



## Εβδομαδιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

#### Ταχύτητα Οικονομικής Σύγκλισης με τον Ευρωπαϊκό Μέσο Όρο: Παραγωγικό Κενό και Δυνητικό ΑΕΠ

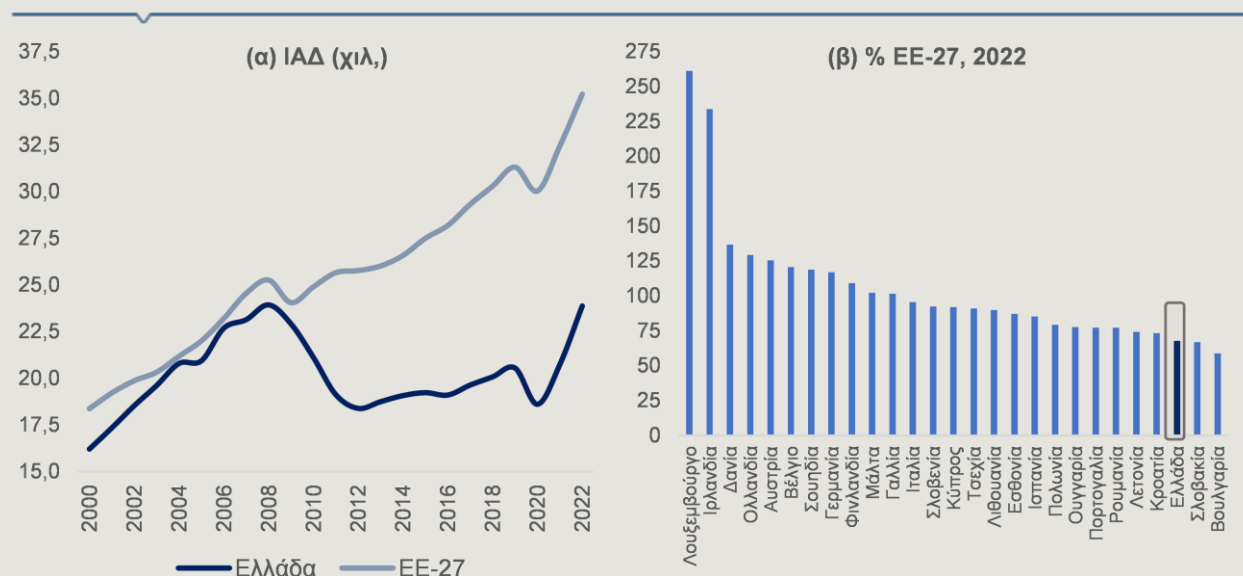
Η ισχυρότερη οικονομική μεγέθυνση της Ελλάδας σε σχέση με την Ευρώπη στη μεταπανδημική περίοδο, επαναφέρει το ζήτημα της σύγκλισης στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος. Πόσο έχει μείνει πίσω η χώρα μας σε αυτό το μέτωπο, μετά τη χαμένη δεκαετία ύφεσης και στασιμότητας; Πόσο ταχύς είναι ο περιορισμός του παραγωγικού κενού που συντελείται την τελευταία διετία και ποιοί παράγοντες μπορούν να ενισχύσουν τις παραγωγικές δυνατότητες της χώρας;

Το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδας ανήλθε το 2022, με βάση τις Ισοτιμίες Αγοραστικής Δύναμης<sup>1</sup> (ΙΑΔ), στο επίπεδο που είχε καταγραφεί το 2008, τη χρονιά που ξεκίνησε η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση. Ωστόσο, ο βαθμός σύγκλισης με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, δηλαδή το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδας ως ποσοστό του κοινοτικού μέσου δεν έχει προσεγγίσει το επίπεδο εκείνης της χρονιάς, αφού, από το 2009 έως το 2018, η οικονομική μεγέθυνση στη χώρα μας είτε ήταν αρνητική, είτε υπολειπόταν του ευρωπαϊκού μέσου. Παρά το γεγονός ότι το 2022 το κατά κεφαλήν ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 15% (Γράφημα 1α), το ποσοστό σύγκλισης εξακολουθεί να είναι αρκετά χαμηλό, καθώς διαμορφώθηκε στο 68% (Γράφημα 1β). Το εν λόγω ποσοστό ήταν το τρίτο χαμηλότερο μεταξύ των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ-27) το 2022 και σημαντικά μειωμένο σε σύγκριση με την περίοδο πριν την οικονομική κρίση στη χώρα. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το 2002 το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδας ανερχόταν στο 93,3% του αντίστοιχου μεγέθους της ΕΕ-27.

Το πραγματικό ΑΕΠ της χώρας μας αναμένεται, σύμφωνα με τις διαθέσιμες προβλέψεις, να αυξηθεί με ρυθμό υψηλότερο από τον μέσο όρο της ΕΕ-27 την επόμενη διετία. Συγκεκριμένα, στις χειμερινές προβλέψεις της η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Economic Forecast, Winter 2023) εκτιμά ότι το ΑΕΠ θα αυξηθεί το 2023

ΓΡΑΦΗΜΑ 1

#### Εξέλιξη του κατά κεφαλήν ΑΕΠ στην Ελλάδα και σύγκριση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο (ΙΑΔ)



Πηγή: Eurostat

κατά 0,8% στην ΕΕ-27 και 1,2% στη χώρα μας, ενώ, βάσει των πιο πρόσφατων εκτιμήσεων, ο ρυθμός μεγέθυνσης της Ελλάδας για το τρέχον έτος θα υπερβεί το 2% (Τράπεζα της Ελλάδος - Έκθεση του Διοικητή για το 2022, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο - World Economic Outlook, April 2022). Ως εκ τούτου, η αναλογία του κατά κεφαλήν ΑΕΠ προς τον ευρωπαϊκό μέσο εν μέρει θα βελτιωθεί. Παράλληλα, η διαφορά μεταξύ του δυνητικού από το πραγματικό ΑΕΠ, δηλαδή του προϊόντος που πράγματι παράγεται και του δυνάμενου να παραχθεί, εάν χρησιμοποιούνταν πλήρως οι διαθέσιμοι παραγωγικοί συντελεστές, έχει σχεδόν εξαλειφθεί, πρωτίστως λόγω της ισχυρής ανόδου της καταναλωτικής και επενδυτικής ζήτησης. Δεν επαρκεί, όμως, αυτό για μια ταχύτερη σύγκλιση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδας με εκείνο της ΕΕ-27. Το τελευταίο απαιτεί μεσομακροπρόθεσμα τη διεύρυνση των παραγωγικών δυνατοτήτων της οικονομίας και επακόλουθα του δυνητικού προϊόντος, μέσω της ενίσχυσης του εργατικού δυναμικού και του φυσικού κεφαλαίου της χώρας, καθώς και της παραγωγικότητας των δύο παραγωγικών συντελεστών.

Οι επενδύσεις που θα πραγματοποιηθούν το τρέχον αλλά και τα επόμενα χρόνια, στο πλαίσιο της υλοποίησης του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, με προτεραιότητα στην πράσινη και ψηφιακή μετάβαση, αναμένεται να έχουν ισχυρή πολλαπλασιαστική επίδραση, συμβάλλοντας στη βελτίωση των παραγωγικών δυνατοτήτων της οικονομίας. Σε συνδυασμό, μάλιστα, με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που στοχεύουν στην ενίσχυση της συμμετοχής στην αγορά εργασίας, της συνολικής παραγωγικότητας αλλά και της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, μπορούν να αποτελέσουν τον βασικό παράγοντα που θα οδηγήσει στη σταδιακή άνοδο του δυνητικού προϊόντος της χώρας. Από την άλλη πλευρά, οι δημογραφικές εξελίξεις και κυρίως η γήρανση του πληθυσμού, θα περιορίσουν μακροπρόθεσμα τις παραγωγικές δυνατότητες της ελληνικής οικονομίας.

