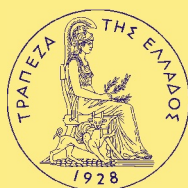


ΟΝΑΔΑΕΑ ΟΨΟ ΑΕΕΑΑΙ Ο

Ι Ϊ Ϊ ΕΟΪ ΑΟΕΕΨ  
ΔΪ ΕΕΟΕΕΨ

1998-1999



Ϊ ΑΝΟΕΪ Ο 1999



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

ΕΚΘΕΣΗ ΓΙΑ ΤΗ  
ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ  
ΠΟΛΙΤΙΚΗ  
1998-1999



ΜΑΡΤΙΟΣ 1999

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Ελευθ. Βενιζέλου 21

102 50 Αθήνα

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. (030-1) 320 2392

Fax (030-1) 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών  
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN 1108 - 2305

Προς τη Βουλή των Ελλήνων  
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Έκθεση υποβάλλεται στη Βουλή των Ελλήνων και το Υπουργικό Συμβούλιο σύμφωνα με το Νόμο 2548/1997 και το Καταστατικό της Τράπεζας της Ελλάδος, όπως τροποποιήθηκε το Δεκέμβριο του 1997. Το νέο θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της προβλέπει ότι η Τράπεζα της Ελλάδος χαράσσει και ασκεί τη νομισματική πολιτική μέσω του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής.

Στο πρώτο κεφάλαιο της Έκθεσης εξετάζονται οι νομισματικές εξελίξεις κατά το 1998 και αξιολογείται η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής που ασκήθηκε σε σχέση με τους στόχους που είχαν τεθεί. Ειδικότερα, περιγράφονται και αναλύονται οι εξελίξεις στις αγορές χρήματος, συναλλάγματος και τραπεζικών πιστώσεων και γίνεται εκτενής παρουσίαση της προόδου που συντελέστηκε προς την επίτευξη της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών, η οποία αποτελεί τον πρωταρχικό σκοπό της νομισματικής πολιτικής. Επισκοπούνται επίσης οι μεταβολές που σημειώθηκαν στην οικονομική δραστηριότητα και την απασχόληση, καθώς και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Το γενικό συμπέρασμα είναι ότι η νομισματική πολιτική επέτυχε τους βασικούς στόχους που είχαν τεθεί κατά το παρελθόν έτος, δεδομένου ότι ο πληθωρισμός επανήλθε σε πτωτική τροχιά από τον Ιούνιο του 1998 και η δραχμή διατηρήθηκε ισχυρή μετά την ένταξη της στο μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Το δεύτερο κεφάλαιο της Έκθεσης εστιάζεται στους στόχους και τη στρατηγική της νομισματικής πολιτικής το 1999. Προσδιορίζεται με σαφήνεια ο στόχος για τον πληθωρισμό προκειμένου να ικανοποιηθεί το σχετικό κριτήριο σύγκλισης και περιγράφεται το πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής, όπως υπαγορεύεται από τη συμμετοχή της δραχμής στο μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών. Παρουσιάζονται επίσης οι εκτιμήσεις της Τράπεζας για τις προοπτικές περαιτέρω αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, καθώς και τα στοιχεία αβεβαιότητας που ενδέχεται να την επηρεάσουν. Τέλος, εξετάζονται οι προκλήσεις και οι περιορισμοί που αντιμετωπίζει η νομισματική πολιτική σε συνάρτηση με τη διαδικασία σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας, τη συντελούμενη αναδιάρθρωση και τον εντεινόμενο ανταγωνισμό στο τραπεζικό σύστημα, καθώς και με το σύντομο χρονικό διάστημα που απομένει για να διασφαλιστεί διατηρήσιμη σταθερότητα των τιμών.

Συμπερασματικά, η νομισματική πολιτική θα διατηρήσει αναλλοίωτη την αντιπληθωριστική της κατεύθυνση και θα ασκηθεί κατά τρόπο που συμβάλλει στη δημιουργία περιθωρίων ασφαλείας, ώστε να επιτευχθεί η νομισματική σταθερότητα και η ένταξη της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση. Παράλληλα, είναι αναγκαίο να συνεχιστεί η στήριξη της αντιπληθωριστικής προσπάθειας μέσω κατάλληλης δημοσιονομικής και διαρθρωτικής πολιτικής προκειμένου να εδραιωθούν συνθήκες σταθερότητας μεσοπρόθεσμα.

Αθήνα, Μάρτιος 1999

Λουκάς Παπαδήμος  
Διοικητής

# Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής

Πρόεδρος  
Λουκάς Παπαδήμος

Μέλη  
Παναγιώτης Θωμόπουλος  
Νικόλαος Γκαργκάνας  
Βασίλειος Δρουκόπουλος  
Αντώνιος Μαντζαβίνος  
Νικόλαος Παλαιοκρασσάς

# Περιεχόμενα

---

I. Νομισματικές εξελίξεις και νομισματική πολιτική το 1998	
I.1 Στόχοι και αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής το 1998	11
I.2 Διεθνές οικονομικό περιβάλλον	14
I.3 Συναλλαγματική ισοτιμία	16
I.4 Επιτόκια	18
I.5 Νομισματικά μεγέθη	22
I.6 Πιστωτική επέκταση	25
I.7 Πληθωρισμός	29
I.8 Οικονομική δραστηριότητα και απασχόληση	40
I.9 Εμπορικό ισοζύγιο και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	47
I.10 Αξιολόγηση της νομισματικής πολιτικής το 1998	50

---

II. Στόχοι και στρατηγική της νομισματικής πολιτικής το 1999	
II.1 Διεθνές οικονομικό περιβάλλον	53
II.2 Ο στόχος για τον πληθωρισμό και το σχετικό κριτήριο σύγκλισης	55
II.3 Στρατηγική και πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής	56
II.4 Οι προοπτικές του πληθωρισμού και οι παράγοντες που τις επηρεάζουν	59
II.5 Κατευθύνσεις της νομισματικής πολιτικής	62

---

Μέτρα νομισματικής πολιτικής	65
------------------------------	----

---

Αποφάσεις του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής	69
---	----

---

Στατιστικό παράρτημα	73
----------------------	----

## Διαγράμματα

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή και “πυρήνας” πληθωρισμού	12	14	Παραγωγή και επιχειρηματικές προσδοκίες στη μεταποίηση Α. Δείκτες Β. Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους	42
2	Συναλλαγματική ισοτιμία δραχμής/ECU και δραχμής/δολαρίου ΗΠΑ	17	15	Απασχολούμενοι και άνεργοι	45
3	Εκατοστιαία απόκλιση της δραχμής από την κεντρική της ισοτιμία έναντι του ECU	18	16	Επιχειρηματικές προβλέψεις για την απασχόληση	45
4	Καμπύλες αποδόσεων στη διατραπεζική αγορά Αθηνών	19	Πίνακες		
5	Επιτόκια της Τράπεζας της Ελλάδος	19	I	Έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης σε εθνικολογιστική βάση	13
6	Παρεμβάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά	20	II	Προσαρμογές βασικών επιτοκίων της Τράπεζας της Ελλάδος	20
7	Απόδοση δεκαετών ομολόγων του Δημοσίου	21	III	Επιτόκια χορηγήσεων των πέντε μεγαλύτερων εμπορικών τραπεζών	21
8	Αποδόσεις ετήσιων έντοκων γραμματίων και δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	22	IV	Εξέλιξη νομισματικών μεγεθών	23
9	Ποσότητα χρήματος (M3) και ρευστότητα (M4)	24	V	Χρηματοδοτικό έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης	26
10	Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδος και Ευρωπαϊκής Ένωσης	30	VI	Χρηματοδότηση ελλείμματος δημόσιου τομέα (PSBR)	26
11	Δείκτης τιμών χονδρικής πώλησης	34	VII	Μεταβολές συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης ιδιωτικού τομέα κατά κλάδους	27
12	Πληθωριστικές προσδοκίες καταναλωτών και επιχειρήσεων	36	VIII	Αναμενόμενες και εκτιμώμενες επιπτώσεις της υποτίμησης της δραχμής	33
13	Καταναλωτική ζήτηση Α. Όγκος λιανικών πωλήσεων και επιχειρηματικές προσδοκίες Β. Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. αυτοκινήτων	37	IX	Αποδοχές, παραγωγικότητα και κόστος εργασίας	35



X	Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης	38	Πλαίσια	
XI	Ζήτηση και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν	40	1 Πληθωρισμός στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση	31
XII	Δείκτες επενδυτικής ζήτησης	44	2 Απασχόληση και ανεργία στην Ελλάδα	46
XIII	A. Εμπορευματικές συναλλαγές (στοιχεία ΕΣΥΕ)		3 Ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (ΜΣΙ II)	58
	B. Εμπορικό ισοζύγιο (στοιχεία Τράπεζας της Ελλάδος)	49		



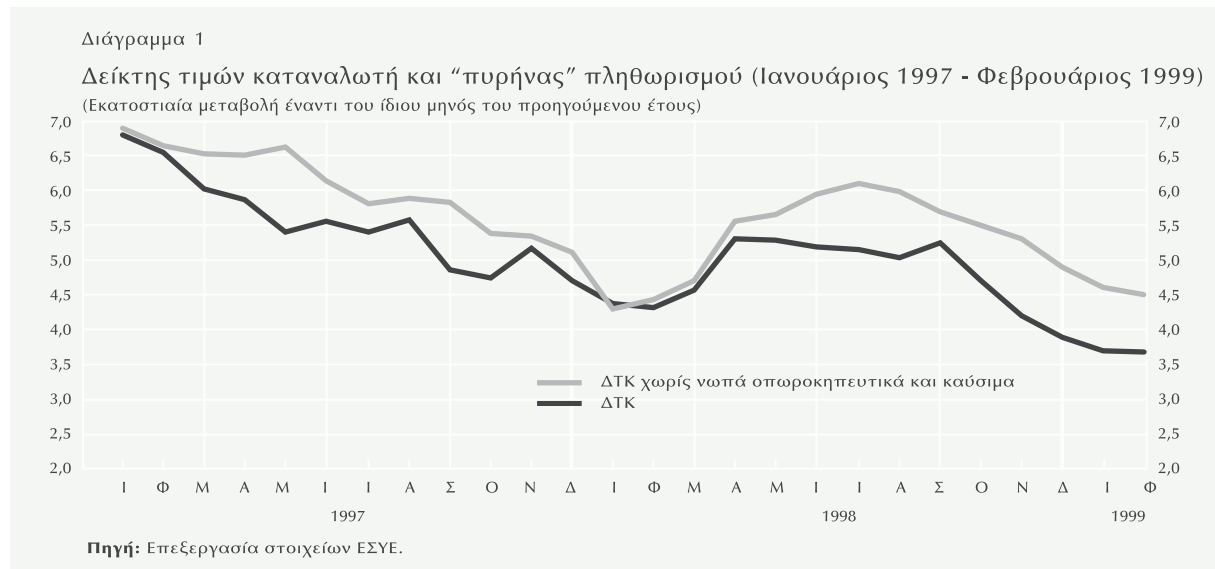
# I. Νομισματικές εξελίξεις και νομισματική πολιτική το 1998

---

## I.1 Στόχοι και αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής το 1998

Στην Έκθεση για τη νομισματική πολιτική που υπέβαλε η Τράπεζα της Ελλάδος στη Βουλή των Ελλήνων και το Υπουργικό Συμβούλιο τον Απρίλιο του 1998 αναφέρθηκε ότι πρωταρχικός σκοπός της νομισματικής πολιτικής είναι η επίτευξη σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών μέχρι το τέλος του 1999, η οποία θεωρείται ότι πραγματοποιείται όταν η αύξηση των τιμών δεν υπερβαίνει το 2% ετησίως. Η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών είναι η κύρια επιδίωξη της Τράπεζας της Ελλάδος, σύμφωνα και με το Νόμο 2548/1997 και με το νέο Καταστατικό της. Επιπλέον, η επίτευξη αυτού του σκοπού είναι αναγκαία και για την ικανοποίηση του σχετικού με τον πληθωρισμό κριτηρίου σύγκλισης, που αποτελεί προϋπόθεση για τη συμμετοχή της χώρας στο Τρίτο Στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης. Ειδικότερα, κατά το 1998 η νομισματική πολιτική απέβλεπε στον περιορισμό των πληθωριστικών πιέσεων και την ταχύτερη δυνατή επαναφορά του πληθωρισμού σε πτωτική τροχιά, ύστερα από την προσωρινή άνοδό του μετά την υποτίμηση της δραχμής το Μάρτιο του 1998, προκειμένου αυτός να συγκλίνει προς το ρυθμό πληθωρισμού των χωρών της ζώνης του ευρώ.

Η στρατηγική της Τράπεζας για την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών περιελάμβανε, ως ενδιάμεσο στόχο, τη σχετική σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής στο πλαίσιο του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, στο οποίο είχε ενταχθεί η δραχμή από τις 16 Μαρτίου 1998 με κεντρική ισοτιμία 357 δραχμές ανά ECU. Κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, και λόγω των συνθηκών που επικράτησαν στις αγορές αγαθών και συναλλάγματος, δόθηκε έμφαση — με τη διατήρηση των επι-



τοκίων σε σχετικώς υψηλά επίπεδα— στην επίτευξη του πρωταρχικού σκοπού της σταθερότητας των τιμών, με αποτέλεσμα η δραχμή να ανατιμηθεί έναντι της κεντρικής της ισοτιμίας ως προς το ECU. Επιπλέον, η Τράπεζα διατύπωσε ενδεικτικές προβλέψεις 6-9% για το ρυθμό ανόδου της ποσότητας χρήματος με ευρεία έννοια (M3) και 4-6% για τη συνολική πιστωτική επέκταση, που κρίθηκαν συνεπείς με την επιδιωκόμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού.

Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται με βάση το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, ύστερα από την επιτάχυνσή του αμέσως μετά την υποτίμηση της δραχμής το Μάρτιο του 1998, επανήλθε σε πτωτική τάση από τον Ιούνιο, η οποία έγινε εντονότερη τους τελευταίους μήνες του 1998, με αποτέλεσμα ο πληθωρισμός να διαμορφωθεί σε 3,9% το Δεκέμβριο του 1998, από 4,7% το Δεκέμβριο του 1997. Ανάλογη ήταν η πορεία και του “πυρήνα” του πληθωρισμού,<sup>1</sup> ο οποίος όμως υποχώρησε οριακά (Δεκέμβριος 1998: 4,9%, Δεκέμβριος 1997: 5,1%). Η απόκλιση του ρυθμού πληθωρισμού της Ελλάδος από το μέσο πληθωρισμό των χωρών της ζώνης του ευρώ, με βάση τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, αυξή-

θηκε αισθητά μετά την υποτίμηση το Μάρτιο του 1998, τελικά όμως περιορίστηκε σε 2,9 εκατοστιαίες μονάδες το Δεκέμβριο του 1998, περίπου όσο ήταν και το Δεκέμβριο του 1997.

Στη μείωση του πληθωρισμού συνέβαλαν η σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, η μείωση των τιμών του πετρελαίου και των εμπορευμάτων διεθνώς και ειδικά κυβερνητικά μέτρα, όπως η μείωση ορισμένων έμμεσων φόρων. Σημαντικός επίσης ήταν ο ρόλος της νομισματικής πολιτικής στη συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων και στην άμβλυση των πληθωριστικών προσδοκιών, ιδιαίτερα μετά την υποτίμηση, ενώ στο ίδιο αποτέλεσμα συνέβαλε και η μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστού του ΑΕΠ.

Η Τράπεζα της Ελλάδος ακολούθησε πολιτική βραδείας μείωσης των βασικών της επιτοκίων μετά την υποτίμηση, με αποτέλεσμα τα πραγματικά επιτόκια να διατηρηθούν σε υψηλά επί-

<sup>1</sup> Ο “πυρήνας” του πληθωρισμού εκτιμάται με βάση τον ΔΤΚ χωρίς νωπά σπωροκηπευτικά και καύσιμα.

πεδα, η δραχμή να ανατιμηθεί εντός του ΜΣΙ και οι ρυθμοί της νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης να συγκρατηθούν.

Η δραχμή διατηρήθηκε ισχυρή σε όλο το διάστημα μετά την ένταξή της στον ΜΣΙ. Ειδικότερα, στο διάστημα Μαΐου-Δεκεμβρίου 1998 η δραχμή παρέμεινε ανατιμημένη κατά 4-9% έναντι της κεντρικής της ισοτιμίας ως προς το ECU. Η ανατίμησή της ως προς τα άλλα νομίσματα του ΜΣΙ ήταν λίγο μικρότερη, δεδομένου ότι η εξέλιξη του ECU επηρεάστηκε από την υποχώρηση της ισοτιμίας της αγγλικής λίρας έναντι των νομισμάτων που συμμετέχουν στον ΜΣΙ. Η εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής αντανακλά την εμπιστοσύνη των αγορών στην πορεία σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας και στην ασκούμενη νομισματική πολιτική, όπως αυτή ειδικότερα εφαρμόστηκε με την πολιτική επιτοκίων και παρεμβάσεων της Τράπεζας της Ελλάδος στις αγορές χρήματος και συναλλάγματος.

#### Πίνακας Ι

##### Έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση

(Δισεκ. δρχ.)

	Ετήσια στοιχεία		
	1996*	1997*	1998*
1. Κεντρική κυβέρνηση	3.030	2.095	1.654
2. Τοπική αυτοδιοίκηση και ασφαλιστικά ταμεία	-804	-825	-805
3. Γενική κυβέρνηση (1+2)	2.226	1.270	849
% του ΑΕΠ	7,5	3,9	2,4

Έλλειμμα (+)/πλεόνασμα (-).

\* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: ΥΠΕΘΟ.

Το χρήμα με την ευρεία έννοια (M3) αυξήθηκε κατά 8,9% στη διάρκεια του 1998, εντός των ορίων πρόβλεψης (6-9%), έναντι 9,6% το 1997. Μέχρι τον Οκτώβριο του 1998 ο δωδεκάμηνος ρυθμός ανόδου του M3 ήταν χαμηλότερος από τα

όρια πρόβλεψης. Συγκράτηση του ρυθμού αύξησης της ρευστότητας της οικονομίας δείχνουν και άλλα νομισματικά μεγέθη με ευρύτερη κάλυψη.<sup>2</sup>

Η συνολική πιστωτική επέκταση διαμορφώθηκε σε 9,8%, δηλαδή περίπου όσο και το 1997 (9,7%), αλλά σε υψηλότερο επίπεδο σε σχέση με τα όρια πρόβλεψης για το 1998 (4-6%). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη μικρή επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς το δημόσιο τομέα, ενώ η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα παρέμεινε περίπου στο επίπεδο του 1997.<sup>3</sup> Η επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς το δημόσιο τομέα οφείλεται στη μεταβολή του τρόπου χρηματοδότησης του ελλείμματος της κεντρικής κυβέρνησης και όχι στη διεύρυνση του δημοσιονομικού ελλείμματος, το οποίο ήταν μειωμένο σε σύγκριση με το 1997 με οποιονδήποτε τρόπο και αν αυτό υπολογιστεί (βλ. Πίνακες Ι και V – σελ. 26).

Τα βραχυπρόθεσμα διατραπεζικά επιτόκια, αμέσως μετά την είσοδο της δραχμής στον ΜΣΙ, υποχώρησαν κατά 3-5 εκατοστιαίες μονάδες σε σχέση με τα υψηλά επίπεδα στα οποία ευρίσκοντο από την αρχή του έτους και μέχρι τον Οκτώβριο κυμάνθηκαν περίπου σ' αυτά τα επίπεδα, με εξαίρεση την περίοδο της κρίσης στη Ρωσία, οπότε σημείωσαν άνοδο. Τους δύο τελευταίους μήνες του 1998 τα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς εμφάνισαν μικρή περαιτέρω πτώση.

<sup>2</sup> Βλ. παρακάτω, Ι.5.

<sup>3</sup> Σημειώνεται ότι η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα και επομένως και η συνολική πιστωτική επέκταση, οι οποίες ορίζονται ως η διαφορά των υπολοίπων των τραπεζικών πιστώσεων μεταξύ αρχής και τέλους του έτους, έχουν επηρεαστεί από τη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής το Μάρτιο του 1998, που είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των υποχρεώσεων σε συνάλλαγμα, εκφρασμένων σε δραχμές. Χωρίς τις συναλλαγματικές διαφορές, η συνολική πιστωτική επέκταση διαμορφώνεται σε 9,1% το 1998 και η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα σε 13,2%. Επομένως, χωρίς τις συναλλαγματικές διαφορές, τόσο η συνολική πιστωτική επέκταση όσο και η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα επιβραδύνθηκαν το 1998.

Η υποχώρηση του πληθωρισμού και των πληθωριστικών προσδοκιών και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης στην προοπτική ένταξης της χώρας στη ζώνη του ευρώ είχαν ως αποτέλεσμα τη μείωση της απόδοσης των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου από 10,7% στο τέλος του 1997 σε 6,9% στο τέλος του 1998.

Από τα προηγούμενα προκύπτει ότι η νομισματική πολιτική, παρά τις δυσχέρειες που αντιμετώπισε λόγω των επιπτώσεων της υποτίμησης, της αβεβαιότητας που επικράτησε κατά καιρούς στις διεθνείς αγορές και των εισροών κεφαλαίων από το εξωτερικό, επέτυχε τους βασικούς της στόχους και συνέβαλε στην πορεία σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας και την ικανοποίηση των κριτηρίων της Συνθήκης του Μάαστριχτ σχετικά με τον πληθωρισμό, τη συναλλαγματική ισοτιμία και το μακροπρόθεσμο επιτόκιο.

---

## 1.2 Διεθνές οικονομικό περιβάλλον

Το διεθνές περιβάλλον χαρακτηρίστηκε το 1998 από επεισόδια χρηματοοικονομικής αναταραχής σε χώρες της Ανατολικής Ασίας και της Λατινικής Αμερικής, καθώς και στη Ρωσία, τα οποία επηρέασαν, αν και σε διαφορετικό βαθμό, τις περισσότερες βιομηχανικές χώρες. Παρά το γεγονός ότι η αναζωπύρωση, στις αρχές του 1998, της αναταραχής που είχε εκδηλωθεί από τα μέσα του 1997 στις χώρες της Ανατολικής Ασίας είχε σχετικά σύντομη διάρκεια και οι χρηματοοικονομικές συνθήκες στις χώρες αυτές έδειχναν να σταθεροποιούνται, οι πραγματικές οικονομικές τους συνθήκες δεν βελτιώθηκαν, με αποτέλεσμα να συντηρείται ένα κλίμα αβεβαιότητας στις διεθνείς αγορές, η οποία εντάθηκε με την κρίση στη Ρωσία τον Αύγουστο του 1998. Η χρηματοοικονομική αναταραχή επεκτάθηκε και σε χώρες της Λατινικής Αμερικής, με πιο πρόσφατο παράδειγμα τη Βραζιλία. Η αβεβαιότητα που δημι-

ουργήθηκε είχε σημαντικές επιπτώσεις στις αγορές συναλλάγματος και κεφαλαίου στις βιομηχανικές χώρες, ενώ η κάμψη του διεθνούς εμπορίου, λόγω της εξασθένησης των οικονομικών των χωρών στις οποίες εκδηλώθηκε αναταραχή, εκτιμάται ότι έχει επιβραδύνει το ρυθμό ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας. Σημειώνεται σχετικά ότι ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ επιβραδύνθηκε, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ, σε 2% το 1998 από 4% το 1997 (αν και στην Ευρωπαϊκή Ένωση επιταχύνθηκε ελαφρά σε 2,8% από 2,7% το 1997).

Ωστόσο, η στροφή που σημειώθηκε στη ροή κεφαλαίων από τις χώρες όπου εκδηλώθηκε αναταραχή προς χώρες με ασφαλέστερα, κατά την κρίση των επενδυτών, νομίσματα, όπως οι ΗΠΑ και ορισμένες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οδήγησε σε σημαντική μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων και σε άνοδο των τιμών των μετοχών στις χώρες αυτές, παρά τη διορθωτική μείωση των τιμών στο τέλος Αυγούστου και το Σεπτέμβριο από τα υψηλά επίπεδα στα οποία είχαν ανέλθει τον Ιούλιο του 1998. Η διατήρηση υψηλών τιμών των χρηματιστηριακών τίτλων στις ΗΠΑ και την Ευρώπη και η πιθανότητα νέας προς τα κάτω διόρθωσης με αρνητικές συνέπειες για την πραγματική οικονομία συντηρούν κάποια νευρικότητα στις αγορές αυτές.

Οι παραπάνω εξελίξεις στις χρηματοοικονομικές αγορές δεν επηρέασαν αρνητικά τη διαδικασία της ευρωπαϊκής νομισματικής ενοποίησης, η οποία προχώρησε όπως είχε σχεδιαστεί και ολοκληρώθηκε με τον καθορισμό, στο τέλος του 1998, των αμετάκλητα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του ευρώ έναντι των νομισμάτων των 11 χωρών που συμμετέχουν στη νομισματική ένωση. Πράγματι, η σύγκλιση των βραχυπρόθεσμων διατραπεζικών επιτοκίων έγινε με ομαλό τρόπο και σε χαμηλό επίπεδο, αντανακλώντας το χαμηλό πληθωρισμό

στη ζώνη του ευρώ και τον αυξημένο βαθμό σταθερότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων των χωρών αυτών πριν από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου.

Κατά το 1998, η νομισματική πολιτική στις χώρες που επιλέχθηκαν για συμμετοχή στη νομισματική ένωση προσανατολίστηκε προοδευτικά στην ανάγκη σύγκλισης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Ειδικότερα, οι χώρες της Νότιας Ευρώπης και η Ιρλανδία, που είχαν σχετικώς υψηλότερα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, τα μείωσαν σταδιακά, με σκοπό να συγκλίνουν προς το επίπεδο επιτοκίων των λοιπών κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Η διαδικασία αυτή διευκολύνθηκε από το γεγονός ότι ο πληθωρισμός και η νομισματική επέκταση είχαν διαμορφωθεί σε χαμηλά επίπεδα στα επιμέρους κράτη-μέλη, ενώ επικρατούσε συναλλαγματική σταθερότητα στα πλαίσια του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, ιδιαίτερα μετά την ανακοίνωση, το Μάιο του 1998, των διμερών ισοτιμιών που επρόκειτο να χρησιμοποιηθούν για τον προσδιορισμό των αμετάκλητα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών έναντι του ευρώ. Η διαδικασία σύγκλισης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων ολοκληρώθηκε το Δεκέμβριο του 1998, οπότε οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των 11 χωρών που συμμετέχουν στη νομισματική ένωση προχώρησαν σε συντονισμένη μείωση των επιτοκίων τους. Η εξέλιξη αυτή προετοίμασε το έδαφος για την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, ώστε να προσδιορίσει, αμέσως μετά την έναρξη της νομισματικής ένωσης, το επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης στο 3%, το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης στο 4,5% και το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων στο 2%.

Σύγκλιση επιτεύχθηκε και στα μακροπρόθεσμα επιτόκια. Οι αποδόσεις των 10ετών ομολόγων στις χώρες της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν από 5,5% το Δεκέμβριο του 1997 σε επίπεδο κατά τι

χαμηλότερο από 4% το Δεκέμβριο του 1998, που οφείλεται και αυτό στη βαθμιαία εξάλειψη των κινδύνων που συνδέονται με την αστάθεια των τιμών και των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Αυτή η ζώνη σταθερότητας, πέρα από τη δημιουργία ευνοϊκών συνθηκών για οικονομική ανάπτυξη, συμβάλλει και στον ουσιαστικό περιορισμό των επιπτώσεων από εξωτερικές χρηματοοικονομικές διαταραχές, όπως π.χ. συνέβη με τις χρηματοοικονομικές διαταραχές που προαναφέρθηκαν, οι οποίες επηρέασαν τις οικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ λιγότερο από ό,τι στο σύνολο των χωρών του ΟΟΣΑ.

Το 1998 ο πληθωρισμός στην Ευρωπαϊκή Ένωση, μετρούμενος με βάση τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή, μειώθηκε σε 1,3% (έναντι 1,7% το 1997). Στην ικανοποιητική αυτή εξέλιξη συνέβαλαν εξωτερικοί παράγοντες που συνέτειναν σε μείωση των τιμών των εισαγομένων, και μάλιστα του πετρελαίου και των λοιπών πρώτων υλών, η οποία συνδέεται με την επιβράδυνση της παγκόσμιας ζήτησης. Επίσης, στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στην Ευρωπαϊκή Ένωση συνέβαλε η συγκρατημένη αύξηση των μισθών, σε συνδυασμό με την άνοδο της παραγωγικότητας, η οποία οδήγησε σε χαμηλό ρυθμό άνοδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (0,6%). Η σταθερότητα των τιμών διατηρήθηκε και στις ΗΠΑ (0,8%), παρά την ταχεία άνοδο του ΑΕΠ (οι πρόσφατες εκτιμήσεις την τοποθετούν στο 3,9%) και την πτώση της ανεργίας σε πολύ χαμηλά επίπεδα (κάτω από 4,5%), ενώ στην Ιαπωνία οι τιμές καταναλωτή σημείωναν πτώση κατά το μεγαλύτερο μέρος του 1998.

Κατά το 1998, στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης<sup>4</sup> σημειώθηκε μείωση του λόγου του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ, κατά 0,8 της εκατοστιαίας μονάδας, στο 1,5%.

---

<sup>4</sup> Στοιχεία Eurostat: Ανακοίνωση 8ης Μαρτίου 1998.

Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με την άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας και τη μείωση των επιτοκίων. Πολλά όμως από τα μέτρα που είχαν ληφθεί μέσα στο 1997 είχαν προσωρινή επίδραση και έπαυσαν να αποδίδουν κατά το 1998 (π.χ. η εφάπαξ πληρωμή – ίση με 0,5% του ΑΕΠ – από τη γαλλική δημόσια επιχείρηση τηλεπικοινωνιών προς την κεντρική κυβέρνηση και ο “ευρωφόρος” που επέβαλε η Ιταλία). Μετά την ουσιαστική μείωση των ελλειμμάτων το 1996 και το 1997, οι προσπάθειες για δημοσιονομική εξυγίανση φαίνεται ότι χαλάρωσαν στα κράτη-μέλη τα οποία επιλέχθηκαν για συμμετοχή στη νομισματική ένωση, όπως τουλάχιστον προκύπτει από τη χειροτέρευση του συνολικού διαρθρωτικού ελλείμματος καθώς και του πρωτογενούς πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ που παρατηρήθηκε κατά το 1998. Πράγματι ο λόγος του πρωτογενούς πλεονάσματος της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ στις χώρες της ζώνης του ευρώ μειώθηκε το 1998, κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας, στο 2,4%. Ο λόγος του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης σημείωσε πτώση κατά δύο περίπου εκατοστιαίες μονάδες στο 69,5%. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται εν μέρει στην πτώση των επιτοκίων, αλλά και σε μέτρα, όπως οι ιδιωτικοποιήσεις, που δεν αντανakλώνται σε αντίστοιχη μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Πάντως, ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ παραμένει σε υψηλό επίπεδο στην Ευρωπαϊκή Ένωση, με αποτέλεσμα να δυσχεραίνεται η άσκηση ενεργού δημοσιονομικής πολιτικής.

---

### 1.3 Συναλλαγματική ισοτιμία

Παρά τις πιέσεις που δέχθηκε η δραχμή πριν από την ένταξή της στον ΜΣΙ στις 16 Μαρτίου 1998, η συναλλαγματική ισοτιμία της έναντι του ECU παρέμεινε περίπου σταθερή εκείνη την περίοδο. Η σταθερότητα της ισοτιμίας της δραχμής δια-

σφαλίστηκε με τη διατήρηση των επιτοκίων σε σχετικά υψηλά επίπεδα, που αντανakλούσαν σε σημαντικό βαθμό την ύπαρξη υψηλού ασφαλιστικού κινδύνου, εξαιτίας των προσδοκιών που είχαν διαμορφωθεί στην περίοδο αυτή για υποτίμηση της δραχμής και συνδέονταν με την αναζωπύρωση της νομισματικής κρίσης στη Νοτιοανατολική Ασία και το ενδεχόμενο ένταξης της δραχμής στον ΜΣΙ το Μάιο του 1998.

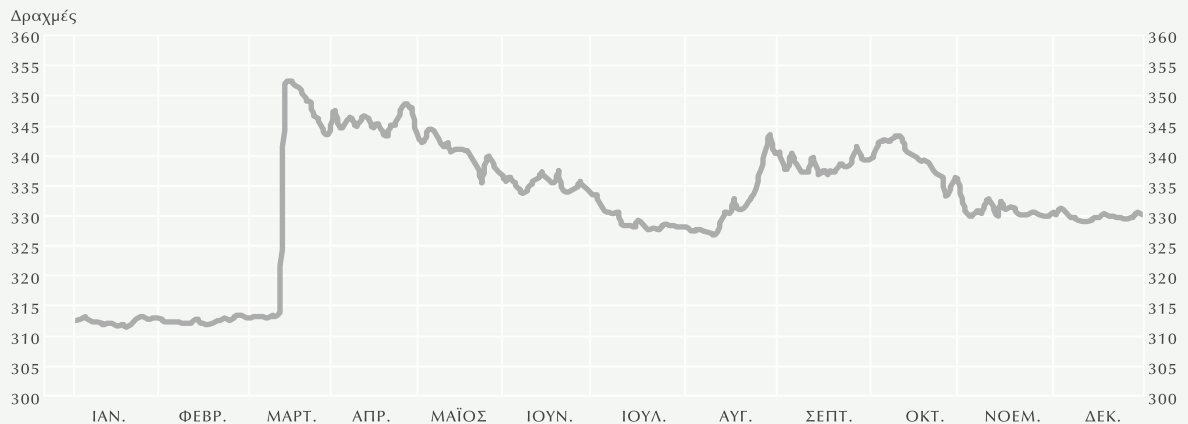
Μετά την ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ και την υποτίμησή της κατά 12,3%, σημειώθηκαν σημαντικές εισροές κεφαλαίων. Η Τράπεζα της Ελλάδος εφάρμοσε πολιτική βαθμιαίας και περιορισμένης μείωσης των επιτοκίων της, ώστε να μην αλλοιώνεται ο αντιπληθωριστικός χαρακτήρας της νομισματικής πολιτικής. Οι εισροές κεφαλαίων, σε συνδυασμό με την αυστηρή νομισματική πολιτική σχετικά υψηλών επιτοκίων και μη παρεμβάσεων στην αγορά συναλλάγματος που γενικά ακολούθησε η Τράπεζα στην περίοδο μετά την ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ, είχαν ως αποτέλεσμα τη βαθμιαία ανατίμηση της δραχμής έναντι της κεντρικής της ισοτιμίας ως προς το ECU, ανατίμηση η οποία στα μέσα Αυγούστου διαμορφώθηκε στο 8,1%.

Ως συνέπεια όμως της νομισματικής κρίσης στη Ρωσία και της αναταραχής που επακολούθησε στις διεθνείς αγορές, παρατηρήθηκαν εκροές κεφαλαίων, με αποτέλεσμα η ανατίμηση της δραχμής σε σχέση με την κεντρική της ισοτιμία ως προς το ECU να περιοριστεί περίπου στο 4% προς το τέλος Αυγούστου. Προκειμένου να αποφευχθούν μεγάλες διακυμάνσεις στην ισοτιμία της δραχμής, η Τράπεζα της Ελλάδος προέβη για λίγες ημέρες σε σχετικά μεγάλης έκτασης παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος, σηματοδοτώντας έτσι την αμετάβλητη αντιπληθωριστική κατεύθυνση της πολιτικής της. Ταυτόχρονα, η Τράπεζα αποκατέστησε τη ρευστότητα των τραπεζών μέσω πράξεων ανταλλαγής δολαρίου-

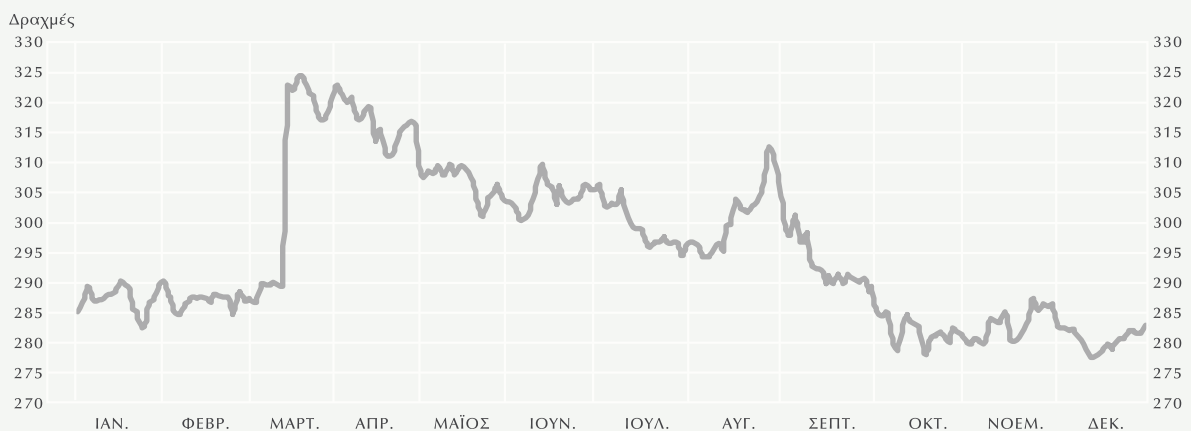


Διάγραμμα 2

Συναλλαγματική ισοτιμία δραχμής/ECU (1998)  
(Ημερήσια στοιχεία)



Συναλλαγματική ισοτιμία δραχμής/δολαρίου ΗΠΑ (1998)  
(Ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

δραχμής, για να αποτρέψει αύξηση των επιτοκίων, ενώ το Δημόσιο χρησιμοποίησε τα αυξημένα διαθέσιμά του και αγόρασε ομολογιακούς τίτλους στη δευτερογενή αγορά για να περιοριστεί η πτώση των τιμών τους και επομένως η άνοδος των αποδόσεών τους. Οι συνθήκες στην αγορά συναλλάγματος εξομαλύνθηκαν σχετικά γρήγορα. Στις αρχές Σεπτεμβρίου αντιστράφηκαν οι ροές κεφαλαίων και η Τράπεζα της Ελλάδος αγόρασε σημαντικά ποσά συναλλάγματος, προκειμένου να αποφευχθεί η έντονη ανατίμηση της δραχμής.

Στην περίοδο Σεπτεμβρίου-Οκτωβρίου, η ανατίμηση της δραχμής σε σχέση με την κεντρική της ισοτιμία ως προς το ECU κυμάνθηκε στο 4-6%. Από τις αρχές Νοεμβρίου όμως, οι μειώσεις των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων από ορισμένες ευρωπαϊκές κεντρικές τράπεζες και η συντονισμένη μείωση, στις 3 Δεκεμβρίου, των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στο 3% στις χώρες της ζώνης του ευρώ (εκτός της Ιταλίας), ώστε αυτά να συγκλίνουν με τα αντίστοιχα γερμανικά επιτόκια, συνέβαλαν στην ενίσχυση της ζήτησης ελλη-

Διάγραμμα 3

Εκατοστιαία απόκλιση της δραχμής από την κεντρική της ισοτιμία έναντι του ECU (1998)  
(Ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

νικών τίτλων από μη κατοίκους Ελλάδος και την εισροή σημαντικών κεφαλαίων από το εξωτερικό. Από το Νοέμβριο του 1998 και μέχρι το τέλος Δεκεμβρίου η ανατίμηση της δραχμής κυμάνθηκε στο 7-8,5%, ενώ η Τράπεζα της Ελλάδος προέβη σε σημαντικές παρεμβάσεις προκειμένου να περιορίσει τις έντονες ανατιμητικές πιέσεις.

