



ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Ενίσχυση της ανοδικής τάσης στο ΑΕΠ με διάρθρωση περισσότερο ενθαρρυντική από ό,τι δείχνουν τα πρωτογενή στοιχεία

Νίκος Σ. Μαγγίνας Ph.D
Επικεφαλής Οικονομολόγος
(+30210) 334 1516
e-mail: nimagi@nbg.gr

Ευφροσύνη Αλεβιζοπούλου Ph.D
(+30210) 334 1620
e-mail: alevizoroulou.e@nbg.gr

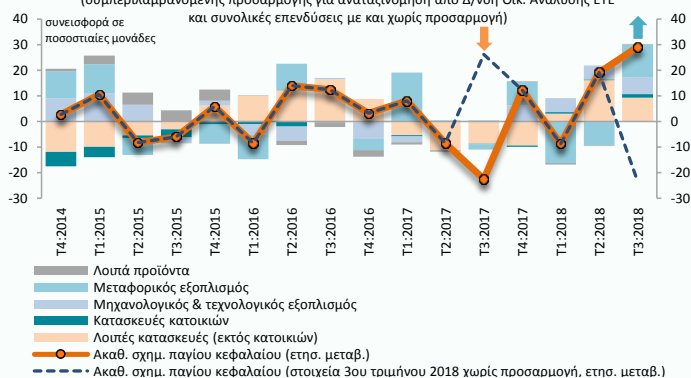
Αικατερίνη Γουβέλη Msc
(+30210) 334 2359
e-mail: gouveli.aikaterini@nbg.gr

Ελένη Μπαλίκου Msc
(+30210) 334 1198
e-mail: balikou.eleni@nbg.gr

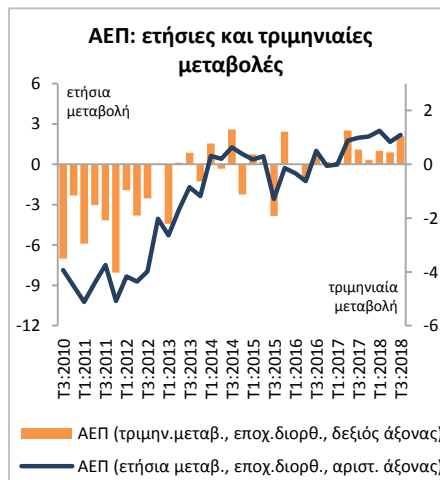
Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης
Υπνση Ανάλυσης Ελληνικής Οικονομίας
Αιόλου 86, 105 59 Αθήνα

- Τα στοιχεία του ΑΕΠ του 3^{ου} τριμήνου του 2018 δείχνουν ότι ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ ανήλθε στο 2,2% από 1,7% στο 2^ο τρίμηνο του 2018, ενώ το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,0% σε τριμηνιαία βάση.
- Μια γρήγορη ματιά στη διάρθρωση του ΑΕΠ φαινομενικά εκπλήσσει, καθώς η συσσώρευση αποθεμάτων φαίνεται να συνεισφέρει 8,3 ποσοστιαίες μονάδες στον ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης του 3^{ου} τριμήνου του 2018, ενώ οι επενδύσεις συρρικνώνονται κατά 23,2% σε ετήσια βάση.
- Ωστόσο, μια προσεκτικότερη ματιά δείχνει ότι τόσο η υπερβολικά θετική συνεισφορά των αποθεμάτων όσο και η κατάρρευση των επενδύσεων οφείλονται, κυρίως, σε στατιστική προσαρμογή, η οποία επιδρά στο 3^ο τρίμηνο του 2017 και πηγάζει από την ενσωμάτωση στις επενδύσεις σε κατασκευές (εκτός κατοικιών) ολοκληρωμένων έργων μέσω συμβάσεων παραχώρησης, τα οποία, ως ημιτελή, καταγράφονταν στα αποθέματα.
- Η ανωτέρω αναταξινόμηση επιδρά έντονα αρνητικά στην ετήσια μεταβολή των επενδύσεων το 3^ο τρίμηνο του 2018 και, παράλληλα, διογκώνει τεχνητά την αύξηση των αποθεμάτων την ίδια περίοδο, ενώ η επίδραση στο ΑΕΠ είναι μηδενική, καθώς οι σχετικές ροές αλληλοεξουδετερώνονται. Προσαρμόζοντας τα στοιχεία με αναστροφή της επίδρασης από την αναταξινόμηση, ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου εμφανίζει αύξηση 25,1% σε ετήσια βάση το 3^ο τρίμηνο του 2018, έναντι ετήσιας μείωσης 23,2% που εμφανίζουν τα πρωτογενή στοιχεία.
- Από την ανωτέρω ανάλυση όσο και από διαθέσιμα στοιχεία πρόδρομων δεικτών και δεικτών οικονομικής συγκυρίας για το 4^ο τρίμηνο του 2018, προκύπτει αυξημένη πιθανότητα υπέρβασης του ετήσιου στόχου αύξησης του ΑΕΠ 2,0% για το σύνολο του 2018.