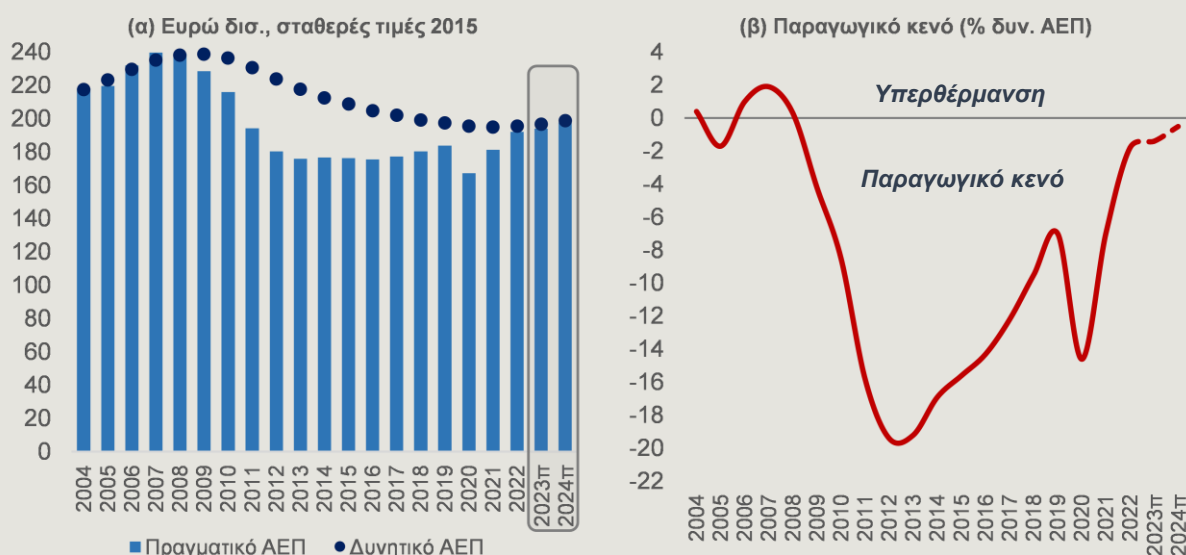
### Δυνητικό ΑΕΠ και Παραγωγικό Κενό

Το δυνητικό ΑΕΠ αντικατοπτρίζει τις παραγωγικές δυνατότητες της χώρας και προσδιορίζεται από το επίπεδο του κεφαλαίου, της εργασίας αλλά και της παραγωγικότητάς τους, ενώ όταν υπολείπεται του πραγματικού, αποτελεί ένδειξη υπερβάλλουσας ζήτησης και υπερθέρμανσης της οικονομίας. Σημειώνεται ότι η διαφορά των δύο μεγεθών, δηλαδή το πραγματικό *μείον* το δυνητικό ΑΕΠ, ορίζεται ως παραγωγικό κενό και εκφράζεται, συνήθως, ως ποσοστό του δεύτερου. Όπως παρατηρείται στο Γράφημα 2α, όπου απεικονίζονται το πραγματικό και το δυνητικό ΑΕΠ, για την περίοδο από το 2004 και μετά, το δυνητικό ΑΕΠ έφτασε στο υψηλότερο σημείο του το 2009, όταν διαμορφώθηκε σε Ευρώ 238,6 δισ. (σε σταθερές τιμές 2015). Παρά το γεγονός ότι το τελευταίο αυξανόταν μέχρι και το 2009, την τριετία 2006-2008, το πραγματικό ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε ακόμα υψηλότερο επίπεδο, με αποτέλεσμα το παραγωγικό κενό να εξαλειφθεί (Γράφημα 2β). Το τελευταίο καταδεικνύει υψηλή ζήτηση, καθώς και ότι η οικονομία λειτουργεί με υψηλότερο ρυθμό από αυτόν που μπορεί να διατηρήσει με βιώσιμο τρόπο.

Κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης της προηγούμενης δεκαετίας, οι παραγωγικές δυνατότητες της χώρας αποδυναμώθηκαν, εξαιτίας της παρατεταμένης περιόδου αποεπένδυσης αλλά και της εκροής καταρτισμένου ανθρώπινου κεφαλαίου στο εξωτερικό (brain drain). Ως αποτέλεσμα, το εκτιμώμενο δυνητικό ΑΕΠ μειώθηκε σωρευτικά κατά 18%, μεταξύ 2009 και 2021. Επιπρόσθετα, η πτώση της ζήτησης και η οικονομική ύφεση εν γένει διαμόρφωσαν το παραγωγικό κενό, ειδικά στα πρώτα χρόνια της προηγούμενης δεκαετίας, σε επίπεδο πλησίον του -20% του δυνητικού ΑΕΠ (Γράφημα 2β).

ΓΡΑΦΗΜΑ 2

Η σταδιακή μείωση του παραγωγικού κενού και οι προβλέψεις για τη διετία 2023-2024



Πηγή:  
Ευρωπαϊκή  
Επιτροπή  
(European  
Economic  
Forecast  
Autumn 2022)



Η επιστροφή σε θετικούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης από το 2017 και μετά, οδήγησαν στη σταδιακή συρρίκνωση του παραγωγικού κενού, το οποίο, παρά την προσωρινή διεύρυνσή του το 2020, λόγω της πανδημίας και του περιορισμού της οικονομικής δραστηριότητας, διαμορφώθηκε σε -1,8% το 2022, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (European Economic Forecast, Autumn 2022) αλλά και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (World Economic Outlook, April 2022). Βάσει των προβλέψεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το παραγωγικό κενό θα συρρικνωθεί την επόμενη διετία, φθάνοντας στο -0,5% το 2024, ενώ, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, θα μηδενιστεί ήδη από το τρέχον έτος, καθώς ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα είναι ισχυρός (2,6%). Τέλος, στην Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2022 (Απρίλιος 2023), εκτιμάται ότι το δυνητικό προϊόν ανέκαμψε κατά 1,3% (έναντι 0,3% της ΕΕ), ενώ το παραγωγικό κενό εξαλείφθηκε κατά το περασμένο έτος. Οι παράγοντες που οδήγησαν σε αυτή την εξέλιξη ήταν, *μεταξύ άλλων*, η ισχυρή δυναμική της ελληνικής οικονομίας στην προπανδημική περίοδο, η θετική επίδραση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που έχουν ήδη υλοποιηθεί, η άνοδος της απασχόλησης αλλά και η ήπια αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας.