#### 1.4 Επιτόκια

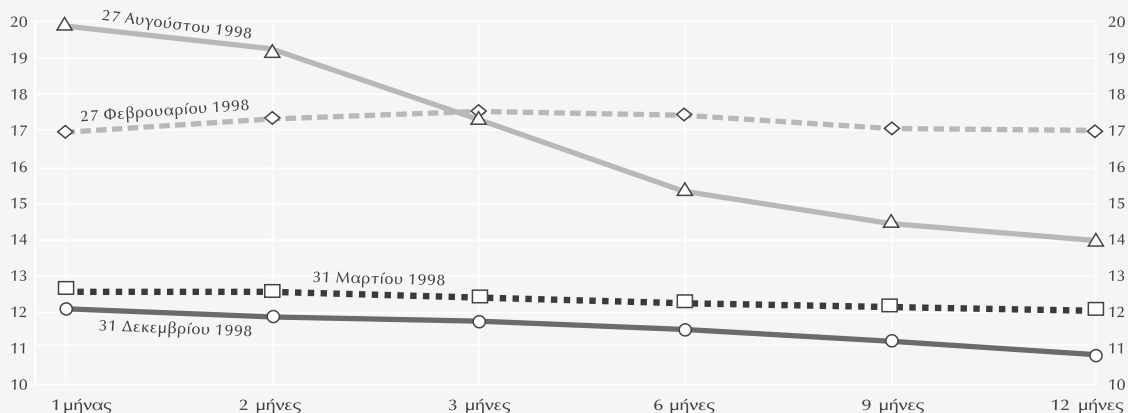
Από την αρχή του 1998 και μέχρι τα μέσα Μαρτίου, τα επιτόκια παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα, λόγω των πιέσεων στη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής, οι οποίες δεν επέτρεπαν την ομαλοποίηση των συνθηκών στην αγορά χρήματος. Μετά όμως την είσοδο της δραχμής στον ΜΣΙ, παρατηρήθηκε μείωση των επιτοκίων, αν και όχι στην ίδια έκταση για όλες τις διάρκειες. Ιδιαίτερα σημαντική ήταν η μείωση των διατραπεζικών επιτοκίων, η οποία έφθασε τις 3-5 εκατοστιαίες μονάδες για τις διάρκειες μέχρι και 3 μήνες. Στο διάστημα από τον Απρίλιο μέχρι τα μέσα Αυγούστου, τα διατραπεζικά επιτόκια παρέμειναν περίπου σταθερά με μικρές αυξομειώσεις. Η νομισματική κρίση στη Ρωσία στο τέλος Αυγούστου 1998 οδήγησε προσωρινά σε μεγάλη αύξηση των

επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς, ιδιαίτερα στις διάρκειες μέχρι και 2 μήνες, όπου η αύξηση έφθασε τις 6-7 εκατοστιαίες μονάδες, ενώ για τις μεγαλύτερες διάρκειες η αύξηση περιορίστηκε στις 2 εκατοστιαίες μονάδες περίπου. Με την εξομάλυνση των συνθηκών στην αγορά συναλλάγματος και την αποκατάσταση της ρευστότητας, τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά υποχώρησαν βαθμιαία και στις αρχές Νοεμβρίου ήταν χαμηλότερα κατά 0,5-0,7 της εκατοστιαίας μονάδας από ό,τι πριν από την κρίση στη Ρωσία, επίπεδο στο οποίο περίπου διατηρήθηκαν μέχρι το τέλος του 1998.

Η εξέλιξη των διατραπεζικών επιτοκίων συνδέεται άμεσα με την πολιτική των επιτοκίων που ακολούθησε η Τράπεζα της Ελλάδος. Η πολιτική αυτή συνίστατο στη σταδιακή αλλά συγκρατημένη μείωση του βασικού επιτοκίου παρέμβασης στη διατραπεζική αγορά για απορρόφηση ρευστότητας, ώστε να διασφαλίζεται ο αντιπληθωριστικός χαρακτήρας της νομισματικής πολιτικής μετά την προσωρινή επιτάχυνση του πληθωρισμού λόγω της υποτίμησης της δραχμής το Μάρτιο. Συγκεκριμένα, το βασικό επιτόκιο παρέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά για αποδοχή καταθέσεων

Διάγραμμα 4

Καμπύλες αποδόσεων στη διατραπεζική αγορά Αθηνών (Athibor) το 1998

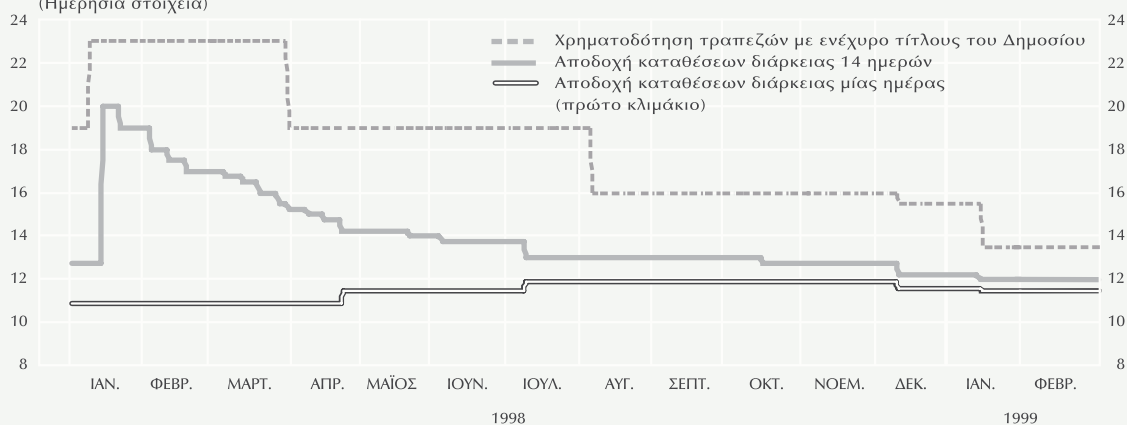


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα 5

Επιτόκια της Τράπεζας της Ελλάδος (Ιανουάριος 1998 - Φεβρουάριος 1999)

(Ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

διάρκειας 14 ημερών μειώθηκε σταδιακά σε 12,75% στα μέσα Οκτωβρίου, από 16,75% πριν από την υποτίμηση. Εξ άλλου, λόγω της επιτάχυνσης του πληθωρισμού μετά την υποτίμηση και προκειμένου να διαμορφωθεί περισσότερο ορθολογική σχέση μεταξύ των βασικών επιτοκίων παρέμβασης στη διατραπεζική αγορά, η Τράπεζα προχώρησε σε σταδιακή αύξηση του επιτοκίου αποδοχής καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας κατά μία εκατοστιαία μονάδα συνολικά (από 10,9% στα μέσα Απριλίου 1998 σε 11,9% στις αρχές Ιουλίου 1998).

Τα βασικά επιτόκια παρέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος μειώθηκαν περαιτέρω το Δεκέμβριο του 1998 και τον Ιανουάριο του 1999. Ειδικότερα, το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων 14 ημερών μειώθηκε συνολικά κατά 0,75 της εκατοστιαίας μονάδας σε 12% (βλ. Πίνακα II). Για την προσαρμογή αυτή των επιτοκίων της Τράπεζας της Ελλάδος ελήφθησαν υπόψη η υποχώρηση του πυρήνα του πληθωρισμού κατά 0,6 της εκατοστιαίας μονάδας στο δίμηνο Νοεμβρίου-Δεκεμβρίου του 1998, η εκτιμώμενη μελλοντική εξέλιξη του πληθωρισμού, καθώς και

## Πίνακας II

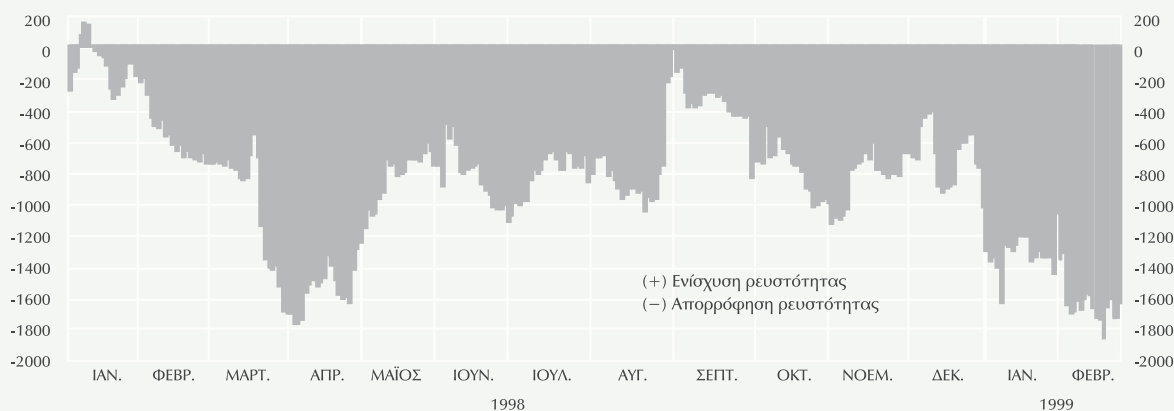
### Προσαρμογές βασικών επιτοκίων της Τράπεζας της Ελλάδος

Ημερομηνία αλλαγής επιτοκίων	Αποδοχή καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας		Αποδοχή καταθέσεων διάρκειας 14 ημερών	Χρηματοδότηση με ενέχυρο τίτλους Ελληνικού Δημοσίου (lombard)	Ανοίγματα τρεχούμενων λογαριασμών
	Πρώτο κλιμάκιο	Δεύτερο κλιμάκιο			
5 Αυγ. 1998	11,90	9,75	13,00	16,00	22,00
14 Οκτ. 1998	11,90	9,75	12,75	16,00	22,00
10 Δεκ. 1998	11,60	9,75	12,25	15,50	22,00
14 Ιαν. 1999	11,50	9,75	12,00	13,50	20,00

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα 6

Παρεμβάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά (Ιανουάριος 1998-Φεβρουάριος 1999)  
(Ημερήσια υπόλοιπα σε δισεκ. δρχ.)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

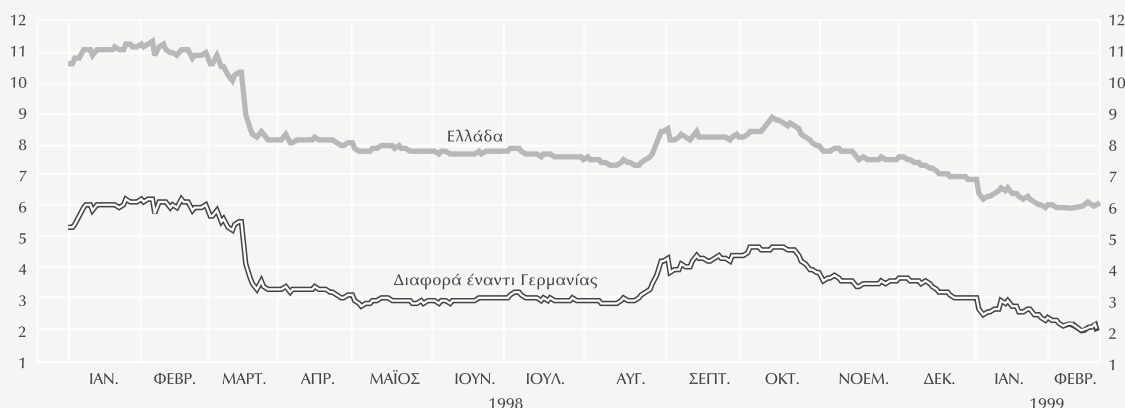
οι συνθήκες που διαμορφώθηκαν στην αγορά συναλλάγματος μετά τη συντονισμένη, όπως προαναφέρθηκε, μείωση των επιτοκίων παρέμβασης κεντρικών τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις αρχές Δεκεμβρίου 1998.

Η εξέλιξη των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά επηρέασε την πορεία των τραπεζικών επιτοκίων και των αποδόσεων των τίτλων του Δημοσίου. Συνολικά, παρά τις διακυμάνσεις τους, τα επιτόκια καταθέσεων υποχώρησαν, μετά την ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ, από τα σχετικά υψηλά επίπεδα στα οποία είχαν βρεθεί τους δύο πρώτους μήνες του 1998. Το μέσο επιτόκιο των καταθέσεων μειώθηκε μέσα στο 1998 κατά μία περίπου εκατοστιαία μονάδα, αν και η μείωση

στα επιτόκια των καταθέσεων προθεσμίας μικρής διάρκειας ήταν πολύ μεγαλύτερη. Παρόμοια ήταν και η εξέλιξη των επιτοκίων χορηγήσεων. Ειδικότερα, οι τράπεζες προχώρησαν σε σημαντική μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων περί τα τέλη Νοεμβρίου και στα μέσα Δεκεμβρίου του 1998. Συγκεκριμένα, τα βασικά επιτόκια των πέντε μεγαλύτερων εμπορικών τραπεζών για κεφάλαια κίνησης και στεγαστικά δάνεια μειώθηκαν κατά 1-1,5 εκατοστιαία μονάδα στην περίοδο αυτή, ενώ μεγαλύτερη ήταν η μείωση στα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων (βλ. Πίνακα III). Η μεγαλύτερη προσαρμογή των επιτοκίων χορηγήσεων των εμπορικών τραπεζών από ό,τι η μείωση των επιτοκίων της Τράπεζας της Ελλάδος στην ίδια περίοδο συνδέεται με τον εντεινόμενο

Διάγραμμα 7

Απόδοση δεκαετών ομολόγων του Δημοσίου (Ιανουάριος 1998 - Φεβρουάριος 1999)  
(Ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

### Πίνακας III

Επιτόκια χορηγήσεων των πέντε μεγαλύτερων εμπορικών τραπεζών

	Τέλος Δεκ. 98	Πριν από την τελευταία μείωση <sup>1</sup>
1. Βασικό επιτόκιο για κεφάλαιο κίνησης	13,75 - 15,50	15,25 - 16,75
2. Στεγαστικά δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου	13,00 - 15,75	14,00 - 16,75
3. Καταναλωτικά δάνεια		
- με πιστωτικές κάρτες	18,00 - 24,00	21,50 - 26,00
- με δικαιολογητικά	15,50 - 19,00	16,00 - 20,25

<sup>1</sup> Τα επιτόκια αυτά ίσχυαν γενικά μέχρι τα μέσα Δεκεμβρίου 1998. Η προηγούμενη μείωση είχε γίνει το Μάρτιο του 1998.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

τραπεζικό ανταγωνισμό αλλά και με εκτιμήσεις των τραπεζών ότι η Τράπεζα της Ελλάδος θα προχωρούσε σύντομα σε περαιτέρω μείωση των επιτοκίων παρέμβασης. Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι ορισμένες τράπεζες δεν είχαν μεταβάλει τα βασικά επιτόκια δανεισμού από το Μάρτιο του 1998. Το μέσο επιτόκιο των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών χορηγήσεων μειώθηκε μέσα στο 1998 κατά 1,5 εκατοστιαία μονάδα και έφθασε στο 17,6% στο τέλος του έτους. Η παραπάνω εξέλιξη των επιτοκίων χορηγήσεων και καταθέσεων το 1998 είχε ως αποτέλεσμα να μει-

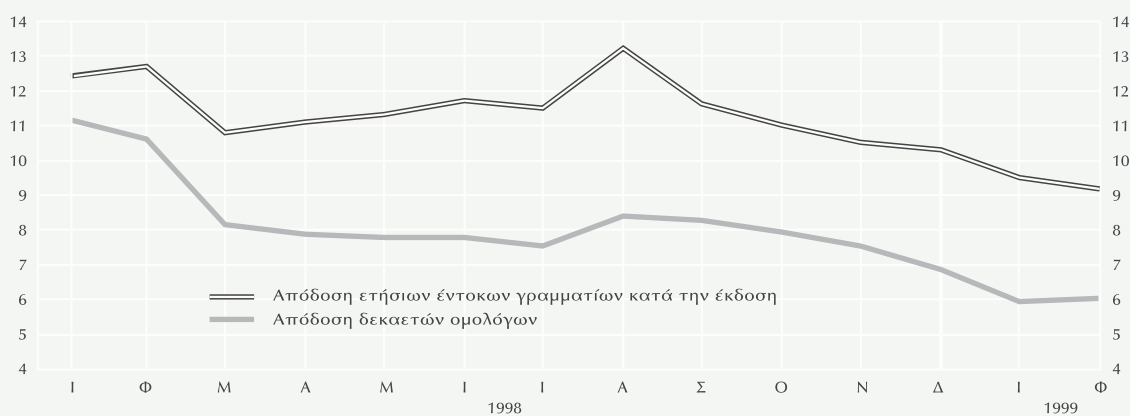
ωθεί η μεταξύ τους διαφορά κατά μισή περίπου εκατοστιαία μονάδα κατά τη διάρκεια του έτους.

Οι αποδόσεις των ομολόγων 10ετούς διάρκειας, που αποτελεί και το “επιτόκιο αναφοράς” του σχετικού κριτηρίου σύγκλισης, ακολούθησαν πτωτική πορεία μετά την ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ, με εξαίρεση και πάλι την περίοδο της κρίσης στη Ρωσία. Η υποχώρησή τους σε 6,9% στο τέλος του 1998, από τα σχετικά υψηλά επίπεδα στα οποία βρισκόταν στο τέλος του προηγούμενου έτους και τους πρώτους μήνες του 1998 (γύρω στο 11%), αντανακλά κυρίως τη θετική αξιολόγηση από τις αγορές της πορείας σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας. Το αποτέλεσμα ήταν η διαφορά αποδόσεων μεταξύ των ελληνικών 10ετών ομολόγων και των αντίστοιχων γερμανικών να περιοριστεί σε περίπου 3 εκατοστιαίες μονάδες στο τέλος του 1998, από περίπου 6 εκατοστιαίες μονάδες στις αρχές του έτους.

Θα πρέπει πάντως να επισημανθεί ότι η μείωση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ ελληνικών και γερμανικών ομολόγων είναι μικρότερη από την πτώση της απόδοσης των ελληνικών ομολόγων. Τούτο συνέβη διότι στην ίδια περίοδο μειώθηκαν οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων

Διάγραμμα 8

Αποδόσεις ετήσιων έντοκων γραμματίων και δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (Ιανουάριος 1998 - Φεβρουάριος 1999)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος. Στοιχεία στο τέλος του μηνός.

και στη Γερμανία αλλά και σε άλλες βιομηχανικές χώρες, εξαιτίας της σημαντικής στροφής των διεθνών ροών κεφαλαίου από τις αναδυόμενες αγορές προς τις αγορές των βιομηχανικών χωρών (“φυγή προς την ασφάλεια”), που παρατηρήθηκε μετά την κρίση στη Ρωσία, αλλά και λόγω εσωτερικών παραγόντων, όπως ήταν η περαιτέρω πτώση του πληθωρισμού και ο περιορισμός των κινδύνων για τη νομισματική σταθερότητα στις βιομηχανικές χώρες.

Η απόδοση των ετήσιων έντοκων γραμματίων του Δημοσίου ακολούθησε τη γενικότερη τάση των επιτοκίων, έχοντας επηρεαστεί από την ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ και την κρίση στη Ρωσία. Παρέμεινε όμως σε υψηλότερα επίπεδα από τις αποδόσεις των ομολόγων, με αποτέλεσμα η καμπύλη αποδόσεων των τίτλων του Δημοσίου να έχει καθοδική κλίση, ενδεικτική των προσδοκιών της αγοράς για περαιτέρω μείωση του πληθωρισμού (βλ. Διάγραμμα 8). Σημειώνεται πάντως ότι η καμπύλη αποδόσεων βρισκόταν στο τέλος του 1998 σε χαμηλότερο επίπεδο και η καθοδική της κλίση ήταν εντονότερη σε σχέση με τη θέση και κλίση της τόσο στο τέλος Ιουλίου του 1998 όσο και στην περίοδο πριν από την υποτίμηση της δραχμής. Η εξέλι-

ξη αυτή συμβαδίζει με την πτωτική τάση που παρουσίασε ο πυρήνας του πληθωρισμού από τον Ιούλιο και μετά και αντανακλά τις συνεχώς βελτιούμενες εκτιμήσεις των αγορών για τη συμμετοχή της χώρας στη ζώνη του ευρώ.

### 1.5 Νομισματικά μεγέθη

Ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης του χρήματος με την ευρεία έννοια, M3, που περιλαμβάνει τα κέρματα και τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία, τις ιδιωτικές καταθέσεις σε δραχμές, τα γeros και τα τραπεζικά ομόλογα, σημείωσε σημαντική επιβράδυνση τον Ιανουάριο του 1998 και σε όλη σχεδόν τη διάρκεια του 1998 κινήθηκε κάτω από τα όρια της πρόβλεψης για το έτος αυτό (6-9%). Τους τελευταίους δύο μήνες του έτους ο ρυθμός αυτός επιταχύνθηκε και διαμορφώθηκε σε 8,9% το Δεκέμβριο του 1998, σε σύγκριση με 9,6% το Δεκέμβριο του 1997 (βλ. Πίνακα IV).

Η διαμόρφωση χαμηλών ρυθμών αύξησης του M3 μέσα στο 1998 οφείλεται σε αυξημένες τοποθετήσεις του ιδιωτικού μη τραπεζικού τομέα σε άλλα ρευστά περιουσιακά στοιχεία, που δεν περιλαμβάνονται στο M3, όπως παράγωγα χρη-

## Πίνακας IV

### Εξέλιξη νομισματικών μεγεθών

(Μεταβολές σε δισεκ. δρχ. και εκατοστιαία μεταβολή υπολοίπων)

	Έτη		
	1996	1997	1998*
<b>1. M0 (Νομισματική κυκλοφορία)</b>	<b>78</b> <b>(4,2%)</b>	<b>241</b> <b>(12,4%)</b>	<b>107</b> <b>(4,9%)</b>
2. Καταθέσεις ιδιωτών	2.065 (13,9%)	1.560 (9,2%)	156 (0,8%)
2.1 Όψεως	321	214	464
2.2 Ταμειωτηρίου και προθεσμίας	1.744	1.346	-308
<b>3. M1 (= M0 + καταθέσεις όψεως ιδιωτών)</b>	<b>399</b> <b>(12,7%)</b>	<b>455</b> <b>(12,8%)</b>	<b>571</b> <b>(14,3%)</b>
4. Πωλήσεις χρεογράφων σε ιδιώτες με συμφωνία επαναγοράς (repos)	-7	-47	1.547
5. Τραπεζικά ομόλογα	-511	67	40
<b>6. M3 (= 1+2+4+5)</b>	<b>1.625</b> <b>(9,3%)</b>	<b>1.821</b> <b>(9,6%)</b>	<b>1.850</b> <b>(8,9%)</b>
7. Τοποθετήσεις ιδιωτών σε τίτλους Ελληνικού Δημοσίου διάρκειας έως και ένα έτος	1.122	-2.224	-955
<b>8. M4 (= 6+7)</b>	<b>2.747</b> <b>(12,0%)</b>	<b>-403</b> <b>(-1,6%)</b>	<b>895</b> <b>(3,5%)</b>
9. Συνολικές τοποθετήσεις ιδιωτών σε τίτλους Ελληνικού Δημοσίου	3.113	650	160
<b>Ευρύτερος δείκτης ρευστότητας M4N<sup>1</sup></b>	<b>3.797</b> <b>(15,3%)</b>	<b>2.234</b> <b>(7,8%)</b>	<b>3.111</b> <b>(10,1%)</b>

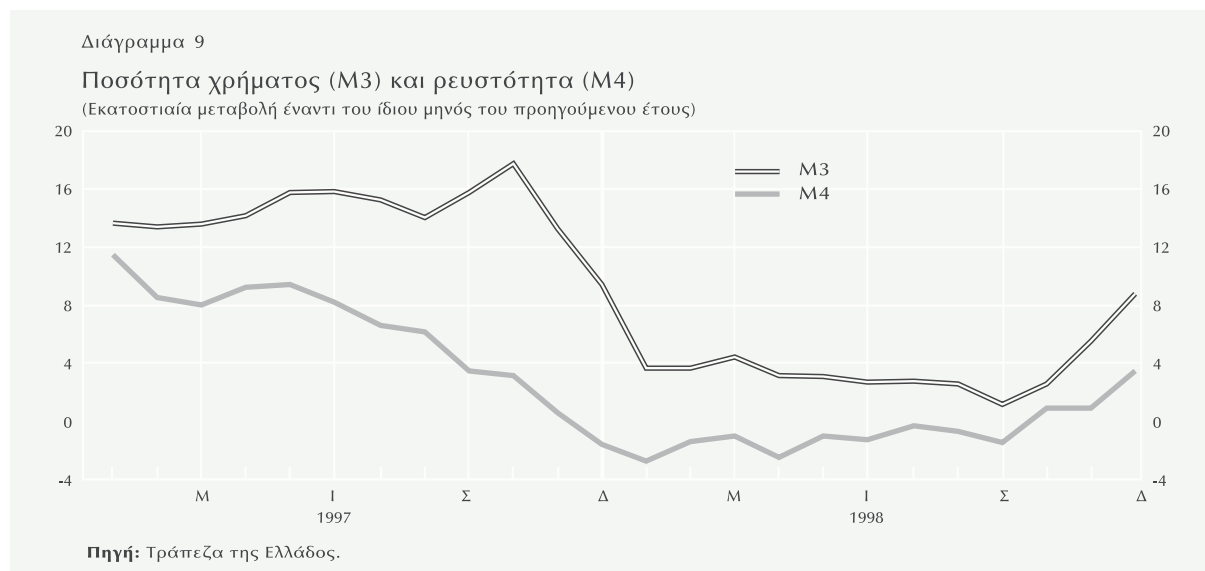
1 Περιλαμβάνει το M4, τις καταθέσεις κατοίκων σε συνάλλαγμα και τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων (ΑΚΔΔ). Ο υπολογισμός του μεγέθους αυτού γίνεται μετά την ενοποίηση του τραπεζικού τομέα και των ΑΚΔΔ, που μαζί αποτελούν το νομισματικό χρηματοδοτικό τομέα της οικονομίας.

\* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

ματοοικονομικά προϊόντα μικρής κυρίως διάρκειας, τίτλους του Δημοσίου με διάρκεια μεγαλύτερη του έτους και καταθέσεις σε συνάλλαγμα. Σημαντική ήταν η αύξηση των σύνθετων πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων (synthetic swaps) που διενεργούνται κυρίως από θεσμικούς επενδυτές. Πάντως, κατά τους τρεις τελευταίους μήνες του 1998 οι τοποθετήσεις των θεσμικών επενδυτών σε synthetic swaps παρουσίασαν μείωση λόγω της σημαντικής στροφής προς τοποθετήσεις κυρίως σε repos, ύστερα από την κατάργηση της φορολόγησης των αποδόσεων

τους από το Σεπτέμβριο του 1998, αλλά και σε μετοχικούς τίτλους. Σημαντική επίσης αύξηση παρατηρήθηκε το 1998 και στις καταθέσεις των κατοίκων σε συνάλλαγμα σε πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα. Η αύξηση όμως αυτή αντανακλά σε μεγάλο βαθμό τις αυξημένες τοποθετήσεις σε σύνθετες πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων, δεδομένου ότι, μετά τον Αύγουστο 1997, που επιτράπηκε στους κατοίκους να τηρούν λογαριασμούς καταθέσεων σε συνάλλαγμα σε πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα, αυτές οι σύνθετες πρά-



ξεις διενεργούνται πλέον μέσω αυτών των καταθέσεων, ενώ κατά το παρελθόν διενεργούντο μέσω καταθέσεων σε συνάλλαγμα σε τράπεζες του εξωτερικού. Δηλαδή, η αύξηση των καταθέσεων των κατοίκων σε συνάλλαγμα ήταν κατά κύριο λόγο αποτέλεσμα υποκατάστασης, που προέρχεται από την αλλαγή στον τρόπο διενέργειας των synthetic swaps.

Λόγω ακριβώς αυτών των μεταβολών στη σύνθεση των ρευστών περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα, ακριβέστερη πληροφόρηση για τη νομισματική επέκταση και τη μεταβολή της ρευστότητας της οικονομίας παρέχεται από νομισματικά μεγέθη με ευρύτερη κάλυψη από ό,τι το M3. Το διευρυμένο νομισματικό μέγεθος (M3N), το οποίο, πέραν του M3, περιλαμβάνει τις καταθέσεις κατοίκων σε συνάλλαγμα και τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων<sup>5</sup> και επομένως δεν επηρεάζεται από τις μετατοπίσεις κεφαλαίων από καταθέσεις σε δραχμές σε καταθέσεις σε συνάλλαγμα και σε τίτλους αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων, κινήθηκε στο 1998 με ρυθμούς υψηλότερους από αυτούς του M3 αλλά επιβραδυνόμενος. Θα πρέπει πάντως να σημειωθεί ότι η εξέλιξη και αυτού του μεγέθους έχει επηρεαστεί

από τη μετατόπιση κεφαλαίων από και προς τίτλους του Δημοσίου, με αποτέλεσμα η σχέση του με το ΑΕΠ να παρουσιάζει σημαντική αστάθεια και κατά συνέπεια να μη προσφέρεται ως αξιόπιστος δείκτης των νομισματικών συνθηκών.

Αντίθετα, ο δείκτης ρευστότητας M4N, που προκύπτει αν στο M3N προστεθούν και οι τοποθετήσεις των ιδιωτών σε τίτλους του Δημοσίου με διάρκεια μέχρι και ένα έτος, και ο οποίος επομένως αντανακλά καλύτερα την εξέλιξη της ρευστότητας στην οικονομία, καθώς δεν επηρεάζεται από την υποκατάσταση μεταξύ έντοκων γραμματίων του Δημοσίου και στοιχείων του M3N στα χαρτοφυλάκια των ιδιωτών, παρουσίασε γενικά ομαλότερη εξέλιξη σε σχέση με το M3N. Ο δωδεκάμησος ρυθμός μεταβολής του M4N διαμορφώθηκε σε 10,1% το Δεκέμβριο του 1998 από 7,8% το Δεκέμβριο του 1997 και 15,3% το Δεκέμβριο του 1996, ενώ σε μέσα ετήσια επίπεδα ο ρυθμός μεταβολής

<sup>5</sup> Θα πρέπει να σημειωθεί ότι το M3N δεν περιλαμβάνει τις καταθέσεις, τα γeros και τα τραπεζικά ομόλογα που διακρατούν τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων (ΑΚΔΔ), όπως και τα μερίδια των ΑΚΔΔ που διακρατούν οι τράπεζες, στοιχεία τα οποία συμψηφίζονται κατά τη διαδικασία της ενοποίησης των λογιστικών καταστάσεων του πιστωτικού συστήματος και των ΑΚΔΔ.



επιβραδύνθηκε σε 10% το 1998 από 11,8% το 1997. Η διαμόρφωση του δωδεκάμηνου ρυθμού του M4N σε επίπεδα χαμηλότερα από ό,τι του M3N το 1998, όπως άλλωστε και το 1997, συνδέεται με την πολιτική επιμήκυνσης της μέσης διάρκειας του δημόσιου χρέους που ακολουθήθηκε από την κυβέρνηση. Η πολιτική αυτή περιελάμβανε περιορισμένη έκδοση έντοκων γραμματίων και κάλυψη των δανειακών αναγκών του Δημοσίου με προσφορά ομολογιακών τίτλων κυρίως σταθερού επιτοκίου και διάρκειας από 2 μέχρι και 15 έτη. Στο πλαίσιο αυτό, οι τοποθετήσεις των ιδιωτών σε έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου στη διάρκεια του 1998 υπολείποντο κατά περίπου 930 δισεκ. δρχ. των αντίστοιχων εξοφλήσεων, ενώ οι καθαρές τοποθετήσεις τους σε ομόλογα ανήλθαν σε περίπου 1.090 δισεκ. δραχμές.

---

## 1.6 Πιστωτική επέκταση

Η συνολική πιστωτική επέκταση διαμορφώθηκε στο 9,8% στο τέλος του 1998, έναντι ορίου πρόβλεψης 4-6%. Ο αντίστοιχος ρυθμός στο τέλος του 1997 ήταν 9,7%. Η πιστωτική επέκταση προς το δημόσιο τομέα<sup>6</sup> σημείωσε, όπως προαναφέρθηκε, μικρή επιτάχυνση το 1998, ενώ η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα παρέμεινε περίπου στο επίπεδο του προηγούμενου έτους.

Πρέπει πάντως να σημειωθεί ότι η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα και, επομένως, η συνολική πιστωτική επέκταση έχουν επηρεαστεί από την υποτίμηση της δραχμής, που αύξησε τα υπόλοιπα των δανείων σε συνάλλαγμα όπως αυτά αποτιμώνται σε δραχμές. Χωρίς την επίδραση των συναλλαγματικών διαφορών, η συνολική πιστωτική επέκταση διαμορφώθηκε σε 9,1% το 1998, δηλαδή παρουσίασε επιβράδυνση έναντι του 1997 και ήταν ελαφρώς μεγαλύτερη από την αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ.

Αναλυτικότερα, η πιστωτική επέκταση προς το δημόσιο τομέα αυξήθηκε ελαφρά σε σύγκριση με το 1997 (1998: 7,3%, 1997: 7,1%), παρά το ότι οι δανειακές ανάγκες του δημόσιου τομέα σε ταμειακή βάση ήταν το 1998 μικρότερες από ό,τι το 1997 (1998: 1.910 δισεκ. δρχ., 1997: 2.142 δισεκ. δραχμές). Συγκεκριμένα, η μείωση των δανειακών αναγκών του δημόσιου τομέα το 1998 προήλθε από τη μείωση των δανειακών αναγκών της κεντρικής κυβέρνησης (1998: 2.410 δισεκ. δρχ., 1997: 2.620 δισεκ. δραχμές). Παράλληλα, και το χρηματοδοτικό πλεόνασμα των ΔΕΚΟ ήταν το 1998 ελαφρά υψηλότερο από ό,τι το 1997 (1998: 500 δισεκ. δρχ., 1997: 478 δισεκ. δραχμές). Η μείωση του ελλείμματος της κεντρικής κυβέρνησης το 1998 αντανάκλασε τη σημαντική αύξηση του πρωτογενούς πλεονάσματος, ενώ οι δαπάνες για πληρωμές τόκων ήταν λίγο υψηλότερες από ό,τι το 1997. Σημειώνεται ότι το έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης σε δημοσιονομική βάση παρουσίασε το 1998 επίσης μείωση κατά 393 δισεκ. δρχ. σε σχέση με το 1997 και διαμορφώθηκε στο 5,9% του ΑΕΠ (1997: 7,6%), ενώ η βελτίωση του ελλείμματος σε ταμειακή βάση ήταν μικρότερη (210 δισεκ. δρχ.), καθώς αυτό επηρεάστηκε αυξητικά από την παράταση του δημοσιονομικού έτους και τη μεταφορά τόκων από το προηγούμενο έτος (βλ. Πίνακα V).

Η μικρή επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς το δημόσιο τομέα, παρά τη βελτίωση του ελλείμματός του, οφείλεται στη μεταβολή του τρόπου χρηματοδότησής του. Συγκεκριμένα, η διακράτηση τίτλων του Δημοσίου από τον εγχώριο ιδιωτικό μη τραπεζικό τομέα αυξήθηκε κατά 160 δισεκ. δρχ. το 1998 (έναντι 650 δισεκ. δρχ. το 1997) και έτσι συνέβαλε μόνο κατά 7% στη χρηματοδότηση του ελλείμματος της

---

<sup>6</sup> Στην οποία περιλαμβάνεται και η χρηματοδότηση προς μη κατοίκους για αγορά τίτλων του Δημοσίου.

## Πίνακας V

### Χρηματοδοτικό έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης

(Δισεκ. δρχ.)

	Ετήσια στοιχεία			
	Ταμειακή βάση		Δημοσιονομική βάση	
	1997	1998*	1997	1998*
<b>I. Κρατικός προϋπολογισμός<sup>1</sup></b>	<b>2.595</b>	<b>2.330</b>	<b>2.505</b>	<b>2.112</b>
1. Πρωτογενές πλεόνασμα <sup>1</sup> (-) (από το οποίο, παράταση προηγούμενου έτους)	-458 (-120)	-817 (-59)	-711 -	-1.158 -
2. Τόκοι (Μεταφορά τόκων προηγούμενου έτους)	3.053 <sup>2</sup> (77)	3.147 <sup>2</sup> (205)	3.216 -	3.270 -
<b>II. ΔΙΔΑΓΕΠ</b>	<b>25</b>	<b>80</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Κεντρική κυβέρνηση (I+II)</b>	<b>2.620</b>	<b>2.410</b>	<b>2.505</b>	<b>2.112</b>

1 Περιλαμβάνονται και τα ποσά για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου δημόσιων επιχειρήσεων.

2 Περιλαμβάνονται και οι κεφαλαιοποιηθέντες τόκοι.

\* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών και Τράπεζα της Ελλάδος.

## Πίνακας VI

### Χρηματοδότηση ελλείμματος δημόσιου τομέα<sup>1</sup> (PSBR)

(Δισεκ. δρχ.)

	Ετήσια στοιχεία		
	1996	1997	1998*
1. Τράπεζα της Ελλάδος	-10	227	158
2. Λοιπά πιστωτικά ιδρύματα	-90	125	-305
3. Ιδιωτικός τομέας	3.113	650	160
4. Εξωτερικός τομέας	293	1.140	1.897
<b>Σύνολο</b>	<b>3.306</b>	<b>2.142</b>	<b>1.910</b>

1 Περιλαμβάνονται η γενική κυβέρνηση και οι δημόσιες επιχειρήσεις.  
Έλλειμμα (+)/πλεόνασμα (-).

\* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

κεντρικής κυβέρνησης, έναντι 25% το 1997, 80% το 1996 και 68% το 1995 (βλ. Πίνακα VI). Η σημαντική αυτή μεταβολή στον τρόπο χρηματοδότησης του ελλείμματος της κεντρικής κυβέρνησης είχε σημαντικές συνέπειες για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, επειδή μεγάλο μέρος του ελλείμματος χρηματοδοτήθηκε από μη κατοίκους, δηλαδή με τρόπο ο οποίος, σε αντίθεση με τη χρηματοδότηση από τον

εγχώριο ιδιωτικό μη τραπεζικό τομέα, συνέβαλε στη δημιουργία ρευστότητας στην οικονομία. Σημειώνεται ότι οι αγορές τίτλων του Δημοσίου από μη κατοίκους χρηματοδοτούνται σε μεγάλο βαθμό από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, είτε με τη χορήγηση δανείων είτε μέσω swaps, και επομένως από πλευράς νομισματικών επιδράσεων δεν διαφοροποιούνται ουσιαστικά από την απευθείας χρηματοδότηση του Δημοσίου από το τραπεζικό σύστημα.