Συνεισφορά στην ετήσια μεταβολή των επενδύσεων ανά κατηγορία
(συμπεριλαμβανομένης προσαρμογής για αναταξινόμηση από Δ/ση Οικ. Ανάλυσης ΕΤΕ και συνολικές επενδύσεις με και χωρίς προσαρμογή)



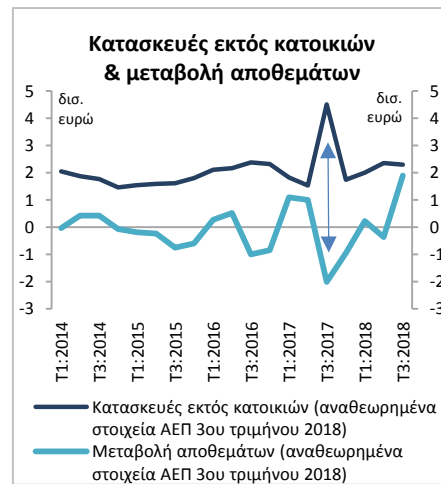
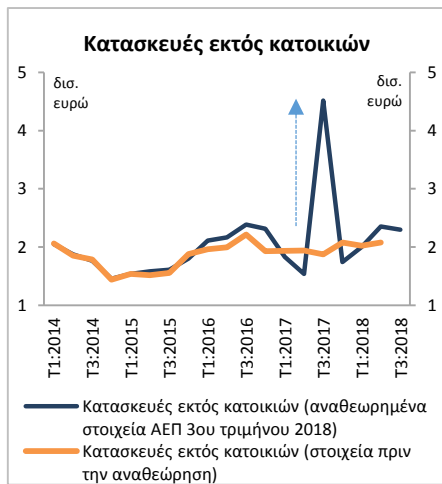
Μια δεύτερη ματιά στο ΑΕΠ του 3^{ου} τριμήνου του 2018: ενίσχυση της ανοδικής τάσης με διάρθρωση περισσότερο ενθαρρυντική από ό,τι δείχνουν τα πρωτογενή στοιχεία



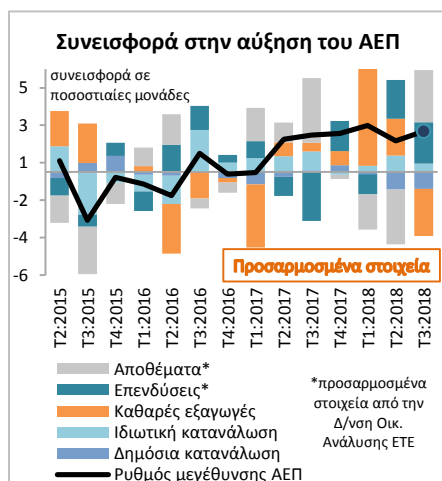
Τα στοιχεία του ΑΕΠ του 3^{ου} τριμήνου του 2018 επιβεβαίωσαν ότι η οικονομική δραστηριότητα βρίσκεται σε ανοδική τροχιά. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ ανήλθε στο 2,2% από 1,7% στο 2^ο τρίμηνο του 2018, ενώ το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,0% σε τριμηνιαία βάση (εποχικά διορθωμένα στοιχεία), που αποτελεί τον υψηλότερο ρυθμό από το 2^ο τρίμηνο του 2017. Μια γρήγορη ματιά στη διάρθρωση του ΑΕΠ φαινομενικά εκπλήσσει, καθώς η συσσώρευση αποθεμάτων φαίνεται να συνεισφέρει 8,3 ποσοστιαίες μονάδες στον ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης

του 3^{ου} τριμήνου του 2018 και σε συνδυασμό με τη συνεισφορά 0,5 ποσοστιαίων μονάδων από την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης (κατά 0,7% σε ετήσια βάση), υπεραντισταθμίζουν: i) την αρνητική επίδραση της τάξης των 3,3 ποσοστιαίων μονάδων από τη μείωση των επενδύσεων (κατά 23,2% σε ετήσια βάση), ii) την αρνητική συνεισφορά των καθαρών εξαγωγών της τάξης των 2,5 ποσοστιαίων μονάδων (καθώς οι εισαγωγές αυξήθηκαν με διπλάσιο ρυθμό σε σχέση τις εξαγωγές) και iii) τον αντίκτυπο από τη μείωση της δημόσιας κατανάλωσης (εκτιμώμενη στις 0,8 ποσοστιαίες μονάδες το 3^ο τρίμηνο του 2018).

Ωστόσο, μια προσεκτικότερη ματιά στα στοιχεία δείχνει ότι τόσο η υπερβολικά θετική συνεισφορά των αποθεμάτων όσο και η κατάρρευση των επενδύσεων οφείλονται, κυρίως, σε στατιστική προσαρμογή. Η εν λόγω προσαρμογή, που επιδρά στο 3^ο τρίμηνο του 2017, πηγάζει από την ενσωμάτωση στην επενδυτική δαπάνη για κατασκευές εκτός κατοικιών ολοκληρωμένων έργων μέσω συμβάσεων παραχώρησης, τα οποία, ως ημιτελή, καταγράφονταν στα αποθέματα (σύμφωνα με διευκρινήσεις της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής). Ουσιαστικά, η συγκεκριμένη δαπάνη μεταφέρθηκε από την κατηγορία των αποθεμάτων στις υλοποιημένες επενδύσεις. Η αναδιάρθρωση αυτή ισοδυναμεί με σημαντική ανοδική αναθεώρηση €2,6 δισ. της επενδυτικής δαπάνης για κατασκευές εκτός κατοικιών το 3^ο τρίμηνο του 2017, που αντιστοιχεί σε 5,5% του ΑΕΠ και η οποία αντισταθμίζεται από περίπου ισόποση μείωση των αποθεμάτων στο ίδιο τρίμηνο, με αποτέλεσμα η τελική επίδραση στο ΑΕΠ να είναι μηδενική.



Η ανωτέρω αναταξινόμηση επιδρά έντονα αρνητικά στην ετήσια μεταβολή των επενδύσεων το 3^ο τρίμηνο του 2018 και, παράλληλα, διογκώνει τεχνητά την αύξηση των αποθεμάτων την ίδια περίοδο, συρρικνώνοντας την αντίστοιχη περυσινή βάση σύγκρισης (3^ο τρίμηνο του 2017). Προσαρμόζοντας τα στοιχεία με αναστροφή της επίδρασης από τη συγκεκριμένη αναταξινόμηση (βλ. πίνακα στη σελίδα 4), παρατηρούμε ότι ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου εμφανίζει αύξηση 25,1% σε ετήσια βάση το 3^ο τρίμηνο του 2018 έναντι ετήσιας μείωσης 23,2% που εμφανίζουν τα πρωτογενή στοιχεία. Παράλληλα και σύμφωνα με τα προσαρμοσμένα στοιχεία, η συνεισφορά στην ετήσια αύξηση του ΑΕΠ από τα αποθέματα περιορίζεται στις 2,8 ποσοστιαίες μονάδες από τις 8,3 ποσοστιαίες μονάδες βάσει των στοιχείων χωρίς προσαρμογές. Η στρέβλωση που δημιουργείται χωρίς την ανωτέρω προσαρμογή που εφαρμόζουμε είναι προφανής, καθώς όλες οι άλλες κατηγορίες επενδύσεων εμφανίζουν συνδυαστική αύξηση 29,6% που αντιστοιχεί σε θετική συνεισφορά 1,4 ποσοστιαίων μονάδων στο ρυθμό μεγέθυνσης του ΑΕΠ το 3^ο τρίμηνο του 2018, η οποία εξουδετερώνεται από τη δραματική συρρίκνωση των κατασκευών (εκτός κατοικιών) κατά 49,1% σε ετήσια βάση (χωρίς την προαναφερθείσα προσαρμογή).



Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι η μεταβολή των αποθεμάτων κατά €1,9 δις. (ή 4,0% του ΑΕΠ) το 3^ο τρίμηνο του 2018 συνιστά υψηλό 12ετίας και αντανακλά, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, τις θετικές προσδοκίες για ανάκαμψη της ζήτησης στην ελληνική μεταποίηση, αλλά και τακτικές κινήσεις συσσώρευσης αποθεμάτων, ειδικά στον κλάδο

διύλισης πετρελαίου. Ως εκ τούτου, η θετική επίδραση στο ΑΕΠ από τη μεταβολή των αποθεμάτων μεταφράζεται σε πολύ μικρότερη πραγματική στήριξη στο ΑΕΠ, λόγω της διόγκωσης των σχετικών κατηγοριών εισαγωγών την ίδια περίοδο (με την τελευταία να περιλαμβάνεται στις εκτιμήσεις μας για την αρνητική συνεισφορά των καθαρών εξαγωγών). Οι ανωτέρω θετικές υποκείμενες τάσεις στις επενδύσεις, αλλά και την εγχώρια δαπάνη συνολικά, αναμένεται να ενισχυθούν περαιτέρω στο υπόλοιπο του έτους, μέσω της σημαντικής επιτάχυνσης των εκταμιεύσεων που προβλέπει ο Προϋπολογισμός του 2019 από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ετήσια αύξηση 21,7% στο 4^ο τρίμηνο του 2018 ή 1,9% του τριμηνιαίου ΑΕΠ).

Περιορισμένη αναθεώρηση πραγματοποιήθηκε και στα στοιχεία της ιδιωτικής κατανάλωσης, με το μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησής της να διαμορφώνεται στο 0,9% ετησίως το 2017 από προηγούμενη εκτίμηση 0,2% και, αντιστοίχως, στο 0,9% ετησίως το 1^ο εξάμηνο του 2018 έναντι αρχικής εκτίμησης 0,5%. Οι μεταβολές αυτές συνηγορούν σε υπέρβαση των αρχικών εκτιμήσεων για την πορεία της καταναλωτικής δαπάνης.

Από την ανωτέρω ανάλυση όσο και από διαθέσιμα στοιχεία πρόδρομων δεικτών και δεικτών οικονομικής συγκυρίας για το 4^ο τρίμηνο του 2018, προκύπτει αυξημένη πιθανότητα υπέρβασης του ετήσιου στόχου αύξησης του ΑΕΠ 2,0% για το σύνολο του 2018. Η εξέλιξη αυτή αναμένεται να μεταφραστεί σε θετική ώθηση υψηλότερη του 0,4% στον εκτιμώμενο μέσο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ το 2019, που σε συνδυασμό με την εφαρμογή μέτρων δημοσιονομικής επέκτασης της τάξης του 0,5% του ΑΕΠ το 2019 ενισχύουν τις πιθανότητες περαιτέρω επιτάχυνσης της οικονομικής ανάκαμψης κατά το 2019. Σε κάθε περίπτωση, οι προαναφερόμενες τάσεις παρέχουν μια σημαντική στήριξη έναντι δυνητικών αρνητικών επιδράσεων από την επιδείνωση στο εξωτερικό περιβάλλον ή άλλους εξωγενείς ή συγκυριακούς παράγοντες.