### Παραγωγικές δυνατότητες της ελληνικής οικονομίας

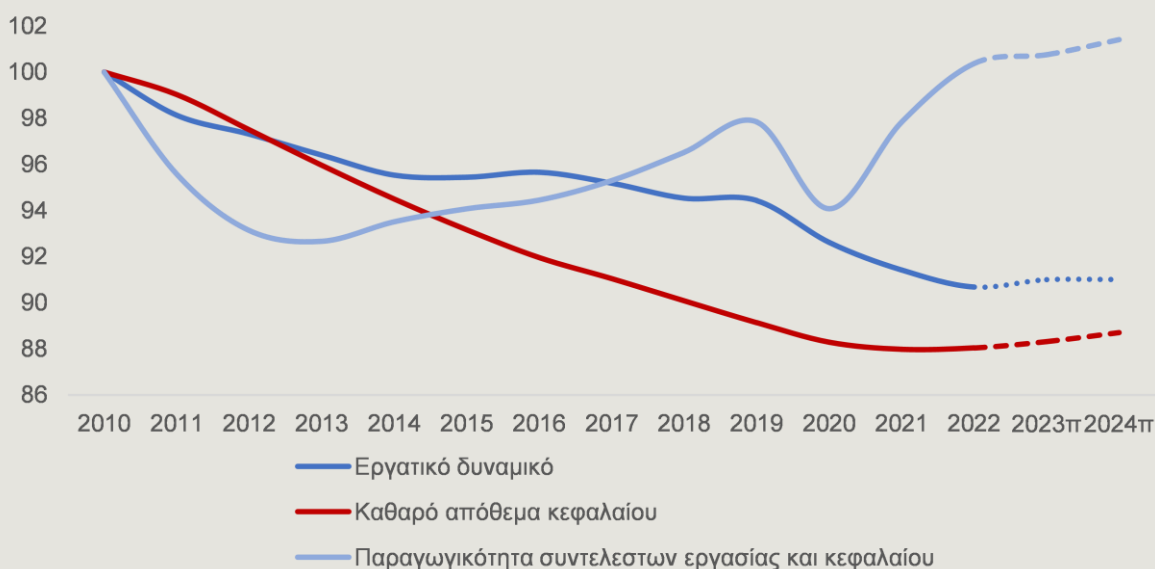
Η κρίση χρέους στην Ελλάδα, κατά την προηγούμενη δεκαετία, είχε, όπως προαναφέρθηκε, ισχυρό αρνητικό αντίκτυπο στις παραγωγικές δυνατότητες της οικονομίας. Πιο αναλυτικά, σε ό,τι αφορά στον παραγωγικό συντελεστή εργασίας, το εργατικό δυναμικό μειώθηκε σημαντικά στο εν λόγω χρονικό διάστημα, γεγονός που οφείλεται στο φαινόμενο του brain drain, αλλά και στη γήρανση του πληθυσμού. Επιπρόσθετα, το καθαρό απόθεμα του κεφαλαίου εξασθένησε, καθώς το επίπεδο της επενδυτικής δαπάνης βρισκόταν συστηματικά χαμηλότερα από το ύψος των αποσβέσεων. Τέλος, το γεγονός ότι δεν ενσωματώθηκαν έγκαιρα στην παραγωγική διαδικασία νέες και καινοτόμες τεχνολογίες επηρέασε αρνητικά την ποιότητα του φυσικού κεφαλαίου της χώρας και τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών (Γράφημα 3).

Το εργατικό δυναμικό συνέχισε να μειώνεται, κατά τη διάρκεια της πανδημίας, καθώς οι υγειονομικές συνθήκες αλλά και τα μέτρα περιορισμού της οικονομικής δραστηριότητας ώθησαν σημαντικό αριθμό εργαζομένων και ανέργων στον μη ενεργό πληθυσμό. Η παραγωγικότητα του κεφαλαίου και της εργασίας, ωστόσο, καταγράφει ανοδική τροχιά από το 2021 και μετά, ενώ η άνοδος των επενδύσεων ενίσχυσε το απόθεμα του κεφαλαίου κατά το περασμένο έτος. Βάσει των προβλέψεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (ΕΕ), το εργατικό δυναμικό αναμένεται να αυξηθεί οριακά (0,4%) το 2024, σε σύγκριση με το 2022, χωρίς ωστόσο να εκτιμάται ότι θα ανακάμψει πλήρως στα προπανδημικά επίπεδα. Ανοδικά θα κινηθεί, επίσης, το καθαρό απόθεμα του κεφαλαίου (0,7%), εξαιτίας του σημαντικού ύψους των επενδύσεων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν την επόμενη διετία. Το τελευταίο θα συμβάλει και στη σημαντική βελτίωση της συνολικής παραγωγικότητας (1%), η οποία θα επανέλθει σταδιακά, βάσει των εκτιμήσεων της ΕΕ, σε επίπεδα αντίστοιχα της περιόδου πριν την οικονομική κρίση στη χώρα.

Στον μακροπρόθεσμο ορίζοντα, ωστόσο, ο δημογραφικός παράγοντας εκτιμάται ότι θα έχει αρνητική επίπτωση στις παραγωγικές δυνατότητες της ελληνικής οικονομίας. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της ΕΕ (European Commission, The 2021 Aging Report, May 2021), το ποσοστό του πληθυσμού σε ηλικία που θα μπορεί να εργαστεί (working age population, 20-64 ετών) προβλέπεται ότι θα περιοριστεί σταδιακά το 2070 στο 50,3% του συνολικού πληθυσμού, από 58,4% το 2019, ενώ ο λόγος εξάρτησης των ηλικιωμένων (old age dependency ratio, 65+ προς 20-64 ετών) θα διαμορφωθεί αντίστοιχα σε 65,2%, από 37,9% το 2019.

#### ΓΡΑΦΗΜΑ 3

Παράγοντες που επηρεάζουν τις παραγωγικές δυνατότητες της οικονομίας (2010=100)



Πηγή:  
Ευρωπαϊκή  
Επιτροπή  
(European  
Economic  
Forecast  
Autumn 2022)

## Η Ελληνική Οικονομία σε Αριθμούς

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1**

Ετήσια στοιχεία	2018	2019	2020	2021	2022	Ετήσιες Μεταβολές
ΑΕΠ (% ετήσια μεταβολή, σταθερές τιμές 2015)	1,7	1,9	-9,0	8,4	5,9	
Ιδιωτική Κατανάλωση	1,7	1,9	-7,7	5,8	7,8	
Δημόσια Κατανάλωση	-3,5	2,1	2,6	2,2	-1,6	
Ακαθάριστος Σχηματισμός Παγίου Κεφαλαίου	-4,3	-2,2	1,1	20,0	11,7	
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	9,1	4,9	-21,5	24,1	4,9	
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	8,1	2,9	-7,3	17,7	10,2	
Γεν. Δκτ Τιμών Καταναλωτή (% ετ. μεταβ., μ.ο. έτους)	0,6	0,3	-1,2	1,2	9,6	
Ανεργία (% , μέσο έτους)	19,3	17,3	16,3	14,7	12,4	
Πρωτογενές Ισοζύγιο της Γεν. Κυβέρνησης (% ΑΕΠ) *	4,4	4,0	-6,9	-4,9		
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	186,4	180,6	206,3	194,5		
Ισοζύγιο Τρεχ. Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-2,9	-1,5	-6,6	-6,8	-9,7	