Η διακράτηση τίτλων του Δημοσίου από μη κατοίκους διαμορφώθηκε γενικά σε υψηλά επίπεδα μετά την είσοδο της δραχμής στον ΜΣΙ, με εξαίρεση την περίοδο της νομισματικής αναταραχής του Αυγούστου 1998, όταν, όπως προαναφέρθηκε, παρατηρήθηκαν σημαντικές ρευστοποιήσεις τίτλων. Η υποχώρηση του πληθωρισμού στους τελευταίους μήνες του 1998 (και τον Ιανουάριο 1999) και η αναμενόμενη περαιτέρω μείωσή του στους επόμενους μήνες βελτίωσαν τις προοπτικές σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας. Όπως συνέβη και με άλλες ευρωπαϊκές χώρες πριν από την ένταξή τους στη

## Πίνακας VII

### Μεταβολές συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης ιδιωτικού τομέα κατά κλάδους

	Υπόλοιπα 31.12.98* (δισεκ. δρχ.)	Μεταβολές υπολοίπων			
		1997		1998 <sup>1</sup>	
		δισεκ. δρχ.	%	δισεκ. δρχ.	%
<b>Ιδιωτικός τομέας</b>	<b>12.836</b>	<b>1.477</b>	<b>15,3</b>	<b>1.690</b>	<b>15,2</b>
Σε δραχμές	9.723	1.053	14,3	1.315	15,6
Σε συνάλλαγμα	3.113	424	18,3	375	13,7
Βιομηχανία & μεταλλεία	2.600	97	4,1	140	5,7
Βιοτεχνία	810	67	10,2	84	11,6
Εμπόριο	2.785	427	22,6	468	20,2
Οικισμός	2.320	370	23,8	396	20,6
Καταναλωτική πίστη	1.010	158	27,5	278	38,0
Λοιπά	3.311	358	13,6	324	10,8

1 Χωρίς τις συναλλαγματικές διαφορές, η συνολική πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα διαμορφώνεται σε 1.470 δισεκ. δρχ. ή 13,2% και η πιστωτική επέκταση σε συνάλλαγμα σε 155 δισεκ. δρχ. ή 5,7%.

\* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

ζώνη του ευρώ, αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη μεγαλύτερη προτίμηση των επενδυτών για ελληνικούς τίτλους, δεδομένου ότι, με την αναμενόμενη σύγκλιση των ελληνικών επιτοκίων προς τα ευρωπαϊκά, οι επενδύσεις αυτές προσφέρουν σημαντικές ευκαιρίες για υψηλές συνολικές αποδόσεις (συμπεριλαμβανομένων των κεφαλαιακών κερδών). Κατ' ακολουθίαν, η ιδιαίτερα αυξημένη ζήτηση των τίτλων αυτών από κατοίκους και μη κατοίκους, η οποία παρατηρήθηκε κατά τους δύο τελευταίους μήνες του 1998 και τους πρώτους μήνες του 1999, οδήγησε σε μεγάλη μείωση των αποδόσεών τους. Συγκεκριμένα, η απόδοση του 10ετούς ομολόγου, που, όπως προαναφέρθηκε, αποτελεί και το επιτόκιο αναφοράς για το σχετικό κριτήριο σύγκλισης, μειώθηκε από 7,6% στα μέσα Νοεμβρίου 1998 σε 5,9% στα μέσα Μαρτίου 1999, με αποτέλεσμα η διαφορά από την απόδοση του αντίστοιχου γερμανικού ομολόγου να υποχωρήσει κάτω από τις δύο εκατοστιαίες μονάδες.

Όπως προαναφέρθηκε, η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα διαμορφώθηκε το 1998 στο επίπεδο του προηγούμενου έτους

(1998: 15,2%, 1997: 15,3%). Θα πρέπει όμως να σημειωθεί ότι η πιστωτική επέκταση το 1998 έχει επηρεαστεί ανοδικά από την υποτίμηση της δραχμής κατά την ένταξή της στον ΜΣΙ, που οδήγησε σε αύξηση των υπολοίπων των δανείων σε συνάλλαγμα, όπως αυτά αποτιμώνται σε δραχμές. Χωρίς τις συναλλαγματικές διαφορές, ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα μειώνεται στο 13,2% το 1998. Επομένως, η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα σημείωσε επιβράδυνση το 1998, δεδομένου ότι οι συναλλαγματικές διαφορές δεν συνιστούν νέα δάνεια και παροχή πρόσθετης ρευστότητας στην οικονομία.

Η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα, διορθωμένη για τις συναλλαγματικές διαφορές που ήταν ιδιαίτερα σημαντικές τους πρώτους μήνες μετά την υποτίμηση της δραχμής, παρουσίασε σημαντική επιβράδυνση στο οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 1998 και ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα μειώθηκε σταδιακά στο 12,5%. Ωστόσο, τους τελευταίους τρεις μήνες του 1998 παρατηρήθηκε μικρή επιτάχυν-

ση, με αποτέλεσμα η πιστωτική επέκταση να διαμορφωθεί στο τέλος του έτους στο 13,2%, όπως προαναφέρθηκε. Η διατήρηση της πιστωτικής επέκτασης σε σχετικώς υψηλά επίπεδα συνδέεται με τη σημαντική αύξηση της δραστηριότητας σε πολλούς τομείς της οικονομίας, αλλά έχει επίσης επηρεαστεί από τη σχετικά πρόσφατη απελευθέρωση της χρηματοδότησης της κατανάλωσης και την αύξηση του ανταγωνισμού στον τραπεζικό τομέα, ιδιαίτερα στους τομείς της στεγαστικής και καταναλωτικής πίστης.

Η υποκατάσταση δανείων σε συνάλλαγμα με δάνεια σε δραχμές, που παρατηρήθηκε από τα μέσα του 1997, συνεχίστηκε και στους πρώτους τέσσερις μήνες του 1998. Μετά όμως την ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ και τη σταθεροποίηση των προσδοκιών σχετικά με την εξέλιξη της συναλλαγματικής της ισοτιμίας, παρατηρήθηκε ανάκαμψη της ζήτησης δανείων σε συνάλλαγμα και το υπόλοιπό τους άρχισε να αυξάνεται από το Μάιο και μετά, αν και μέχρι τον Ιούλιο βρισκόταν σε επίπεδο χαμηλότερο από ό,τι στο τέλος του 1997. Σε ολόκληρο το 1998 το υπόλοιπο των δανείων σε συνάλλαγμα αυξήθηκε κατά 13,7%, έναντι 18,3% το 1997, ή, χωρίς συναλλαγματικές διαφορές, κατά 5,7% έναντι 14%. Αντίθετα, ο ρυθμός αύξησης του υπολοίπου των δανείων σε δραχμές παρουσίασε μικρή επιτάχυνση το 1998 και διαμορφώθηκε στο 15,6%, έναντι 14,3% το 1997 (βλ. Πίνακα VII).

Από την ανάλυση των δανείων κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας προκύπτει ότι η πιστωτική επέκταση προς τη βιομηχανία, τη βιοτεχνία και τη γεωργία κυμάνθηκε γενικά σε χαμηλά επίπεδα όπως και το 1997. Αντίθετα, με υψηλούς αλλά επιβραδυνόμενους ρυθμούς αυξήθηκαν οι πιστώσεις προς το εμπόριο και τον οικισμό, ενώ σημαντική επιτάχυνση παρα-

τηρήθηκε στη χρηματοδότηση των καταναλωτών.

Ειδικότερα, τα καταναλωτικά δάνεια αυξήθηκαν κατά 38% το 1998, έναντι 27,5% το 1997. Με ιδιαίτερα υψηλό και επιταχυνόμενο ρυθμό αυξήθηκαν τα δάνεια έναντι δικαιολογητικών (1998: 52,8%, 1997: 13,1%), το προϊόν των οποίων χρησιμοποιείται για την αγορά διαρκών καταναλωτικών αγαθών, όπως αυτοκινήτων και οικιακών συσκευών. Επιτάχυνση παρατηρήθηκε και στην κατηγορία των δανείων μέσω πιστωτικών καρτών (1998: 33,5%, 1997: 24,2%), ενώ ο ρυθμός αύξησης των προσωπικών δανείων επιβραδύνθηκε σημαντικά (1998: 29,9%, 1997: 48,8%). Η επιτάχυνση που παρατηρήθηκε στο ρυθμό αύξησης των δανείων έναντι δικαιολογητικών συνδέεται με τη μεγάλη αύξηση στις πωλήσεις διαρκών καταναλωτικών αγαθών, ιδίως αυτοκινήτων, μετά την υποτίμηση της δραχμής το Μάρτιο του 1998 και την προσπάθεια των καταναλωτών να προλάβουν την αύξηση των τιμών των αγαθών αυτών, που κατά κύριο λόγο είναι εισαγόμενα.

Το υπόλοιπο των καταναλωτικών δανείων, που διαμορφώθηκε σε 1.010 δισεκ. δρχ. στο τέλος του 1998, αντιπροσωπεύει πλέον το 7,9% των τραπεζικών δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα ή το 2,8% του ΑΕΠ. Τα δύο αυτά ποσοστά ευρίσκονται γενικά σε χαμηλότερα επίπεδα, συγκρινόμενα με τα αντίστοιχα ποσοστά σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο ταχύς, όμως, ρυθμός αύξησης των καταναλωτικών δανείων, μολοντί αντανάκλα σε σημαντικό βαθμό προσαρμογή της χρηματοδότησης των καταναλωτών μετά την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, επιβάλλει την προσεκτική παρακολούθησή τους. Ο λόγος είναι ότι, πρώτον, τα δάνεια αυτά ενισχύουν άμεσα την κατανάλωση, ιδιαίτερα για προϊόντα των οποίων η ζήτηση είναι ελαστική ως προς τις τιμές, και άρα μπο-

ρούν να δυσχεράνουν την αποδυνάμωση των πληθωριστικών πιέσεων και, δεύτερον, ότι η εξυπηρέτηση των δανείων αυτών επηρεάζεται έντονα από τις κυκλικές διακυμάνσεις και, κατά συνέπεια, η ταχεία αύξησή τους είναι δυνατόν να οδηγήσει στη συγκέντρωση υψηλών κινδύνων για το τραπεζικό σύστημα.

Στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων της ως εποπτικής αρχής, η Τράπεζα της Ελλάδος ανακοίνωσε πρόσφατα (Ιανουάριος 1999) απόφασή της που θέτει σε νέα βάση το σχηματισμό προβλέψεων από τις τράπεζες έναντι των επισφαλών τους απαιτήσεων. Οι ρυθμίσεις αυτές αποσκοπούν στη βελτίωση της ποιότητας και στην ταχύτερη εξυγίανση του χαρτοφυλακίου των δανειοδοτήσεων των τραπεζών. Ταυτόχρονα, συνιστάται στις τράπεζες να επιδεικνύουν ιδιαίτερη προσοχή κατά την εξέταση των αιτήσεων για τη χορήγηση δανείων. Με τη δημιουργία επαρκών προβλέψεων και την πληρέστερη αξιολόγηση των δανειοληπτών μειώνεται σημαντικά η συγκέντρωση υψηλών κινδύνων στις τράπεζες, που μπορεί να έχει αρνητικές συνέπειες για τη λειτουργία όχι μόνο των ίδιων των τραπεζών αλλά και ολόκληρου του τραπεζικού συστήματος. Έμμεσα όμως αναμένεται να επηρεαστεί και η πιστωτική επέκταση των τραπεζών, δεδομένου ότι με τις ρυθμίσεις αυτές η χορήγηση δανείων με σχετικά υψηλούς πιστωτικούς κινδύνους έχει επιπτώσεις στην κερδοφορία τους. Μακροπρόθεσμα, όμως, θα ενισχυθεί η κερδοφορία των τραπεζών, καθώς θα ενθαρρυνθούν να περιορίσουν τα δάνεια με υψηλό κίνδυνο.

---

## 1.7 Πληθωρισμός

Κατά το τελευταίο τρίμηνο του 1998, ο πληθωρισμός υποχώρησε με ταχύ ρυθμό, μετά την άνοδο που είχε σημειώσει λόγω της υπο-

τίμησης στο διάστημα Μαρτίου-Σεπτεμβρίου.<sup>7</sup> Συγκεκριμένα, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ), από 5,2% το Σεπτέμβριο, επιβραδύνθηκε σταδιακά σε 3,9% το Δεκέμβριο – δηλαδή διαμορφώθηκε στο τέλος του 1998 σε επίπεδο χαμηλότερο κατά 1,4 εκατοστιαία μονάδα από το μέγιστο του έτους (Μάιος: 5,3%) και κατά 0,8 της εκατοστιαίας μονάδας από εκείνο του Δεκεμβρίου του 1997 (4,7%). Ανάλογη επιβράδυνση σημειώθηκε και στο μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής του ΔΤΚ, από 5,5% το 1997 σε 4,8% το 1998. Επίσης, αισθητή και σταθερή ήταν κατά το τελευταίο τρίμηνο του 1998 η υποχώρηση του “πυρήνα” του πληθωρισμού (όπως μετρείται με βάση την εξέλιξη του ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα – βλ. Διάγραμμα 1 στη σελ. 12), από 5,7% το Σεπτέμβριο σε 4,9% το Δεκέμβριο (έναντι 6,1% τον Ιούλιο του 1998 – που ήταν το μέγιστο επίπεδο του έτους – και 5,1% το Δεκέμβριο του 1997).<sup>8</sup> Εξάλλου, η απόκλιση του ρυθμού πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδος και της ζώνης του ευρώ (ΕΕ-11), η οποία είχε αυξηθεί στη διάρκεια του 1998 λόγω της υποτίμησης, φθάνοντας τις 4,0 εκατοστιαίες μονάδες το Σεπτέμβριο, περιορίστηκε στις 2,9 εκατοστιαίες μονάδες το Δεκέμβριο του 1998 (περίπου όσο και το Δεκέμβριο του 1997), με βάση τους Εναρμονισμένους Δείκτες Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) (βλ. Διάγραμμα 10 και Πλαίσιο 1).

Η εξέλιξη του πληθωρισμού στη διάρκεια του προηγούμενου έτους επηρεάστηκε από την υποτίμηση της δραχμής κατά την ένταξή της στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

---

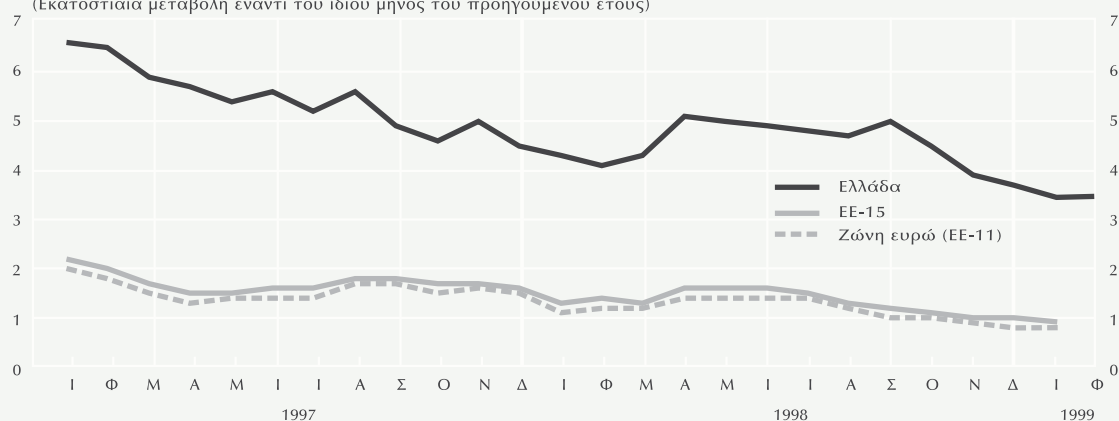
<sup>7</sup> Η εξέλιξη του πληθωρισμού κατά τους πρώτους δέκα μήνες του 1998 περιγράφηκε στην *Ενδιάμεση Έκθεση* για τη νομισματική πολιτική (Νοέμβριος 1998).

<sup>8</sup> Ο μέσος ετήσιος ρυθμός του “πυρήνα” του πληθωρισμού υποχώρησε από 6% το 1997 σε 5,3% το 1998.

Διάγραμμα 10

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδος και Ευρωπαϊκής Ένωσης  
(Ιανουάριος 1997 - Φεβρουάριος 1999)

(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγή: ΕΣΥΕ και EUROSTAT.

το Μάρτιο του 1998. Η υποτίμηση επέδρασε αυξητικά όχι μόνο στις τιμές των εισαγόμενων προϊόντων και – μέσω αυτών – στις τιμές των εγχώρια παραγόμενων αγαθών και υπηρεσιών, αλλά και στα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων. Όμως, η αυξητική αυτή επίδραση, που εκτιμάται συνολικά σε περίπου 2 εκατοστιαίες μονάδες, υπεραντισταθμίστηκε από την επίδραση άλλων παραγόντων και κυρίως την ανατίμηση της δραχμής κατά τους μήνες μετά την ένταξή της στον ΜΣΙ, την αυστηρή νομισματική πολιτική, τη σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, καθώς και την περαιτέρω μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστού του ΑΕΠ. Άλλοι παράγοντες που συνετέλεσαν στην αντιστάθμιση της πληθωριστικής επίδρασης της υποτίμησης ήταν η ευνοϊκή εξέλιξη ορισμένων εξωγενών παραγόντων,<sup>9</sup> τα ειδικά κυβερνητικά μέτρα κατά τους τελευταίους πέντε μήνες του έτους<sup>10</sup> και η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της ιδιωτικής καταναλωτικής ζήτησης.

Όσον αφορά τα κυβερνητικά μέτρα, αξίζει

να σημειωθεί ότι οι “συμφωνίες κυρίων”, η μείωση της φορολογίας στα αυτοκίνητα και η συγκράτηση των τιμολογίων των ΔΕΚΟ συνέβαλαν στην υποχώρηση του πληθωριστικού “πυρήνα”,<sup>11</sup> ενώ η μείωση της φορολογίας στα καύσιμα (σε συνδυασμό με τη μείωση των δραχμικών τιμών τους προ φόρων, λόγω της πτώσης των διεθνών τιμών και της ανατίμησης της δραχμής έναντι του δολαρίου)

<sup>9</sup> Η μείωση των διεθνών τιμών των καυσίμων και των πρώτων υλών, καθώς και η κάμψη των τιμών των νωπών οπωροκηπευτικών κατά τους θερινούς μήνες.

<sup>10</sup> Η μείωση της έμμεσης φορολογίας στα καύσιμα και στα επιβατικά αυτοκίνητα ιδιωτικής χρήσεως, καθώς και η προώθηση “συμφωνιών κυρίων” με τις επιχειρήσεις για τη συγκράτηση ή τη μείωση των τιμών. Στα κυβερνητικά μέτρα πρέπει επίσης να περιληφθούν (α) η πολιτική συγκρατημένων αυξήσεων των τιμολογίων των ΔΕΚΟ, η οποία ασκήθηκε από τις αρχές του 1998 και διευκολύνθηκε από την ευνοϊκή εξέλιξη των παραγόντων κόστους, και (β) η κατεύθυνση για περιορισμένες αυξήσεις των διδάκτρων της ιδιωτικής εκπαίδευσης. Έτσι, στη διάρκεια του 1998 τα τιμολόγια των ΔΕΚΟ αυξήθηκαν κατά 3,4% και τα διδάκτρα κατά 4,0% (έναντι 8,4% και 6,4%, αντίστοιχα, στη διάρκεια του 1997).

<sup>11</sup> Αντίθετα, μικρή επιτάχυνση (από 4,8% το Δεκέμβριο του 1997 σε 5,0% το Δεκέμβριο του 1998) παρουσίασε ένας άλλος δείκτης (ο ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωροκηπευτικά, καύσιμα και ΔΕΚΟ), ο οποίος δεν περιλαμβάνει την επίδραση της ευνοϊκής εξέλιξης των τιμολογίων των ΔΕΚΟ. Ωστόσο, και στην περίπτωση αυτού του δείκτη, η επιβράδυνση του δωδεκάμηνου ρυθμού ήταν σημαντική κατά τους τελευταίους πέντε μήνες του 1998 (από 6,3% τον Ιούλιο σε 5,9% το Σεπτέμβριο και 5,0% το Δεκέμβριο).

## ΠΛΑΙΣΙΟ 1

### Πληθωρισμός στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση

#### Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή: Ελλάδα και ΕΕ

(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους)

Χώρα	Δεκ. 1997	1997	Δεκ. 1998	1998	Ιαν. 1999
Βέλγιο	0,9	1,5	0,7	0,9	1,0
Δανία	1,6	1,9	1,1	1,3	1,2
Γερμανία	1,4	1,5	0,2	0,6	0,2
Ελλάδα	4,5	5,4	3,7	4,5	3,5
Ισπανία	1,9	1,9	1,4	1,8	1,5
Γαλλία	1,2	1,3	0,3	0,7	0,4
Ιρλανδία	1,0	1,2	2,2	2,1	2,1
Ιταλία	1,8	1,9	1,7	2,0	1,5
Λουξεμβούργο	1,5	1,4	0,4	1,0	-1,4
Ολλανδία	2,2	1,9	1,5	1,8	2,1
Αυστρία	1,1	1,2	0,5	0,8	0,3
Πορτογαλία	2,1	1,9	2,8	2,2	2,5
Φιλανδία	1,6	1,2	0,8	1,4	0,5
Σουηδία	2,7	1,8	0,0	1,0	0,0
Ηνωμένο Βασίλειο	1,8	1,8	1,5	1,5	1,6
Ευρωπαϊκή Ένωση	1,6	1,7	1,0	1,3	0,9
Ζώνη ευρώ	1,5	1,6	0,8	1,1	0,8
Μέσος όρος τριών καλύτερων χωρών Ευρωπαϊκής Ένωσης	1,0	1,2	0,2	0,7	-0,4
Μέσος όρος τριών καλύτερων χωρών ζώνης ευρώ	1,0	1,2	0,4	0,7	-0,3

Πηγή: Eurostat.

Όπως φαίνεται στον πίνακα, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής του ΕνΔΤΚ το Δεκέμβριο του 1998 ήταν 3,7% για την Ελλάδα και 0,8% για τη ζώνη του ευρώ. Τον ίδιο μήνα, εξάλλου, ο μέσος όρος του πληθωρισμού στις τρεις χώρες της ΕΕ με την καλύτερη επίδοση στον τομέα της σταθερότητας των τιμών (Σουηδία, Γαλλία, Γερμανία ή Λουξεμβούργο) ήταν 0,2%, ενώ, εάν ληφθούν υπόψη οι τρεις χώρες με την καλύτερη επίδοση μόνο στη ζώνη του ευρώ, ο μέσος όρος ήταν 0,4%.

Υπενθυμίζεται ότι οι εναρμονισμένοι δείκτες καταρτίζονται με ομοιόμορφο τρόπο, ώστε να είναι συγκρίσιμοι μεταξύ τους, και χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της σύγκλισης στον τομέα της σταθερότητας των τιμών. Σύμφωνα με τη Συνθήκη του Μάαστριχτ,

“το κριτήριο της σταθερότητας των τιμών (...) σημαίνει ότι ένα κράτος-μέλος έχει σταθερές επιδόσεις στο θέμα των τιμών και μέσο ρυθμό πληθωρισμού, καταγεγραμμένο επί ένα έτος πριν από τον έλεγχο, που δεν υπερβαίνει εκείνο των τριών, το πολύ, κρατών-μελών με τις καλύτερες επιδόσεις από άποψη σταθερότητας τιμών, περισσότερο από 1,5 εκατοστιαία μονάδα”. Κατά την πρώτη εφαρμογή των διατάξεων της Συνθήκης, όπως αναφέρει το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα στην Έκθεση για τη Σύγκλιση (Μάρτιος 1998, σ. 39), ο ρυθμός πληθωρισμού υπολογίστηκε με βάση την αύξηση του μέσου επιπέδου των ΕνΔΤΚ κατά το τελευταίο διαθέσιμο δωδεκάμηνο σε σύγκριση με το προηγούμενο δωδεκάμηνο, ενώ η έννοια των “τριών, το πολύ, κρατών-μελών με τις καλύτερες επιδόσεις από άποψη σταθερότητας →

→ τιμών” εφαρμόστηκε “με βάση το μη σταθμικό αριθμητικό μέσο του ρυθμού πληθωρισμού των τριών χωρών με τους χαμηλότερους ρυθμούς πληθωρισμού (1,1%, 1,2%, 1,2%), δεδομένου ότι οι εν λόγω ρυθμοί είναι συμβατοί με τη σταθερότητα των τιμών και δεν παρατηρούνται ακραίες εξαιρέσεις”. Εξάλλου, σύμφωνα με το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, “η σταθερότητα των τιμών ορίζεται ως ετήσια αύξηση του ΕνΔΤΚ για τη ζώνη του ευρώ με ρυθμό χαμηλότερο του 2%”. Σύμφωνα με την ΕΚΤ, η σταθερότητα των τιμών πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα. Επίσης, η φράση “με ρυθμό χαμηλότερο του 2%” περιγράφει με σαφήνεια το ανώτατο όριο για το ρυθμό αύξησης του μετρούμενου πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ, το οποίο είναι συνεπές με τη σταθερότητα των τιμών. Ταυτόχρονα, η χρησιμοποίηση της λέξης “αύξηση” στον ορισμό αποτελεί σαφές

μήνυμα ότι ο αποπληθωρισμός, δηλ. η παρατεταμένη πτώση του επιπέδου του ΕνΔΤΚ, δεν κρίνεται συνεπής με τη σταθερότητα των τιμών (βλ. ΕΚΤ, *Μηνιαίο Δελτίο*, Ιανουάριος 1999).

Στο δωδεκάμηνο που έληξε το Δεκέμβριο του 1998, ο μέσος ρυθμός του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) ήταν, όπως φαίνεται στον πίνακα, 4,5% για την Ελλάδα, 1,1% για τη ζώνη του ευρώ και 0,7% κατά μέσο όρο για τις τρεις χώρες με την καλύτερη επίδοση στην ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ (Γαλλία, Γερμανία, Αυστρία). Αυτό σημαίνει ότι, εάν η αξιολόγηση ενός κράτους-μέλους γινόταν εφέτος τον Ιανουάριο, η τιμή αναφοράς θα ήταν 2,2%, εφόσον κρινόταν ότι οι ρυθμοί πληθωρισμού των τριών συγκεκριμένων χωρών (0,7%, 0,7%, 0,8%) είναι “συμβατοί με τη σταθερότητα των τιμών” και δεν αποτελούν “ακραίες εξαιρέσεις”.

οδήγησε σε ακόμη μεγαλύτερη υποχώρηση του πληθωρισμού που μετρείται βάσει του ΔΤΚ.

Αναλυτική αναφορά στους ανωτέρω παράγοντες έγινε στην *Ενδιάμεση Έκθεση*.<sup>12</sup> Στην παρούσα Έκθεση γίνονται ορισμένες συμπληρωματικές παρατηρήσεις που αφορούν ολόκληρο το 1998 και λαμβάνουν υπόψη τις εξελίξεις του τελευταίου τριμήνου του έτους, καθώς και στοιχεία που δεν ήταν διαθέσιμα το Νοέμβριο.

Ειδικότερα, όπως μπορεί κατ’ αρχήν να εκτιμηθεί με βάση την εξέλιξη της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής και των τιμών καταναλωτή και χονδρικής πώλησης μέχρι το Δεκέμβριο του 1998, τα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων, εκτός των εισαγωγικών επιχειρήσεων χονδρικού εμπορίου, αυξήθηκαν κατά μέσο όρο στην περίοδο μετά την υποτίμηση (Απρίλιος-Δεκέμβριος). Ωστόσο, κατά τους τελευταίους μήνες του έτους υπήρξαν ενδείξεις επιβράδυνσης ή ανακοπής της αύξησης των περιθωρίων αυτών,

που ήταν σαφέστερες στην περίπτωση των εξαγωγικών επιχειρήσεων<sup>13</sup> (βλ. Πίνακα VIII και Διάγραμμα 11).

Οι ανωτέρω έμμεσες εκτιμήσεις για τα περιθώρια κέρδους επιβεβαιώνονται από τα ετήσια αποτελέσματα χρήσεως των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Όπως προκύπτει από όσα έχουν δημοσιευθεί μέχρι πρόσφατα, στις περισσότερες περιπτώσεις τα κέρδη αυξήθηκαν αισθητά περισσότερο από τις πωλήσεις το 1998. Επιπλέον, το συμπέρασμα ότι η αύξηση των τιμών με ρυθμό μεγαλύτερο από ό,τι αναμενόταν (με βάση την αύξηση του δραχμικού κόστους των εισαγόμενων εισροών) αντανακλά διεύρυνση των περιθωρίων κέρδους ενισχύεται από την εξέλιξη των άλλων παραγόντων του

<sup>12</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική: Ενδιάμεση Έκθεση 1998*, Νοέμβριος 1998, σελ. 27-41.

<sup>13</sup> Αντίθετα, στην περίπτωση των βιομηχανικών επιχειρήσεων που παράγουν για την εγχώρια αγορά, ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης των τιμών των προϊόντων τους (εκτός καυσίμων) παρέμεινε σχεδόν σταθερός κατά το τελευταίο τρίμηνο του 1998 (Οκτώβριος: 5,1%, Νοέμβριος: 5,1%, Δεκέμβριος: 5,2%).



### Πίνακας VIII

#### Αναμενόμενες και εκτιμώμενες επιπτώσεις της υποτίμησης της δραχμής

(Εκατοστιαίες μονάδες)

	Επιτάχυνση δωδεκάμηνων ρυθμών μεταβολής μεταξύ Φεβρουαρίου 1998 και :											
	Απρ. 1998	Μαΐου 1998	Ιουν. 1998	Ιουλ. 1998	Αυγ. 1998	Σεπτ. 1998	Οκτ. 1998	Νοεμ. 1998	Δεκ. 1998	Μ.Ο. 9μήνου Απρ.-Δεκ. 1998	Ιαν. 1999	Φεβρ. 1999
Ανατίμηση ξένων νομισμάτων (αντίστροφο σταθμισμένης συν/κής ισοτιμίας)	9,0	5,8	3,7	1,7	2,3	4,3	4,7	3,5	2,9	<b>4,2</b>	1,0	0,8
Ανατίμηση ECU (ισοτιμία δρχ./ECU)	9,5	7,0	5,6	3,7	5,0	6,8	7,0	3,9	3,3	<b>5,8</b>	1,0	0,5
Αναμενόμενη <sup>1</sup> επίπτωση ανατίμησης ξένων νομισμάτων:												
– στις τιμές εισαγομένων	9,0	5,8	3,7	1,7	2,3	4,3	4,7	3,5	2,9	<b>4,2</b>	1,0	0,8
– στις τιμές καταναλωτή και στις τιμές των εγχώριων προϊόντων	2,0	1,3	0,8	0,4	0,5	0,9	1,0	0,8	0,6	<b>0,9</b>	0,2	0,2
Εκτιμώμενες <sup>2</sup> επιπτώσεις:												
– ΔTK	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,9	0,4	-0,1	-0,4	<b>0,6</b>	-0,6	-0,6
– ΔTK χωρίς νωπά σπωροκηπευτικά και καύσιμα (“πυρήνας” πληθωρισμού)	1,1	1,3	1,5	1,7	1,6	1,3	1,1	0,9	0,5	<b>1,2</b>	0,2	0,1
– ΔTK χωρίς νωπά σπωροκηπευτικά, καύσιμα και υπηρεσίες ΔΕΚΟ	1,3	1,4	1,7	1,9	1,8	1,5	1,2	1,0	0,6	<b>1,4</b>	0,5	0,4
– Αγαθά ΔTK χωρίς νωπά σπωροκηπευτικά και καύσιμα	1,5	2,0	2,2	2,5	2,3	2,1	1,9	1,6	1,1	<b>1,9</b>	0,8	0,9
.....												
– ΔTX	2,9	2,8	2,0	0,9	0,3	1,7	1,6	1,0	1,1	<b>1,6</b>	...	...
– ΔTX/εγχώρια βιομηχανικά προϊόντα για εσωτερική κατανάλωση	2,4	2,4	1,8	1,4	0,5	0,8	0,1	-0,4	-0,1	<b>1,0</b>	...	...
– ΔTX/εγχώρια βιομηχανικά προϊόντα για εσωτερική κατανάλωση (χωρίς καύσιμα)	1,3	1,7	1,5	1,5	1,2	1,0	0,7	0,7	0,8	<b>1,2</b>	...	...
– ΔTX/εξαγόμενα (βιομηχαν. & πρωτογενή)	5,8	5,1	4,4	2,0	0,5	1,0	-1,0	-1,1	-1,9	<b>1,6</b>	...	...
– ΔTX/εισαγόμενα (βιομηχαν. & πρωτογενή)	4,3	3,9	3,6	3,0	2,8	3,0	2,7	1,9	1,7	<b>3,0</b>	...	...

1 Ο υπολογισμός της αναμενόμενης επίπτωσης έγινε με την υπόθεση σταθερών περιθωρίων κέρδους (και λήφθηκε υπόψη ότι η συμμετοχή των εισαγωγών στη ζήτηση και στην κατανάλωση υπολογίζεται σε 22% περίπου). Επομένως, εάν η εκτιμώμενη επίπτωση είναι μεγαλύτερη (μικρότερη), αυτό συνεπάγεται αύξηση (μείωση) των περιθωρίων κέρδους. Για το δείκτη τιμών εισαγομένων, η αναμενόμενη επιτάχυνση του δωδεκάμηνου ρυθμού μεταβολής υποτέθηκε ίση (100%) με την επιτάχυνση της ανατίμησης των ξένων νομισμάτων έναντι της δραχμής, όπως μετρείται από το δωδεκάμηνο ρυθμό μεταβολής του αντιστρόφου της σταθμισμένης συν/κής ισοτιμίας. Για τους άλλους δείκτες τιμών, η αναμενόμενη επιτάχυνση είναι ίση με το 22% της επιτάχυνσης του δωδεκάμηνου ρυθμού μεταβολής του αντιστρόφου της σταθμισμένης συν/κής ισοτιμίας.

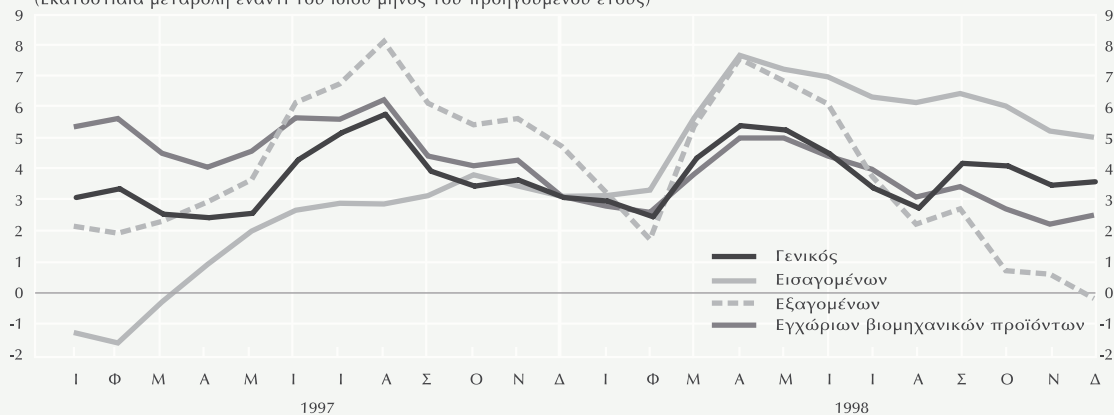
2 Υπενθυμίζεται ότι η επιτάχυνση του δωδεκάμηνου ρυθμού μεταβολής των τιμών μετά την υποτίμηση υποεκτιμά τις επιπτώσεις της υποτίμησης, εφόσον δεν λαμβάνεται υπόψη η πτωτική πορεία που αναμενόνταν να ακολουθήσει ο πληθωρισμός μετά το Φεβρουάριο εάν δεν γινόταν η υποτίμηση.

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Τράπεζας Ελλάδος και ΕΣΥΕ.

Διάγραμμα 11

Δείκτης τιμών χονδρικής πώλησης (Ιανουάριος 1997 - Δεκέμβριος 1998)

(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγή: ΕΣΥΕ.

κόστους: πρώτον, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας επιβραδύνθηκε σημαντικά και ήταν χαμηλότερος από το ρυθμό ανόδου των τιμών και, δεύτερον, το κόστος χρηματοδότησης μειώθηκε. Πράγματι, τα μέσα ετήσια επιτόκια της βραχυπρόθεσμης και της μακροπρόθεσμης τραπεζικής χρηματοδότησης υποχώρησαν ελαφρά το 1998, γεγονός που ισοδυναμεί με μικρή μείωση του ετήσιου κόστους χρηματοδότησης (κατά 1%-2%). Επίσης, ενώ το 1998 οι τιμές των εγχώριων βιομηχανικών προϊόντων για εσωτερική κατανάλωση και οι τιμές των εξαγομένων προϊόντων αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,4%,<sup>14</sup> το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση εκτιμάται ότι αυξήθηκε μόνο κατά 1% περίπου (έναντι 4,4% το 1997).<sup>15</sup> Εξάλλου, τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία δεν διαφοροποιούν αισθητά τις βασικές εκτιμήσεις που παρουσιάστηκαν στην *Ενδιάμεση Έκθεση* για το σύνολο της οικονομίας, όπου οι μέσες αποδοχές αυξήθηκαν σχεδόν κατά 7% το 1998, έναντι 10,5% το 1997, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επιβραδύνθηκε σημαντικά λόγω και της συνεχιζόμενης αύξησης της παραγωγικότητας με υψηλό ρυθμό (βλ. Πίνακα ΙΧ).<sup>16</sup>

Η επίδραση των εξωγενών παραγόντων και των ειδικών κυβερνητικών μέτρων ήταν ευνοϊκή. Ειδικότερα, στην παγκόσμια αγορά οι τιμές των εμπορευμάτων (εκτός καυσίμων και χρυσού) μειώθηκαν, μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 1997 και τέλους Δεκεμβρίου 1998, κατά 16,5% και οι τιμές του αργού πετρελαίου (τύπου Brent) κατά 38,3% (σε δολάρια).<sup>17</sup> Έτσι, η μείωση των δραχμικών τιμών των καυσίμων προ φόρων (λόγω της πτώσης της τιμής του αργού πετρελαίου στην παγκόσμια

<sup>14</sup> Χωρίς καύσιμα, η μέση ετήσια αύξηση ήταν ακόμη μεγαλύτερη (5,4% για τα εγχώρια βιομηχανικά και 5,8% για τα εξαγομένα προϊόντα).

<sup>15</sup> Στο πρώτο εξάμηνο, μάλιστα, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής του ήταν αρνητικός (-0,9%), για πρώτη φορά από το 1973.

<sup>16</sup> Είναι χαρακτηριστικό ότι ο δωδεκάμηνος ρυθμός ανόδου των αποδοχών ήταν το πρώτο εξάμηνο του 1998 χαμηλότερος από ό,τι στην αντίστοιχη περίοδο του 1997 στους περισσότερους από τους κλάδους που καλύπτονται από τις δειγματοληπτικές έρευνες της ΕΣΥΕ. Εξάλλου, όπως προκύπτει από τα ετήσια αποτελέσματα χρήσεως 10 τραπεζών που έχουν ήδη δημοσιευθεί, οι συνολικές δαπάνες προσωπικού αυξήθηκαν κατά 8,1% και οι κατά κεφαλήν δαπάνες κατά 7,3%, δηλαδή περίπου όσο αναμενόταν.

<sup>17</sup> Με βάση τους δείκτες που καταρτίζει το περιοδικό Economist. Εξάλλου, σύμφωνα με δείκτες που δημοσιεύονται στο *Μηνιαίο Δελτίο* (Ιανουάριος 1999) της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), οι τιμές των πρώτων υλών στην παγκόσμια αγορά (σε ECU) μειώθηκαν κατά 30,8% μεταξύ Δεκεμβρίου 1997 και Δεκεμβρίου 1998, ενώ οι τιμές των μη ενεργειακών πρώτων υλών μειώθηκαν κατά 19,5%.

