφθεί σχεδόν εξ ολοκλήρου οι οικονομικές απώλειες. Η εντεινόμενη γεωπολιτική αστάθεια και ο υψηλός πληθωρισμός θα επιβραδύνουν, αλλά δεν θα ανακόψουν την πορεία ανάκαμψης. Το 2022 ανατέλλει μια νέα περίοδος στην

οποία θα διαμορφωθεί η νέα πραγματικότητα. Ο ψηφιακός μετασχηματισμός και η αυτοματοποίηση, η πράσινη ενέργεια, η επιστημονική γνώση και εξειδίκευση, ο επαναπατρισμός της διεθνούς παραγωγής σε ασφαλέστερες περιοχές, αλλά και η ανάγκη ενίσχυσης του ενεργειακού τομέα μέσω επενδύσεων σε πράσινη ενέργεια, σε αποθηκευτικούς χώρους για την παραγόμενη ενέργεια από πράσινες πηγές και σε δίκτυα είναι τα κυρίαρχα χαρακτηριστικά. Η Ελλάδα έχει την ιστορική ευκαιρία να μετασχηματιστεί οικονομικά και να παρακολουθήσει τις εξελίξεις. Η οικονομική δυναμική που το 2021 κληροδοτεί στο 2022, η αξιοποίηση της εμπειρίας από τη δεκαετή κρίση χρέους, τα σημαντικά χρηματοδοτικά εργαλεία της ΕΕ, η επίδειξη πολιτικής βούλησης για μεταρρυθμίσεις, αλλά κυρίως η επίδειξη ωριμότητας εκ μέρους της κοινωνίας να κατανοήσει το νέο περιβάλλον και να αποδεχθεί δομικές αλλαγές, είναι παράγοντες που βοηθούν στη μετατροπή των κρίσεων σε ευκαιρίες ώστε η χώρα να ξεπεράσει οριστικά τις εγγενείς αδυναμίες της, να μετασχηματιστεί σε μία σύγχρονη οικονομία και να ενισχύσει την προσαρμοστικότητα και την αντοχή της σε ένα ιδιαίτερα αβέβαιο διεθνές περιβάλλον.

### **Σχετικός σύνδεσμος:**

Το πλήρες κείμενο της Έκθεσης είναι διαθέσιμο [εδώ](#).