Δείκτες Οικονομικής Συγκυρίας	2022	2022			Τελευταία διαθέσιμη περίοδος	Τριμηνιαία στοιχεία (% ετήσιες μεταβολές, δείκτες)
		Q2	Q3	Q4		
<b>Οικονομική Δραστηριότητα (% ετήσια μεταβολή)</b>						
Όγκος Λιαν. Εμπορίου (εκτός καυσίμων-λιπ/κών)	1,9	0,9	2,0	-1,8	2,5 (Ιαν. 23)	
Νέες εγγραφές Επιβατηγών Αυτοκινήτων	6,7	4,5	9,4	-0,5	23,6 (Ιαν.-Μαρ. 23)	
Ιδιωτική Οικοδομική Δραστ/τα (όγκος σε χιλ. m³)	-2,2	-11,2	-12,7	7,0	-2,2 (Ιαν.-Δεκ. 22)	
Βιομηχανική Παραγωγή: Μεταποίηση	4,4	4,7	4,2	3,3	7,1 (Ιαν.-Φεβ. 23)	
<b>Δείκτες Προσδοκιών</b>						
Δείκτης Υπευθ. Προμηθειών στη μεταποίηση PMI	51,8	53,2	49,2	47,9	52,8 (Μαρ. 23)	
Δείκτης Οικονομικού Κλίματος	105,4	105,2	102,3	101,4	106,8 (Μαρ. 23)	
Δείκτης Επιχ/κών Προσδοκιών στη Βιομηχανία	105,5	108,0	99,6	97,3	109,2 (Μαρ. 23)	
Δείκτης Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης	-50,7	-53,0	-53,6	-52,6	-41,4 (Μαρ. 23)	
<b>Πιστωτική Επέκταση, (% ετήσια μεταβολή, τέλος περιόδου)</b>						
Ιδιωτικός Τομέας	6,3	4,5	6,1	6,3	4,8 (Φεβ. 23)	
Επιχειρήσεις (μη χρηματοπιστωτικές)	11,8	9,7	12,3	11,8	9,7 (Φεβ. 23)	
Νοικοκυριά	-2,5	-2,1	-2,2	-2,5	-2,5 (Φεβ. 23)	
- Καταναλωτικά Δάνεια	1,3	0,7	0,9	1,3	1,6 (Φεβ. 23)	
- Στεγαστικά Δάνεια	-3,7	-3,0	-3,2	-3,7	-3,6 (Φεβ. 23)	
<b>Τιμές και Αγορά Εργασίας</b>						
Δκτ Τιμών Καταναλωτή (% ετ. μετ., μ.ο. περιόδου)	9,6	11,2	11,7	8,3	4,6 (Μαρ. 23)	
Δκτ Τιμών Διαμερισμάτων, (% ετήσια μεταβολή)	11,1	10,4	11,7	12,2	12,2 (Δ' τρίμ. 22)	
Ανεργία (% , μ.ο. Περιόδου, εποχ. διορθ.)	12,4	12,6	12,3	11,8	11,4 (Φεβ. 23)	
<b>ΑΕΠ (% ετήσια μεταβολή, σταθερές τιμές 2015)</b>	5,9	7,3	4,4	5,2	5,2 (Δ' τρίμ. 22)	
Ιδιωτική Κατανάλωση	7,8	8,7	5,6	4,2	4,2 (Δ' τρίμ. 22)	
Δημόσια Κατανάλωση	-1,6	-0,5	-2,8	-1,9	-1,9 (Δ' τρίμ. 22)	
Επενδύσεις	11,7	10,1	8,3	14,8	14,8 (Δ' τρίμ. 22)	
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	4,9	12,1	-3,6	-3,5	-3,5 (Δ' τρίμ. 22)	
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	10,2	14,6	5,3	7,5	7,5 (Δ' τρίμ. 22)	

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛΣΤΑΤ, ΙΟΒΕ, IHS Markit



## Νομισματική πολιτική και δυναμική της αγοράς των εμπορικών ακινήτων στην Ευρώπη

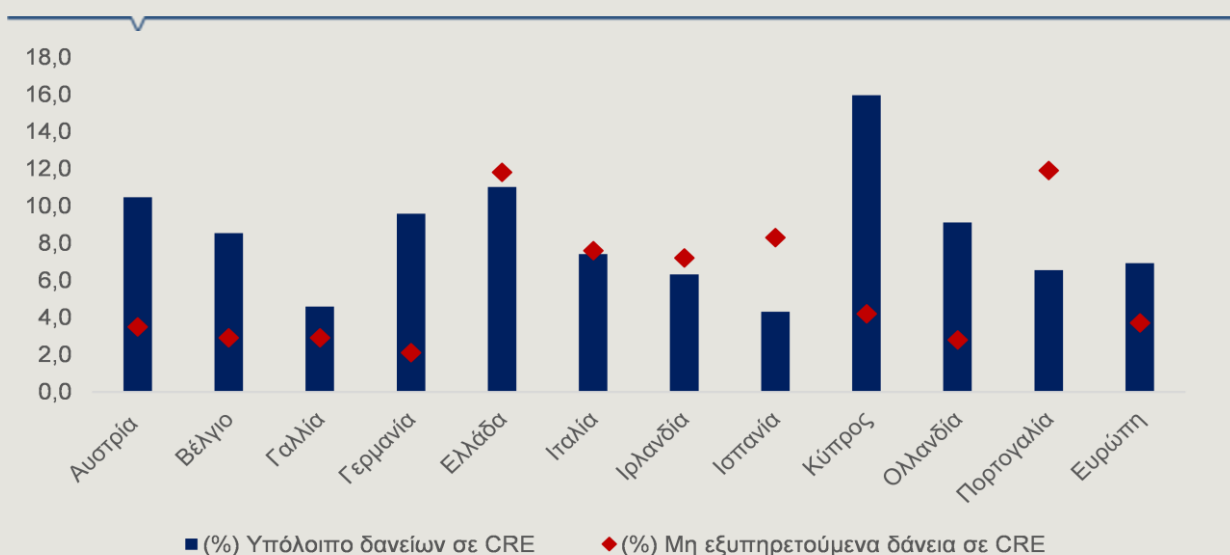
Σύμφωνα με τις πρόσφατες προβλέψεις (World Economic Outlook, Απρίλιος 2023) του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), το παγκόσμιο ΑΕΠ αναμένεται να αναπτυχθεί κατά 2,8% το 2023, σημειώνοντας επιβράδυνση σε σχέση με τον ρυθμό ανάπτυξης 3,4% που σημειώθηκε το 2022. Ο παγκόσμιος πληθωρισμός αναμένεται να διατηρηθεί σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα και να διαμορφωθεί στο 7% το 2023, αισθητά, όμως, χαμηλότερα από το 8,7% του 2022.

Το ΔΝΤ αναφέρει ότι η κατάσταση παραμένει αρκετά εύθραυστη και ότι έχουν υποχωρήσει οι ενδείξεις για επίτευξη ήπιας προσγείωσης (soft landing) της παγκόσμιας οικονομίας, εν μέσω διατήρησης του επίμονου πληθωρισμού αλλά και της πρόσφατης αναταραχής στον χρηματοπιστωτικό κλάδο. Χαρακτηριστικά αφήνει ανοικτό το ενδεχόμενο μιας απότομης προσγείωσης (hard landing), εξαιτίας των προαναφερθέντων παραγόντων, καθώς και της απότομης αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής. Η οικονομία των ΗΠΑ αναμένεται να επιβραδυνθεί, με ρυθμό ανάπτυξης 1,6% το 2023, ενώ η Κίνα (5,2%) θα διαδραματίσει καθοριστικό ρόλο στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας. Για τη ζώνη του ευρώ (ΖΤΕ), εκτιμάται αναιμική ανάκαμψη το 2023, της τάξης του 0,8%, με τη Γερμανία να παρουσιάζει οριακή ύφεση (-0,1%). Η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου, επίσης, εκτιμάται ότι θα συρρικνωθεί κατά 0,3%.

Οι διαταραχές στην παγκόσμια οικονομία, καθώς και η συνέχιση της αυστηρής νομισματικής πολιτικής δεν αφήνουν ανεπηρέαστη την αγορά ακινήτων. Μετά από την ραγδαία άνοδο, παγκοσμίως, της αγοράς ακινήτων, κατά τη διάρκεια της πανδημίας, ο υψηλός πληθωρισμός, αλλά, κυρίως, οι διαδοχικές αυξήσεις των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες έχουν προκαλέσει σημαντική διαταραχή στον κλάδο.