## Πίνακας ΙΧ

### Αποδοχές, παραγωγικότητα και κόστος εργασίας

(Ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)

	1997	1998 (εκτίμ.)	1999 (πρόβλ.)
<b>Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (ονομαστικές):</b>			
– στο σύνολο της οικονομίας	10,5	6,9	3,8
– στο Δημόσιο <sup>1</sup>	13,5	9,3	3,5
– στις δημόσιες επιχειρήσεις	11,0	7,2	5,6
– στις τράπεζες	9,7	7,3	6,0
– στη μεταποίηση <sup>2</sup>	8,9	5,6	5,1
Κατώτατες αποδοχές	8,0	5,4	3,5
<b>Μέσο διαθέσιμο εισόδημα των μισθωτών (ονομαστικό)</b>	<b>10,7</b>	<b>6,3</b>	...
<b>(πραγματικό)</b>	<b>4,9</b>	<b>1,4</b>	...
<b>ΑΕΠ</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>
<b>ΑΕΠ ανά απασχολούμενο (σύνολο οικονομίας)</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>
Παραγωγή ανά ώρα εργασίας στη μεταποίηση	4,4	4,5	4,0
<b>Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος:</b>			
– στο σύνολο της οικονομίας	7,2	4,2	1,7
– στη μεταποίηση	4,4	1,1	1,1

<sup>1</sup> Μέση μισθολογική δαπάνη.

<sup>2</sup> Ωριαίες αποδοχές εργατών.

**Πηγή:** ΥΠΕΘΟ/Διεύθυνση Μακροοικονομικής Ανάλυσης (για το ΑΕΠ και το ΑΕΠ ανά απασχολούμενο), Τράπεζα Ελλάδος (για τα υπόλοιπα ετήσια μεγέθη).

αγορά, σε συνδυασμό με την ανατίμηση της δραχμής έναντι του δολαρίου από το Μάιο και μετά), καθώς και η μείωση του ειδικού φόρου κατανάλωσης (ΕΦΚ) στη βενζίνη<sup>18</sup> και στο πετρέλαιο θέρμανσης,<sup>19</sup> είχαν ως αποτέλεσμα να μειωθούν κατά 15,1% μεταξύ Δεκεμβρίου 1997 και Δεκεμβρίου 1998 οι τιμές των καυσίμων που περιλαμβάνονται στον ΔΤΚ.<sup>20</sup>

Εξάλλου, η μείωση των φόρων κατανάλωσης στα επιβατικά Ι.Χ. αυτοκίνητα (από τα μέσα Νοεμβρίου), σε συνδυασμό με την τιμολογιακή πολιτική που ακολούθησαν στη συνέχεια οι εισαγωγείς, οδήγησε σε μείωση των τιμών των αυτοκινήτων κατά 7,2% στο τελευταίο δίμηνο του έτους,<sup>21</sup> συμβάλλοντας στην περαιτέρω μείωση του πληθωρισμού.

Τέλος, οι “συμφωνίες κυριών” μεταξύ Υπουργείου Ανάπτυξης και βιομηχανικών ή εμπορι-

κών επιχειρήσεων (κυρίως αυτές που ανακοινώθηκαν τον Αύγουστο και στα τέλη Σεπτεμβρίου) προέβλεπαν τη μείωση των τιμών μεγάλου αριθμού καταναλωτικών αγαθών για διάστημα τριών έως έξι μηνών.<sup>22</sup> Οι μειώσεις τιμών που καταγράφηκαν στην αγορά ήταν

<sup>18</sup> Από την τελευταία εβδομάδα του Σεπτεμβρίου.

<sup>19</sup> Από τα μέσα Οκτωβρίου.

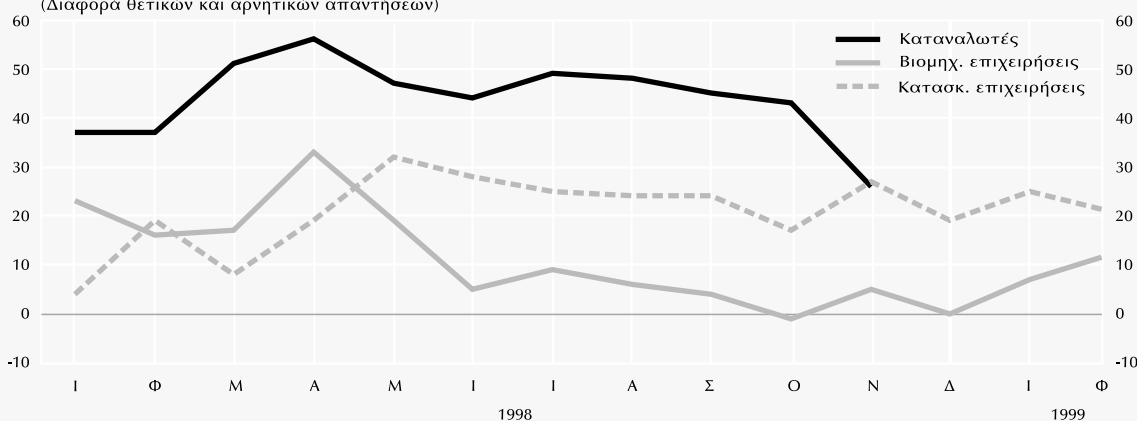
<sup>20</sup> Στο ίδιο διάστημα (Δεκέμβριος 1997-Δεκέμβριος 1998), οι τιμές των καυσίμων που περιλαμβάνονται στον ΔΤΧ μειώθηκαν κατά 16%. Το γεγονός ότι δεν μειώθηκαν περισσότερο οι χονδρικές και οι λιανικές τιμές των καυσίμων υποδηλώνει με σαφήνεια – ακόμη και αν ληφθεί υπόψη η αύξηση άλλων παραγόντων κόστους, όπως του κόστους εργασίας – ότι διευρύνθηκαν τα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων παραγωγής (διύλισης) και εμπορίας πετρελαιοειδών.

<sup>21</sup> Η συνολική μείωση μεταξύ Δεκεμβρίου 1997 και Δεκεμβρίου 1998 ήταν μόνο 2,1%, επειδή είχε προηγηθεί αύξηση των τιμών λόγω της υποτίμησης.

<sup>22</sup> Μεταγενέστερες “συμφωνίες κυριών” (όπως π.χ. αυτή που ανακοινώθηκε στα τέλη Νοεμβρίου 1998) προβλέπουν τη συγκράτηση των τιμών πολλών αγαθών, καθώς και υπηρεσιών, στη διάρκεια του 1999, ενώ το Υπουργείο Ανάπτυξης συνεχίζει τις σχετικές συζητήσεις και με νέες κατηγορίες επιχειρήσεων.

Διάγραμμα 12

Πληθωριστικές προσδοκίες\* καταναλωτών και επιχειρήσεων  
(Ιανουάριος 1998 - Φεβρουάριος 1999)  
(Διαφορά θετικών και αρνητικών απαντήσεων)



\*Οι απαντήσεις των επιχειρήσεων αφορούν την προοπτική ταχύτερης αύξησης των τιμών των προϊόντων τους κατά τους επόμενους 3-4 μήνες. Οι απαντήσεις των καταναλωτών αφορούν την προοπτική αύξησης των τιμών καταναλωτή κατά το επόμενο δωδεκάμηνο. Τα στοιχεία για τους καταναλωτές είναι εποχικώς διορθωμένα.

Πηγή: IOBE και European Commission, *European Economy, Supplement B*.

μικρότερες από τις προβλεπόμενες στις “συμφωνίες”, αλλά οπωσδήποτε συνέβαλαν στην επιβράδυνση του πληθωρισμού στο τέλος του 1998.

Όπως προαναφέρθηκε, όλοι οι παράγοντες με μειωτική επίδραση στη διαμόρφωση του πληθωρισμού υπεραντιστάθμισαν την αυξητική επίπτωση της υποτίμησης στις τιμές, με αποτέλεσμα ο βάσει του ΔTK μετρούμενος πληθωρισμός να επιβραδυνθεί μεταξύ Δεκεμβρίου 1997 και Δεκεμβρίου 1998 κατά 0,8 της εκατοστιαίας μονάδας.

Η ανάλυση που προηγήθηκε δεν πρέπει να οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι η σημαντική επιβράδυνση του πληθωρισμού στους τελευταίους μήνες του 1998 έχει μόνο βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα ή ότι επιτεύχθηκε κυρίως με τα ειδικά κυβερνητικά μέτρα. Πρώτον, όπως είχε προβλεφθεί και στην *Ενδιάμεση Έκθεση*,<sup>23</sup> η μείωση αυτή του πληθωρισμού άμβλυσε αισθητά τις πληθωριστικές προσδο-

κίες των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών<sup>24</sup> (βλ. Διάγραμμα 12) και οδήγησε σε μικρότερη διορθωτική αύξηση, από 1.1.1999, των συμβατικών αποδοχών των εργαζομένων στον ιδιωτικό τομέα (μόνο 0,4%), ενώ αναμένεται ότι θα συμβάλει στη συγκράτηση των μισθολογικών διεκδικήσεων όσων κατηγοριών εργαζομένων δεν έχουν ήδη καθοριστεί οι αυξήσεις των αποδοχών για το 1999.<sup>25</sup> Δεύτερον, η κυβερνητική πρωτοβουλία σύνα-

<sup>23</sup> Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική: Ενδιάμεση Έκθεση 1998*, Νοέμβριος 1998, σελ. 43.

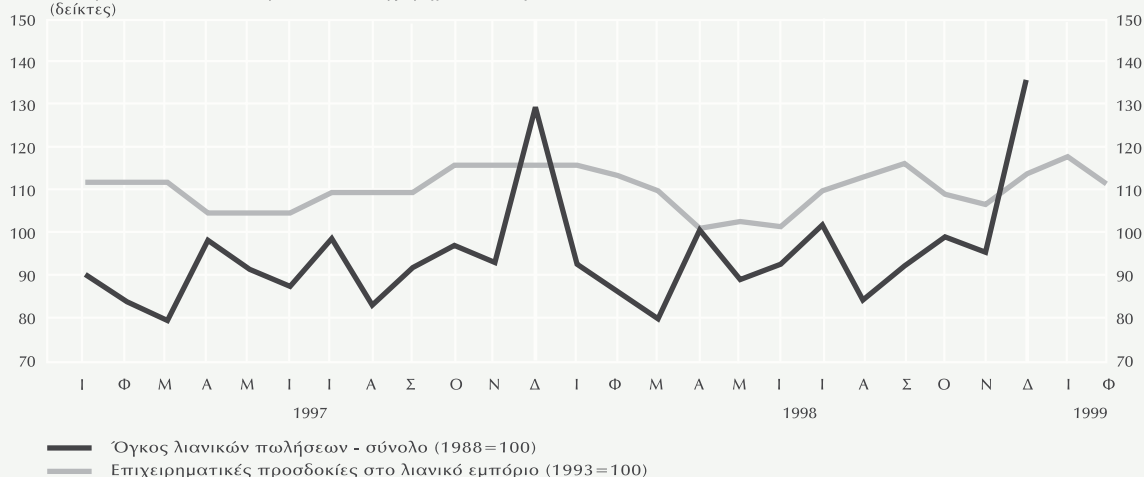
<sup>24</sup> Η άμβλυση των πληθωριστικών προσδοκιών επιβεβαιώνεται και από δύο έρευνες που πραγματοποίησε η εταιρία ICAP (Τα ελληνικά νοικοκυριά και Η ελληνική βιομηχανία – Εκτιμήσεις για το 1998 και προσδοκίες για το 1999) τον Οκτώβριο και το Νοέμβριο-Δεκέμβριο, αντίστοιχα, καθώς και από πανευρωπαϊκή κλίμακα έρευνα (*European Business Survey 1999*) που πραγματοποίησε η εταιρία Grant Thornton International το Σεπτέμβριο-Νοέμβριο του 1998 σε δείγμα επιχειρήσεων όλων των κλάδων της οικονομίας.

<sup>25</sup> Υπενθυμίζεται ότι οι περισσότεροι εργαζόμενοι στον ιδιωτικό τομέα καλύπτονται από τις διετούς διάρκειας συλλογικές συμβάσεις που υπογράφηκαν το 1998, ενώ η αύξηση των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων καθορίστηκε κατά την κατάθεση του προϋπολογισμού στις αρχές Νοεμβρίου.

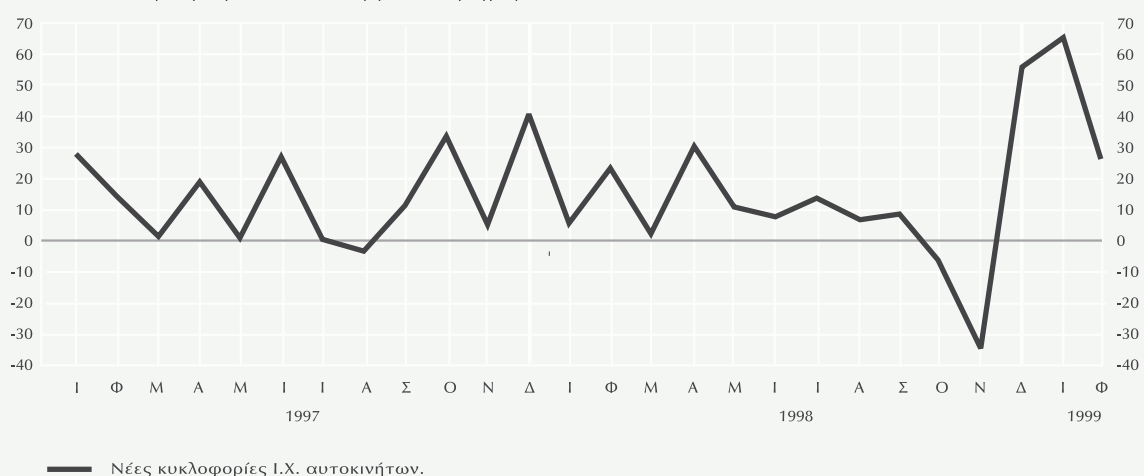
Διάγραμμα 13

Καταναλωτική Ζήτηση (Ιανουάριος 1997 - Φεβρουάριος 1999)

Α. Όγκος λιανικών πωλήσεων και επιχειρηματικές προσδοκίες (δείκτες)



Β. Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. αυτοκινήτων (Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ (για τις λιανικές πωλήσεις και τα αυτοκίνητα) και IOBE (για τις προσδοκίες). Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών υπολογίζεται με βάση τις εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για τις πωλήσεις και το ύψος των αποθεμάτων και τις προβλέψεις για την επιχειρηματική δραστηριότητα στο επόμενο βήμα.

ψης “συμφωνιών κυρίων” για μείωση των τιμών των καταναλωτικών αγαθών (καθώς και για μείωση των τιμών των αυτοκινήτων λόγω μείωσης της φορολογίας τους) αφενός στηριζόταν – και στηρίζεται, σε ό,τι αφορά το 1999 – στα αντικειμενικά οικονομικά δεδομένα που ήδη αναφέρθηκαν (την ευνοϊκή εξέλιξη των παραγόντων του κόστους, την ανατίμηση της δραχμής μετά το Μάιο και την επι-

βράδυνση του ρυθμού ανόδου της καταναλωτικής ζήτησης) και αφετέρου επιδίωκε να ανακόψει τη διεύρυνση των περιθωρίων κέρδους, η οποία σημειωνόταν με αφορμή την υποτίμηση. Οι δυνάμεις της αγοράς μπορεί να οδηγούσαν στο ίδιο αποτέλεσμα, αλλά βραδύτερα.

Ειδικότερα όσον αφορά την εξέλιξη της κατα-

## Πίνακας Χ

### Δείκτες καταναλωτικής ζήτησης

(Ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)

	1997	1998	1999 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικών πωλήσεων	4,3	2,4	...
Είδη διατροφής	2,7	2,7	...
Ένδυση-υπόδηση	-0,1	1,9	...
Έπιπλα-οικιακός εξοπλισμός	8,4	-0,6	...
Λοιπά είδη	6,4	3,3	...
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	1,6	-0,9	0,3 (Ιαν.-Φεβρ.)
Νέες κυκλοφορίες επιβατικών αυτοκινήτων Ι.Χ.	13,7	10,8	48,6 (Ιαν.-Φεβρ.)
Διανυκτερεύσεις ημεδαπών σε ξενοδοχεία	9,4	5,7 (Ιαν.-Αύγ.)	...
Καταναλωτική πίστη	27,5 (Δεκ.)	38,0 (Δεκ.)	...

**Πηγή:** Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ (λιανικές πωλήσεις, αυτοκίνητα), ΙΟΒΕ (προσδοκίες), Τράπεζας Ελλάδος (καταναλωτική πίστη) ΕΟΤ (διανυκτερεύσεις).

ναλωτικής ζήτησης,<sup>26</sup> τα πιο πρόσφατα στοιχεία επιβεβαιώνουν τις βασικές εκτιμήσεις που έγιναν στην *Ενδιάμεση Έκθεση*. Συγκεκριμένα, ο ρυθμός ανόδου του όγκου λιανικών πωλήσεων και του όγκου των συνολικών εισαγωγών αγαθών (καταναλωτικών και κεφαλαιακών)<sup>27</sup> επιβραδύνθηκε αισθητά το 1998, ο αριθμός των νέων επιβατικών Ι.Χ. αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία αυξήθηκε με ρυθμό που ήταν υψηλός αλλά πάντως ελαφρά χαμηλότερος από ό,τι το 1997,<sup>28</sup> και ο δείκτης προσδοκιών των επιχειρήσεων λιανικού εμπορίου μειώθηκε<sup>29</sup> (βλ. Πίνακες Χ και XIII και Διάγραμμα 13). Ωστόσο, στις περισσότερες περιπτώσεις, η επιβράδυνση ή η μείωση που σημειώθηκε ήταν μικρότερη από ό,τι θα αναμενόταν, με βάση την εκτίμηση για το ρυθμό αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος. Η δυσαναλογία αυτή αντανακλά το γεγονός ότι η περιορισμένη αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος από μισθούς αφενός αντισταθμίστηκε, σε κάποια έκταση, από την ανατίμηση των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών<sup>30</sup> και αφετέρου οδήγησε σε αυξημένη προσφυγή των ιδιωτών στην καταναλωτική

πίστη.<sup>31</sup> Στην τελευταία αυτή εξέλιξη συνέβαλε και ο εντεινόμενος ανταγωνισμός των εμπορικών τραπεζών, παρά την προσεκτική πολιτική επιτοκίων που άσκησε η Τράπεζα της Ελλάδος.

Η περιορισμένη αύξηση του πραγματικού δια-

<sup>26</sup> Για τις άλλες συνιστώσες της συνολικής ζήτησης, βλ. παρακάτω, Ι.8.

<sup>27</sup> Βλ. παρακάτω, Ι.9.

<sup>28</sup> Ωστόσο, μετά τη μείωση της έμμεσης φορολογίας στα αυτοκίνητα, η άνοδος των πωλήσεων υπήρξε κατακόρυφη. Ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης του αριθμού των επιβατικών Ι.Χ. αυτοκινήτων που τέθηκαν για πρώτη φορά σε κυκλοφορία έφθασε το 55,7% το Δεκέμβριο του 1998 και το 65,1% τον Ιανουάριο του 1999.

<sup>29</sup> Ωστόσο, τον Ιανουάριο του 1999 οι επιχειρηματικές προσδοκίες στο λιανικό εμπόριο ανέκαμψαν αισθητά και ο σχετικός δείκτης βρέθηκε στο υψηλότερο σημείο από το 1993.

<sup>30</sup> Στη διάρκεια του 1998, οι τιμές των ακινήτων (κατοικιών) αυξήθηκαν κατά 8-11% σε πραγματικούς όρους (σύμφωνα με στοιχεία για την περιοχή της Αθήνας που έχουν δημοσιευθεί στον οικονομικό τύπο και στοιχεία για τα επαρχιακά αστικά κέντρα που συλλέγονται από τα υποκαταστήματα της Τράπεζας της Ελλάδος). Εξάλλου, ο γενικός δείκτης τιμών μετοχών του ΧΑΑ αυξήθηκε κατά 85% (ύστερα από αύξηση κατά 58,5% στη διάρκεια του 1997). Φυσικά, μόνο ένα μικρό μέρος των "κερδών κεφαλαίου" που δημιούργησε αυτή η αύξηση έχει ρευστοποιηθεί.

<sup>31</sup> Τη μεγαλύτερη αύξηση παρουσίασαν τα καταναλωτικά δάνεια έναντι δικαιολογητικών, που χρησιμοποιούνται για την αγορά αυτοκινήτων και διαρκών καταναλωτικών αγαθών. Βλ. παραπάνω, Ι.6.

θέσιμου εισοδήματος των μισθωτών το 1998 που προαναφέρθηκε οφείλεται –μεταξύ άλλων– στην επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των δαπανών του Δημοσίου για μισθούς, οι οποίες μειώθηκαν ως ποσοστό του ΑΕΠ, και στη μεγάλη άνοδο των εσόδων από την άμεση φορολογία,<sup>32</sup> τα οποία αυξήθηκαν ως ποσοστό του ΑΕΠ. Οι δύο αυτές εξελίξεις συνέβαλαν στη μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης (σε εθνικολογιστική βάση) από 3,9% του ΑΕΠ το 1997 σε 2,4% το 1998, η οποία άσκησε και αυτόνομη περιοριστική επίδραση στη διαμόρφωση των πληθωριστικών πιέσεων.

Σύμφωνα με έναν άλλο τρόπο προσέγγισης των επιπτώσεων της ζήτησης στον πληθωρισμό, κατά το 1998 συνέχισε να μειώνεται –με βάση όλες τις διαθέσιμες οικονομετρικές εκτιμήσεις– η διαφορά τρέχουσας και δυναμικής παραγωγής στο σύνολο της οικονομίας ως ποσοστό της δυναμικής παραγωγής, δηλαδή το “παραγωγικό κενό”.<sup>33</sup> Το μέγεθος αυτό, πάντως, σύμφωνα με τις περισσότερες εκτιμήσεις, παρέμεινε αρνητικό, εφόσον το 1998 η τρέχουσα παραγωγή ήταν μικρότερη από τη δυναμική παραγωγή. Πρέπει, όμως, να τονιστεί ότι η τάση μείωσης του “παραγωγικού κενού” τα τελευταία χρόνια αποτελεί προειδοποίηση για το ενδεχόμενο εκδήλωσης πληθωριστικών πιέσεων από την πλευρά της ζήτησης. Ωστόσο, όσον αφορά τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές για την εξέλιξη του “παραγωγικού κενού”, πρέπει να ληφθούν υπόψη οι εξής παράγοντες:

– Πρώτον, η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ, δηλαδή της τρέχουσας παραγωγής, κατά την τελευταία τριετία οφείλεται κυρίως στη σημαντική αύξηση των επενδύσεων,<sup>34</sup> η οποία οδηγεί –με κάποια χρονική υστέρηση– στην αύξηση του αποθέματος πάγιου κεφαλαίου

ου της οικονομίας και στην άνοδο της παραγωγικότητας.

– Δεύτερον, η υλοποίηση μέτρων διαρθρωτικής προσαρμογής, όπως αυτά που θεσπίστηκαν πρόσφατα (π.χ. για την αγορά εργασίας) ή που έχουν εξαγγελθεί, αναμένεται επίσης να συμβάλει στην αύξηση της παραγωγικότητας.

– Τρίτον, τα τελευταία χρόνια παρατηρείται αυξημένη εισροή ξένων εργατών, η οποία ενισχύει το εργατικό δυναμικό (αν και μέχρι πρόσφατα η στατιστική καταγραφή της δεν ήταν πλήρης). Η εφαρμογή, μάλιστα (από τις αρχές του 1998), της νέας νομοθεσίας<sup>35</sup> για τη νομιμοποίηση των εργατών αυτών θα συμβάλει ώστε η ενίσχυση του εργατικού δυναμικού να μην είναι παροδική αλλά να αποκτήσει μονιμότερο χαρακτήρα.

– Τέταρτον, η σύγκλιση –στη διάρκεια της επόμενης διετίας– των ελληνικών επιτοκίων χορηγήσεων προς τα (χαμηλότερα) επιτόκια της ζώνης του ευρώ ενδέχεται να συμβάλει στην ταχύτερη αύξηση της καταναλωτικής και

---

32 Το γεγονός ότι η κλίμακα φόρου εισοδήματος έμεινε αμετάβλητη, ενώ ταυτόχρονα άλλαξε το σύστημα παρακράτησης φόρου μισθωτών υπηρεσιών, είχε ως συνέπεια να αυξηθεί η επιβάρυνση των μισθωτών από την άμεση φορολογία.

33 Για εκτιμήσεις και προβλέψεις του “παραγωγικού κενού”, βλ. (α) ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, Δεκέμβριος 1998, (β) Επιτροπή ΕΕ, Προβλέψεις Οκτωβρίου 1998 (βάση δεδομένων AMECO), (γ) ΥΠΕΘΟ, *Τρέχουσες εξελίξεις και προοπτικές στην ελληνική και τη διεθνή οικονομία (εξαμηνιαία έκθεση)*, Δεκέμβριος 1998 (στο Παράρτημα Δ δημοσιεύεται σχετική μελέτη των Γ. Μανωλά και Σ. Ρεβίθη) και (δ) Ν. Ζόνζηλου και S.G. Hall, “Δυναμική παραγωγή, τρέχουσα παραγωγή και πληθωρισμός στην Ελλάδα”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, τεύχος 9, Μάρτιος 1997.

34 Είναι χαρακτηριστικό – και θετικό – ότι το 1998 η αύξηση του βαθμού χρησιμοποίησης του εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία (έρευνα IOBE) στο 75,5% (από 74,2% το 1997), η οποία επιβεβαιώνει τις οικονομετρικές εκτιμήσεις για μείωση (όχι όμως και εξάλειψη) του “παραγωγικού κενού”, προήλθε κυρίως από τον τομέα παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών (αύξηση από 71,6% σε 75,7%).

35 Βλ. παρακάτω, Ι.8.

της επενδυτικής ζήτησης. Ωστόσο, επειδή η παράλληλη μείωση των επιτοκίων των καταθέσεων και των τίτλων του Δημοσίου θα επηρεάσει αρνητικά το διαθέσιμο εισόδημα, η τελική καθαρή επίδραση στη ζήτηση κατά τα επόμενα δύο ή τρία έτη δεν μπορεί να εκτιμηθεί με ακρίβεια.

Οι παράγοντες αυτοί, μαζί με το σύνολο των διαρθρωτικών μεταβολών που έλαβαν χώρα τα τελευταία χρόνια στην ελληνική οικονομία (δημιουργία υποδομών, ανάπτυξη δικτύων, παρεμβάσεις στην αγορά εργασίας, ιδιωτικοποιήσεις κ.λπ.), έχουν αυξήσει το παραγωγικό δυναμικό της ελληνικής οικονομίας και κατ'επέκταση το μη πληθωριστικό ρυθμό ανάπτυξης. Η αυξητική επίπτωση στη ζήτηση που θα έχει η αναμενόμενη σταδιακή υποχώρηση των πραγματικών επιτοκίων θα μπορούσε να ικανοποιηθεί μεσοπρόθεσμα από τη διευρυμένη παραγωγική ικανότητα της οικονομίας χωρίς ιδιαίτερη πίεση στις τιμές, με την προϋπόθεση ότι θα ενισχυθεί η αποτελεσματικότητα της εφαρμοζόμενης διαρθρωτικής πολιτικής. Οι διαπιστώσεις αυτές όμως δεν θα πρέπει να υποβαθμίσουν τυχόν πληθωριστικούς κινδύνους που μπορεί να προέλθουν από αυτόνομες μεταβολές βραχυχρόνιου χαρακτήρα στη ζήτηση. Οι πιέσεις αυτές στις τιμές ενδέχεται να εκδηλωθούν κυρίως σε κλαδικό επίπεδο, από την έλλειψη ευελιξίας ορισμένων κλάδων σε ταχείες μεταβολές της ζήτησης.

## 1.8 Οικονομική δραστηριότητα και απασχόληση

Παρά τη βραδύτερη αύξηση της ιδιωτικής καταναλωτικής ζήτησης που ήδη αναλύθηκε, ο ρυθμός ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας επιταχύνθηκε το 1998 και, σύμφωνα με

## Πίνακας ΧΙ

### Ζήτηση και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν

(Ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)

	1997	1998 (Εκτίμ.)	1999 (Πρόβλ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	2,5	1,8	2,1
Δημόσια κατανάλωση	-0,4	0,4	-1,3
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου:			
ιδιωτικές	9,6	9,8	10,5
- σε κατοικίες	10,5	8,4	9,9
- εκτός κατοικιών	10,9	8,5	9,5
δημόσιες	10,3	8,4	10,1
δημόσιες	7,0	13,7	12,4
Μεταβολή αποθεμάτων (% ΑΕΠ)	(0,0)	(0,3)	(0,3)
Εγχώρια τελική ζήτηση	3,4	3,3	3,4
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (Εξαγωγές αγαθών)	5,3	9,2	6,5
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (Εισαγωγές αγαθών)	5,1	5,0	4,0
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (Εισαγωγές αγαθών)	5,4	5,7	5,3
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (Εισαγωγές αγαθών)	5,4	4,8	5,0
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	3,2	3,7	3,5

**Πηγή:** Εκτιμήσεις και προβλέψεις ΕΣΥΕ και ΥΠΕΘΟ/Διεύθυνση Μακροοικονομικής Ανάλυσης, Σεπτέμβριος 1998-Μάρτιος 1999. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. τον Πίνακα 3 του στατιστικού παραρτήματος.

τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις του ΥΠΕΘΟ, η αύξηση του ΑΕΠ έφθασε το 3,7%,<sup>36</sup> έναντι 3,2% το 1997 (βλ. Πίνακα ΧΙ). Με βάση τις ίδιες εκτιμήσεις, καθώς και τους διαθέσιμους βραχυχρόνιους δείκτες, από την πλευρά της ζήτησης η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην ταχύτερη, σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, αύξηση των δημόσιων επενδύσεων και των εξαγωγών υπηρεσιών (σε συνδυασμό με τη βραδύτερη αύξηση των εισαγωγών αγαθών),<sup>37</sup> ενώ από την πλευρά της προσφοράς αντανάκλα τη σημαντική επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της μεταποιητικής παραγωγής, της συνολικής κατασκευαστικής δραστηριότητας και της παραγωγής ηλεκτρισμού, καθώς και

<sup>36</sup> Σύμφωνα με εκτιμήσεις διεθνών οργανισμών, η αύξηση του ΑΕΠ το 1998 ήταν ίση ή ελαφρώς μικρότερη από ό,τι εκτιμά το ΥΠΕΘΟ (Ευρωπαϊκή Επιτροπή: 3,7%, ΟΟΣΑ: 3,0%, ΔΝΤ: 3,3%).

<sup>37</sup> Αναλυτικά για τις εισαγωγές και τις εξαγωγές, βλ. παρακάτω, 1.9.



την εντυπωσιακή επέκταση (από πολύ χαμηλό αρχικό επίπεδο) της διανομής φυσικού αερίου.<sup>38</sup>

Ειδικότερα, η συνολική βιομηχανική παραγωγή<sup>39</sup> αυξήθηκε με μέσο δωδεκάμηνο ρυθμό 7,3% το 1998.<sup>40</sup> Στη μεταποίηση, η παραγωγή της οποίας αυξήθηκε κατά 3,2%, δυναμισμό παρουσιάζουν οι κλάδοι “ηλεκτρικών μηχανών, συσκευών και λοιπών ειδών”,<sup>41</sup> ελαστικού-πλαστικών, χημικών προϊόντων, μεταφορικών μέσων, ποτών και διατροφής.<sup>42</sup> Ωστόσο, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής της μεταποιητικής παραγωγής, μετά από συνεχή επιτάχυνση έως τον Ιούλιο, χαρακτηρίστηκε από αστάθεια τους τελευταίους μήνες του 1998. Η εξέλιξη αυτή συμβάδισε, στο διάστημα Οκτωβρίου 1998-Φεβρουαρίου 1999, με έντονη υποχώρηση των εκτιμήσεων και των προοπτικών των βιομηχανικών επιχειρήσεων, όπως αυτές καταγράφονται στο δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών της βιομηχανίας,<sup>43</sup> (βλ. Διάγραμμα 14) καθώς και με μικρή μείωση του βαθμού χρησιμοποίησης του εργασιακού δυναμικού (έρευνες IOBE). Το γεγονός ότι τα διαθέσιμα στοιχεία για τις εξαγωγές δεν καλύπτουν ολόκληρο το έτος<sup>44</sup> δεν επιτρέπει την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων για τη συσχέτιση των πρόσφατων αυτών εξελίξεων με την επιβράδυνση του ρυθμού άνοδου ή τη μείωση (ανάλογα με την περίπτωση) του ΑΕΠ των εμπορικών μας εταίρων. Είναι ωστόσο ενδιαφέρον ότι, σύμφωνα με μια άλλη έρευνα,<sup>45</sup> 73% των βιομηχανικών επιχειρήσεων παραμένουν αισιόδοξες και αναμένουν αύξηση πωλήσεων το 1999, ενώ θετικές είναι και οι προβλέψεις των ίδιων επιχειρήσεων για την κερδοφορία.<sup>46</sup>

Σε κάθε περίπτωση, η συνολική επιτάχυνση που παρατηρήθηκε στην άνοδο της μεταποιητικής παραγωγής το 1998 συνδέεται με τη βελ-

τίωση της ανταγωνιστικότητας, τουλάχιστον στην εσωτερική αγορά. Όντως, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής (όπως υπολογίζεται βάσει του κόστους εργασίας ανά

---

**38** Εξάλλου, σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΥΠΕΘΟ (οι οποίες φαίνεται ότι επιβεβαιώνονται από τα διαθέσιμα στοιχεία για την παραγωγή αγροτικών προϊόντων), το ΑΕΠ της γεωργίας αυξήθηκε κατά 1,0% το 1998, δηλαδή περίπου όσο και το 1997. (Ο τομέας της γεωργίας παρήγαγε το 8,2% του ΑΕΠ το 1997).

**39** Ο τομέας της βιομηχανίας (μεταποίηση, ορυχεία, ηλεκτρισμός-αέριο-ύδρευση) παρήγαγε το 15,6% του ΑΕΠ το 1997.

**40** Η άνοδος αυτή προήλθε από την αύξηση της παραγωγής της μεταποίησης (διαρκή καταναλωτικά αγαθά: +23,8%, μη διαρκή καταναλωτικά αγαθά: +2,5%, κεφαλαιακά αγαθά: +1,9%, σύνολο: 3,2%), της παραγωγής ηλεκτρισμού κατά 7,2% και της διανομής φυσικού αερίου κατά 1519,1%, ενώ η παραγωγή των ορυχείων-μεταλλείων-λατομείων μειώθηκε κατά 4,4%. Είναι φανερό ότι ο ρυθμός άνοδου της συνολικής βιομηχανικής παραγωγής επηρεάστηκε σημαντικά από την έναρξη (το Φεβρουάριο του 1998) και – στη συνέχεια – την επέκταση της διανομής φυσικού αερίου (προηγούμενος ο δείκτης περιελάμβανε μόνο την παραγωγή και διανομή φωταερίου). Χωρίς την εξέλιξη αυτή, υπολογίζεται ότι η αύξηση του γενικού δείκτη βιομηχανίας θα ήταν μόνο 3%, αλλά σε κάθε περίπτωση πολύ υψηλότερη από την ετήσια αύξηση του 1997 (1,1%).

**41** Στον κλάδο αυτό (αύξηση 23,1%) περιλαμβάνεται και η παραγωγή τηλεπικοινωνιακού υλικού, το οποίο εντάσσεται από την ΕΣΥΕ στα διαρκή καταναλωτικά αγαθά. Το 1998 ήταν ιδιαίτερα αυξημένη η παραγωγή τηλεπικοινωνιακού υλικού υποδομής, το οποίο χρησιμοποιείται για τη μετατροπή του δικτύου του ΟΤΕ σε ψηφιακό, βάσει των προγραμματικών συμφωνιών τις οποίες έχει συνάψει ο Οργανισμός με τις δύο μεγάλες επιχειρήσεις που κυριαρχούν στον κλάδο.

**42** Στην αύξηση της μεταποιητικής παραγωγής κατά 3,2%, οι σημαντικότερες θετικές συμβολές προήλθαν από τους κλάδους ηλεκτρικών μηχανών-συσκευών-κ.λπ. (1,38 εκατοστιαία μονάδα), χημικών (0,96 εκ. μον.), ειδών διατροφής (0,55 εκ. μον.), ελαστικού-πλαστικών (0,45 εκ. μον.), ποτών (0,29 εκ. μον.) και μεταφορικών μέσων (0,27 εκ. μον.).

**43** Ο δωδεκάμηνος ρυθμός του δείκτη, από +2,0% κατά μέσο όρο στην περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου, έγινε αρνητικός (-6,5%) το τελευταίο τρίμηνο του έτους, με αποτέλεσμα ο δείκτης να εμφανίσει μέση μείωση 0,2% το 1998. Αρνητικός ήταν ο δωδεκάμηνος ρυθμός και εφέτος, στο δίμηνο Ιανουαρίου-Φεβρουαρίου (-4,2%).

**44** Βλ. παρακάτω, 1.9.

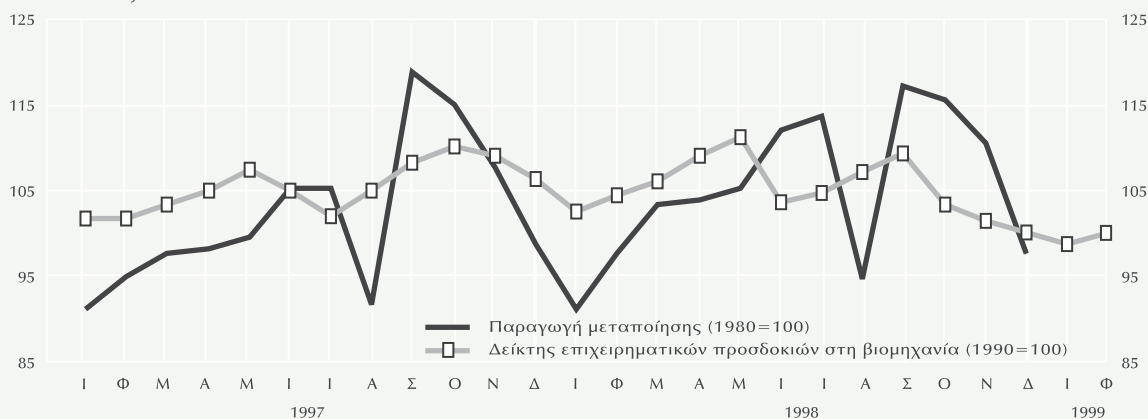
**45** Πρόκειται για την έρευνα του ICAP που ήδη αναφέρθηκε (*Η ελληνική βιομηχανία – Εκτιμήσεις για το 1998 και προσδοκίες για το 1999*) και που πραγματοποιήθηκε το Νοέμβριο-Δεκέμβριο του 1998

**46** Το 40,4% των βιομηχανικών επιχειρήσεων αναμένει αύξηση κερδών μεγαλύτερη από τον πληθωρισμό και το 23,5% αύξηση ίση με τον πληθωρισμό, ενώ το 10,3% αναμένει μείωση ζημιάς. Σύμφωνα, εξάλλου, με την έρευνα που πραγματοποιήθηκε στο διάστημα Σεπτεμβρίου-Νοεμβρίου 1998 σε πανευρωπαϊκή κλίμακα από την εταιρεία Grant Thornton International, οι ελληνικές επιχειρήσεις (όλων των κλάδων της οικονομίας) εμφανίζονται ιδιαίτερα αισιόδοξες στις προβλέψεις τους για την αύξηση του κύκλου εργασιών, της αποδοτικότητας, της απασχόλησης και των επενδύσεων το 1999 (είναι μάλιστα περισσότερο αισιόδοξες από τις επιχειρήσεις όλων – ή σχεδόν όλων – των άλλων χωρών της ΕΕ).

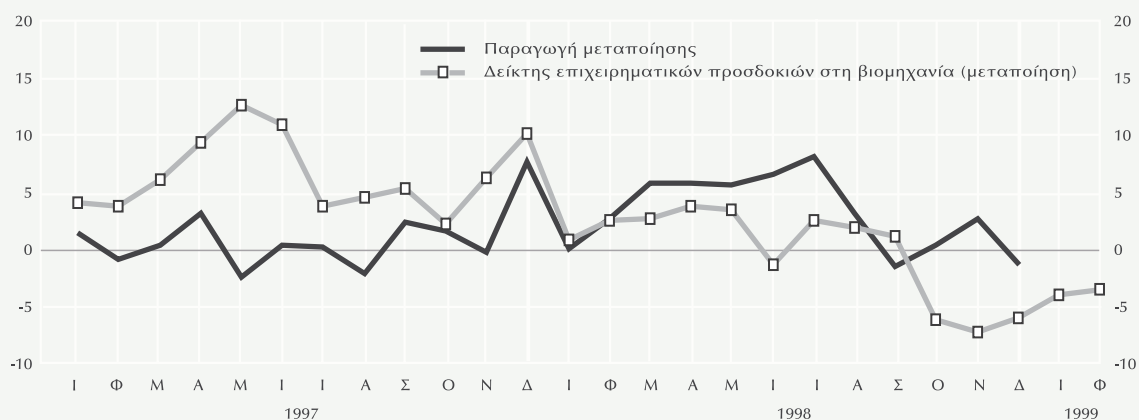
Διάγραμμα 14

Παραγωγή και επιχειρηματικές προσδοκίες στη μεταποίηση (Ιαν. 1997 - Φεβρ. 1999)

Α. Δείκτες



Β. Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους



Πηγή: ΕΣΥΕ (για την παραγωγή) και ΙΟΒΕ (για τις προσδοκίες). Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών υπολογίζεται με βάση τις εκτιμήσεις των επιχειρήσεων για τη συνολική ζήτηση και το ύψος των αποθεμάτων και τις προβλέψεις για την παραγωγή στους επόμενους 3-4 μήνες.

μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση) εκτιμάται ότι μειώθηκε κατά 4,5% περίπου το 1998 (ύστερα από συνεχή αύξηση κατά την τετραετία που προηγήθηκε),<sup>47</sup> όχι μόνο λόγω της υποτίμησης του Μαρτίου 1998 αλλά και επειδή η θετική διαφορά μεταξύ των ρυθμών μεταβολής του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα και στους εμπορικούς εταίρους της χώρας υποτριπλασιάστηκε.

Άλλοι παράγοντες που εξηγούν την άνοδο της

μεταποιητικής παραγωγής είναι η τόνωση του κλίματος εμπιστοσύνης μετά την ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ, η υλοποίηση σημαντικών προγραμματικών συμφωνιών μεταξύ βιομηχανίας και δημόσιου τομέα (όπως π.χ. στην περι-

<sup>47</sup> Ο συγκεκριμένος δείκτης της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, αφού μειώθηκε στην τριετία 1991-93 και αυξήθηκε στην τετραετία 1994-97, το 1998 – με τη μείωση που εμφάνισε – επανήλθε περίπου στο επίπεδο του 1990, υποδηλώνοντας έτσι ότι καλύφθηκε (σχεδόν πλήρως) η σωρευτική απώλεια ανταγωνιστικότητας μεταξύ 1990 και 1997.

πτωση του τηλεπικοινωνιακού υλικού), η συνεχιζόμενη επέκταση της δραστηριότητας των ελληνικών επιχειρήσεων στις εξωκοινοτικές αγορές<sup>48</sup> και η μεγάλη αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων σε εξοπλισμό στην τετραετία 1995-98.<sup>49</sup> Είναι χαρακτηριστικό ότι, όπως προκύπτει από την εξαμηνιαία έρευνα επενδύσεων του IOBE, οι ιδιωτικές βιομηχανικές επιχειρήσεις προέβλεπαν το Μάρτιο-Απρίλιο ότι η επενδυτική τους δαπάνη (σε τρέχουσες τιμές) θα αυξανόταν το 1998 κατά 9,1%, ενώ τον Οκτώβριο-Νοέμβριο εκτιμούσαν ότι η αύξηση ήταν τελικά μεγαλύτερη και έφθασε το 17,3% (έναντι 26,3% το 1997). Για το 1999 προβλέπουν ότι η αύξηση θα είναι επίσης σημαντική (10,4%), αλλά μικρότερη από ό,τι το 1998.<sup>50</sup>

Θετική ήταν και η γενικότερη εξέλιξη της επενδυτικής ζήτησης (βλ. Πίνακα XII), όπως προκύπτει από τα διαθέσιμα στοιχεία για τις δημόσιες επενδύσεις και τις επενδύσεις σε κατασκευές.

Συγκεκριμένα, οι εκταμιεύσεις του Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων (ΠΔΕ) αυξήθηκαν το 1998 κατά 17,6%, έναντι 43,5% το 1997 (στοιχεία Τράπεζας της Ελλάδος),<sup>51</sup> και οι επενδύσεις των δημόσιων επιχειρήσεων αυξήθηκαν, σε τρέχουσες τιμές, κατά 28,5%, έναντι 25,1% το 1997 (στοιχεία Εισηγητικής Έκθεσης Προϋπολογισμού). Σε εθνικολογιστική βάση, ο όγκος των δημόσιων επενδύσεων (δηλαδή των επενδύσεων της γενικής κυβέρνησης και των δημόσιων επιχειρήσεων) εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 13,7% το 1998, έναντι 7% το 1997.<sup>52</sup> Η μεγάλη αύξηση των δημόσιων επενδύσεων αντανάκλα την ταχύτερη απορρόφηση των πόρων του 2ου Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης (ΚΠΣ) 1994-99, που επιτεύχθηκε το 1998. Πράγματι, στο τέλος του 1998 ο βαθμός απορρόφησης των κοινοτικών πόρων του 2ου

ΚΠΣ έφθασε το 61,5%, έναντι 43,4% στο τέλος του 1997, με βάση τις πληρωμές, ενώ με βάση τις δεσμεύσεις πιστώσεων έφθασε το 82,2% (έναντι 59% το 1997): και με τα δύο κριτήρια η Ελλάδα υπερτερεί σε σύγκριση με το μέσο όρο των επιδόσεων των 15 χωρών της ΕΕ (61% για τις πληρωμές, 79,8% για τις δεσμεύσεις).<sup>53</sup> Η εισροή κοινοτικών πόρων προβλέπεται ότι θα παραμείνει ιδιαίτερα σημαντική και μεσοπρόθεσμα.<sup>54</sup>

Εξάλλου, η ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα (όγκος νέων οικοδομών βάσει αδειών) αυξήθηκε το 1998 με μέσο ρυθμό περίπου διπλάσιο από ό,τι το 1997, ενώ με ιδιαίτερα υψηλό ρυθμό συνέχισε να αυξάνεται ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατα-

---

**48** Η επέκταση αυτή επιβεβαιώνεται από τα στατιστικά στοιχεία για τις εξαγωγές. (βλ. παρακάτω, 1.9, και Πίνακα XIII).

**49** Σύμφωνα με τις εθνικολογιστικές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ και του ΥΠΕΘΟ, η σωρευτική αύξηση, σε σταθερές τιμές, έφθασε το 40% στην περίοδο αυτή.

**50** Με βάση αυτές τις εκτιμήσεις και τις προβλέψεις, υπολογίζεται κατά προσέγγιση ότι οι αντίστοιχες μεταβολές της επενδυτικής δαπάνης σε σταθερές τιμές είναι 22% για το 1997, 10% για το 1998 και 7,5% για το 1999. Εξάλλου, σύμφωνα με την έρευνα του ICAP που ήδη αναφέρθηκε, το 47% των βιομηχανικών επιχειρήσεων προβλέπει για το 1999 αύξηση επενδύσεων μεγαλύτερη από τον πληθωρισμό και το 33% αύξηση ίση με τον πληθωρισμό.

**51** Σύμφωνα με αναθεωρημένα δημοσιονομικά στοιχεία, οι πληρωμές του ΠΔΕ αυξήθηκαν κατά 15,7% το 1998, έναντι 49,5% το 1997.

**52** Οι διαφορές μεταξύ των εθνικολογιστικών εκτιμήσεων και των στοιχείων του ΠΔΕ οφείλονται κυρίως στο γεγονός ότι στις δαπάνες του ΠΔΕ περιλαμβάνονται και επιχορηγήσεις προς τις δημόσιες επιχειρήσεις (έναντι μεταβίβασης κεφαλαίου), καθώς και προς τις ιδιωτικές επιχειρήσεις (επιχορήγηση επενδύσεων). Οι δαπάνες αυτές δεν λαμβάνονται υπόψη κατά την εθνικολογιστική εκτίμηση της επενδυτικής δαπάνης της γενικής κυβέρνησης, αλλά προσμετρώνται στην επενδυτική δαπάνη των δημόσιων και ιδιωτικών επιχειρήσεων.

**53** Τα σχετικά στοιχεία ανακοινώθηκαν πρόσφατα από το ΥΠΕΘΟ.

**54** Με βάση ορισμένες υποθέσεις, έχει εκτιμηθεί ότι στην περίοδο 2000-2006 οι συνολικές καθαρές εισροές κοινοτικών πόρων μπορεί να αντιπροσωπεύουν ετησίως περίπου το 5% του ελληνικού ΑΕΠ (βλ. Α. Μανασσάκη, "Οι εισροές κοινοτικών πόρων στην Ελλάδα: ιστορική αναδρομή και προοπτικές", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, τεύχος 12, Δεκέμβριος 1998).

## Πίνακας XII

### Δείκτες επενδυτικής ζήτησης

(Ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)<sup>1</sup>

	1997	1998	1999 (διαθέσιμη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	4,3	1,9	...
Επενδυτική δαπάνη (σε τρέχουσες τιμές) των ιδιωτικών βιομηχανικών επιχειρήσεων <sup>2</sup>	26,3 <sup>3</sup>	17,3 <sup>4</sup>	10,4 <sup>5</sup> (έτος)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	(71,6)	(75,7)	(75,1)(Ιαν.-Φεβρ.)
Εκταμιεύσεις ΠΔΕ	43,5	17,6	(45,5)(Ιαν.-Φεβρ.)
Όγκος νέων οικοδομών βάσει αδειών	5,7	9,4	...
Παραγωγή τσιμέντου	2,0	2,5	...
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	18,9	19,3	7,6 (Ιαν.-Φεβρ.)
Υπόλοιπο συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης του οικισμού	23,8 (Δεκ.)	20,6 (Δεκ.)	...

1 Με εξαίρεση το βαθμό χρησιμοποίησης.

2 Εκτιμήσεις των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στην έρευνα επενδύσεων του ΙΟΒΕ.

3 Εκτίμηση έρευνας Μαρτίου-Απριλίου 1998.

4 Εκτίμηση έρευνας Οκτωβρίου-Νοεμβρίου 1998.

5 Πρόβλεψη έρευνας Οκτωβρίου-Νοεμβρίου 1998.

**Πηγή:** ΕΣΥΕ (παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών και τσιμέντου, όγκος οικοδομών), ΙΟΒΕ (βαθμός χρησιμοποίησης, έρευνα επενδύσεων, προσδοκίες), Τράπεζα της Ελλάδος (εκταμιεύσεις ΠΔΕ, χρηματοδότηση οικισμού).

σκευές (που καταρτίζει το ΙΟΒΕ).<sup>55</sup> Η αύξηση της δραστηριότητας στον τομέα της κατασκευής κατοικιών συνδέεται αφενός με την ταχεία επέκταση της στεγαστικής πίστης τα τελευταία χρόνια, η οποία αντανακλά τη σταθερή υποχώρηση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων (λόγω της μείωσης του πληθωρισμού και του εντεινόμενου ανταγωνισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων), και αφετέρου με την έντονη ζήτηση κατοικιών στη διετία 1997-98, την οποία υποδηλώνει η σημαντική άνοδος των τιμών των ακινήτων (κατοικιών) στο ίδιο διάστημα.<sup>56</sup> Τέλος, από την έρευνα του ΙΟΒΕ προκύπτει ότι οι εκτιμήσεις και οι προσδοκίες των επιχειρήσεων είναι ιδιαίτερα θετικές στους τομείς της κατασκευής κτιρίων – εκτός κατοικιών – και των δημόσιων έργων.

Η εκτιμώμενη επιτάχυνση της ανόδου του ΑΕΠ

το 1998 δεν επηρέασε αισθητά την εξέλιξη της συνολικής απασχόλησης. Είναι γεγονός ότι η προσπάθεια δημοσιονομικής σταθεροποίησης και εξυγίανσης του δημόσιου τομέα οδήγησε σε μείωση της απασχόλησης στο Δημόσιο και τις ΔΕΚΟ,<sup>57</sup> ενώ, λόγω της συνεχιζόμενης – υπό την πίεση του διεθνούς ανταγωνισμού – αναδιάρθρωσης του βιομηχανικού τομέα, εξακολούθησε να υποχωρεί η απασχόληση στη μεταποίηση, αν και βραδύτερα από ό,τι το

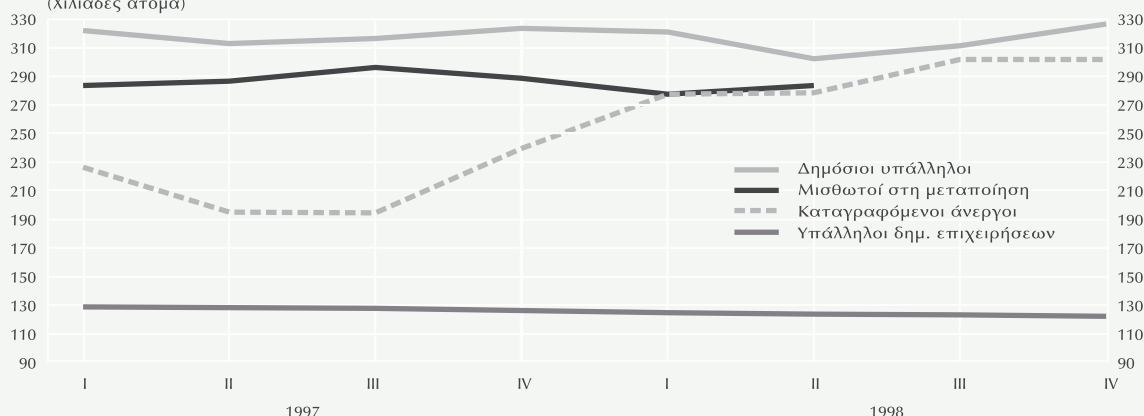
<sup>55</sup> Ωστόσο, σύμφωνα με την έρευνα συγκυρίας του ΙΟΒΕ, οι εκτιμήσεις και οι προβλέψεις των επιχειρήσεων στον τομέα της κατασκευής κατοικιών εμφανίζονται αρνητικές, παρά την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας βάσει αδειών.

<sup>56</sup> Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία (βλ. και παραπάνω, 1.7), οι τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν σωρευτικά κατά 15,5-19% μεταξύ του τέλους του 1996 και του τέλους του 1998, σε πραγματικούς όρους.

<sup>57</sup> Στο Δημόσιο και τις δημόσιες επιχειρήσεις η μέση ετήσια μείωση του αριθμού των υπαλλήλων ήταν, αντίστοιχα, 1,1% και 3,4% το 1998.

Διάγραμμα 15

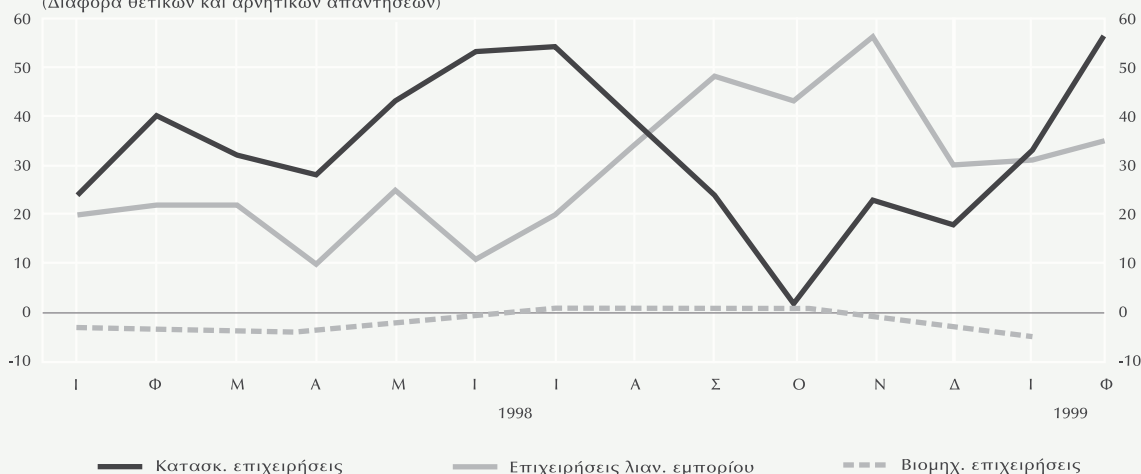
Απασχολούμενοι και άνεργοι (1997-1998)  
(Χιλιάδες άτομα)



Πηγή: ΕΣΥΕ (για τη μεταποίηση), Υπουργείο Οικονομικών (για τους δημοσίου υπαλλήλους), ΥΠΕΘΟ (για τις δημόσιες επιχειρήσεις) και ΟΑΕΔ (για τους ανέργους).

Διάγραμμα 16

Επιχειρηματικές προβλέψεις\* για την απασχόληση (Ιανουάριος 1998 - Φεβρουάριος 1999)  
(Διαφορά θετικών και αρνητικών απαντήσεων)



\* Οι απαντήσεις των επιχειρήσεων αφορούν την προοπτική αύξησης του αριθμού των απασχολούμενων κατά την προσεχή περίοδο.

Πηγή: ΙΟΒΕ, Έρευνες Οικονομικής Συγκυρίας.

1997,<sup>58</sup> όπως εξάλλου και στη γεωργία (βλ. Διάγραμμα 15). Από την άλλη πλευρά, εκτιμάται ότι αυξήθηκε η απασχόληση στις κατασκευές, όπου είναι σημαντική η παρουσία των –μέχρι πρόσφατα άτυπα απασχολούμενων– αλλοδαπών εργατών, καθώς και στις συνεχώς αναπτυσσόμενες υπηρεσίες του ιδιωτικού τομέα. Είναι χαρακτηριστικό ότι, όπως προκύπτει από τις έρευνες του ΙΟΒΕ, οι προβλέψεις

των κατασκευαστικών επιχειρήσεων και των επιχειρήσεων λιανικού εμπορίου για την πορεία της απασχόλησης ήταν σαφώς θετικές στη διάρκεια του 1998, ενώ οι προβλέψεις των μεταποιητικών επιχειρήσεων ήταν ελαφρά

<sup>58</sup> Στη μεταποίηση ο αριθμός των απασχολούμενων μισθωτών μειώθηκε κατά 1,3% τους πρώτους επτά μήνες του 1998, σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 1997 (στοιχεία ΕΣΥΕ).

## ΠΛΑΙΣΙΟ 2

### Απασχόληση και ανεργία στην Ελλάδα

#### Στατιστικά στοιχεία για την απασχόληση και την ανεργία

(χιλιάδες άτομα)

	1995	1996	1997	1998
<b>Στοιχεία ΟΑΕΔ</b>				
Απασχολούμενοι (μισθωτοί)	2.411,2	2.298,5	2.506,0	2.649,4
Άνεργοι	183,7	185,3	213,8	289,8
Εργατικό δυναμικό	2.594,9	2.483,8	2.719,8	2.939,2
Ποσοστό ανεργίας (%)	7,1	7,5	7,9	9,9
<b>Στοιχεία ΕΣΥΕ</b>				
Απασχολούμενοι (σύνολο)	3.823,8	3.871,9	3.854,1	3.861,8*
Απασχολούμενοι (μισθωτοί)	2.060,1	2.101,1	2.111,6	2.130,6*
Άνεργοι	424,7	446,3	440,3	432,6*
Ποσοστό ανεργίας (%)	10,0	10,3	10,3	10,1*

\* Εκτιμήσεις ΥΠΕΘΟ, Μάρτιος 1999.

Το ποσοστό της συνολικής ανεργίας προκύπτει από την έρευνα εργατικού δυναμικού της ΕΣΥΕ, της οποίας δεν είναι ακόμη διαθέσιμα τα στοιχεία για το 1998 (υπάρχουν μόνο εκτιμήσεις του ΥΠΕΘΟ). Σύμφωνα με την έρευνα αυτή, ο αριθμός των ανέργων έφθανε τα 440.000 άτομα το 1997, ενώ οι καταγραφόμενοι από τον ΟΑΕΔ άνεργοι ήταν μόνο 214.000 το ίδιο έτος (και 290.000 το 1998). Εξάλλου, το ποσοστό ανεργίας υπολογίζεται από την ΕΣΥΕ επί του συνολικού εργατικού δυναμικού (δηλαδή επί του αθροίσματος απασχολούμενων μισθωτών, αυτοαπασχολουμέ-

νων και ανέργων), ενώ από τον ΟΑΕΔ υπολογίζεται επί του αθροίσματος των απασχολούμενων μισθωτών (ο αριθμός των οποίων εκτιμάται από τις υπηρεσίες του ΟΑΕΔ) και των καταγραφόμενων (από τον ΟΑΕΔ) ανέργων. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι εκτιμήσεις των υπηρεσιών του ΟΑΕΔ για τον αριθμό των απασχολούμενων μισθωτών καθώς και για το ρυθμό μεταβολής τους (π.χ. 1996: -4,7%, 1997: +9,0%, 1998: +5,7%) δεν συμβαδίζουν με κανέναν από τους άλλους διαθέσιμους δείκτες.

αρνητικές το πρώτο εξάμηνο του 1998 και έτειναν προς τη στασιμότητα το δεύτερο εξάμηνο (βλ. Διάγραμμα 16).<sup>59</sup>

Ταυτόχρονα, το μέσο ποσοστό της καταγραφόμενης ανεργίας (στοιχεία ΟΑΕΔ) αυξήθηκε στο 9,9% το 1998 (έναντι 7,9% το 1997) και ο αριθμός των καταγραφόμενων ανέργων αυξήθηκε κατά 76.000 άτομα ή 35,6% (βλ. Διάγραμμα 15). Από τον ΟΑΕΔ δίνεται η εξήγηση ότι η αύξηση αντανακλά κυρίως το γεγονός ότι η εγγραφή στα μητρώα ανέργων αποτελεί πλέον προϋπόθεση για τη συμμετοχή στα επιδοτούμενα προ-

γράμματα απασχόλησης-κατάρτισης. Το ΥΠΕΘΟ, λαμβάνοντας υπόψη την εξήγηση αυτή, εκτιμά ότι το ποσοστό της συνολικής ανεργίας μειώθηκε στο 10,1% το 1998, από 10,3% το 1997 (βλ. Πλαίσιο 2). Σε κάθε περίπτωση, η τελική διαμόρφωση του μεγέθους αυτού για το 1998 και η εξέλιξή του κατά το τρέχον έτος θα εξαρτηθεί και από την έκταση στην οποία έχει καταγραφεί ή θα καταγραφεί από τις έρευνες εργατικού δυναμικού της ΕΣΥΕ

<sup>59</sup> Με βάση τις ίδιες έρευνες, η εικόνα αυτή δεν μεταβλήθηκε εφέτος τον Ιανουάριο.

η παρουσία των –νόμιμων πλέον ή υπό νομιμοποίηση– αλλοδαπών εργατών. Υπενθυμίζεται ότι η πρώτη φάση (1.1-1.6.1998) της εφαρμογής της συναφούς νομοθεσίας<sup>60</sup> ολοκληρώθηκε με σχετική επιτυχία.<sup>61</sup>

Τα στοιχεία που παρατέθηκαν δείχνουν ότι το πρόβλημα της ανεργίας παραμένει σοβαρό στην Ελλάδα, όπως εξάλλου και σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση.<sup>62</sup> Οι εξελίξεις τα τελευταία χρόνια υποδηλώνουν ότι, για να επιτευχθεί ταυτόχρονα αύξηση της απασχόλησης και μείωση του ποσοστού ανεργίας και του αριθμού των ανέργων, απαιτείται πολύπλευρη προσέγγιση, που θα περιλαμβάνει, πρώτον, την άσκηση ισορροπημένης μακροοικονομικής πολιτικής (εισοδηματικής, δημοσιονομικής και νομισματικής), με στόχο όχι μόνο την επίτευξη και διατήρηση νομισματικής σταθερότητας αλλά και την οικονομική ανάπτυξη (και μάλιστα στο πλαίσιο της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς), δεύτερον, την εφαρμογή πολιτικής διαρθρωτικών προσαρμογών με στόχο την αύξηση της ευελιξίας στις αγορές εργασίας και αγαθών και, τρίτον, την υλοποίηση ειδικών ενεργητικών πολιτικών για την αγορά εργασίας, οι οποίες θα περιλαμβάνουν προγράμματα κατάρτισης, φορολογικά και άλλα κίνητρα για την αύξηση της απασχόλησης, αποτελεσματικότερη οργάνωση των υπηρεσιών απασχόλησης, κ.λπ. Ήδη στην Ελλάδα έχει συντελεστεί σημαντική πρόοδος προς τη νομισματική σταθερότητα και τη δημοσιονομική σταθεροποίηση, έχει επιταχυνθεί σημαντικά κατά την τελευταία τριετία η υλοποίηση ενεργητικών πολιτικών για την προώθηση της απασχόλησης<sup>63</sup> και –το 1998– θεσπίστηκαν νέες διαρθρωτικές ρυθμίσεις,<sup>64</sup> η ολοκλήρωση της εφαρμογής των οποίων θα αυξήσει την ευελιξία του χρόνου εργασίας και θα συμβάλει στη μείωση του κόστους εργασίας. Η αποτελεσματικότητα των πολιτικών αυτών θα εξαρτηθεί από το βαθμό συντονισμού τους,

από την ενεργό συμμετοχή των κοινωνικών εταίρων, καθώς και από το συνεχή έλεγχο της εφαρμογής τους. Αυτός είναι και ο λόγος που η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει αναθέσει στα κράτη-μέλη το καθήκον να καταρτίζουν (από το 1998) και να εφαρμόζουν Εθνικά Σχέδια για την Απασχόληση, στη βάση κοινών κατευθύνσεων. Ήδη η ελληνική κυβέρνηση ετοιμάζει το Εθνικό Σχέδιο για το 1999. Το γεγονός αυτό θα αποτελέσει ευκαιρία για έναν ευρύτερο διάλογο σχετικά με την αντιμετώπιση του προβλήματος της ανεργίας.

---

## 1.9 Εμπορικό ισοζύγιο και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

Η εξέλιξη του εμπορικού ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών το 1998 χαρακτηρίστηκε, σύμφωνα

---

**60** Πρόκειται για τα Π.Δ. 358 και 359/1997 (που εκδόθηκαν κατ' εξουσιοδότηση του Ν. 2434/1996), όπως τροποποιήθηκαν με τα Π.Δ. 241 και 242/1998 και με το άρθρο 73 του Ν. 2676/1998.

**61** Στη φάση αυτή, υπέβαλαν αίτηση και καταγράφηκαν από τις υπηρεσίες του ΟΑΕΔ 375.000 αλλοδαποί εργαζόμενοι (σύμφωνα με ορισμένες εκτιμήσεις, ο συνολικός αριθμός των αλλοδαπών εργαζομένων υπερβαίνει τις 500.000). Στο επόμενο διάστημα –και μέχρι τα μέσα Ιανουαρίου του τρέχοντος έτους– 300.000 από αυτούς υπέβαλαν τα απαιτούμενα δικαιολογητικά για τη χορήγηση “άδειας παραμονής περιορισμένης χρονικής διάρκειας” (πράσινης κάρτας). Η προθεσμία υποβολής των δικαιολογητικών λήγει στις 30.4.1999.

**62** Στη ζώνη του ευρώ το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε από 11,7% το 1997 σε 11,1% το 1998.

**63** Με αφετηρία την ψήφιση του Ν. 2434/1996. Το Υπουργείο Εργασίας εκτιμά ότι με την εφαρμογή τέτοιων προγραμμάτων θα δημιουργηθούν εφέτος 110.000 νέες θέσεις εργασίας.

**64** Με το Ν. 2639/1998 επεκτάθηκαν οι προϊσχύουσες διατάξεις του Ν. 1892/1990 για τη μερική απασχόληση και τη διευθέτηση του χρόνου εργασίας, επιτράπηκε η λειτουργία “ιδιωτικών γραφείων συμβούλων εργασίας” (τα οποία θα μεσολαβούν για την εξεύρεση εργασίας) και ρυθμίστηκαν οι ειδικές μορφές απασχόλησης (συμφωνίες για παροχή υπηρεσιών ή έργου, ιδίως σε περιπτώσεις κατ' οίκου εργασίας, τηλεργασίας κ.λπ.). Επίσης, ενθαρρύνθηκε η σύναψη τοπικών συμφώνων απασχόλησης (τα οποία μπορεί να οδηγήσουν σε μεγαλύτερη ευελιξία των μισθών). Πράγματι, τέτοια σύμφωνα έχουν ήδη συναφθεί σε εννέα περιοχές υψηλής ανεργίας. Τέλος, με το Ν. 2643/1998 έγιναν περισσότερο διαφανείς και ευελιγείς οι ρυθμίσεις σχετικά με την πρόσληψη, από τις ιδιωτικές και τις δημόσιες επιχειρήσεις και το Δημόσιο, από μόνων με ειδικές ανάγκες και άλλων προστατευόμενων κατηγοριών.

με τις πιο πρόσφατες εθνικολογιστικές εκτιμήσεις του ΥΠΕΘΟ (βλ. Πίνακα XI στη σελ. 40), από ταχύτερη –σε σύγκριση με το 1997– άνοδο του όγκου τόσο των εξαγωγών όσο και των εισαγωγών υπηρεσιών, βραδύτερη άνοδο του όγκου των εισαγωγών αγαθών, ενώ ο όγκος των εξαγωγών αγαθών αυξήθηκε περίπου όσο και το 1997. Οι εκτιμήσεις αυτές επιβεβαιώνονται, όσον αφορά τις εισαγωγές αγαθών, από τα διαθέσιμα βραχυχρόνια στατιστικά στοιχεία, ενώ αντίθετα η εικόνα που προκύπτει για τις εξαγωγές αγαθών δεν είναι σαφής.

Συγκεκριμένα, με βάση τα διαθέσιμα προσωρινά στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών της ΕΣΥΕ (βλ. Πίνακα XIII), ο όγκος των εξαγωγών αγαθών<sup>65</sup> ήταν σχεδόν στάσιμος (μέσος δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής:  $-0,2\%$ ) στην περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 1998, ενώ στην αντίστοιχη περίοδο του 1997 είχε αυξηθεί κατά  $1,8\%$ . Η στασιμότητα αυτή ήταν το καθαρό αποτέλεσμα της συνεχιζόμενης ανόδου (αλλά με βραδύτερο ρυθμό) του όγκου των εξαγωγών προς τρίτες χώρες, και της μείωσης των εξαγωγών προς την ΕΕ, η οποία μάλιστα ήταν μεγαλύτερη από ό,τι στην αντίστοιχη περίοδο του 1997. Στο ίδιο διάστημα του 1998, ο όγκος των εισαγωγών αγαθών<sup>66</sup> αυξήθηκε κατά  $4\%$ , δηλαδή λιγότερο από ό,τι στην αντίστοιχη περίοδο του 1997 ( $6,9\%$ ). Η επιβράδυνση αυτή παρατηρήθηκε στις εισαγωγές και από την ΕΕ και από τρίτες χώρες, αν και στη δεύτερη περίπτωση φαίνεται ότι ήταν μεγαλύτερη.<sup>67</sup>

Διαφορετική, κυρίως όσον αφορά τις εξαγωγές, είναι η εικόνα που προκύπτει από τα διαθέσιμα προσωρινά στοιχεία ισοζυγίου πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος. Σύμφωνα με αυτά, ο όγκος των εξαγωγών αγαθών αυξήθηκε με μέσο δωδεκάμηνο ρυθμό  $10,5\%$  στην περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 1998, ενώ είχε μειωθεί κατά  $9,8\%$  στην αντίστοιχη περίοδο του 1997.

Εξάλλου, ο όγκος των εισαγωγών αγαθών έμεινε σχεδόν στάσιμος στο ίδιο διάστημα του 1998 ( $-0,2\%$ ), ενώ είχε αυξηθεί κατά  $10,5\%$  στην αντίστοιχη περίοδο του 1997.

Η σημαντική διαφορά που εμφανίζεται στις δύο μετρήσεις της εξέλιξης των εξαγωγών το 1998 οφείλεται κυρίως σε τεχνικούς λόγους. Ενώ τα προσωρινά στοιχεία της ΕΣΥΕ για το 1998 ενδεχομένως υποεκτιμούν –μέχρι την οριστικοποίησή τους– το ύψος των εξαγωγών προς τις χώρες της ΕΕ, τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος για το σύνολο των εξαγωγών είναι βέβαιο ότι υπερεκτιμούν το ρυθμό μεταβολής έναντι του 1997: πράγματι, η σταδιακή –στη διάρκεια του 1998– εισαγωγή της νέας μεθοδολογίας για την καταγραφή των μεγεθών του ισοζυγίου πληρωμών επιτρέπει μεν την ακριβέστερη μέτρησή τους, αλλά ταυτόχρονα έχει ως αποτέλεσμα τα στοιχεία του 1998 να μην είναι απολύτως συγκρίσιμα με εκείνα των προηγούμενων ετών.

Οι ανωτέρω εξελίξεις επηρεάστηκαν από πέντε βασικούς παράγοντες: τα φαινόμενα οικονομικής κρίσης ή επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας στις χώρες με τις οποίες η Ελλάδα έχει εμπορικές συναλλαγές, την τιμολογιακή πολιτική των ελληνικών εξαγωγικών επιχειρήσεων

---

65 Συμπεριλαμβανομένων των πετρελαιοειδών.

66 Εκτός πλοίων.

67 Το τελευταίο αυτό συμπέρασμα αναφέρεται με επιφύλαξη. Συγκεκριμένα, ο υπολογισμός του όγκου των εισαγωγών έχει γίνει – λόγω έλλειψης αναλυτικών στοιχείων – με βάση τον ίδιο αποπληθωριστή (το δείκτη τιμών χονδρικής πώλησης εισαγόμενων προϊόντων) και για την ΕΕ και για τις τρίτες χώρες. Ωστόσο, ενδέχεται αυτή η “υπόθεση εργασίας” να είναι λανθασμένη και η αύξηση του αποπληθωριστή (δηλαδή των δραχμικών τιμών) για τα εισαγόμενα από τρίτες χώρες να ήταν μικρότερη, λόγω των ανταγωνιστικών υποτιμήσεων των νομισμάτων ορισμένων από τις χώρες αυτές. Σε μια τέτοια περίπτωση, η αύξηση του όγκου των εισαγωγών από τρίτες χώρες μπορεί να ήταν μεγαλύτερη από ό,τι φαίνεται στον Πίνακα XIII.



### Πίνακας XIII

#### A. Εμπορευματικές συναλλαγές (στοιχεία ΕΣΥΕ)

(Ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)

	Ιανουάριος - Σεπτέμβριος			
	1997		1998	
	Αξία σε δρχ.	Όγκος <sup>1</sup>	Αξία σε δρχ.	Όγκος <sup>1</sup>
<i>Εισαγωγές αγαθών<sup>2</sup></i>				
Από την ΕΕ	8,2	6,9	10,1	4,0
Από τρίτες χώρες	7,3	6,0	10,3	4,2
	10,2	8,9	9,8	3,7
<i>Εξαγωγές αγαθών<sup>3</sup></i>				
Προς την ΕΕ	6,4	1,8	4,2	-0,2
Προς τρίτες χώρες	3,0	-1,4	1,2	-3,0
	10,7	5,9	7,6	3,1

1 Για τον υπολογισμό του όγκου η αξία αποπληθωρίστηκε με τους δείκτες τιμών χονδρικής πώλησης εισαγόμενων και εξαγόμενων αγαθών.

2 Χωρίς πλοία.

3 Περιλαμβανομένων των πετρελαιοειδών.

**Πηγή:** Επεξεργασία στοιχείων στατιστικής εμπορευματικών συναλλαγών της ΕΣΥΕ (για το 1998 τα στοιχεία είναι προσωρινά).

#### B. Εμπορικό ισοζύγιο (στοιχεία Τράπεζας της Ελλάδος)

(Ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)

	Ιανουάριος - Αύγουστος			
	1997		1998	
	Αξία σε δρχ.	Όγκος <sup>1</sup>	Αξία σε δρχ.	Όγκος <sup>1</sup>
Εισαγωγές αγαθών (σύνολο)	11,6	10,5	5,6	-0,2
Εισαγωγές χωρίς καύσιμα	9,7	8,6	9,0	2,8
Εξαγωγές αγαθών (σύνολο)	-6,0	-9,8	15,6	10,5
Εξαγωγές χωρίς καύσιμα	-6,9	-10,6	12,1	5,1

1 Για τον υπολογισμό του όγκου η αξία αποπληθωρίστηκε με τους δείκτες τιμών χονδρικής πώλησης εισαγόμενων και εξαγόμενων αγαθών (με και χωρίς καύσιμα).

**Πηγή:** Στοιχεία στατιστικής ισοζυγίου πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος (για το 1998 τα στοιχεία είναι προσωρινά και όχι απολύτως συγκρίσιμα με εκείνα των προηγούμενων ετών).

στην περίοδο μετά την υποτίμηση, τη βραδύτερη – σε σύγκριση με το 1997 – άνοδο του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των μισθωτών, τη διατήρηση του υψηλού ρυθμού αύξησης των επενδύσεων και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.

Όπως ήδη αναφέρθηκε,<sup>68</sup> η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας (δηλαδή η μείωση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής) ήταν αποτέλεσμα όχι μόνο της υπο-

τίμησης του Μαρτίου του 1998 (της οποίας η τελική επίπτωση στη σταθμισμένη ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία ήταν μικρότερη, λόγω της ανατίμησης της δραχμής από το Μάιο και μετά), αλλά και της επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, η οποία ήταν αρκετά σημαντική και οδήγησε σε μείωση του σχετικού κόστους εργασίας. Η ευνοϊκή επίδραση

68 Βλ. παραπάνω, Ι.8.