Πιο συγκεκριμένα, ο κλάδος των εμπορικών ακινήτων βρίσκεται αντιμέτωπος με μια σημαντική πρόκληση. Μετά από μια έντονη ανάκαμψη των εμπορικών ακινήτων, σε όρους ζήτησης και τιμών, από τα μέσα του 2022, η αύξηση των επιτοκίων έχει πτωτικές επιδράσεις στον κλάδο, καθώς παρατηρείται μια επιβράδυνση της αγοράς, η οποία αναμένεται να συνεχιστεί όσο τα επιτόκια διατηρούνται σε υψηλά επίπεδα. Από την πανδημική κρίση και μετά, οι εταιρείες έχουν ακολουθήσει μια διαφορετική προσέγγιση, εξαιτίας της τηλεργασίας και, για λόγους μείωσης των λειτουργικών εξόδων, έχουν αφήσει τα ευρύχωρα και δαπανηρά γραφεία. Αυτό έχει παρατηρηθεί σε όλα τα σημαντικά εμπορικά κέντρα της Ευρώπης, όπως το Λονδίνο, η Φρανκφούρτη και το Παρίσι ("European commercial real estate: the cracks are starting to show", Financial Times, April 2023). Η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης και αναχρηματοδότησης, καθώς και η αβεβαιότητα επηρέασαν τη ζήτηση για όλους τους τύπους των εμπορικών ακινήτων. Ωστόσο, η περιορισμένη ζήτηση και η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης των εμπορικών ακινήτων εγκυμονεί σημαντικούς κινδύνους για τον τραπεζικό κλάδο.

Το υπόλοιπο δανείων σε εμπορικά ακίνητα που κατέχουν οι συστημικές τράπεζες και τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια στον κλάδο, 4<sup>ο</sup> τρίμηνο 2022



ΓΡΑΦΗΜΑ 4

Πηγή: European  
Banking  
Authority

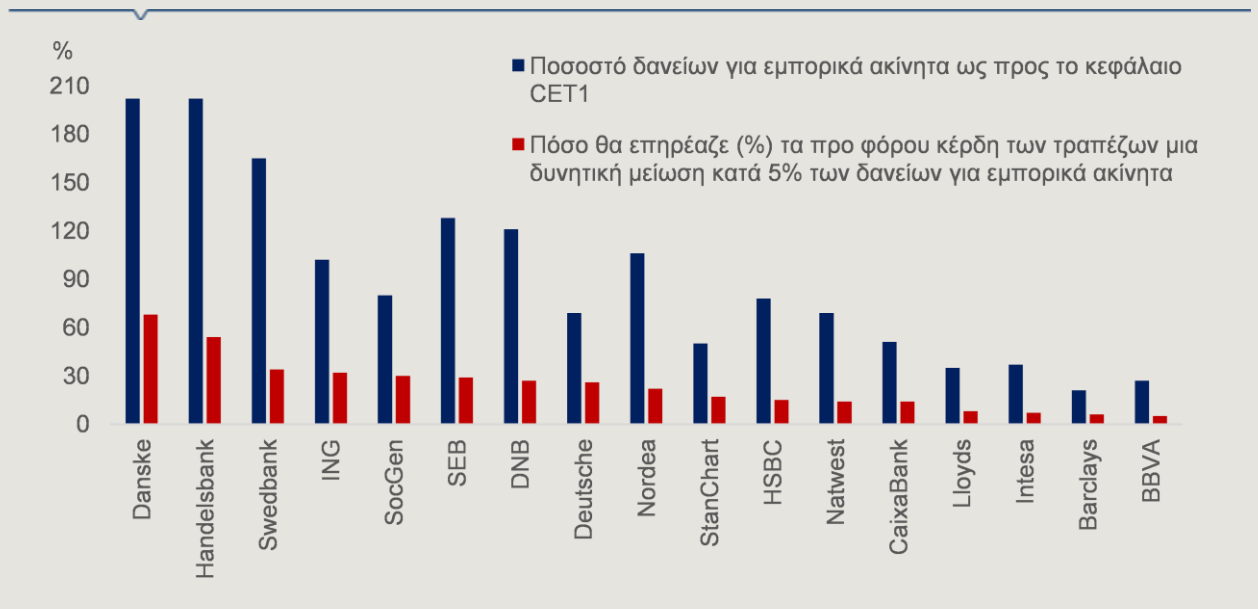
Οι ευρωπαϊκές τράπεζες έχουν μεγάλη έκθεση σε δάνεια εμπορικών ακινήτων (Γράφημα 4) και, ως εκ τούτου, μια μείωση της αξίας τους εκτιμάται ότι θα επηρεάσει τα κέρδη τους. Τα δάνεια για εμπορικά ακίνητα στις ΗΠΑ φθάνουν το ύψος των Δολαρίων 2,9 τρισ., ενώ στην Ευρώπη υπερβαίνουν τα Ευρώ 1,5 τρισ. (European CRE Lending, Bayes Business School, Μάρτιος 2023).

Στις ΗΠΑ, η έκθεση των πιστωτικών ιδρυμάτων σε δάνεια εμπορικών ακινήτων διαφέρει ανάλογα με το μέγεθός τους. Χαρακτηριστικά, σύμφωνα με έκθεση της Moody's Analytics, τη μεγαλύτερη έκθεση (24,3%) παρουσιάζουν οι τοπικές τράπεζες (829 τράπεζες, με συνολικό ενεργητικό Δολάρια 1-10 δισ.), ενώ ακολουθούν οι μικρές και οι περιφερειακές τράπεζες, με ποσοστό 18,3% και 16,5%, αντίστοιχα.

Οι ευρωπαϊκές τράπεζες είναι ιδιαίτερες εκτεθειμένες στον κλάδο των εμπορικών ακινήτων (Commercial Real Estate- CRE), όταν χορηγούν δάνεια σε επιχειρήσεις που συμμετέχουν σε δραστηριότητες εμπορικών ακινήτων, αφού μια διαταραχή της αγοράς αυξάνει τον πιστωτικό κίνδυνο αυτών των ανοιγμάτων. Επίσης, τα εμπορικά ακίνητα γίνονται ευρέως αποδεκτά ως ενέχυρο από τις τράπεζες, γεγονός που τις εκθέτει περαιτέρω σε αυξημένες ζημίες, εάν η αθέτηση πληρωμών από τον δανειολήπτη συμπίπτει χρονικά με την πώση των αξιών των εμπράγματων εξασφαλίσεων. Ειδικότερα, οι σκανδιναβικές τράπεζες παρουσιάζουν μεγάλη έκθεση σε δάνεια σε εμπορικά ακίνητα, ενώ μια δυνητική μείωση των δανείων κατά 5% θα επηρέαζε σημαντικά τα κέρδη των τραπεζών (Γράφημα 5).

Επιπλέον, σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, η χρήση των εμπορικών ακινήτων ως εγγύηση δύναται να λειτουργήσει ως ένας μηχανισμός επιτάχυνσης, αφού συνδέει τις τιμές της αγοράς εμπορικών ακινήτων με την πρόσβαση των δανειοληπτών σε χορηγήσεις. Ως εκ τούτου, αυτός ο μηχανισμός μπορεί να στηρίξει την πρόσβαση σε χρηματοδότηση σε περιόδους ανόδου του οικονομικού κύκλου, αλλά από την άλλη πλευρά και να επιδεινώσει τις ζημίες σε μια ύφεση.