του παράγοντα αυτού στις ελληνικές εξαγωγές αντισταθμίστηκε (πλήρως ή εν μέρει) από δύο επιδράσεις. Πρώτον, η οικονομική κρίση στη Νοτιοανατολική Ασία, την Ιαπωνία, τη Ρωσία και τη Βραζιλία οδήγησε, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ,<sup>69</sup> σε επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ. Δεύτερον, οι ελληνικές εξαγωγικές επιχειρήσεις, αφού μείωσαν, αμέσως μετά την υποτίμηση, τις τιμές τους σε ξένο νόμισμα λιγότερο από ό,τι ήταν εφικτό, στη συνέχεια τις επανέφεραν στα προ της υποτίμησης επίπεδα, προτιμώντας να διευρύνουν προσωρινά τα δραχμικά περιθώρια κέρδους τους.<sup>70</sup> Μόνο από το Σεπτέμβριο και μετά οι τιμές των εξαγόμενων προϊόντων σε ξένο νόμισμα διαμορφώθηκαν σε επίπεδα αισθητώς χαμηλότερα από ό,τι στην περίοδο πριν από την υποτίμηση.<sup>71</sup>

Εξάλλου, η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος συνέβαλε –όπως και η μεταβολή των σχετικών τιμών εισαγόμενων και εγχώρια παραγόμενων αγαθών– στην αύξηση του όγκου των εισαγωγών με χαμηλότερο ρυθμό από ό,τι το 1997 (ή ακόμη και στη μείωσή του). Εκτιμάται, όμως, ότι η επίδραση αυτή αντισταθμίστηκε, σε κάποια έκταση, από τη διατήρηση σε υψηλό επίπεδο της ζήτησης (από το δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα) για εισαγόμενα κεφαλαιακά αγαθά.

Τέλος, ενδιαφέρον παρουσιάζει η εξέλιξη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε δολάρια, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος για το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 1998.<sup>72</sup> Στο διάστημα αυτό, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εμφανίζεται μειωμένο κατά 1.470 εκατ. δολ. σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους ή κατά 1,2 εκατοστιαία μονάδα ως ποσοστό του ΑΕΠ

(Ιανουάριος-Αύγουστος 1998: 2,4%, Ιανουάριος-Αύγουστος 1997: 3,6%). Η εξέλιξη αυτή προέρχεται σε μεγάλο βαθμό από τη μείωση του ισοζυγίου καυσίμων κατά 625 εκατ. δολ. και από την αύξηση των καθαρών μεταβιβάσεων από την Ευρωπαϊκή Ένωση κατά 595 εκατ. δολάρια. Επίσης, η ορθότερη καταγραφή των συναλλαγών με τη νέα μεθοδολογία αντανακλάται, μεταξύ άλλων, στη μεγάλη αύξηση της εισροής ταξιδιωτικού συναλλάγματος (με παράλληλη μείωση των συνδεδεμένων με αυτή την κατηγορία κονδυλίων “αναλήψεις καταθέσεων μη κατοίκων” και “λοιποί άδηλοι πόροι”).<sup>73</sup>

---

## 1.10 Αξιολόγηση της νομισματικής πολιτικής το 1998

Το συμπέρασμα από τη μελέτη των στοιχείων και των εξελίξεων που εκτέθηκαν παραπάνω είναι ότι η νομισματική πολιτική επέτυχε τους βασικούς στόχους της κατά το 1998. Οι πληθωριστικές πιέσεις που εμφανίστηκαν μετά την υποτίμηση του Μαρτίου σύντομα υποχώρησαν και από τον Ιούνιο ο πληθωρισμός ακολούθησε πτωτική τάση, η οποία έγινε εντονότερη προς το τέλος του έτους. Η συμμετοχή της δραχμής

---

69 Βλ. ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, Δεκέμβριος 1998.

70 Βλ. και Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική: Ενδιάμεση Έκθεση 1998*, Νοέμβριος 1998, σελ. 31.

71 Υπολογίζεται ότι ο μέσος δωδεκάμηνος ρυθμός μείωσης των τιμών των εξαγομένων σε ξένο νόμισμα ήταν μόνο 1,8% στην περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 1998, ενώ στο τελευταίο τρίμηνο του έτους ήταν 5,6%.

72 Βλ. Πίνακα 5 του στατιστικού παραρτήματος.

73 Είναι χαρακτηριστικό ότι στο οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 1998 η εισροή ταξιδιωτικού συναλλάγματος εμφανίζεται αυξημένη κατά 30,4% σε δολάρια, κατά 42,9% σε δραχμές τρέχουσας αγοραστικής δύναμης και κατά 36,1% σε σταθερές δραχμές του 1994. Ωστόσο, στην ίδια περίοδο ο αριθμός ξενοδοχειακών διανυκτερεύσεων των αλλοδαπών αυξήθηκε με μέσο ρυθμό 6,7%, έναντι 14,5% στην αντίστοιχη περίοδο του 1997, ενώ για τις αφίξεις τουριστών τα διαθέσιμα στοιχεία είναι ανεπαρκή. Σύμφωνα, πάντως, με εκτιμήσεις του ΕΟΤ, η συνολική αύξηση της τουριστικής κίνησης το 1998 ήταν της τάξεως του 12%.

στον ΜΣΙ υπήρξε επιτυχής και η ισοτιμία της παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα κατά τη διάρκεια του έτους, εξέλιξη η οποία θεωρείται συνεπής με την ικανοποίηση του σχετικού κριτηρίου της Συνθήκης που απαιτεί διατήρηση της συναλλαγματικής σταθερότητας.

Η νομισματική επέκταση επιβραδύνθηκε και διαμορφώθηκε εντός των ορίων της πρόβλεψης, ενώ συγκρατήθηκε και ο ρυθμός ανόδου ευρύτερων δεικτών ρευστότητας της οικονομίας. Η συνολική πιστωτική επέκταση παρουσίασε μικρή μόνο επιβράδυνση έναντι του 1997, κυρίως λόγω της μεγάλης συμμετοχής των μη κατοίκων στη χρηματοδότηση του ελλείμματος του Δημοσίου, η οποία εμπόδισε τον περιορισμό της πιστωτικής επέκτασης προς το δημόσιο τομέα. Εξάλλου, με εξαίρεση ορισμένες κατηγορίες δανείων, μικρή επιβράδυνση σημειώθηκε και στην πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα.

Η επιτυχής συμμετοχή της δραχμής στον ΜΣΙ το Μάρτιο 1998 βελτίωσε σημαντικά τις συνθήκες στις αγορές χρήματος, συναλλάγματος και κεφαλαίων κατά τη διάρκεια του έτους. Το γεγονός αυτό μετέβαλε ουσιωδώς το πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής και, σε συνδυασμό με την ασκηθείσα γενικότερη οικονομική πολιτική της κυβέρνησης, προφύλαξε

και προφύλαξε τη δραχμή από τις επιδράσεις που δεχόταν στο παρελθόν εξαιτίας διεθνών νομισματικών αναταραχών.

Η νομισματική πολιτική παρέμεινε σταθερά προσανατολισμένη στην επίτευξη του στόχου για τον πληθωρισμό, διατηρώντας αναλλοίωτο τον αντιπληθωριστικό της χαρακτήρα, όπως προκύπτει από την εξέλιξη των πραγματικών επιτοκίων και της ισοτιμίας της δραχμής. Παράλληλα σημειώθηκε αύξηση του εθνικού προϊόντος με ρυθμό υψηλότερο από ό,τι στα προηγούμενα έτη. Κατά τη διάρκεια όμως του έτους η νομισματική πολιτική αντιμετώπισε δυσχερείς καταστάσεις, οι οποίες συνδέονταν εν μέρει με την αστάθεια του διεθνούς περιβάλλοντος και εν μέρει με τις επιπτώσεις από την απελευθέρωση του πιστωτικού συστήματος και τις έντονα ανταγωνιστικές συνθήκες που επικρατούν. Εκτιμάται ότι η αυξημένη κινητικότητα και αναδιάρταξη που παρατηρείται στο τραπεζικό σύστημα συνέβαλε στην ταχεία άνοδο των τραπεζικών πιστώσεων, παρά το σχετικά υψηλό πραγματικό κόστος της χρηματοδότησης. Πάντως, η νομισματική πολιτική συνέβαλε σημαντικά στη μείωση του πληθωρισμού το 1998 και δημιούργησε κατάλληλες συνθήκες για την επίτευξη του στόχου για τον πληθωρισμό μέχρι το τέλος του 1999.



## II. Στόχοι και στρατηγική της νομισματικής πολιτικής το 1999

---

### II.1 Διεθνές οικονομικό περιβάλλον

Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και ιδιαίτερα οι οικονομικές εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση επηρεάζουν σημαντικά τις εγχώριες οικονομικές συνθήκες και την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

Σύμφωνα με τις τελευταίες προβλέψεις (Δεκέμβριος 1998) του ΟΟΣΑ, ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ το 1999 αναμένεται να παραμείνει ο ίδιος (1999: 2,1%, 1998: 2,0%), ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση αναμένεται επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας (1999: 2,2%, 1998: 2,8%). Οι προβλέψεις αυτές αντανακλούν κυρίως τις επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοοικονομικής αναταραχής το 1998 καθώς και τη συνεχιζόμενη στο τρέχον έτος αβεβαιότητα ως προς την ανάκαμψη στις αναδυόμενες χώρες. Ειδικότερα, η κρίση στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας, την Ιαπωνία, τη Ρωσία και τη Βραζιλία έχει οδηγήσει σε περιορισμό της εξαγωγικής δραστηριότητας των χωρών της ΕΕ και σε χειροτέρευση του επιχειρηματικού κλίματος. Πράγματι, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή,<sup>74</sup> το 1999 προβλέπεται σημαντική πτώση του ρυθμού ανόδου των επενδύσεων σε εξοπλισμό στην Ευρωπαϊκή Ένωση, καθώς και μικρή επιβράδυνση της ιδιωτικής κατανάλωσης, παρά το γεγονός ότι ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών παραμένει σε υψηλά επίπεδα, ενώ αναμένεται ότι η απασχόληση θα αυξηθεί κατά περίπου 1% και το ποσοστό ανεργίας θα μειωθεί στο 9,5% από 10% το 1998. Η εκτιμώμενη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ιδιαίτερα στη ζώνη του ευρώ, επιβεβαιώνεται από πολλές πρόσφατες ενδείξεις, οι οποίες οδηγούν στο συμπέρασμα ότι ο ρυθμός ανόδου

---

74 Προβλέψεις Φεβρουαρίου 1999.

του ΑΕΠ στην Ευρωπαϊκή Ένωση μπορεί τελικά να αποδειχθεί ακόμη μικρότερος από τις ανωτέρω προβλέψεις.

Στις ΗΠΑ αναμένεται σημαντική διεύρυνση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου και επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ το 1999, ο οποίος όμως, σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις, θα διαμορφωθεί σε 2,5% περίπου. Επίσης, προβλέπεται ανάκαμψη ορισμένων οικονομιών της Ανατολικής Ασίας που επλήγησαν σοβαρότερα από την κρίση κατά τα δύο προηγούμενα έτη, καθώς και ότι η οικονομική δραστηριότητα στην Ιαπωνία θα παραμείνει σχεδόν στάσιμη.

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού, μετρούμενος με βάση τον αποπληθωριστή της ιδιωτικής κατανάλωσης, εκτιμάται από τον ΟΟΣΑ ότι θα επιβραδυνθεί στο σύνολο των χωρών του ΟΟΣΑ στο 2,5% (από 3,3% το 1998) και ότι στην ΕΕ θα παραμείνει χαμηλός στο 1,7% (έναντι 1,5% το 1998). Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα εκτιμά, ότι, βραχυπρόθεσμα τουλάχιστον, δεν πρόκειται να εκδηλωθούν έντονες ανοδικές ή καθοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ.

Στη διατήρηση του πληθωρισμού σε χαμηλό επίπεδο στην ΕΕ συμβάλλουν η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, η ευνοϊκή εξέλιξη των τιμών των εισαγόμενων πρώτων υλών και εμπορευμάτων, καθώς και η προβλεπόμενη συγκρατημένη άνοδος του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Όσον αφορά τη δημοσιονομική κατάσταση στις χώρες της ΕΕ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προβλέπει ότι κατά το 1999 το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης θα μειωθεί ελαφρά ως ποσοστό του ΑΕΠ (έναντι 1,5%<sup>75</sup> το 1998). Ειδικότερα, εκτιμάται ότι ο λόγος των δαπανών της γενικής

κυβέρνησης προς το ΑΕΠ θα μειωθεί περαιτέρω, ενώ ο αντίστοιχος λόγος των εσόδων θα παραμείνει σταθερός. Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα μειωθεί περαιτέρω σε 69,1%.

Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αναμένεται να μειωθούν το 1999. Ειδικότερο ενδιαφέρον για την Ελλάδα έχει η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, εφόσον η σύγκλιση προς τη ζώνη αυτή είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την επίτευξη του στόχου της ένταξης.

Με ανακοινώσεις της τον Οκτώβριο και το Δεκέμβριο του 1998, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) προσδιόρισε τα κύρια στοιχεία της στρατηγικής της. Η στρατηγική αυτή αποσκοπεί στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ, η οποία ορίστηκε ποσοτικά ως ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου ΔTK με ρυθμό χαμηλότερο του 2%. Σύμφωνα με τη Συνθήκη του Μάαστριχτ, η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών αποτελεί τον πρωταρχικό σκοπό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ).

Η στρατηγική της ΕΚΤ δίνει έμφαση στην εξέλιξη της ποσότητας χρήματος με ευρεία έννοια (M3) ως δείκτη των νομισματικών συνθηκών, παράλληλα όμως η αξιολόγηση των προοπτικών για τις τιμές και τους κινδύνους που ενδέχεται να απειλήσουν τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ βασίζεται σε ένα ευρύ φάσμα οικονομικών δεικτών, όπως π.χ. η συναλλαγματική ισοτιμία, η καμπύλη αποδόσεων, δείκτες δημοσιονομικής πολιτικής, και διάφοροι δείκτες κόστους.<sup>76</sup>

<sup>75</sup> Εκτίμηση Eurostat (8.3.1999).

<sup>76</sup> Βλ. *Μηνιαίο Δελτίο ΕΚΤ*, ελληνική έκδοση, Ιανουάριος 1999, σελ. 57.

Η ΕΚΤ ανακοίνωσε τιμή αναφοράς 4,5% για την ετήσια αύξηση του Μ3, η οποία εκτιμήθηκε ως συνεπής με τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα. Πρέπει να επισημανθεί ότι ο σημαντικός ρόλος που δίνει η ΕΚΤ στην εξέλιξη της ποσότητας χρήματος ως δείκτη της νομισματικής πολιτικής αντανακλά το γεγονός ότι η ζώνη του ευρώ αποτελεί στο σύνολό της μια σχετικά κλειστή οικονομία και ότι, επιπλέον, η ΕΚΤ δεν δεσμεύεται να διατηρήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι των άλλων νομισμάτων μέσα σε συγκεκριμένα όρια.

---

## II.2 Ο στόχος για τον πληθωρισμό και το σχετικό κριτήριο σύγκλισης

Πρωταρχικός σκοπός της νομισματικής πολιτικής που ασκεί η Τράπεζα της Ελλάδος είναι, όπως έχει ήδη επισημανθεί, η επίτευξη και διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών, δηλαδή αύξηση των τιμών που δεν υπερβαίνει το 2%. Ο σκοπός αυτός πρέπει να επιτευχθεί εγκαίρως εντός του 1999, προκειμένου ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού να διαμορφωθεί σε επίπεδο που να ικανοποιεί το σχετικό κριτήριο σύγκλισης της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Επιπλέον, επειδή η σταθερότητα των τιμών πρέπει να διασφαλιστεί σε μόνιμη βάση, ο πληθωρισμός πρέπει να παραμείνει στο ίδιο χαμηλό επίπεδο και στο μέλλον, ιδιαίτερα το έτος 2000, έτσι ώστε να διατηρηθεί η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας μετά την ένταξη της χώρας στη νομισματική ένωση.

Πριν εξεταστούν οι προοπτικές για την επίτευξη σταθερότητας των τιμών στην Ελλάδα εντός του 1999, είναι χρήσιμο να διερευνηθεί η πιθανή διαμόρφωση της τιμής αναφοράς του κριτηρίου σύγκλισης στις αρχές του έτους 2000, όταν θα αξιολογηθεί η ελληνική οικονομία. Όπως ήδη αναφέρθηκε στο Πλαίσιο 1 (σελ. 31), εάν η αξιο-

λόγηση της οικονομίας ενός κράτους-μέλους της ΕΕ γινόταν εφέτος τον Ιανουάριο, η τιμή του κριτηρίου σύγκλισης θα ήταν 2,2% (εφόσον ο μέσος όρος του μέσου πληθωρισμού, στη διάρκεια του 1998, των τριών χωρών με την καλύτερη επίδοση ήταν 0,7%).<sup>77</sup> Ωστόσο, η τάση του πληθωρισμού στις χώρες της ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ ήταν πτωτική στη διάρκεια του 1998, με αποτέλεσμα ο πληθωρισμός το Δεκέμβριο του 1998 να είναι χαμηλότερος από το μέσο όρο ολόκληρου του έτους. Η συνέχιση αυτής της τάσης, όμως, δεν πρέπει να θεωρείται δεδομένη.

Πράγματι, δεν είναι βέβαιο πώς θα επηρεάσουν οι οικονομικές εξελίξεις τον πληθωρισμό στην ΕΕ. Συγκεκριμένα, τυχόν περαιτέρω πτώση των τιμών βασικών εμπορευμάτων στην παγκόσμια αγορά θα επηρεάσει τις τιμές εισαγομένων και μπορεί να οδηγήσει ακόμη και σε φαινόμενα αποπληθωρισμού στις άλλες χώρες της ΕΕ<sup>78</sup> (ταυτόχρονα, όμως, θα συμβάλει σε μείωση του πληθωρισμού στην Ελλάδα). Ωστόσο, θεωρείται πιθανότερο ότι η πτώση των τιμών των εμπορευμάτων αυτών στην παγκόσμια αγορά θα είναι μικρότερη από ό,τι το 1998 ή θα ανακοπεί. Μια τέτοια εξέλιξη, καθώς και η διαφαινόμενη ένταση των μισθολογικών διεκδικήσεων σε ορισμένες χώρες της ΕΕ (π.χ. στη Γερμανία) και η ενδεχόμενη ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης μέσω της δημοσιονομικής πολιτικής<sup>79</sup>

---

<sup>77</sup> Αξίζει να σημειωθεί ότι, σύμφωνα με τις περυσινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Μάρτιος 1998), ο μέσος όρος της μέσης ετήσιας μεταβολής του ΕνΔΤΚ στις τρεις χώρες με την καλύτερη επίδοση αναμενόταν να διαμορφωθεί σε αισθητά υψηλότερο επίπεδο το 1998 (1,2%).

<sup>78</sup> Είναι χαρακτηριστικό ότι, σύμφωνα με εκτιμήσεις της Eurostat, οι τιμές παραγωγού στον ευρύτερο βιομηχανικό τομέα (εκτός κατασκευών) της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν κατά 2,5% μεταξύ Δεκεμβρίου 1997 και Δεκεμβρίου 1998, ενώ ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής των τιμών αυτών είναι σταθερά αρνητικός από το Μάιο του 1998 και μετά (βλ. Δελτίο Τύπου της Eurostat, 23.2.1999).

<sup>79</sup> Πάντως, σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις της Eurostat (8.3.1999), το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε από 2,5% του ΑΕΠ το 1997 στο 2,1% το 1998, ενώ προβλέπεται να μειωθεί περαιτέρω εφέτος.

(αλλά πάντως εντός των ορίων που τίθενται από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης), μπορεί να οδηγήσουν σε αύξηση του πληθωρισμού στις ίδιες χώρες από την άνοξη και μετά. Σύμφωνα με ορισμένες προβλέψεις, ενδέχεται να προκύψει μικρή αύξηση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού το 1999 σε σύγκριση με το 1998. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι, σύμφωνα με τις προβλέψεις του Οκτωβρίου 1998 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, των οποίων αναμένεται η αναθεώρηση προς τα κάτω, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός (μετρούμενος βάσει του ΕνΔΤΚ) θα αυξηθεί το 1999 κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας στη ζώνη του ευρώ και κατά 0,3 της εκατοστιαίας μονάδας στις τρεις χώρες με την καλύτερη επίδοση. Υπάρχουν, όμως και άλλες, πιο πρόσφατες προβλέψεις, σύμφωνα με τις οποίες ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ θα μειωθεί ελαφρά (κατά 0,1-0,2 της εκατοστιαίας μονάδας). Με βάση αυτό το φάσμα προβλέψεων, η τιμή αναφοράς του κριτηρίου σύγκλισης (για το μέσο ετήσιο πληθωρισμό) ενδέχεται να διαμορφωθεί σε 2,0-2,5%, εφόσον υπολογιστεί με την ίδια μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε για την αξιολόγηση των πρώτων ένδεκα χωρών.

Πρέπει, όμως, να σημειωθεί ότι η Συνθήκη, ενώ ήταν πολύ ακριβής ως προς τα κριτήρια τα οποία επρόκειτο να εφαρμοστούν κατά την αξιολόγηση των χωρών της πρώτης ομάδας που θα αποτελούσαν τη νομισματική ένωση, δεν είναι εξίσου ακριβής όσον αφορά την ερμηνεία των κριτηρίων για την αξιολόγηση νέων κρατών-μελών που επιθυμούν να προσχωρήσουν αργότερα στην ήδη υπάρχουσα ένωση (π.χ. εάν οι τρεις χώρες με την καλύτερη επίδοση θα είναι από την ομάδα των ένδεκα ή των δεκαπέντε χωρών). Αυτά τα θέματα αναμένεται να τεθούν προς συζήτηση εν όψει αξιολόγησης νέων υποψήφιων μελών.

Οι αβεβαιότητες που αναφέρθηκαν όσον αφορά την εξέλιξη του πληθωρισμού στην ΕΕ αλλά και την ερμηνεία του κριτηρίου σύγκλισης συνεπάγονται ότι, σε κάθε περίπτωση, η αντιπληθωριστική πολιτική πρέπει να προβλέπει επαρκή “περιθώρια ασφαλείας”. Η Τράπεζα της Ελλάδος, πάντως, εκτιμά ότι ο πληθωρισμός (όπως μετρείται με τον ΔΤΚ) θα υποχωρήσει σε επίπεδο γύρω στο 2% το αργότερο έως τα μέσα του έτους. Στη συνέχεια, ο πληθωρισμός θα πρέπει να διατηρηθεί σε επίπεδο κάτω του 2%, κατά μέσο όρο, εξέλιξη που θα είναι συνεπής με την ικανοποίηση του κριτηρίου σύγκλισης.

---

### II.3 Στρατηγική και πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής

Το πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής κατά το τρέχον έτος υπαγορεύεται από τη συμμετοχή της δραχμής στον ΜΣΙ II (βλ. Πλαίσιο 3 στη σελ. 58). Δύο είναι τα στοιχεία που χαρακτηρίζουν τη συμμετοχή της δραχμής στον ΜΣΙ II: η κεντρική ισοτιμία της έναντι του ευρώ και το περιθώριο διακύμανσης. Συγκεκριμένα, η ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ II έγινε με κεντρική ισοτιμία 353,109 δραχμές/ευρώ και με τα κανονικά περιθώρια διακύμανσης +/-15%.<sup>80</sup> Επειδή η νομισματική πολιτική δίνει προτεραιότητα στην επίτευξη του στόχου για τον πληθωρισμό, η δραχ-

---

<sup>80</sup> Η δραχμή δεν εντάχθηκε στο νέο μηχανισμό με κεντρική ισοτιμία 357 δραχμές/ECU, που ίσχυε στον ΜΣΙ, παρά το ότι η σχέση μετατροπής του ECU σε ευρώ ήταν 1:1, όπως προβλέπεται από τη Συνθήκη του Μάαστριχτ. Η διαφορά αυτή (της κεντρικής ισοτιμίας της δραχμής) αντανάκλα το γεγονός ότι οι κεντρικές ισοτιμίες, έναντι του ευρώ, των νομισμάτων που μετέχουν στον ΜΣΙ II υπολογίστηκαν μέσω του συντελεστή μετατροπής του γερμανικού μάρκου σε ευρώ, ώστε να διατηρηθούν αμετάβλητες οι διμερείς κεντρικές ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων αυτών οι οποίες είχαν καθοριστεί στις 16 Μαρτίου 1998. Το ECU όμως υποτιμήθηκε έναντι του γερμανικού μάρκου στο διάστημα από 16 Μαρτίου 1998 έως 31 Δεκεμβρίου 1998, εξαιτίας της εξασθένησης της αγγλικής λίρας, η οποία συμμετείχε στο καλάθι του ECU.



μή μπορεί να διατηρηθεί για ένα χρονικό διάστημα ανατιμημένη σε σχέση με την κεντρική της ισοτιμία έναντι του ευρώ. Μεσοπρόθεσμα όμως, με την υποχώρηση του πληθωρισμού και των επιτοκίων, η ισοτιμία της δραχμής έναντι του ευρώ θα τείνει προς την κεντρική της ισοτιμία και θα συγκλίνει σταδιακά προς αυτή έως το τέλος του 2000, χωρίς να είναι δυνατό να προσδιοριστεί εκ των προτέρων με ακρίβεια η πορεία αυτής της προσέγγισης.

Για την αξιολόγηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής, η Τράπεζα της Ελλάδος βασίζεται σε μια σειρά δεικτών, οι οποίοι παρέχουν πληροφόρηση σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν άμεσα ή έμμεσα την εξέλιξη του πληθωρισμού, ειδικότερα του πυρήνα του πληθωρισμού. Μεταξύ αυτών περιλαμβάνονται και δείκτες του ρυθμού ανόδου της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια, της ρευστότητας της οικονομίας και των τραπεζικών πιστώσεων. Εξαιτίας της αστάθειας που έχει παρατηρηθεί στη σχέση αυτών των νομισματικών μεγεθών προς το ΑΕΠ λόγω της εμφάνισης χρηματοοικονομικών καινοτομιών και της πλήρους ελευθερίας στην κίνηση κεφαλαίων από και προς το εξωτερικό, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει προσδιορίσει πρόσφατα ένα νέο μέγεθος ρευστότητας, το M4N,<sup>81</sup> το οποίο θεωρεί ως πιο κατάλληλο δείκτη των νομισματικών συνθηκών, επειδή έχει σταθερότερη σχέση με το ΑΕΠ. Προβλέπεται ότι το 1999 αυτός ο διευρυμένος δείκτης ρευστότητας θα αυξηθεί μεταξύ 7-9%. Επίσης προβλέπεται ότι με τον ίδιο ρυθμό, 7-9%, θα αυξηθεί και το σύνολο των τραπεζικών πιστώσεων προς το δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας. Εκτιμάται ότι η προβλεπόμενη επιβράδυνση, κατά δύο εκατοστιαίες μονάδες έναντι του 1998, των ρυθμών αύξησης των δύο αυτών μεγεθών είναι συνεπής μεσοπρόθεσμα με την επιδιωκόμενη αποκλιμάκωση του πληθωρι-

σμού. Επισημαίνεται ότι οι εκτιμήσεις αυτές δεν αποτελούν ενδιάμεσους στόχους της νομισματικής πολιτικής αλλά ενδεικτικές προβλέψεις, που βασίζονται σε ορισμένες υποθέσεις σχετικά με την εισοδηματική ταχύτητα κυκλοφορίας του M4N, το ύψος των δανειακών αναγκών του δημόσιου τομέα και τον τρόπο χρηματοδότησής τους. Συνεπώς, η Τράπεζα της Ελλάδος δεν θα προσαρμόζει αυτόματα τα μέσα άσκησης πολιτικής όταν παρατηρούνται αποκλίσεις των ρυθμών ανόδου των ανωτέρω νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών από τις ενδεικτικές προβλέψεις. Η Τράπεζα θα αναλύει προσεκτικά τα αίτια και τη φύση αυτών των αποκλίσεων και θα αξιολογεί τις συνέπειές τους για την εξέλιξη του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα, εξετάζοντας παράλληλα, όπως και κατά το παρελθόν, και άλλους δείκτες που παρέχουν πληροφόρηση σχετικά με τις συνθήκες στην αγορά εργασίας, το βαθμό χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού και τη διαμόρφωση της συνολικής προσφοράς και ζήτησης.

Η πολιτική επιτοκίων, πέραν της βασικής επιδίωξης για παγίωση της πτωτικής πορείας του πληθωρισμού, θα αποβλέπει και στον περιορισμό μεγάλων διακυμάνσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας, εξασφαλίζοντας την ομαλή συμμετοχή της δραχμής στον ΜΣΙ ΙΙ. Επίσης, μεταξύ των παραγόντων οι οποίοι θα λαμβάνονται υπόψη κατά τη διαμόρφωση της πολιτικής επιτοκίων, περιλαμβάνεται και η πρόοδος που θα σημειώνεται στη συγκράτηση της πιστωτικής επέκτασης.

Πρέπει να τονιστεί ότι η συγκράτηση της πιστωτικής επέκτασης είναι ιδιαίτερα δύσκολη υπό τις σημερινές συνθήκες. Η πιστωτική επέκταση των τραπεζών προς το δημόσιο τομέα

---

<sup>81</sup> Το νομισματικό αυτό μέγεθος ορίζεται στο τμήμα 1.5.

επηρεάζεται από τη μεγάλη ζήτηση για τίτλους του Δημοσίου από ξένους επενδυτές, οι οποίοι χρηματοδοτούνται σε σημαντικό βαθμό από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα. Επιπλέον ο έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών για την αύξηση των μεριδίων τους στην αγορά, σε συνδυασμό με την προοπτική σημαντικής μείωσης των επιτοκίων μέχρι το τέλος του 2000, δημιουργεί κίνητρα αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα τόσο

από την πλευρά της ζήτησης όσο και από την πλευρά της προσφοράς. Αυτό συμβαίνει επειδή οι δανειζόμενοι, έστω και αν επιβαρύνονται με υψηλά επιτόκια, προσδοκούν ότι σύντομα θα μειωθούν. Από την πλευρά τους, οι τράπεζες μειώνουν σχετικά γρήγορα τα επιτόκιά τους, περιορίζοντας βραχυπρόθεσμα τα περιθώριά τους, επειδή αναμένουν ουσιαστικό περιορισμό του κόστους των καταθέσεων μέχρι το τέλος του 2000.

### ΠΛΑΙΣΙΟ 3

#### Ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (ΜΣΙ II)

Ο ΜΣΙ II διαδέχθηκε από την 1η Ιανουαρίου 1999 το Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών, που λειτούργησε από το 1979. Ο ΜΣΙ II συνδέει τα νομίσματα των κρατών-μελών της ΕΕ που δεν συμμετέχουν στη Νομισματική Ένωση από την έναρξή της, δηλ. από την 1η Ιανουαρίου 1999, με το νόμισμα της Νομισματικής Ένωσης, το ευρώ.

Η συμμετοχή στον ΜΣΙ II των κρατών-μελών της ΕΕ που παραμένουν εκτός ζώνης ευρώ δεν είναι υποχρεωτική. Όμως, η συμμετοχή στον ΜΣΙ II κρίνεται αναγκαία προϋπόθεση για την ικανοποίηση του κριτηρίου της συναλλαγματικής σταθερότητας. Η Ελλάδα και η Δανία συμμετέχουν ήδη από την 1η Ιανουαρίου 1999 στον ΜΣΙ II, σε αντίθεση με τη Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Η κεντρική ισοτιμία, με την οποία εντάχθηκε η δραχμή στον ΜΣΙ II, ορίστηκε στις 353,109 δραχμές ανά ευρώ.

Ο ΜΣΙ II αποσκοπεί στη διατήρηση σχετικά σταθερών έναντι του ευρώ των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων των κρατών-μελών της ΕΕ που δεν συμμετέχουν στη Νομισματική Ένωση. Αυτό θεωρείται απαραίτητο προκειμένου να μη διαταράσσεται η ομαλή λειτουργία της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς λόγω αιφνιδίων μεταβολών της ανταγωνιστικότητας. Τις μεταβολές αυτές μπορούν να προκαλέσουν τυχόν απότομες διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ του ευρώ και άλλων νομι-

σμάτων της ΕΕ, επηρεάζοντας, τελικά, αρνητικά τις επενδύσεις, την ανάπτυξη και την απασχόληση στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Η συμμετοχή στον ΜΣΙ II βοηθεί ώστε η οικονομική πολιτική στα κράτη-μέλη της ΕΕ που δεν υιοθέτησαν το ευρώ να παραμείνει προσανατολισμένη προς τη σταθερότητα, προκειμένου να συνεχιστούν επιτυχώς οι προσπάθειες αυτών των χωρών να συγκλίνουν και να γίνουν σύντομα μέλη της ζώνης του ευρώ.

Τα λειτουργικά χαρακτηριστικά του ΜΣΙ II συμβάλλουν στην αντιμετώπιση των αδικαιολόγητων βραχυπρόθεσμων κερδοσκοπικών πιέσεων που ενίοτε εκδηλώνονται στις συναλλαγματικές αγορές. Ειδικότερα:

- Για κάθε νόμισμα που συμμετέχει στον ΜΣΙ II ορίζεται μια κεντρική ισοτιμία έναντι του ευρώ. Κατ' αυτόν τον τρόπο, το ευρώ ευρίσκεται στο "κέντρο" του συστήματος και αποτελεί το νόμισμα αναφοράς.
- Γύρω από τις κεντρικές ισοτιμίες τίθενται ευρέα κανονικά περιθώρια διακύμανσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας +/- 15%.
- Για να διασφαλιστεί ότι η συναλλαγματική ισοτιμία θα παραμένει διαρκώς μέσα στα όρια διακύμανσης, μπορούν να λαμβάνουν χώρα αυτόματα, δηλαδή χωρίς την ανάγκη διαβουλεύσεων, παρεμβάσεις στις συναλλαγματικές αγορές με απεριόριστο όγκο, μόλις η συναλλαγματική ισοτιμία φθάσει τα όρια του +/-15%. Η χρηματοδότησή τους είναι απεριόριστη →

→ και γίνεται μέσω του Μηχανισμού Πολύ Βραχυπρόθεσμης Χρηματοδότησης.

Υπάρχει επίσης η δυνατότητα συντονισμένων παρεμβάσεων στις συναλλαγματικές αγορές εντός των περιθωρίων +/-15%. Αναμένεται όμως και κατάλληλη χρησιμοποίηση των επιτοκίων, εκ μέρους των εθνικών κεντρικών τραπεζών των οποίων τα νομίσματα είναι συνδεδεμένα με το ευρώ, για την αποτελεσματικότερη στήριξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας εντός των περιθωρίων διακύμανσης.

Ο ΜΣΙ ΙΙ χαρακτηρίζεται από ευελιξία, καθώς προβλέπεται ότι τα νομίσματα κρατών-μελών που έχουν επιτύχει αξιοσημείωτη πρόοδο ως προς τη σύγκλιση θα είναι δυνατό να συνδεθούν στενότερα με το ευρώ με τη θέσπιση μικρότερων από τα κανονικά περιθωρίων διακύμανσης και υποχρέωσης αυτόματων και απεριόριστων παρεμβάσεων στις αγορές για τη στήριξη των εν λόγω νομισμάτων, καθώς και με την παροχή της αναγκαίας χρηματοδότησης για τις

παρεμβάσεις. Σ' αυτά τα πλαίσια, οι αρχές της Δανίας αποφάσισαν ότι η κορώνα θα κυμαίνεται μεταξύ στενότερων περιθωρίων +/-2,25%.

Καθώς (α) οι κεντρικές ισοτιμίες στον ΜΣΙ ΙΙ ορίζονται έναντι του ευρώ και δεν υφίσταται πλέγμα συναλλαγματικών ισοτιμιών, όπως στον αρχικό Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών, (β) προσαρμογές της πολιτικής με σκοπό τη στήριξη των συναλλαγματικών ισοτιμιών, π.χ. σε περίπτωση εντάσεων στις αγορές, αναμένονται από τα κράτη-μέλη εκτός ζώνης ευρώ και όχι από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, και (γ) η ΕΚΤ διατηρεί το δικαίωμα διακοπής των συναλλαγματικών παρεμβάσεων, προκύπτει σαφώς ότι ο ΜΣΙ ΙΙ χαρακτηρίζεται από ασυμμετρία (παρά το ότι οι αποφάσεις για τις κεντρικές ισοτιμίες και τα περιθώρια διακύμανσης λαμβάνονται από κοινού). Με τον τρόπο αυτό, ο Μηχανισμός επιδιώκει την προώθηση της σύγκλισης των κρατών-μελών που δεν συμμετέχουν στην ΟΝΕ, με στόχο την πλήρη νομισματική ενοποίηση με το ευρώ.

#### II.4 Οι προοπτικές του πληθωρισμού και οι παράγοντες που τις επηρεάζουν

Οι προοπτικές υποχώρησης και διατήρησης του πληθωρισμού σε επίπεδο που θα ικανοποιεί το κριτήριο σύγκλισης περίπου ένα χρόνο από σήμερα (όπως το επίπεδο αυτό προσδιορίστηκε στην τελευταία παράγραφο του τμήματος II.2), είναι κατ' αρχήν ευνοϊκές, αλλά θα επηρεαστούν από διάφορους παράγοντες και από την πολιτική που θα ασκηθεί, όπως εξηγείται αναλυτικότερα στη συνέχεια.

Συγκεκριμένα, ο μετρούμενος βάσει του ΔΤΚ πληθωρισμός υποχώρησε στο 3,7% το Φεβρουάριο (από 3,9% το Δεκέμβριο), ενώ ο "πυρήνας" του πληθωρισμού, δηλαδή ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής του ΔΤΚ χωρίς νωπά σπωροκηπευτικά και καύσιμα επιβραδύνθηκε σε 4,5% από 4,9%.<sup>82</sup> Επίσης, τον Απρίλιο ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει κατά μία περίπου εκα-

τοστιαία μονάδα, κυρίως λόγω της εξάντλησης των επιπτώσεων της υποτίμησης στο δωδεκάμηνο ρυθμό μεταβολής του ΔΤΚ. Εξάλλου, όπως ήδη αναφέρθηκε (βλ. παραπάνω, I.7), οι πληθωριστικές προσδοκίες των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών χαρακτηρίζονταν από πτωτική τάση στα τέλη του προηγούμενου έτους (αν και είναι ανησυχητικό ότι οι προσδοκίες των επιχειρήσεων, σύμφωνα με τις έρευνες συγκυρίας του IOBE, σημείωσαν μικρή άνοδο τους πρώτους δύο μήνες του 1999). Το σημαντικότερο, όμως, είναι ότι οι περισσότεροι παράγοντες που συνέβαλαν στην αντιστάθμιση των πληθωριστικών επιπτώσεων της υποτίμησης και στην τελική επιβράδυνση του πληθωρισμού το 1998 θα συνεχίσουν να δρουν

<sup>82</sup> Ωστόσο, κατά σημαντικό μέρος (0,17 της εκατοστιαίας μονάδας), η επιβράδυνση αυτή οφειλόταν στη μείωση του ΦΠΑ στο ηλεκτρικό ρεύμα, που είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση των τιμολογίων της ΔΕΗ κατά 8,4%. Για το λόγο αυτό, ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης του ΔΤΚ χωρίς νωπά σπωροκηπευτικά, καύσιμα και τιμολόγια των ΔΕΚΟ επιβραδύνθηκε λιγότερο (στο 4,8% τον Φεβρουάριο, από 5,0% το Δεκέμβριο).

και εφέτος σε αντιπληθωριστική κατεύθυνση. Ειδικότερα:

— Η νομισματική πολιτική, όπως ήδη προσδιορίστηκε αναλυτικά στο τμήμα II.3, θα διατηρήσει τον αντιπληθωριστικό της χαρακτήρα.

— Ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει εφέτος σε επίπεδο κάτω του 2% στο σύνολο της οικονομίας και θα παραμείνει χαμηλός (1% περίπου) στη μεταποίηση (βλ. Πίνακα ΙΧ στη σελ. 35). Πράγματι, ο κρατικός προϋπολογισμός προβλέπει ότι θα επιβραδυνθεί σημαντικά ο ρυθμός αύξησης των δαπανών προσωπικού του Δημοσίου, ενώ στον ιδιωτικό τομέα η αύξηση των ονομαστικών αποδοχών, σύμφωνα με τις διετούς διάρκειας συλλογικές συμβάσεις που υπογράφηκαν πέρυσι, θα είναι αισθητά μικρότερη από ό,τι το 1998.<sup>83</sup> Παράλληλα, ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας προβλέπεται ότι θα διατηρηθεί υψηλός. Εξάλλου, εκτιμάται ότι η τελική διαμόρφωση του πληθωρισμού το 1998 (σε επίπεδο χαμηλότερο από ό,τι αρχικά αναμενόταν από τους φορείς της οικονομίας) θα συμβάλει στη συγκράτηση των μισθολογικών διεκδικήσεων εκείνων των κατηγοριών εργαζομένων των οποίων δεν έχουν ακόμη καθοριστεί οι αυξήσεις των αποδοχών για το 1999 (π.χ. στις τράπεζες και στις περισσότερες ΔΕΚΟ) και στην υπογραφή συλλογικών συμβάσεων εργασίας που θα είναι ευνοϊκές για την αντιπληθωριστική προσπάθεια.

— Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, σε εθνολογιστική βάση, προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει περαιτέρω στο 1,9% του ΑΕΠ. Αυτό προϋποθέτει, αφενός, ότι η αύξηση των εσόδων θα είναι επαρκής ώστε να αντισταθμίσει το κόστος των ειδικών κυβερνητικών μέτρων για τη μείωση της έμμεσης φορολογίας<sup>84</sup> και, αφετέρου, ότι δεν θα σημειωθούν υπερβάσεις δαπανών στη διάρκεια του έτους.

— Τέλος, εκτιμάται ότι το “πάγωμα” των τιμολογίων των ΔΕΚΟ, σε συνδυασμό με τη μείωση του ΦΠΑ στο ηλεκτρικό ρεύμα από τον Ιανουάριο, θα συμβάλει στην επιβράδυνση του πληθωρισμού κατά 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας μέχρι το Δεκέμβριο, ενώ η εφαρμογή των “συμφωνιών κυρίων” που ανακοινώθηκαν τον περασμένο Νοέμβριο και αφορούν ολόκληρο το 1999<sup>85</sup> μπορεί να συντελέσει και αυτή, εάν δεν υπάρξουν σημαντικές παραβιάσεις, στη συγκράτηση της αύξησης των τιμών και στην επιβράδυνση του πληθωρισμού. Οι συμφωνίες αυτές, όπως και εκείνες που προηγήθηκαν (βλ. παραπάνω, I.7), στηρίζονται στα αντικειμενικά οικονομικά δεδομένα, επειδή ο ρυθμός ανόδου των παραγόντων του κόστους θα συνεχίσει να επιβραδύνεται εφέτος, ενώ η αύξηση των τιμών των ειδών που καλύπτονται από τις συμφωνίες ήταν, στη διάρκεια του 1998, υψηλότερη από το μέσο όρο (υποδηλώνοντας διεύρυνση των περιθωρίων κέρδους). Εξάλλου, το Υπουργείο Ανάπτυξης επιδιώκει την προώθηση και νέων συμφωνιών.<sup>86</sup>

Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν ορισμένοι αρνητικοί παράγοντες, οι οποίοι μπορούν να

---

<sup>83</sup> Η μέση ετήσια αύξηση των κατώτατων αποδοχών, π.χ., θα περιοριστεί στο 3,5%, από 5,4% το 1998.

<sup>84</sup> Με εξαίρεση τη μείωση του ΦΠΑ στο ηλεκτρικό ρεύμα και το φυσικό αέριο (Ιανουάριος 1999), τα περισσότερα από τα μέτρα αυτά (μείωση των φόρων κατανάλωσης στη βενζίνη, το πετρέλαιο θέρμανσης και τα ΙΧ. επιβατικά αυτοκίνητα) άρχισαν να εφαρμόζονται τους τελευταίους μήνες του 1998 αλλά, όπως είναι φυσικό, θα επηρεάσουν τα έσοδα και του 1999.

<sup>85</sup> Η κυριότερη δέσμη συμφωνιών για ολόκληρο το 1999 ανακοινώθηκε από το Υπουργείο Ανάπτυξης στα τέλη Νοεμβρίου (βλ. οικονομικό τύπο, 26.11.1998). Οι συμφωνίες αυτές αφορούν ένα ευρύ φάσμα καταναλωτικών αγαθών και υπηρεσιών (που αντιστοιχεί περίπου στο 35% του “καλαθιού” του καταναλωτή) και προβλέπουν μηδενικές αυξήσεις στις περισσότερες περιπτώσεις και περιορισμένες αυξήσεις (έως 2%, 3% ή, σε μία μόνο περίπτωση, 5%) στις υπόλοιπες: η μέση αύξηση που προβλέπεται από τις συμφωνίες υπολογίζεται κατά προσέγγιση σε 0,7%.

<sup>86</sup> Η δέσμη συμφωνιών του Νοεμβρίου και οι νέες συμφωνίες που τώρα προωθούνται εκτιμάται ότι υπεραντισταθμίζουν την αρνητική επίπτωση από την εξάντληση της επίδρασης των πρώτων “συμφωνιών κυρίων” του 1998 στο δωδεκάμηνο ρυθμό μεταβολής του ΔΤΚ.

δυσχεράνουν την περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, καθώς και στοιχεία αβεβαιότητας, των οποίων είναι δύσκολο να εκτιμηθεί η κατεύθυνση και το μέγεθος της επίδρασης στον πληθωρισμό.

Όσον αφορά τους αρνητικούς παράγοντες, πρώτον, οι τιμές του αργού πετρελαίου στην παγκόσμια αγορά αναμένεται ότι θα σημειώσουν εφέτος μικρή ανάκαμψη, σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβλέψεις του ΟΟΣΑ,<sup>87</sup> μετά τη μεγάλη πτώση που παρατηρήθηκε το 1998, ενώ οι τιμές των άλλων πρώτων υλών πιθανώς θα μειωθούν, αλλά οπωσδήποτε πολύ λιγότερο από ό,τι πέρυσι. Δεύτερον, από το Σεπτέμβριο του 1999 έως τον Ιανουάριο του 2000 θα εξαπληθεί σταδιακά η ευνοϊκή επίδραση που ασκούν στο δωδεκάμηνο ρυθμό μεταβολής του ΔTK τα πρόσφατα μέτρα μείωσης της έμμεσης φορολογίας,<sup>88</sup> με αποτέλεσμα να σημειωθεί ενδεχομένως μικρή επιτάχυνση του πληθωρισμού στο διάστημα αυτό. Μια τέτοια εξέλιξη είναι δυνατό να αποτραπεί, εάν η δυναμική της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού κατά τους πρώτους εννέα μήνες του 1999 οδηγήσει σε σημαντική άμβλυνση των πληθωριστικών προσδοκιών και επηρεάσει ευνοϊκά την τιμολογιακή πολιτική των επιχειρήσεων (περισσότερο από ό,τι αναμένεται σήμερα), ή εάν οι τάσεις αποπληθωρισμού στην παγκόσμια οικονομία ενισχυθούν. Η νομισματική πολιτική – της οποίας η επίδραση στον πληθωρισμό εκδηλώνεται, όπως είναι γνωστό, με χρονική υστέρηση – ασκείται με τρόπο που λαμβάνει υπόψη την ανάγκη να αποτραπεί επιτάχυνση του πληθωρισμού από το Σεπτέμβριο και μετά.

Τα στοιχεία αβεβαιότητας (πέρα από την εξέλιξη των τιμών των νωπών οπωροκηπευτικών, που πάντοτε αποτελεί αστάθμητο παράγοντα, εφόσον εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις καιρικές συνθήκες) συνδέονται κυρίως με τις

προοπτικές της εγχώριας ζήτησης, καθώς και με τις προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας.

Σχετικά με την εγχώρια ζήτηση, κατά την παρουσίαση των εξελίξεων του 1998 έγινε αναφορά στην τάση σμίκρυνσης – ή ακόμη και εξάλειψης – του “παραγωγικού κενού” της ελληνικής οικονομίας, στους παράγοντες που επηρεάζουν αυτή την τάση μεσοπρόθεσμα, καθώς και στις πληθωριστικές επιπτώσεις των υψηλών ρυθμών επέκτασης της καταναλωτικής και της στεγαστικής πίστης (βλ. παραπάνω, I.7 και I.8). Μπορούν όμως να επισημανθούν και παράγοντες που επιδρούν προς την αντίθετη κατεύθυνση. Πρώτον, ενώ οι μέσες προ-φορολογίας αποδοχές θα αυξηθούν εφέτος σε πραγματικούς όρους σχεδόν όσο και πέρυσι, η άνοδος του συνολικού πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος θα επιβραδυνθεί, εν μέρει και λόγω της μείωσης των επιτοκίων καταθέσεων και των επιτοκίων των τίτλων του Δημοσίου. Δεύτερον, η μεγάλη αύξηση της δανειακής επιβάρυνσης των νοικοκυριών το 1998 συνεπάγεται, παρά τη μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων, αύξηση της συνολικής δαπάνης του τομέα των νοικοκυριών για τόκους. Και οι δύο αυτοί παράγοντες μπορούν να συμβάλουν σε συγκράτηση της ανόδου της καταναλωτικής ζήτησης (καθώς και των ιδιωτικών επενδύσεων σε κατοικίες), άρα και του πληθωρισμού.

Σε ό,τι αφορά τις διεθνείς εξελίξεις, η στασιμότητα του ρυθμού ανόδου της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, τα φαινόμενα επιβράδυνσης ή ύφεσης σε ορισμένες περιοχές του

---

<sup>87</sup> Σύμφωνα με προβλέψεις άλλων διεθνών οργανισμών, η ανάκαμψη αυτή θα είναι πολύ περιορισμένη, ενώ δεν μπορεί να αποκλειστεί και η σταθεροποίηση των τιμών στα σημερινά χαμηλά επίπεδα ή η συνέχιση της πτωτικής τάσης.

<sup>88</sup> Η μείωση της έμμεσης φορολογίας ίσχυσε από τις 24.9.1998 για τη βενζίνη, τις 15.10.1998 για το πετρέλαιο θέρμανσης, τις 15.11.1998 για τα επιβατικά ΙΧ. αυτοκίνητα και την 1.1.1999 για το ηλεκτρικό ρεύμα.

κόσμου και το ενδεχόμενο εκδήλωσης νέων διεθνών νομισματικών αναταραχών αποτελούν στοιχεία αβεβαιότητας που μπορούν να επηρεάσουν και τις εγχώριες εξελίξεις, αν και μετά την ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ οι επιπτώσεις από αντίστοιχες διαταραχές, όπως η πρόσφατη οικονομική κρίση της Βραζιλίας, ήταν περιορισμένες για την ελληνική οικονομία. Επιπλέον, πρόσφατες ενδείξεις υποδηλώνουν πιθανή αύξηση, κατά το τρέχον έτος, των τιμών βασικών εμπορευμάτων στην παγκόσμια αγορά, οι οποίες σημείωσαν σημαντική πτώση το 1998 (π.χ. τιμές πετρελαίου). Δεν είναι δυνατό, όμως, να εκτιμηθεί με ακρίβεια η συνολική επίδραση των ως άνω παραγόντων στον πληθωρισμό.

---

## II.5 Κατευθύνσεις της νομισματικής πολιτικής

Τα στοιχεία αβεβαιότητας που προαναφέρθηκαν όσον αφορά την εξέλιξη των τιμών δεν ανατρέπουν τις γενικά θετικές προοπτικές επίτευξης του στόχου για τον πληθωρισμό. Οι προοπτικές αυτές στηρίζονται στις ευνοϊκές επιδράσεις βασικών προσδιοριστικών παραγόντων του πληθωρισμού, ιδίως της αυστηρής νομισματικής πολιτικής και της μείωσης του ρυθμού ανάδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Επειδή όμως δεν μπορεί να αποκλειστεί το ενδεχόμενο να επιβραδυνθεί η αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων, απαιτείται συνεχής επαγρύπνηση, καθώς και προσεκτική και συνεπής εφαρμογή της οικονομικής και της νομισματικής πολιτικής, προκειμένου να επιτευχθεί η σταθερότητα των τιμών εντός του 1999.

Για το σκοπό αυτό, η νομισματική πολιτική θα διατηρήσει αναλλοίωτη την αντιπληθωριστική της κατεύθυνση. Ειδικότερα, η πολιτική των

επιτοκίων θα συνεχίσει να ασκείται με ιδιαίτερη προσοχή, ώστε να συντελέσει, μέσα από τις επιδράσεις που έχει στη συνολική ζήτηση, τη συναλλαγματική ισοτιμία και τις πληθωριστικές προσδοκίες, στην ταχύτερη και μονιμότερη υποχώρηση του πληθωρισμού. Μόνο όταν διασφαλιστεί η σταθερότητα των τιμών θα υπάρχουν περιθώρια βαθμιαίας χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής.

Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής κατά το τρέχον έτος αντιμετωπίζει δυσχέρειες και περιορισμούς ανάλογους, σε κάποιο βαθμό, με αυτούς που αντιμετώπισε και στο παρελθόν. Οι περιορισμοί αυτοί συνδέονται εν μέρει με τη διαδικασία σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας και την προβλεπόμενη ένταξή της στη ζώνη του ευρώ, καθώς και με την αναδιάρθρωση και τον εντεινόμενο ανταγωνισμό στο τραπεζικό σύστημα. Συνδέονται επίσης με το πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής που προσδιορίζεται από τη συμμετοχή της δραχμής στο μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών (ΜΣΙ II).

Η θετική προοπτική σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας προς τις οικονομίες των χωρών της ζώνης του ευρώ, σε συνδυασμό με την άσκηση αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής προκειμένου να επιτευχθεί η σύγκλιση, οδηγεί σε σημαντικές εισροές κεφαλαίων, κυρίως για επενδύσεις σε κρατικά ομόλογα. Η συνολική εκτιμώμενη απόδοση των ομολόγων αυτών, που περιλαμβάνει και τα αναμενόμενα κεφαλαιακά κέρδη, εξακολουθεί να θεωρείται υψηλή, λόγω της προβλεπόμενης μείωσης του πληθωρισμού και της υποχώρησης των επιτοκίων που θα ακολουθήσει. Οι σημαντικές εισροές κεφαλαίων και η αυξανόμενη συμμετοχή των ξένων επενδυτών στη χρηματοδότηση του δημόσιου ελλείμματος και χρέους έχουν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία δραχμικής ρευστό-

τητας και καθιστούν αναγκαία τη συνεχή απορρόφησή της από την Τράπεζα της Ελλάδος, προκειμένου να συγκρατηθεί η νομισματική και πιστωτική επέκταση σε ρυθμούς συμβατούς με την επιδιωκόμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού.

Ο έντονος ανταγωνισμός στο τραπεζικό σύστημα, για την αύξηση των μεριδίων αγοράς και την αξιοποίηση των νέων ευκαιριών που έχουν δημιουργηθεί μετά την απελευθέρωση της καταναλωτικής και στεγαστικής πίστης, καθώς και οι προσδοκίες για ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ και, επομένως, για σημαντική μείωση των επιτοκίων έως το τέλος του 2000, επηρεάζουν τις συνθήκες στην αγορά τραπεζικών πιστώσεων και δυσχεραίνουν τον έλεγχο της πιστωτικής επέκτασης από την Τράπεζα της Ελλάδος. Από την πλευρά της προσφοράς, οι τράπεζες, ενεργώντας κάτω από την πίεση του ανταγωνισμού και προεξοφλώντας μελλοντικές μειώσεις των επιτοκίων της κεντρικής τράπεζας, έχουν προβεί τους τελευταίους μήνες σε προσαρμογές των επιτοκίων χορηγήσεων μεγαλύτερες από τις μειώσεις των βασικών επιτοκίων της Τράπεζας της Ελλάδος. Από την πλευρά της ζήτησης, οι προσδοκίες για σύγκλιση των ελληνικών επιτοκίων προς τα επίπεδα της ζώνης του ευρώ συμβάλλουν στην αύξηση της ζήτησης για πιστώσεις σε δραχμές, δυσχεραίνοντας τη συγκράτηση της πιστωτικής επέκτασης μέσω της διατήρησης των πραγματικών επιτοκίων σε υψηλό επίπεδο. Παράλληλα, η συμμετοχή της δραχμής στον ΜΣΙ ΙΙ και η ανατίμησή της έναντι της κεντρικής της ισοτιμίας, λόγω των εισροών κεφαλαίων που προαναφέρθηκαν, περιορίζουν επίσης τις δυνατότητες χρησιμοποίησης των επιτοκίων για τον έλεγχο της πιστωτικής επέκτασης.

Για τους ανωτέρω λόγους, αλλά και επειδή ο στόχος για τον πληθωρισμό πρέπει να επιτευ-

χθεί μέσα σε συγκεκριμένο και σύντομο χρονικό διάστημα, η Τράπεζα της Ελλάδος ενδέχεται, αν οι συνθήκες το επιβάλουν, να χρησιμοποιήσει (εκτός των επιτοκίων) και εναλλακτικά μέσα ελέγχου της πιστωτικής και νομισματικής επέκτασης, προκειμένου να διασφαλιστεί η επίτευξη της σταθερότητας των τιμών.

Παράλληλα με την εφαρμογή αυστηρής νομισματικής πολιτικής, είναι απολύτως αναγκαίο να συνεχιστεί η στήριξη της αντιπληθωριστικής προσπάθειας κατά το τρέχον και το επόμενο έτος μέσω κατάλληλης δημοσιονομικής και διαρθρωτικής πολιτικής, καθώς και με την υιοθέτηση ορθολογικής πολιτικής τιμών και αμοιβής εργασίας. Ιδιαίτερη σημασία έχουν η επίτευξη του προβλεπόμενου στον προϋπολογισμό πρωτογενούς πλεονάσματος και η συγκράτηση των δαπανών, ώστε να συνεχιστεί η μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ και να εδραιωθούν συνθήκες σταθερότητας μεσοπρόθεσμα. Επιβάλλεται επίσης η συνεπής εφαρμογή της διαρθρωτικής πολιτικής για την αύξηση της παραγωγικότητας και τον περιορισμό του ρυθμού ανόδου του κόστους παραγωγής, καθώς και για τη βελτίωση της ικανότητας της οικονομίας να αντιδρά ευέλικτα και αποτελεσματικά σε εξωτερικούς κραδασμούς.

Εξάλλου, οι επιχειρήσεις πρέπει να τηρήσουν τις “συμφωνίες κυρίων” για τις τιμές και, γενικότερα, να συγκρατήσουν τις τιμές των προϊόντων και υπηρεσιών τους και τα περιθώρια κέρδους σε επίπεδα συμβατά με την επιδιωκόμενη μείωση του πληθωρισμού. Η τιμολογιακή αυτή πολιτική όχι μόνο θα συμβάλει στην επίτευξη του εθνικού στόχου για ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ, αλλά θα αποφέρει και σημαντικά χρηματοοικονομικά οφέλη, εφόσον θα επιτρέψει την ταχύτερη μείωση των επιτοκίων. Από την πλευρά τους οι εργαζόμενοι, στις περιπτώσεις όπου δεν έχουν ακόμη

ολοκληρωθεί οι αντίστοιχες κλαδικές συλλογικές διαπραγματεύσεις, δεν πρέπει να προβάλουν διεκδικήσεις δυσανάλογες προς εκείνες που έχουν ήδη αποφασιστεί ή συμφωνηθεί στους λοιπούς τομείς της οικονομίας. Με αυτόν τον τρόπο θα επιτευχθεί η συγκράτηση της ανόδου του κόστους εργασίας και των κερδών και, επομένως, των τιμών.

Η επίτευξη της νομισματικής σταθερότητας και του γενικότερου σκοπού της ένταξης της

χώρας στη ζώνη του ευρώ προϋποθέτει ότι δεν θα υπάρξει η παραμικρή χαλάρωση της αντιπληθωριστικής προσπάθειας όλων των οικονομικών φορέων. Αντίθετα, η δυναμική της σύγκλισης της οικονομίας πρέπει να διαφυλαχθεί και να ενισχυθεί. Απαιτείται, επομένως, εγρήγορση και, αν χρειαστεί, έγκαιρη λήψη διορθωτικών μέτρων, προκειμένου να υπάρχουν επαρκή περιθώρια ασφαλείας για την επίτευξη του τελικού σκοπού.



# Μέτρα νομισματικής πολιτικής

---

1998

*8 Ιανουαρίου*

Από 9.1.1998, το επιτόκιο χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος με ενέχυρο τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου αυξάνεται από 19% σε 23%. Το ανώτατο ανά πιστωτικό ίδρυμα όριο της εν λόγω χρηματοδότησης μειώνεται κατά 50%.

*14 Ιανουαρίου-11 Μαρτίου*

Στο διάστημα αυτό η Τράπεζα της Ελλάδος απορροφά ρευστότητα μέσω δημοπρασιών για αποδοχή καταθέσεων διάρκειας 14 ημερών. Το επιτόκιο παρέμβασης μειώνεται σταδιακά από 20% (14.1.1998) σε 16,5% (11.3.1998).

*16 Μαρτίου*

Μετά την αίτηση της Ελληνικής Κυβέρνησης για ένταξη της δραχμής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, οι Υπουργοί Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών και οι Διοικητές των κεντρικών τραπεζών των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποφάσισαν, με κοινή συμφωνία, ότι η δραχμή συμμετέχει στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών από τις 16 Μαρτίου 1998 με κεντρική ισοτιμία 357 δρχ. ανά 1 ECU και με κανονικά περιθώρια διακύμανσης  $\pm 15\%$  γύρω από την κεντρική της ισοτιμία.

*30 Μαρτίου*

Από 31.3.1998, το επιτόκιο χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος με ενέχυρο τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου μειώνεται από 23% σε 19%. Το ανώτατο όριο της εν λόγω χρηματοδότησης ανά πιστωτικό ίδρυμα επανέρχεται στο ισχύον πριν από τη μείωσή του κατά 50% στις 9.1.1998.

Επίσης, από 31.3.1998 το επιτόκιο χρεωστικών υπολοίπων στους τρεχούμενους λογαριασμούς καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος μειώνεται από 24% σε 22%, ενώ ταυτόχρονα καταργείται η ημερήσια προσαύξηση του ως άνω επιτοκίου με 0,20 της εκατοστιαίας μονάδας.

#### *9 Απριλίου*

Από 10.4.1998, η πάγια διευκόλυνση παροχής πιστώσεων προς τις τράπεζες από την Τράπεζα της Ελλάδος μέσω αναπροεξόφλησης συναλλαγματικών και γραμματίων, η οποία είχε ουσιαστικά καταστεί ανενεργός, καταργείται.

#### *22 Απριλίου*

Από 23.4.1998, τα επιτόκια καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος αυξάνονται από 10,9% σε 11,5% για το πρώτο κλιμάκιο και από 9,6% σε 9,75% για το δεύτερο κλιμάκιο.

#### *2 Ιουνίου*

Από 1.7.1998, το ποσοστό υποχρεωτικής ανακατάθεσης στην Τράπεζα της Ελλάδος των καταθέσεων ναυτικών και εργατών σε συνάλλαγμα στα πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα μειώνεται από 70% σε 60%. Το ποσοστό της προμήθειας που καταβάλλει για τις ανακαταθέσεις αυτές η Τράπεζα της Ελλάδος μειώνεται από 1,2% σε 1% κατ' έτος.

#### *18 Μαρτίου - 3 Ιουνίου*

Στο διάστημα αυτό, το επιτόκιο παρέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά για αποδοχή καταθέσεων διάρκειας 14 ημερών μειώνεται σταδιακά από 16% (18.3.1998) σε 13,75% (3.6.1998).

#### *8 Ιουλίου*

– Το επιτόκιο παρέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά για αποδοχή

καταθέσεων διάρκειας 14 ημερών μειώνεται από 13,75% σε 13%.

– Από 9.7.1998, το επιτόκιο του πρώτου κλιμακίου καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος αυξάνεται από 11,5% σε 11,9%.

#### *31 Ιουλίου*

– Το συνολικό όριο χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος με ενέχυρο τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου και η κατανομή του καθορίζεται ως εξής: Ποσό 200 δισεκ. δρχ. κατανέμεται στα πιστωτικά ιδρύματα με βάση τα κριτήρια που ισχύουν για τον προσδιορισμό του ορίου του πρώτου κλιμακίου καταθέσεων τους στην Τράπεζα της Ελλάδος. Το ποσό που προκύπτει από την εφαρμογή του ως άνω κριτηρίου προσαυξάνεται κατά 300 εκατ. δρχ. ανά πιστωτικό ίδρυμα. Στην περίπτωση που το πιστωτικό ίδρυμα έχει οριστεί ως Βασικός Διαπραγματευτής στην αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, το ποσό που προκύπτει από την ως άνω κατανομή προσαυξάνεται κατά 10 δισεκ. δρχ. ανά πιστωτικό ίδρυμα.

– Από 5.8.1998, το επιτόκιο χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος με ενέχυρο τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου μειώνεται από 19% σε 16%.

#### *14 Οκτωβρίου*

Το επιτόκιο παρέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά για αποδοχή καταθέσεων διάρκειας 14 ημερών μειώνεται από 13% σε 12,75%.

#### *9 Δεκεμβρίου*

– Το επιτόκιο παρέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά για αποδοχή καταθέσεων διάρκειας 14 ημερών μειώνεται από 12,75% σε 12,25%.

– Το επιτόκιο του πρώτου κλιμακίου καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος μειώνεται από 11,9% σε 11,6%.

– Το επιτόκιο χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος με ενέχυρο τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου μειώνεται από 16% σε 15,5%.

### *31 Δεκεμβρίου*

Σε συνέχεια της Συμφωνίας της 1/9/1998 για συμμετοχή των κρατών-μελών που δεν ανήκουν στη ζώνη του ευρώ στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (ΜΣΙ II), οι Υπουργοί των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) καθώς και οι Υπουργοί και οι Διοικητές των κεντρικών τραπεζών της Δανίας και της Ελλάδος αποφάσισαν, σε κοινή διαδικασία, στην οποία συμμετείχε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και αφού ζητήθηκε η γνώμη της Νομισματικής Επιτροπής, να καθορίσουν τις κεντρικές ισοτιμίες έναντι του ευρώ των νομισμάτων που συμμετέχουν στον ΜΣΙ II, ο οποίος τίθεται σε λειτουργία την 1η Ιανουαρίου 1999. Μετά από την απόφαση αυτή, η ΕΚΤ, η Τράπεζα της Δανίας και η Τράπεζα της Ελλάδος καθόρισαν από κοινού τις ισοτιμίες υποχρεωτικής παρέμβασης για τη δανική κορώνα και τη δραχμή. Για τη δραχμή θα τηρούνται τα κανονικά περιθώρια διακύμανσης  $\pm 15\%$  γύρω από την κεντρική της ισοτιμία (353,109) έναντι του ευρώ.

---

1999

### *14 Ιανουαρίου*

– Το επιτόκιο παρέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά για αποδοχή καταθέσεων διάρκειας 14 ημερών μειώνεται από 12,25% σε 12%.

– Το επιτόκιο του πρώτου κλιμακίου καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος μειώνεται από 11,6% σε 11,5%.

– Το επιτόκιο χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος με ενέχυρο τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου μειώνεται από 15,5% σε 13,5%.

– Το επιτόκιο χρεωστικών υπολοίπων στους τρεχούμενους λογαριασμούς καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος μειώνεται από 22% σε 20%.

### *29 Ιανουαρίου*

Με στόχο τη βελτίωση της ποιότητας και την ταχύτερη εξυγίανση του χαρτοφυλακίου πιστοδοτήσεων των τραπεζών, καθορίζεται ένα γενικό πλαίσιο ελάχιστων ποσοτικών κριτηρίων για την αξιολόγηση της επάρκειας των προβλέψεων των πιστωτικών ιδρυμάτων έναντι απαιτήσεών τους από πιστοδοτήσεις.



# Αποφάσεις του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής\*

Θέμα : Προσαρμογή βασικών επιτοκίων  
της Τράπεζας της Ελλάδος

9 Δεκεμβρίου 1998

Το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής της  
Τράπεζας της Ελλάδος, αφού έλαβε υπόψη:

1. την πορεία του πληθωρισμού και ειδικότερα την υποχώρηση του πυρήνα του πληθωρισμού,
2. τους παράγοντες που καθορίζουν την εξέλιξη του πληθωρισμού κατά το 1999,
3. τις συνθήκες στην αγορά συναλλάγματος και τις πρόσφατες μειώσεις των επιτοκίων παρέμβασης κεντρικών τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης,
4. τις εξελίξεις στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων και ειδικότερα στην αγορά τραπεζικών πιστώσεων,
5. τις τελευταίες εκτιμήσεις για τη διαμόρφωση της αμοιβής εργασίας και της παραγωγικότητας το 1999,

αποφάσισε τα εξής:

- Το επιτόκιο παρέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά για αποδοχή καταθέσεων διάρκειας 14 ημερών μειώνεται σε 12,25% από 12,75%.
- Το επιτόκιο του πρώτου, βασικού, κλιμακίου για καταθέσεις των τραπεζών στην Τράπεζα

---

\* Ανακοινώσεις προηγούμενων αποφάσεων του Συμβουλίου έχουν δημοσιευθεί στο αντίστοιχο κεφάλαιο της Ενδιάμεσης Έκθεσης για τη νομισματική πολιτική του 1998, που υποβλήθηκε στη Βουλή των Ελλήνων και το Υπουργικό Συμβούλιο στις 27 Νοεμβρίου 1998.

της Ελλάδος διάρκειας μίας ημέρας (O/N) μειώνεται σε 11,60% από 11,90%. Το επιτόκιο του δεύτερου κλιμακίου για καταθέσεις πέραν των δρχ. 300 δισεκ. παραμένει αμετάβλητο σε 9,75%.

- Το επιτόκιο χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος έναντι ενεχύρου τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου (επιτόκιο lombard) μειώνεται σε 15,50% από 16%.

Η προσαρμογή αυτή των βασικών επιτοκίων της Τράπεζας της Ελλάδος είναι συνεπής με τη διατήρηση της αντιπληθωριστικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής.

\* \* \*

*Θ έ μ α : Προσαρμογή βασικών επιτοκίων της Τράπεζας της Ελλάδος*

14 Ιανουαρίου 1999

Το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής της Τράπεζας της Ελλάδος, αφού έλαβε υπόψη:

1. την εξέλιξη του πληθωρισμού, καθώς και τις προοπτικές για περαιτέρω μείωσή του στους επόμενους μήνες,
2. τις συνθήκες που έχουν διαμορφωθεί στη διατραπεζική αγορά δραχμών και στην αγορά συναλλάγματος,
3. τη σκοπιμότητα περιορισμού του περιθωρίου διακύμανσης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά δραχμών σε περίπτωση μεταβολής είτε αυτόνομων παραγόντων που επηρεάζουν τη ρευστότητα είτε της διαδικασίας απορρόφησης ρευσ-

στότητας μέσω των τακτικών εβδομαδιαίων δημοπρασιών της Τράπεζας της Ελλάδος,

αποφάσισε τα εξής:

- Το επιτόκιο παρέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά για αποδοχή καταθέσεων διάρκειας 14 ημερών μειώνεται σε 12% από 12,25%.
- Το επιτόκιο του πρώτου, βασικού, κλιμακίου για καταθέσεις των τραπεζών στην Τράπεζα της Ελλάδος διάρκειας μίας ημέρας (O/N) μειώνεται σε 11,50% από 11,60%. Το επιτόκιο του δεύτερου κλιμακίου για καταθέσεις πέραν των δρχ. 300 δισεκ. παραμένει αμετάβλητο σε 9,75%.
- Το επιτόκιο χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την Τράπεζα της Ελλάδος έναντι ενεχύρου τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου (επιτόκιο lombard) μειώνεται σε 13,50% από 15,50%.
- Το επιτόκιο επί των χρεωστικών υπολοίπων στους τρεχούμενους λογαριασμούς καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδος (επιτόκιο ποινής) μειώνεται σε 20% από 22%.

Οι μεγαλύτερες προσαρμογές του επιτοκίου χρηματοδότησης lombard και του επιτοκίου ποινής, το οποίο είχε παραμείνει αμετάβλητο από τις 31.3.1998, έχουν περισσότερο τεχνικό χαρακτήρα και συνδέονται με την επιδίωξη περιορισμού του περιθωρίου διακύμανσης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Οι προσαρμογές αυτές δεν επηρεάζουν άμεσα το γενικό επίπεδο των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά, λόγω των συνθηκών πλεονάζουσας ρευστότητας, που οδηγούν την Τράπεζα της

Ελλάδος σε συνεχείς παρεμβάσεις για την απορρόφησή της.

Επισημαίνεται ότι με την κατά 2 εκατοστιαίες μονάδες μείωση του επιτοκίου ποινή μειώνε-

ται αντίστοιχα το ύψος των εξωτραπεζικών επιτοκίων (ποσοστό του εκ δικαιπραξίας τόκου και ποσοστό του νόμιμου και εξ υπερημερίας τόκου).





# Στατιστικό παράρτημα



# Πίνακες

---

1 Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	77
2 Δείκτης τιμών χονδρικής πώλησης: γενικός και βασικές κατηγορίες	78
3 Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν	79
4 Συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής	80
5 Ισοζύγιο πληρωμών	81
6 Νομισματικά μεγέθη και ρευστά διαθέσιμα	82
7 Συνολική τραπεζική χρηματοδότηση ιδιωτικού τομέα	83
8 Επιτόκια και πληθωρισμός	84
9 Επιτόκια διατραπεζικής αγοράς και της Τράπεζας της Ελλάδος	85



Πίνακας 1

Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς ναυπά οπωρο- κηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς διατροφή και καύσιμα	
	Δείκτης (1994=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (1994=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (1994=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (1994=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους	Δείκτης (1994=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγού- μενου έτους
<b>1995</b> .....	108,9	8,9	107,4	7,4	111,4	11,4	109,4	9,4	109,6	9,6
<b>1996</b> .....	117,8	8,2	115,2	7,2	122,4	9,9	118,2	8,1	118,7	8,4
<b>1997</b> .....	124,3	5,5	119,5	3,7	132,6	8,4	125,3	6,0	126,8	6,8
<b>1998</b> .....	130,3	4,8	124,1	3,9	140,8	6,2	132,0	5,3	134,0	5,7
<b>1997</b> I .....	121,8	6,4	117,0	5,0	129,9	8,6	122,7	6,7	123,7	7,3
II .....	125,0	5,6	120,9	3,6	132,0	8,8	125,4	6,4	127,1	7,3
III .....	123,9	5,3	118,6	3,2	133,1	8,6	125,0	5,8	126,4	6,7
IV .....	126,7	4,9	121,6	3,1	135,5	7,6	128,1	5,3	130,1	5,9
<b>1998</b> I .....	127,1	4,4	121,0	3,4	137,7	6,0	128,1	4,5	130,0	5,0
II .....	131,6	5,3	126,3	4,5	140,6	6,5	132,6	5,7	134,8	6,0
III .....	130,2	5,1	123,6	4,3	141,6	6,4	132,4	5,9	134,2	6,2
IV .....	132,1	4,3	125,5	3,2	143,4	5,8	134,8	5,2	137,2	5,5
<b>1995</b> Δεκ. ....	113,5	7,9	111,8	6,6	116,7	10,1	114,2	8,6	114,9	8,8
<b>1996</b> Ιαν. ....	113,5	8,4	109,8	6,9	119,8	10,7	114,3	8,8	114,7	9,0
Φεβρ. ...	113,3	8,4	109,8	7,2	119,4	10,4	113,9	8,8	114,1	9,1
Μάρτ. ...	116,4	8,9	114,5	8,1	119,7	10,0	116,7	8,7	117,2	8,7
Απρ. ...	117,6	8,8	115,3	8,0	121,6	10,0	117,6	8,5	118,2	8,7
Μάιος ...	118,6	8,7	117,3	7,9	120,8	10,1	117,6	8,5	118,0	8,7
Ιούν. ...	118,9	8,4	117,3	7,3	121,6	10,1	118,5	8,2	119,0	8,4
Ιούλ. ...	116,8	8,1	113,8	7,4	122,1	9,5	117,2	7,9	117,4	8,2
Αύγ. ...	116,7	8,0	113,6	7,2	122,2	9,4	117,3	7,7	117,5	8,0
Σεπτ. ...	119,5	7,9	117,1	7,3	123,5	9,1	119,8	7,5	120,4	7,8
Οκτ. ...	120,4	8,0	117,7	6,8	125,1	10,0	121,1	7,6	122,2	8,1
Νοέμ. ...	120,3	7,5	117,6	6,2	125,1	9,8	121,3	7,4	122,4	7,9
Δεκ. ...	121,8	7,3	118,4	6,0	127,7	9,5	122,7	7,4	123,8	7,8
<b>1997</b> Ιαν. ....	121,2	6,8	115,9	5,6	130,1	8,6	122,1	6,9	122,9	7,1
Φεβρ. ...	120,7	6,5	115,6	5,3	129,5	8,5	121,5	6,6	122,4	7,2
Μάρτ. ...	123,4	6,0	119,4	4,3	130,2	8,8	124,3	6,5	126,0	7,4
Απρ. ...	124,5	5,9	120,0	4,1	132,2	8,7	125,3	6,5	127,0	7,4
Μάιος ...	125,0	5,4	121,0	3,1	131,9	9,2	125,3	6,6	126,9	7,6
Ιούν. ...	125,5	5,6	121,7	3,7	132,0	8,5	125,7	6,1	127,4	7,0
Ιούλ. ...	123,1	5,4	117,7	3,5	132,5	8,5	124,0	5,8	125,2	6,6
Αύγ. ...	123,2	5,6	117,7	3,6	132,8	8,7	124,2	5,9	125,4	6,8
Σεπτ. ...	125,3	4,9	120,3	2,7	134,0	8,5	126,8	5,8	128,5	6,8
Οκτ. ...	126,1	4,7	121,1	2,9	134,6	7,6	127,7	5,4	129,5	6,0
Νοέμ. ...	126,5	5,2	121,7	3,5	134,8	7,7	127,8	5,3	129,7	6,0
Δεκ. ...	127,6	4,7	122,0	3,0	137,1	7,4	128,9	5,1	131,0	5,8
<b>1998</b> Ιαν. ....	126,5	4,4	119,9	3,4	137,8	5,9	127,4	4,3	129,1	5,1
Φεβρ. ...	125,9	4,3	119,3	3,2	137,2	5,9	126,8	4,4	128,4	4,9
Μάρτ. ...	129,0	4,6	123,7	3,6	138,2	6,1	130,2	4,7	132,4	5,1
Απρ. ...	131,1	5,3	125,4	4,5	140,9	6,6	132,2	5,5	134,6	6,0
Μάιος ...	131,6	5,3	126,7	4,7	140,1	6,2	132,4	5,6	134,4	5,9
Ιούν. ...	132,0	5,2	126,9	4,3	140,7	6,6	133,2	5,9	135,3	6,2
Ιούλ. ...	129,4	5,1	122,6	4,1	141,2	6,6	131,5	6,1	133,1	6,3
Αύγ. ...	129,4	5,0	122,4	4,0	141,5	6,6	131,6	6,0	133,3	6,3
Σεπτ. ...	131,9	5,2	125,9	4,7	142,2	6,1	134,0	5,7	136,2	6,0
Οκτ. ...	132,0	4,7	125,8	3,9	142,6	5,9	134,6	5,4	137,0	5,8
Νοέμ. ...	131,9	4,2	125,5	3,1	142,7	5,9	134,6	5,3	136,9	5,6
Δεκ. ...	132,5	3,9	125,3	2,7	144,8	5,6	135,2	4,9	137,7	5,1
<b>1999</b> Ιαν. ....	131,2	3,7	123,1	2,7	145,0	5,2	133,2	4,6	135,2	4,7
Φεβρ. ...	130,5	3,7	122,8	2,9	143,9	4,9	132,5	4,5	134,3	4,6

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

Πίνακας 2

Δείκτης τιμών χονδρικής πώλησης: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΧ (Γενικός)		Εγχώρια πρωτογενή αγαθά <sup>1</sup>		Εγχώρια βιομηχανικά αγαθά <sup>1</sup>		Εξαγόμενα αγαθά		Εισαγόμενα αγαθά	
	Δείκτης (1980=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1980=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1980=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1980=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (1980=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
<b>1995</b> .....	807,2	7,8	792,5	5,1	832,0	8,1	649,4	10,2	915,9	7,0
<b>1996</b> .....	856,8	6,1	862,7	8,9	891,1	7,1	686,0	5,6	930,9	1,6
<b>1997</b> .....	887,8	3,6	860,9	-0,2	933,4	4,8	717,8	4,6	947,4	1,8
<b>1998</b> .....	922,2	3,9	895,5	4,0	965,5	3,4	741,9	3,4	1.001,8	5,7
<b>1997</b> I .....	875,7	3,0	852,8	0,0	921,7	5,1	701,8	2,1	935,1	-1,1
II .....	887,1	3,1	893,1	-3,3	925,9	4,7	714,6	4,2	947,2	1,8
III .....	893,6	5,0	867,3	3,5	938,1	5,4	728,5	7,0	950,6	2,9
IV .....	894,9	3,4	830,1	-0,7	948,1	3,8	726,3	5,2	956,6	3,4
<b>1998</b> I .....	904,4	3,3	879,0	3,1	949,9	3,1	725,9	3,4	972,7	4,0
II .....	932,0	5,1	905,8	1,4	970,1	4,8	763,2	6,8	1.016,0	7,3
III .....	924,3	3,4	867,7	0,0	970,8	3,5	749,5	2,9	1.010,1	6,3
IV .....	928,2	3,7	929,4	12,0	971,2	2,4	729,1	0,4	1.008,5	5,4
<b>1995</b> Δεκ. ...	834,3	6,7	826,3	-1,1	857,9	7,8	681,2	10,1	936,9	6,3
<b>1996</b> Ιαν. ....	846,6	6,6	843,8	2,7	874,4	7,6	682,7	7,5	942,3	5,5
Φεβρ. ...	848,5	6,4	843,9	1,5	873,8	7,3	688,9	8,4	949,9	5,7
Μάρτ. ...	855,4	6,7	871,4	5,3	881,7	7,5	690,3	8,5	943,4	3,7
Απρ. ...	863,4	7,0	920,2	8,1	886,8	7,7	691,7	8,6	936,2	2,8
Μάιος ...	866,4	6,9	963,3	17,9	885,2	6,5	689,3	6,0	929,4	0,8
Ιούν. ...	851,3	6,2	888,7	14,9	880,1	6,2	676,0	5,3	924,7	1,0
Ιουλ. ...	846,1	6,4	835,2	13,8	883,1	6,8	677,3	6,0	921,4	0,8
Αύγ. ...	847,6	6,2	834,3	14,7	885,0	6,3	678,5	5,2	923,8	1,0
Σεπτ. ...	860,0	6,4	844,4	14,3	902,4	7,1	687,3	4,5	924,9	0,8
Οκτ. ...	865,2	6,1	838,4	9,5	912,2	7,9	693,7	4,7	921,4	-0,7
Νοέμ. ...	864,0	5,0	837,5	5,4	911,6	7,4	686,9	2,3	924,8	-0,6
Δεκ. ...	866,9	3,9	831,0	0,6	916,3	6,8	689,7	1,2	928,5	-0,9
<b>1997</b> Ιαν. ....	872,7	3,1	844,1	0,0	921,0	5,3	697,3	2,1	930,3	-1,3
Φεβρ. ...	877,2	3,4	860,2	1,9	922,8	5,6	702,1	1,9	934,5	-1,6
Μάρτ. ...	877,3	2,6	854,2	-2,0	921,3	4,5	706,1	2,3	940,5	-0,3
Απρ. ...	884,6	2,5	894,6	-2,8	922,6	4,0	711,9	2,9	944,6	0,9
Μάιος ...	888,7	2,6	906,9	-5,9	925,5	4,6	714,4	3,6	947,9	2,0
Ιούν. ...	888,0	4,3	877,9	-1,2	929,5	5,6	717,4	6,1	949,2	2,6
Ιουλ. ...	890,1	5,2	875,8	4,9	932,4	5,6	722,8	6,7	947,9	2,9
Αύγ. ...	896,7	5,8	878,3	5,3	939,9	6,2	733,4	8,1	950,1	2,8
Σεπτ. ...	893,9	3,9	847,9	0,4	942,0	4,4	729,2	6,1	953,8	3,1
Οκτ. ...	895,2	3,5	819,9	-2,2	949,4	4,1	731,1	5,4	956,3	3,8
Νοέμ. ...	895,7	3,7	827,7	-1,2	950,4	4,3	725,4	5,6	956,5	3,4
Δεκ. ...	893,9	3,1	842,7	1,4	944,5	3,1	722,3	4,7	957,1	3,1
<b>1998</b> Ιαν. ....	898,8	3,0	873,8	3,5	946,6	2,8	719,8	3,2	959,3	3,1
Φεβρ. ...	898,8	2,5	874,5	1,7	946,7	2,6	714,1	1,7	965,4	3,3
Μάρτ. ...	915,5	4,4	888,8	4,1	956,4	3,8	743,9	5,4	993,4	5,6
Απρ. ...	932,4	5,4	911,6	1,9	968,6	5,0	765,5	7,5	1.016,8	7,6
Μάιος ...	935,6	5,3	928,9	2,4	971,5	5,0	763,1	6,8	1.016,0	7,2
Ιούν. ...	928,0	4,5	876,9	-0,1	970,3	4,4	760,9	6,1	1.015,2	7,0
Ιουλ. ...	920,4	3,4	844,1	-3,6	969,5	4,0	749,8	3,7	1.007,5	6,3
Αύγ. ...	921,4	2,8	854,8	-2,7	968,9	3,1	749,5	2,2	1.008,3	6,1
Σεπτ. ...	931,1	4,2	904,1	6,6	974,0	3,4	749,1	2,7	1.014,4	6,4
Οκτ. ...	931,7	4,1	925,1	12,8	974,8	2,7	736,3	0,7	1.013,5	6,0
Νοέμ. ...	926,8	3,5	920,7	11,2	970,9	2,2	729,9	0,6	1.006,7	5,2
Δεκ. ...	926,1	3,6	942,4	11,8	967,9	2,5	721,0	-0,2	1.005,3	5,0

<sup>1</sup> Για εσωτερική κατανάλωση.

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΣΥΕ.

### Πίνακας 3

#### Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν

(Σε αγοραίες τιμές και σε τιμές συντελεστών παραγωγής)

	Αξία σε δισεκ. δρχ.	Ετήσια εκατοστιαία μεταβολή (σε σταθερές τιμές του προηγούμενου έτους)											
		1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1.1	Πρωτογενής τομέας (Γεωργία)	1.034,5	3,9	-13,4	14,9	0,0	-0,3	5,9	4,2	-8,0	1,7	1,0	...
1.2	Δευτερογενής τομέας	2.264,5	1,8	-0,9	3,0	-2,6	-1,4	-0,9	0,3	4,0	3,4	5,8	...
1.2.α	Ορυχεία - Λατομεία	89,3	-3,4	-4,9	-3,3	0,4	1,2	0,2	-1,1	5,3	3,1	-4,0	...
1.2.β	Μεταποίηση	1.308,7	1,7	-2,0	3,7	-3,5	-3,1	2,0	0,1	3,6	0,1	3,0	...
1.2.γ	Ηλεκτρισμός - Φωταέριο - Ύδρευση	214,1	9,2	2,5	3,3	8,1	-3,8	9,6	3,1	6,0	2,3	12,0	...
1.2.δ	Κατασκευές	652,4	0,4	0,8	2,3	-4,4	2,7	-9,1	-0,2	4,0	10,3	10,0	...
1.3.	Τριτογενής τομέας	5.243,5	3,8	1,6	0,4	2,4	-2,7	4,3	3,1	2,8	3,3	3,6	...
1.3.α	Μεταφορές - Επικοινωνίες	556,8	2,2	-2,7	0,6	11,4	3,2	-0,7	7,6	1,7	10,1	6,0	...
1.3.β	Εμπόριο	1.261,8	4,6	1,7	0,4	7,6	-0,4	3,0	2,8	5,3	3,2	1,5	...
1.3.γ	Τράπεζες - Ασφάλειες	295,8	-7,5	-0,9	14,8	9,6	26,4	12,8	6,1	4,9	8,7	8,0	...
1.3.δ	Κατοικίες	979,3	3,0	2,6	3,0	-4,4	-2,9	2,1	1,2	1,6	1,0	1,2	...
1.3.ε	Δημόσια Διοίκηση - Ασφάλεια	596,2	3,2	1,1	-6,7	-4,7	-0,7	0,6	8,6	7,4	-7,6	-2,0	...
1.3.στ	Υγεία - Εκπαίδευση	682,7	10,8	5,7	0,6	0,2	-2,9	11,6	-0,2	-5,9	2,2	1,5	...
1.3.ζ	Διάφορες υπηρεσίες	870,9	3,4	0,3	-1,9	3,6	0,3	4,8	2,1	5,2	7,7	10,0	...
1.4	Στατιστική διαφορά	-224,2	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
1.5	ΑΕΠ σε τιμές συντελεστών παραγωγής	8.318,3	3,1	-0,9	2,6	0,8	-1,7	2,8	2,2	1,9	3,0	3,7	...
2.1	Ιδιωτική κατανάλωση	6.502,0	6,0	2,6	2,8	2,4	-0,8	2,0	2,7	1,9	2,5	1,8	2,1
2.2	Δημόσια κατανάλωση	1.311,0	5,4	0,6	-1,5	-3,0	2,6	-1,1	5,6	1,0	-0,4	0,4	-1,3
2.3	Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	1.966,7	7,1	5,0	4,8	-3,2	-3,5	-2,8	4,2	8,8	9,6	9,8	10,5
2.3.α.α	Κατά είδος: Κατασκευές	1.326,0	2,0	3,2	3,2	-8,3	-6,0	-4,3	1,7	7,1	9,8	10,2	10,4
2.3.α.β	Εξοπλισμός	640,7	17,4	8,4	7,9	6,7	0,6	-0,3	8,4	11,5	9,3	9,1	10,8
2.3.β.α	Κατά φορέα: Ιδιωτικές	1.542,6	7,0	8,7	2,0	-6,3	-5,0	-2,1	2,0	9,9	10,5	8,4	9,9
2.3.β.β	Δημόσιες	424,0	7,2	-8,3	16,9	8,2	1,1	-4,7	10,9	5,9	7,0	13,7	12,4
2.4	Αποθέματα και στατιστι- στικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	53,5	-0,3	-0,2	0,9	-0,3	-0,3	0,1	0,7	0,1	0,0	0,3	0,3
2.5	Εγχώρια τελική ζήτηση	9.833,2	5,3	2,9	3,7	-0,6	-0,9	1,2	3,9	2,9	3,4	3,3	3,4
2.6	Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	1.696,4	4,8	-4,1	3,7	10,5	-3,2	6,6	0,5	3,0	5,3	9,2	6,5
2.6.α	Εξαγωγές αγαθών	1.111,6	11,1	-7,2	5,8	11,6	-6,9	4,6	3,7	4,1	5,1	5,0	4,0
2.7	Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	2.360,6	10,7	8,7	6,0	1,4	0,2	1,3	9,2	4,9	5,4	5,7	5,3
2.7.α	Εισαγωγές αγαθών	2.157,9	10,9	9,0	6,8	1,7	0,2	0,7	9,9	5,8	5,4	4,8	5,0
2.8	Ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών	-664,2	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
2.9	ΑΕΠ σε αγοραίες τιμές	9.169,0	3,8	0,0	3,1	0,7	-1,6	2,0	2,1	2,4	3,2	3,7	3,5

Πηγή: 1988 - 95: ΕΣΥΕ/Εθνικοί Λογαριασμοί (Σεπτέμβριος 1998). Οριστικά στοιχεία με βάση το Ευρωπαϊκό Σύστημα Ολοκληρωμένων Οικονομικών Λογαριασμών (ΕΣΟΛ/ESA).

1996 - 97: ΕΣΥΕ/Εθνικοί Λογαριασμοί (Σεπτέμβριος 1998). Προσωρινές εκτιμήσεις.

1998, 1999: ΥΠΕΘΟ/Διεύθυνση Μακροοικονομικής Ανάλυσης (Μάρτιος 1999). Προσωρινές εκτιμήσεις και προβλέψεις.

Πίνακας 4  
Συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής

Ημερομηνία <sup>1</sup>	Έναντι ECU		Έναντι γερμανικού μάρκου (DEM)		Έναντι δολαρίου ΗΠΑ (USD)	
	Δρχ./ECU	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι τέλους προηγούμενου έτους <sup>2</sup>	Δρχ./DEM	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι τέλους προηγούμενου έτους <sup>2</sup>	Δρχ./USD	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι τέλους προηγούμενου έτους <sup>2</sup>
31.12.95	303,760	-3,0	165,490	-6,3	237,040	1,3
31.12.96	306,830	-1,0	158,970	4,1	247,020	-4,0
31.12.97	312,120	-1,7	157,890	0,7	282,610	-12,6
31.12.98	330,010	-5,4	168,500	-6,3	282,570	0,0
31.01.96	303,280	0,2	165,304	0,1	246,535	-3,9
29.02.96	303,370	0,1	163,900	1,0	240,540	-1,5
29.03.96	302,680	0,4	163,330	1,3	241,020	-1,7
30.04.96	299,210	1,5	159,164	4,0	243,320	-2,6
31.05.96	298,630	1,7	158,078	4,7	242,500	-2,3
28.06.96	299,920	1,3	158,200	4,6	240,720	-1,5
31.07.96	300,000	1,3	159,630	3,7	234,580	1,0
30.08.96	301,200	0,8	160,100	3,4	236,860	0,1
30.09.96	301,250	0,8	157,900	4,8	241,300	-1,8
31.10.96	301,480	0,8	157,085	5,4	237,560	-0,2
30.11.96	303,850	0,0	157,325	5,2	241,560	-1,9
31.12.96	306,830	-1,0	158,970	4,1	247,020	-4,0
31.01.97	304,350	0,8	157,600	0,9	257,120	-3,9
28.02.97	304,360	0,8	156,840	1,4	265,500	-7,0
31.03.97	308,300	-0,5	158,710	0,2	265,870	-7,1
30.04.97	310,200	-1,1	158,900	0,0	274,600	-10,0
30.05.97	311,000	-1,3	159,935	-0,6	271,250	-8,9
30.06.97	309,330	-0,8	157,685	0,8	275,220	-10,2
31.07.97	308,000	-0,4	156,210	1,8	286,460	-13,8
29.08.97	309,200	-0,8	157,330	1,0	282,830	-12,7
30.09.97	309,730	-0,9	158,045	0,6	278,910	-11,4
31.10.97	309,640	-0,9	157,100	1,2	271,320	-9,0
28.11.97	310,980	-1,3	156,930	1,3	277,050	-10,8
31.12.97	312,120	-1,7	157,890	0,7	282,610	-12,6
31.01.98	312,820	-0,2	158,520	-0,4	289,260	-2,3
27.02.98	313,200	-0,3	158,400	-0,3	286,670	-1,4
31.03.98	343,540	-9,1	172,800	-8,6	319,800	-11,6
30.04.98	347,870	-10,3	176,030	-10,3	316,030	-10,6
29.05.98	337,140	-7,4	171,075	-7,7	305,360	-7,5
30.06.98	334,230	-6,6	168,665	-6,4	305,320	-7,4
31.07.98	327,990	-4,8	166,320	-5,1	296,350	-4,6
31.08.98	340,370	-8,3	172,200	-8,3	306,530	-7,8
30.09.98	339,100	-8,0	172,235	-8,3	289,090	-2,2
30.10.98	334,440	-6,7	170,085	-7,2	281,010	0,6
30.11.98	329,730	-5,3	167,800	-5,9	286,180	-1,2
31.12.98	330,010	-5,4	168,500	-6,3	282,570	0,0

1 Τελευταία εργάσιμη ημέρα του μηνός.

2 Αρνητικό πρόσημο εκφράζει υποτίμηση της δραχμής σε σχέση με το ξένο νόμισμα.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.



Πίνακας 5  
Ισοζύγιο πληρωμών

(Εκατ. δολ.)

	Ιανουάριος - Αύγουστος			Εκατοστιαία μεταβολή	
	1996	1997	1998*	1997	1998
Εισαγωγές	15.693,2	15.601,4	14.772,3	-0,6	-5,3
Καύσιμα	1.661,8	1.901,4	1.377,2		
Χωρίς καύσιμα	14.031,4	13.700,0	13.395,1		
Εξαγωγές	3.846,0	3.224,1	3.333,5	-16,2	3,4
Καύσιμα	377,5	342,7	443,6		
Χωρίς καύσιμα	3.468,5	2.881,4	2.889,9		
ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ	-11.847,2	-12.377,3	-11.438,8	4,5	-7,6
ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ χωρίς καύσιμα	-10.562,9	-10.818,6	-10.505,2		
ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ καυσίμων	-1.284,3	-1.558,7	-933,6		
Άδηλοι πόροι	12.779,5	12.437,5	13.676,1	-2,7	10,0
Ταξιδιωτικό συνάλλαγμα	2.546,3	2.524,6	3.292,5		
Μεταφορές	1.471,5	1.365,2	1.437,6		
Μεταν. και εργατ. εμβάσματα	1.900,2	1.883,2	1.893,6		
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	604,2	663,3	741,4		
Αναλήψεις από καταθ. σε δρχ. μη κατοίκων	2.095,7	2.110,0	1.977,0		
Λοιποί άδηλοι πόροι	1.661,6	1.655,2	1.502,6		
Καθαρές μεταβιβάσεις ΕΕ	2.500,0	2.236,0	2.831,4		
Άδηλες πληρωμές	4.531,2	4.268,9	4.976,6	-5,8	16,6
Ταξιδιωτικό συνάλλαγμα	768,9	828,1	1.123,2		
Υπηρεσίες Δημοσίου	285,2	331,4	295,8		
Τόκοι, μερίσματα, κέρδη	2.125,2	1.690,3	1.841,5		
Μεταφορές	277,2	254,9	301,4		
Λοιπές πληρωμές	1.074,7	1.164,2	1.414,7		
ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΔΗΛΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	8.248,3	8.168,6	8.699,5	-1,0	6,5
ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	-3.598,9	-4.208,7	-2.739,3		
ΚΑΘΑΡΗ ΚΙΝΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	4.255,7	-443,6	7.058,2		
Ιδιωτικός τομέας	4.826,4	-73,8	-921,3		
Επιχειρηματικά κεφάλαια (καθαρή)	3.430,9	2.634,2	1.939,7		
Για αγορά ακινήτων	649,1	623,4	551,8		
Εμπορικές τράπεζες (καθαρή)	12,0	-3,5	1,5		
Καταθέσεις πιστ. ιδρυμάτων (ιδιωτών σε συνάλλαγμα)	-263,6	-1.770,4	994,6		
(ιδιωτών σε συνάλλαγμα)	(-373,0)	(-1.824,1)	(1.019,0)		
Εμπορικές πιστώσεις	103,6	260,9	266,6		
Λοιπά κεφάλαια	894,4	-1.818,4	-4.675,5		
Δημόσιος τομέας	-570,7	-369,8	7.979,5		
Μακροπρόθεσμος δανεισμός	2.986,5	-437,2	8.154,5		
Κεντρική τράπεζα	0,0	0,0	0,0		
Κεντρική κυβέρνηση	6.412,4	4.777,8	12.120,6		
Δημ. επιχ/σεις και οργανισμοί	149,8	200,5	701,0		
Εμπορικές πιστώσεις	-0,1	0,0	-0,7		
Κατανομή SDRs	0,0	0,0	0,0		
Χρεολύσια	-3.575,6	-5.415,5	-4.666,4		
Βραχυπρόθεσμος δανεισμός (καθαρός)	-3.557,2	67,4	-175,0		
Τακτοποιητέα στοιχεία	323,6	604,5	-971,8		
Αναπ/γή χρυσού, συν/κές διαφορές	-266,4	-1.057,0	99,1		
ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	714,0	-5.104,8	3.446,2		
Διεθνές Νομισματικό Ταμείο	0,0	0,0	0,0		
Μεταβολή συν/κών διαθεσίμων	714,0	-5.098,4	3.445,8		
Μεταβολή υπολ. clearings	0,0	-6,4	0,4		
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	16.449,6	14.078,9	16.782,0		
ΥΨΟΣ CLEARINGS	11,0	4,6	5,0		

\* Προσωρινά στοιχεία.  
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

## Πίνακας 6

### Νομισματικά μεγέθη και ρευστά διαθέσιμα<sup>1</sup>

(Υπόλοιπα τέλους περιόδου σε δισεκ. δρχ.)

Περίοδος	Νομισματική κυκλοφορία (1)	Καταθέσεις όψεως (2)	M1 (3)	Καταθέσεις ταμειυτηρίου (4)	Καταθέσεις προθεσμίας (5)	Repos & τραπεζικά ομόλογα (6)	M3 (7)	Έντοκα γραμμάτια και ομόλογα Δημοσίου διάρκειας ενός έτους (8)	M4 (9)
<b>1995</b> . . . . .	1.863,6	1.285,4	3.149,0	10.445,4	3.119,2	666,8	17.380,4	5.509,2	22.889,6
<b>1996</b> . . . . .	1.941,4	1.606,6	3.548,0	12.201,7	3.106,6	149,0	19.005,3	6.631,0	25.636,3
<b>1997</b> . . . . .	2.182,7	1.820,3	4.003,0	13.335,3	3.319,4	168,6	20.826,3	4.407,0	25.233,3
<b>1998*</b> . . . . .	2.289,2	2.284,8	4.574,0	13.713,2	2.633,2	1.756,0	22.676,4	3.451,7	26.128,1
<b>1997</b> Ιαν. . . . .	1.787,3	1.425,7	3.213,0	12.284,8	3.081,4	278,9	18.858,1	5.746,9	24.605,0
Φεβρ. . . . .	1.753,8	1.418,8	3.172,6	12.181,1	3.128,3	227,0	18.709,0	5.241,2	23.950,2
Μάρτ. . . . .	1.712,9	1.475,1	3.188,0	12.218,0	3.146,5	245,5	18.798,0	5.311,1	24.109,1
Απρ. . . . .	1.916,2	1.527,1	3.443,3	12.408,3	3.095,5	231,3	19.178,4	5.474,7	24.653,1
Μάιος . . . . .	1.885,7	1.510,3	3.396,0	12.462,3	3.080,7	221,7	19.160,7	5.225,7	24.386,4
Ιούν. . . . .	1.899,5	1.771,8	3.671,3	12.823,5	3.115,9	264,7	19.875,4	5.141,2	25.016,6
Ιουλ. . . . .	2.011,9	1.542,7	3.554,6	12.938,6	3.014,0	221,4	19.728,6	4.867,4	24.596,0
Αύγ. . . . .	1.972,4	1.520,0	3.492,4	13.024,7	2.999,7	193,5	19.710,3	4.899,3	24.609,6
Σεπτ. . . . .	1.902,2	1.709,9	3.612,1	13.198,1	3.041,9	211,4	20.063,5	4.386,9	24.450,4
Οκτ. . . . .	1.934,9	1.766,5	3.701,4	13.059,7	3.161,1	193,1	20.115,3	4.212,9	24.328,2
Νοέμ. . . . .	1.865,5	1.467,2	3.332,7	12.211,4	3.707,1	175,5	19.426,7	4.409,7	23.836,4
Δεκ. . . . .	2.182,7	1.820,3	4.003,0	13.335,3	3.319,4	168,6	20.826,3	4.407,0	25.233,3
<b>1998</b> Ιαν. . . . .	1.947,9	1.443,8	3.391,7	12.591,8	3.351,8	218,4	19.553,7	4.360,7	23.914,4
Φεβρ. . . . .	1.914,4	1.387,1	3.301,5	12.520,4	3.379,0	197,4	19.398,3	4.211,7	23.610,0
Μάρτ. . . . .	1.851,3	1.666,6	3.517,9	12.504,0	3.402,3	219,7	19.643,9	4.228,0	23.871,9
Απρ. . . . .	2.007,8	1.634,0	3.641,8	12.687,5	3.266,8	197,2	19.793,3	4.242,3	24.035,6
Μάιος . . . . .	2.015,9	1.660,0	3.675,9	12.723,0	3.128,5	225,8	19.753,2	4.394,7	24.147,9
Ιούν. . . . .	2.030,9	1.850,8	3.881,7	13.176,1	3.130,9	232,1	20.420,8	4.239,7	24.660,5
Ιουλ.* . . . .	2.184,6	1.717,0	3.901,6	13.080,2	3.052,0	246,5	20.280,3	4.248,3	24.528,6
Αύγ.* . . . .	2.061,4	1.734,6	3.796,0	13.089,4	3.102,5	240,1	20.228,0	4.197,0	24.425,0
Σεπτ.* . . . .	1.978,2	1.865,9	3.844,1	12.972,9	2.980,3	504,8	20.302,1	3.790,0	24.092,1
Οκτ.* . . . .	1.984,9	1.918,1	3.903,0	12.787,2	2.898,6	1.057,0	20.645,8	3.910,0	24.555,8
Νοέμ.* . . . .	1.902,6	1.962,2	3.864,8	12.532,0	2.762,5	1.345,9	20.505,2	3.556,6	24.061,8
Δεκ.* . . . .	2.289,2	2.284,8	4.574,0	13.713,2	2.633,2	1.756,0	22.676,4	3.451,7	26.128,1

<sup>1</sup> Καταθέσεις και ρευστά διαθέσιμα του μη τραπεζικού ιδιωτικού τομέα.

M1=(1)+(2).

M3=M1+(4)+(5)+(6).

M4=M3+(8).

\* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 7

Συνολική τραπεζική χρηματοδότηση ιδιωτικού τομέα

(Υπόλοιπα τέλους περιόδου σε δισεκ. δρχ.)

Περίοδος	Σύνολο	Σε δραχμές	Σε συν/γμα	Κλάδοι					
				Μετα-ποίηση	Εμπόριο	Οικισμός	Τουρισμός	Καταναλωτική πίστη	Λοιπά
<b>1995</b> Δεκ. ....	8.328,0	6.858,1	1.469,9	2.788,9	1.584,8	1.219,0	398,5	423,1	1.913,7
<b>1996</b> Δεκ. ....	9.676,1	7.362,2	2.313,9	3.028,9	1.890,4	1.554,4	439,1	574,5	2.188,8
<b>1997</b> Δεκ. ....	11.145,8	8.407,5	2.738,3	3.185,4	2.316,9	1.924,4	464,7	731,6	2.522,8
<b>1998</b> Δεκ.* ....	12.836,1	9.723,0	3.113,1	3.410,0	2.785,0	2.320,0	500,0	1.010,0	2.811,1
<b>1997</b> Ιαν. ....	9.741,2	7.300,2	2.441,0	3.032,2	1.892,6	1.569,7	436,6	584,5	2.225,6
Φεβρ. ...	9.823,9	7.253,8	2.570,1	3.007,4	1.928,7	1.594,7	447,8	594,5	2.250,8
Μάρτ. ...	10.053,1	7.366,5	2.686,6	3.096,4	1.995,3	1.617,2	456,7	601,2	2.286,3
Απρ. ....	10.121,6	7.321,0	2.800,6	3.072,7	2.031,3	1.629,3	463,4	607,2	2.317,7
Μάιος ...	10.329,8	7.424,9	2.904,9	3.121,3	2.114,5	1.650,8	469,4	626,5	2.347,3
Ιούν. ....	10.630,3	7.672,9	2.957,4	3.191,3	2.210,5	1.698,2	471,7	635,0	2.423,6
Ιούλ. ....	10.790,7	7.754,5	3.036,2	3.237,7	2.239,7	1.740,3	469,4	649,7	2.453,9
Αύγ. ....	10.814,8	7.830,0	2.984,8	3.218,1	2.248,9	1.765,5	463,4	658,9	2.460,0
Σεπτ. ...	10.891,1	8.000,9	2.890,2	3.213,3	2.256,3	1.801,3	458,9	681,2	2.480,1
Οκτ. ....	10.921,3	8.152,1	2.769,2	3.208,4	2.269,8	1.837,5	454,6	697,8	2.453,2
Νοέμ. ...	11.027,4	8.220,6	2.806,8	3.237,4	2.290,6	1.871,0	462,8	711,5	2.454,1
Δεκ. ....	11.145,8	8.407,5	2.738,3	3.185,4	2.316,9	1.924,4	464,7	731,6	2.522,8
<b>1998</b> Ιαν. ....	11.256,7	8.423,0	2.833,7	3.228,4	2.350,9	1.953,9	466,1	743,3	2.514,1
Φεβρ. ...	11.337,2	8.486,6	2.850,6	3.227,1	2.353,3	1.989,9	471,9	757,8	2.537,2
Μάρτ. ...	11.754,3	8.743,7	3.010,6	3.273,8	2.476,3	1.998,6	497,5	770,9	2.737,2
Απρ. ....	11.854,4	9.254,8	2.599,6	3.244,2	2.568,1	2.031,0	505,3	777,4	2.728,4
Μάιος ...	11.941,8	9.325,5	2.616,3	3.229,3	2.621,6	2.058,6	497,7	800,7	2.733,9
Ιούν. ....	12.127,2	9.404,6	2.722,6	3.239,1	2.605,2	2.094,2	505,4	820,6	2.862,7
Ιούλ. ....	12.152,7	9.407,1	2.745,6	3.252,2	2.618,5	2.136,3	495,6	844,6	2.805,5
Αύγ. ....	12.260,8	9.360,2	2.900,6	3.249,8	2.613,4	2.168,2	490,0	866,9	2.872,5
Σεπτ. ...	12.313,6	9.457,1	2.856,5	3.252,4	2.684,1	2.206,5	484,3	890,5	2.795,8
Οκτ. ....	12.507,3	9.386,3	3.121,0	3.310,5	2.735,6	2.239,0	485,5	912,9	2.823,8
Νοέμ. ...	12.542,9	9.447,7	3.095,2	3.323,2	2.714,0	2.274,2	493,2	934,3	2.804,0
Δεκ.* ....	12.836,1	9.723,0	3.113,1	3.410,0	2.785,0	2.320,0	500,0	1.010,0	2.811,1

1 Από το Μάρτιο 1998 τα υπόλοιπα των δανείων σε συνάλλαγμα έχουν επηρεαστεί από την υποτίμηση της δραχμής.

\* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Πίνακας 8**  
**Επιτόκια και πληθωρισμός**

Τέλος περιόδου	Καταθέσεις ταμειωτηρίου	Προθεσμιακές καταθέσεις			Τραπεζική χρηματοδότηση <sup>1</sup>		Απόδοση ετήσιων έντοκων γραμματίων <sup>2</sup>	Απόδοση δεκαετών ομολόγων	Δείκτης τιμών καταναλωτή <sup>3</sup>
		Διάρκειας 1 μηνός	Διάρκειας 3 μηνών	Διάρκειας 12 μηνών	Βραχυ-πρόθεσμη	Μακρο-πρόθεσμη			
<b>1995</b> .....	12,8	14,1	14,2	14,5	21,1	19,5	14,2	-	7,9
<b>1996</b> .....	10,7	12,0	12,4	11,9	20,2	18,7	11,2	-	7,3
<b>1997</b> .....	9,5	11,2	13,2	11,2	19,1	17,5	11,4	10,7	4,7
<b>1998</b> .....	8,6*	10,6*	10,7*	10,0*	17,6*	16,0*	10,3	6,9	3,9
<b>1997</b> Ιαν. ....	10,2	11,2	11,2	11,3	19,9	17,5	10,9	-	6,8
Φεβρ. ...	9,7	10,8	10,9	10,3	19,6	17,9	10,5	-	6,5
Μάρτ. ...	9,5	10,1	10,6	10,1	19,3	17,2	10,3	-	6,0
Απρ. ...	9,1	9,7	10,2	9,7	19,0	17,7	10,3	-	5,9
Μάιος ...	9,0	9,5	9,9	9,6	18,7	16,4	9,6	-	5,4
Ιούν. ...	8,9	10,0	10,3	9,6	18,3	16,0	9,6	9,2	5,6
Ιούλ. ....	8,9	10,3	10,4	9,6	18,2	16,3	9,6	9,5	5,4
Αύγ. ....	8,9	10,2	10,4	9,6	18,2	16,3	9,5	9,6	5,6
Σεπτ. ...	8,9	10,0	10,4	9,5	18,4	16,3	9,5	9,2	4,9
Οκτ. ....	8,7	17,1	11,9	9,5	18,2	16,0	11,3	11,4	4,7
Νοέμ. ...	9,5	12,7	13,5	11,3	20,1	16,3	11,2	10,3	5,2
Δεκ. ....	9,5	11,2	13,2	11,2	19,1	17,5	11,4	10,7	4,7
<b>1998</b> Ιαν. ....	9,5	12,7	14,7	11,2	19,5	16,9	12,4	11,2	4,4
Φεβρ. ...	9,5	12,8	14,1	11,3	19,8	17,1	12,7	10,6	4,3
Μάρτ. ...	9,1	11,2	11,6	11,0	19,3	16,7	10,8	8,2	4,6
Απρ. ...	8,8	11,2	11,7	10,5	18,7	16,7	11,1	7,9	5,3
Μάιος ...	8,8	10,9	11,7	10,5	18,5	16,5	11,3	7,8	5,3
Ιούν. ...	8,8	11,1	11,8	10,7	18,6	16,6	11,7	7,8	5,2
Ιούλ. ....	8,8	11,0	11,6	10,7	18,3	17,0	11,5	7,6	5,1
Αύγ. ....	8,8	11,4	12,1	10,7	18,2	16,7	13,2	8,4	5,0
Σεπτ. ...	8,8	11,2	12,2	10,8	18,2	16,9	11,6	8,3	5,2
Οκτ. ....	8,9	10,6	11,3	10,6	18,0	16,6	11,0	7,9	4,7
Νοέμ. ...	8,8	10,5	11,1	10,4	18,0	16,0	10,5	7,5	4,2
Δεκ. ....	8,6*	10,6*	10,7*	10,0*	17,6*	16,0*	10,3	6,9	3,9
<b>1999</b> Ιαν. ....	8,4*	10,4*	10,3*	9,8*	17,6*	16,0*	9,5	6,0	3,7
Φεβρ. ...	8,2*	10,2*	10,2*	9,6*	17,5*	15,7*	9,2	6,0	3,7

1 Μέσο μηνιαίο επιτόκιο.

2 Απόδοση κατά την έκδοση.

3 Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους.

\* Προσωρινά στοιχεία.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΣΥΕ.

Πίνακας 9

Επιτόκια διατραπεζικής αγοράς και της Τράπεζας της Ελλάδος

Τέλος περιόδου	Επιτόκια διατραπεζικής αγοράς					Επιτόκια της Τράπεζας της Ελλάδος		
	Διάρκεια μίας ημέρας <sup>1</sup>	Διάρκεια 1 μηνός	Athibor 3 μηνών	Athibor 6 μηνών	Athibor 12 μηνών	Αποδοχή καταθέ- σεων διάρκειας μίας ημέρας (πρώτο κλιμάκιο)	Αποδοχή καταθέ- σεων διάρκειας 14 ημερών	Χρηματοδότηση με ενέχυρο τίτλους Ελληνικού Δημοσίου
<b>1995</b> . . . . .	14,4	15,2	15,4	15,7	–	–	–	21,5
<b>1996</b> . . . . .	12,8	12,7	12,6	12,5	12,5	–	–	21,0
<b>1997</b> . . . . .	11,0	18,0	15,1	15,2	15,1	10,9	12,75	19,0
<b>1998</b> . . . . .	11,9	11,9	11,9	11,5	10,8	11,6	12,25	15,5
<b>1997</b> Ιαν. . . . .	12,4	12,0	11,9	11,7	11,6	–	–	21,0
Φεβρ. . . . .	12,1	11,9	11,8	11,6	11,4	–	11,89	20,0
Μάρτ. . . . .	11,7	10,4	10,9	10,9	10,9	11,9	11,87	20,0
Απρ. . . . .	10,8	10,3	10,5	10,6	10,6	11,9	11,90	20,0
Μάιος . . . . .	10,6	11,3	11,2	10,8	10,7	11,9	11,90	19,0
Ιούν. . . . .	11,7	11,8	11,5	11,3	11,1	11,9	11,90	19,0
Ιούλ. . . . .	11,7	11,8	11,1	11,0	11,0	11,6	11,90	19,0
Αύγ. . . . .	11,6	11,3	11,2	11,1	11,0	11,3	–	19,0
Σεπτ. . . . .	11,0	11,0	11,1	11,0	11,0	11,3	–	19,0
Οκτ. . . . .	16,9	13,3	41,6	27,0	24,3	150,0 <sup>2</sup>	–	19,0
Νοέμ. . . . .	23,7	15,5	14,5	14,4	14,3	10,9	14,00	19,0
Δεκ. . . . .	11,0	18,0	15,1	15,2	15,1	10,9	12,75	19,0
<b>1998</b> Ιαν. . . . .	15,1	18,6	18,4	18,0	17,3	10,9	19,00	23,0
Φεβρ. . . . .	13,0	16,0	17,6	17,5	17,1	10,9	17,00	23,0
Μάρτ. . . . .	13,2	12,0	12,5	12,3	12,1	10,9	15,50	19,0
Απρ. . . . .	11,9	13,0	13,2	12,7	12,3	11,5	14,25	19,0
Μάιος . . . . .	11,9	13,1	13,2	12,9	12,3	11,5	14,00	19,0
Ιούν. . . . .	13,4	13,3	13,4	13,0	12,3	11,5	13,75	19,0
Ιούλ. . . . .	12,3	12,8	12,8	12,6	12,1	11,9	13,00	19,0
Αύγ. . . . .	12,4	17,6	16,2	15,1	14,0	11,9	13,00	16,0
Σεπτ. . . . .	11,7	13,3	13,2	13,2	12,8	11,9	13,00	16,0
Οκτ. . . . .	11,9	12,2	12,2	12,1	11,6	11,9	12,75	16,0
Νοέμ. . . . .	12,3	11,9	12,0	11,6	11,1	11,9	12,75	16,0
Δεκ. . . . .	11,9	11,9	11,9	11,5	10,8	11,6	12,25	15,5
<b>1999</b> Ιαν. . . . .	11,4	11,5	11,4	11,1	10,6	11,5	12,00	13,5
Φεβρ. . . . .	10,2	10,3	10,3	10,2	9,9	11,5	12,00	13,5

1 Μέσο μηνιαίο επιτόκιο.

2 Επιτόκιο δημοπρασίας διάρκειας τριών ημερών.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