Εν κατακλείδι, οι ανησυχίες για την αγορά εμπορικών ακινήτων στην Ευρώπη έχουν αυξηθεί, εξαιτίας κυρίως του αυξανόμενου κόστους δανεισμού αλλά και της αποκλιμάκωσης στις αποτιμήσεις των ακινήτων, μετά τη μεγάλη άνοδο που παρουσίασαν κατά την περίοδο των χαμηλών επιτοκίων, την περασμένη δεκαετία. Η Ευρώπη μπορεί να βρίσκεται θεωρητικά σε καλύτερη θέση από τις ΗΠΑ, αφού το ποσοστό πληρότητας των γραφείων είναι υψηλότερο (JLL), όμως οι εκτιμήσεις υποστηρίζουν ότι είναι πιθανή μια μακρά περίοδος επώδυνης προσαρμογής στην αγορά ακινήτων της Ευρώπης.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 5**
**Οι Σκανδιναβικές τράπεζες είναι πιο εκτεθειμένες στα εμπορικά ακίνητα**


Πηγή:  
Bloomberg  
Intelligence

## ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

### Διατηρούνται οι αρρυθμίες στην παγκόσμια οικονομία

- Το ΔΝΤ (IMF) αναθεώρησε προς τα κάτω τις προβλέψεις για την παγκόσμια ανάπτυξη, μετά και την πρόσφατη αναταραχή στον τραπεζικό κλάδο
- Η Εθνική Στατιστική Υπηρεσία της Κίνας ανακοίνωσε ότι η οικονομία επιταχύνθηκε το πρώτο τρίμηνο του έτους κατά 4,5% σε ετήσια βάση
- Στα υψηλότερα επίπεδα του έτους το ευρώ έναντι του δολαρίου

### Οι εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία

**ΗΠΑ** ▶ Σε πρόσφατο άρθρο του περιοδικού Economist, γίνεται λόγος για το «φαινόμενο Μόνα Λίζα» (Mona Lisa effect). Η οικονομία παρομοιάζεται με το πρόσωπο που απεικονίζεται στο έργο τέχνης του Da Vinci, αφού, κάθε φορά που την κοιτάς, βλέπεις κάτι διαφορετικό. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η οικονομία των ΗΠΑ αναμένεται να επιτύχει ανάπτυξη κατά 1,6% το 2023 (Γράφημα 6α), η οποία, ωστόσο, θα επιβραδυνθεί το 2024 (1,1%). Η αγορά εργασίας των ΗΠΑ παραμένει ανθεκτική, παρά την αποκλιμάκωση που παρατηρείται στις νέες θέσεις εργασίας, ενώ οι μισθοί αυξήθηκαν κατά 4,2% σε ετήσια βάση, τον Μάρτιο. Οι αγορές εκτιμούν ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (FED) θα προχωρήσει σε νέα αύξηση των επιτοκίων, κατά 25 μονάδες βάσης, στη συνεδρίαση του Μαΐου. Τέλος, η υπουργός Οικονομικών των ΗΠΑ (Yellen) δήλωσε ότι παρατηρείται ήδη μια αυστηροποίηση του δανεισμού στο τραπεζικό σύστημα, που ενδεχομένως να οδηγήσει σε μείωση των δανείων και να φρενάρει τις αυξήσεων των επιτοκίων.

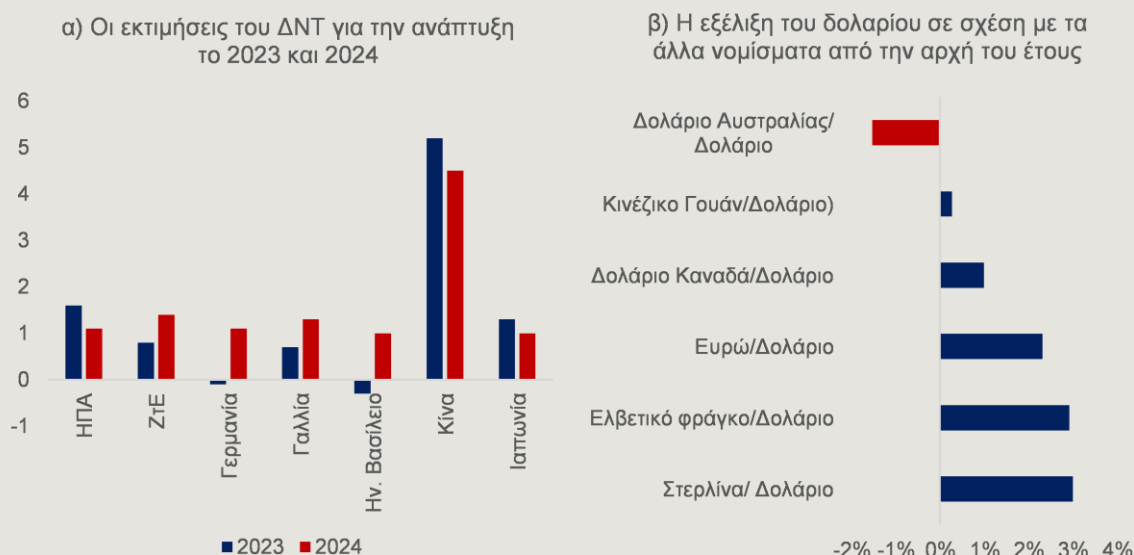
**ΖτΕ** ▶ Η ΖτΕ αναμένεται να παρουσιάσει αναιμική ανάπτυξη το 2023, της τάξης του 0,8%, υπερβαίνοντας τις αρχικές εκτιμήσεις. Καθοριστικοί παράγοντες για τη στήριξη της οικονομίας της ΖτΕ είναι η επάρκεια σε προμήθεια φυσικού αερίου, η ταχεία υποχώρηση των πιέσεων στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες και ο ήπιος καιρός. Η πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Lagarde), σε πρόσφατη συνέντευξή της, αναφέρθηκε στις παγκόσμιες συνέπειες από ενδεχόμενη χρεοκοπία των ΗΠΑ, καθώς και στις επιπτώσεις των γεωπολιτικών συγκρούσεων μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας στο εμπόριο. Τέλος, οι αγορές αναμένουν αύξηση των επιτοκίων από την ΕΚΤ, που οδηγεί το ευρώ σε ανοδική πορεία έναντι του δολαρίου (Γράφημα 6β).

### ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗΣ ΕΒΔΟΜΑΔΑΣ

- Αποκλιμάκωση σημείωσε τον Μάρτιο ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ, που διαμορφώθηκε στο 5% σε ετήσια βάση, ενώ ο δομικός πληθωρισμός συνεχίζει να καταγράφει ανοδική τάση (5,6%)
- Δηλώσεις αξιωματούχων της FED για αύξηση των επιτοκίων στην επόμενη συνεδρίαση
- Παραμένει άνω του 10% (10,1%, τον Μάρτιο, σε ετήσια βάση), ο πληθωρισμός στο Ην. Βασίλειο

### ΓΡΑΦΗΜΑ 6

#### Οι εκτιμήσεις του ΔΝΤ για την ανάπτυξη των οικονομιών και η υποτίμηση του δολαρίου το 2023



Πηγές: IMF, Bloomberg



**Διεθνής Οικονομία** ► Σύμφωνα με τις τελευταίες εκτιμήσεις του ΔΝΤ, η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου αναμένεται να συρρικνωθεί κατά 0,3% το 2023. Η αύξηση του βασικού επιτοκίου, στο 4,25%, από την Τράπεζα της Αγγλίας (BoE), έχει οδηγήσει τις επιχειρήσεις να έρθουν αντιμέτωπες με αυξανόμενα κόστη. Ως αποτέλεσμα, οι πτωχεύσεις εταιρειών αυξήθηκαν, τον Μάρτιο, κατά 16%, σε σχέση με τον Μάρτιο του 2022. Επιπλέον, η αύξηση των μισθών (αυξήθηκαν οι μέσες αποδοχές κατά 6,6%, τους τρεις μήνες έως τον Φεβρουάριο, σε ετήσια βάση), αποτελεί σημάδι διατήρησης των πληθωριστικών πιέσεων. Στην Κίνα, η οικονομία αναπτύχθηκε με ρυθμό 4,5%, στο πρώτο τρίμηνο του έτους, σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2022. Το ΔΝΤ εκτιμά ότι η κινεζική οικονομία θα αναπτυχθεί με ρυθμό 5,2% το 2023, σε αντίθεση με τις -αναθεωρημένες προς τα κάτω- προβλέψεις άλλων ανεπτυγμένων κρατών, τα οποία επηρεάζονται αρνητικά από τις διαδοχικές αυξήσεις των επιτοκίων.

## Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και οι αγορές ομολόγων

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Χρηματιστηρίου του Σικάγου, οι συνολικές καθαρές τοποθετήσεις (αγορές μείον πωλήσεις), στην ισοτιμία του ευρώ με το δολάριο, διατηρήθηκαν θετικές, την εβδομάδα που έληξε στις 11 Απριλίου. Οι θετικές θέσεις (υπέρ του ευρώ, "long") αυξήθηκαν κατά 19.945 συμβόλαια, με αποτέλεσμα οι συνολικές καθαρές θέσεις να διαμορφωθούν στα 163.338 συμβόλαια από 143.393 συμβόλαια, την προηγούμενη εβδομάδα (Γράφημα 7).

Σταθεροποιητικές τάσεις παρατηρούνται στη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου, με την ισοτιμία στις 19 Απριλίου να βρίσκεται στο 1,0969 €/δολ. (Πίνακας 2). Οι αγορές προεξοφλούν αύξηση του επιτοκίου από τη FED στη συνεδρίαση του Μαΐου. Όμως, εκτιμάται ότι η ΕΚΤ θα κρατήσει πιο επιθετική στάση από την FED και θα αυξήσει τα επιτόκια στις επόμενες τρεις συνεδριάσεις. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να ισχυροποιείται το ευρώ έναντι του δολαρίου.

Άνοδος των αποδόσεων καταγράφεται στην ομολογιακή αγορά των ΗΠΑ, με την απόδοση του 10ετούς ομολόγου να ανέρχεται στο 3,61%, στις 19 Απριλίου, ενώ το 2ετές κινείται ακόμα υψηλότερα στο 4,25%. Η άνοδος στις αποδόσεις των ομολόγων στις ΗΠΑ σχετίζεται με την εκτίμηση των αγορών για αύξηση του επιτοκίου από τη FED στη συνεδρίαση του Μαΐου, καθώς και από τα καλύτερα των αναμενόμενων μακροοικονομικά στοιχεία. Στη ΖτΕ, παρατηρούνται αυξητικές τάσεις στις αποδόσεις των ομολόγων, καθώς οι αγορές προεξοφλούν άνοδο των επιτοκίων από την ΕΚΤ. Χαρακτηριστικά, η απόδοση του 10ετούς γερμανικού ομολόγου ανήλθε στο 2,51% (Πίνακας 3), στις 19 Απριλίου. Τέλος, η διαφορά απόδοσης μεταξύ του 10ετούς ομολόγου της Ελλάδας και του 10ετούς ομολόγου της Γερμανίας (spread) είναι υψηλή στις 181 μονάδες βάσης (μ.β.), ενώ του 10ετούς ιταλικού ομολόγου στις 183 μ.β.

### ΠΡΟΣΕΧΗ ΣΗΜΑΝΤΙΚΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ

#### ΗΠΑ:

- Εβδομαδιαίες αιτήσεις για επιδόματα ανεργίας, (20 Απρ.)
- Πωλήσεις υπαρχόντων κατοικιών, Μαρτίου (20 Απρ.)

#### ΖτΕ:

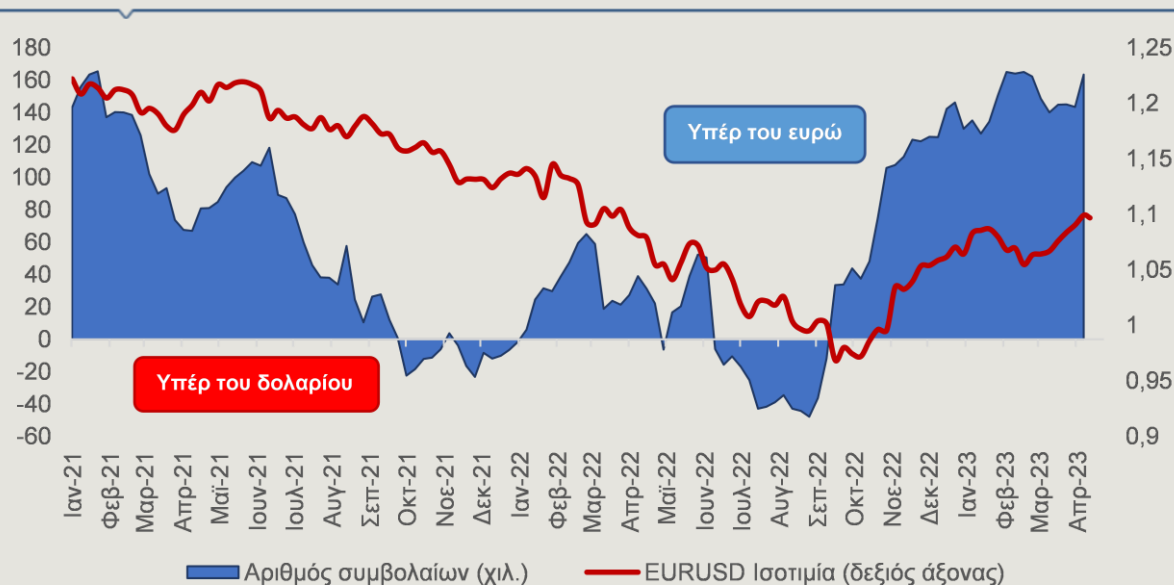
- Εκτίμηση σύνθετου δείκτη PMI, Απριλίου, Γαλλία (21 Απρ.)
- Δείκτης Επιχειρηματικού κλίματος IFO, Απριλίου, Γερμανία (24 Απρ.)

#### ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ:

- Δείκτης Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης GFK, Απριλίου, Ην. Βασίλειο (21 Απρ.)
- Πωλήσεις Λιανικού Εμπορίου, Φεβρουαρίου, Καναδάς (21 Απρ.)

### ΓΡΑΦΗΜΑ 7

Specs θέσεις για μη εμπορικές/κερδοσκοπικές συναλλαγές και Συναλλαγματική Ισοτιμία ευρώ/δολαρίου



Πηγές: CFTC, IMM, Bloomberg





## Αγορές σε Αριθμούς

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

## Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

Αγορά Συναλλάγματος				
	19-Απρ-23	7 μέρες πριν	1 έτος πριν	Εβδ. Μεταβολή (%)
Ευρώ/Δολάριο (€/\$)	1,0969	1,0992	1,0788	
Ευρώ/Στερλίνα (€/£)	0,8798	0,8804	0,8299	
Στερλίνα/Δολάριο (£/\$)	1,2469	1,2485	1,2998	
Ευρώ/Ελβετικό φράγκο (€/CHF)	0,9837	0,9852	1,0273	
Ευρώ/Γιεν Ιαπωνίας (€/JPY)	147,6917	146,3400	139,0600	
Δολάριο/Γιεν Ιαπωνίας (\$/JPY)	134,6385	133,1300	128,9100	
Ευρώ/Δολάριο Αυστραλίας (€/AUD)	1,6319	1,6429	1,4632	
Ευρώ/Δολάριο Καναδά (€/CAD)	1,4697	1,4775	1,3611	
Ευρώ/Κινεζικό γουάν (€/CNY)	7,5588	7,5554	6,9020	
Ευρώ/Τουρκική λίρα (€/TRY)	21,3214	21,2418	15,8174	
Δείκτης Δολαρίου (US dollar Index)	101,7890	101,5000	100,9610	

Πηγή:  
Bloomberg

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

## Αποδόσεις ομολόγων και spreads έναντι 10ετούς γερμανικού ομολόγου

Διεθνείς αποδόσεις ομολόγων (%)					Ευρωπαϊκές αποδόσεις 10ετούς ομολόγου (%)				
	19-Απρ-23	7 μέρες πριν	1 έτος πριν	Εβδομαδιαία μεταβολή (%)		19-Απρ-23	7 μέρες πριν	1 έτος πριν	Διαφορά με ομόλογο Γερμανίας (spread)
2ετές ΗΠΑ	4,246	3,958	2,592	7,28%	Γερμανίας	2,512	2,363	0,906	
10ετές ΗΠΑ	3,614	3,391	2,936	6,58%	Ολλανδίας	2,856	2,730	1,156	34
2ετές Ην. Βασιλείου	3,760	3,489	1,569	7,78%	Γαλλίας	3,062	2,936	1,377	55
10ετές Ην. Βασιλείου	3,810	3,564	1,965	6,90%	Ισπανίας	3,533	3,397	1,840	102
2ετές Ιαπωνίας	-0,052	-0,057	-0,058	-8,77%	Πορτογαλίας	3,337	3,210	1,870	82
10ετές Ιαπωνίας	0,467	0,455	0,238	2,64%	Ιταλίας	4,346	4,199	2,541	183
2ετές Καναδά	3,860	3,763	2,513	2,57%	Ελλάδας	4,318	4,214	2,938	181
10ετές Καναδά	3,057	2,877	2,821	6,25%	Κύπρος	4,080	4,172	2,193	157
Διεθνείς αποδόσεις ομολόγων (%)					Ευρωπαϊκές αποδόσεις 10ετούς ομολόγου (%)				

Πηγή:  
Bloomberg



<sup>1</sup> Οι Ισοτιμίες Αγοραστικής Δύναμης (Purchasing Power Parities – PPPs) είναι δείκτες που εκφράζουν τις διαφορές του επιπέδου τιμών μεταξύ των χωρών. Οι δείκτες εκφρασμένοι σε νομισματικές μονάδες μας δείχνουν πόσο κοστίζει μια συγκεκριμένη ποσότητα αγαθών και υπηρεσιών στις διάφορες χώρες (ΕΛΣΤΑΤ).

## Alpha Bank Economic Research

Παναγιώτης Καπόπουλος  
*Chief Economist*  
[panayotis.kapopoulos@alpha.gr](mailto:panayotis.kapopoulos@alpha.gr)

### Ανάλυση Οικονομικής Συγκυρίας

Ειρήνη Αδαμοπούλου  
*Senior Economist*  
[eirini.adamopoulou@alpha.gr](mailto:eirini.adamopoulou@alpha.gr)

Ελένη Μαρινοπούλου  
*Senior Economist*  
[eleni.marinopoulou@alpha.gr](mailto:eleni.marinopoulou@alpha.gr)

Αναστάσιος Ρίζος  
*Senior Economist*  
[anastasios.rizos@alpha.gr](mailto:anastasios.rizos@alpha.gr)

Φώτιος Μητρόπουλος  
*Research Economist*  
[fotios.mitropoulos@alpha.gr](mailto:fotios.mitropoulos@alpha.gr)

Το παρόν δελτίο εκδίδεται από την Alpha Bank και έχει αποκλειστικά ενημερωτικό χαρακτήρα. Οι πληροφορίες που περιέχει προέρχονται από πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες αλλά δεν έχουν επαληθευτεί από την Alpha Bank και αποτελούν έκφραση γνώμης βασισμένη σε διαθέσιμα δεδομένα μιας συγκεκριμένης ημερομηνίας. Το παρόν δεν αποτελεί συμβουλή ή σύσταση ούτε προτροπή για την διενέργεια οποιασδήποτε συναλλαγής και ως εκ τούτου δεν έχουν ληφθεί υπόψη παράγοντες όπως, η γνώση, η εμπειρία, η χρηματοοικονομική κατάσταση και οι επενδυτικοί στόχοι ενός εκάστου των δυνητικών ή/και υφιστάμενων πελατών και δεν έχουν ελεγχθεί για πιθανή φορολόγηση του εκδότη στην πηγή ούτε και για άλλη, περαιτέρω, φορολογική συνέπεια εκ της συμμετοχής σ' αυτά. Επίσης δεν συνιστά έρευνα στον τομέα των επενδύσεων κατά την έννοια της ισχύουσας νομοθεσίας και ως εκ τούτου δεν έχει συνταχθεί σύμφωνα με τις απαιτήσεις του νόμου για τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας της έρευνας στον τομέα των επενδύσεων. Η Alpha Bank δεν υποχρεούται να επικαιροποιεί ή να αναθεωρεί το δελτίο αυτό ούτε να προβαίνει σε ανακοινώσεις ή ειδοποιήσεις σε περίπτωση που οποιοδήποτε στοιχείο, γνώμη, πρόβλεψη ή εκτίμηση που περιέχεται σε αυτό μεταβληθεί ή διαπιστωθεί εκ των υστέρων ως ανακριβής. Τυχόν δε προβλέψεις επί του παρόντος δελτίου για την πορεία των αναφερόμενων σε αυτό οικονομικών μεγεθών αποτελούν εκτιμήσεις της Alpha Bank βασισμένες στα δεδομένα που περιλαμβάνονται στο δελτίο. Η Alpha Bank και οι θυγατρικές της, καθώς επίσης τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, τα στελέχη και οι υπάλληλοι αυτών δεν παρέχουν καμία διαβεβαίωση ούτε εγγυώνται την ακρίβεια, την πληρότητα και την ορθότητα των πληροφοριών που περιέχονται και των απόψεων που διατυπώνονται στο παρόν ή την καταλληλότητά τους για συγκεκριμένη χρήση και δεν φέρουν καμία ευθύνη για οποιαδήποτε άμεση ή έμμεση ζημία θα μπορούσε τυχόν να προκύψει σε σχέση με οποιαδήποτε χρήση του παρόντος και των πληροφοριών που περιέχει εν όλω ή εν μέρει. Οποιαδήποτε αναπαραγωγή ή αναδημοσίευση αυτού του δελτίου ή τμήματός του πρέπει υποχρεωτικά να αναφέρει την Alpha Bank ως πηγή προελεύσεώς του.