Βασικά συστατικά ΑΕΠ (% σταθερές τιμές)											
	2017	2018ε	2019π	T1: 2017	T2: 2017	T3: 2017	T4: 2017	T1: 2018	T2: 2018	T3: 2018	T4: 2018
ΑΕΠ (ετήσια μεταβ., εποχ. διορθ.)	1,4	2,0	2,1	0,0	1,8	2,0	2,1	2,5	1,7	2,2	1,7
ΑΕΠ (τριμηνιαία μεταβ., εποχ. διορθ.)	0,1	1,3	0,5	0,2	0,5	0,4	1,0	-0,3
Εγχώρια ζήτηση (ετήσ. μεταβ.)	1,8	0,9	2,4	3,3	1,0	1,5	1,3	-2,7	-0,3	4,7	1,9
Τελική Κατανάλωση (ετήσ. μεταβ.)	0,6	0,3	1,3	0,7	1,1	0,7	-0,1	0,1	0,6	-0,3	0,9
Ιδιωτική κατανάλωση (ετήσ. μεταβ.)	0,9	0,9	0,9	1,1	1,2	1,5	-0,2	0,5	1,3	0,7	1,2
Ακαθ. Επενδύσεις (ετήσ. μεταβ.)	9,4	-4,0	12,6	8,0	-8,5	26,1	12,2	-8,8	19,2	-23,2	1,6
Ακαθ. Επενδύσεις (ετήσ. μεταβ.) ²	-2,4	7,5	12,6	8,0	-8,5	-22,6	12,2	-8,8	19,2	25,1	1,6
Κατασκευή κατοικιών	-5,5	14,8	22,3	-8,5	-1,4	-3,8	-8,1	11,1	5,4	20,8	...
Συνολικές επενδύσεις εκτός κατοικιών	10,3	-5,0	12,0	9,1	-9,0	27,9	13,3	-9,8	20,0	-25,1	...
Συνολικές επενδύσεις εκτός κατοικιών ²	-2,2	7,1	12,0	9,1	-9,0	-23,7	13,3	-9,8	20,0	25,5	...
Αποθέματα (συνεισφορά στο ΑΕΠ) ¹	0,1	1,1	-0,3	1,8	1,1	-2,2	-0,2	-1,9	-2,9	8,3	0,9
Αποθέματα (συνεισφορά στο ΑΕΠ) ^{1,2}	1,5	-0,3	-0,3	1,8	1,1	3,5	-0,2	-1,9	-2,9	2,8	0,9
Καθαρές εξαγωγές (συνεισφορά στο ΑΕΠ)	-0,4	1,1	-0,3	-3,4	0,7	0,5	0,8	5,3	2,0	-2,5	-0,2
Εξαγωγές (ετήσ. μεταβ.)	6,9	7,7	4,6	5,7	9,1	7,0	5,9	8,1	9,2	7,6	5,8
Εισαγωγές (ετήσ. μεταβ.)	7,4	3,8	5,3	15,7	5,8	5,3	3,2	-7,5	2,7	15,0	5,9

¹ περιλαμβάνει στατιστικές διαφορές
² προσαρμοσμένα στοιχεία για το T3:2017
 Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ, εκτιμήσεις Δ/σης Οικ. Ανάλυσης ΕΤΕ



ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Συνεισφέροντες στην έκδοση: (με αλφαβητική σειρά): Ε. Αλεβιζοπούλου, Ε. Μπαλίκου, Α. Γουβέλη, Ν. Μαγγίνας, Γ. Μέρφυ, Π. Νικολίτσα.

Το παρόν έντυπο εκδόθηκε από τη Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, η οποία εποπτεύεται από την Τράπεζα της Ελλάδος. Το παρόν έντυπο είναι μόνο για πληροφόρηση και δε μπορεί να χρησιμοποιηθεί ή να θεωρηθεί σαν πρόταση ή άλλου είδους προτροπή για αγορές ή πωλήσεις επενδυτικών προϊόντων ή χρηματοπιστωτικών μέσων. Όποια στοιχεία έχουν χρησιμοποιηθεί στο παρόν έντυπο, έχουν ληφθεί από πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες. Λόγω της πιθανότητας λάθους εκ μέρους αυτών των πηγών, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος δεν εγγυάται για την ακρίβεια ή τη χρησιμότητα οποιασδήποτε πληροφορίας και δεν υποχρεούται να επικαιροποιεί το περιεχόμενο του παρόντος. Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, τα στελέχη της, το προσωπικό της ή/και άλλα πρόσωπα που σχετίζονται με αυτήν, δεν ευθύνονται ούτε αναλαμβάνουν ουδεμία νομική υποχρέωση σε σχέση με οποιαδήποτε επενδυτική απόφαση η οποία βασίστηκε στο παρόν έντυπο. Τα φυσικά και νομικά πρόσωπα, αποδέκτες του παρόντος, θα πρέπει πριν τη λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων να λαμβάνουν κάθε απαιτούμενη συμβουλή από εξωτερικούς επενδυτικούς, νομικούς, φορολογικούς ή άλλους συμβούλους. Οι τυχόν εκτιμήσεις που παρατίθενται σχετικά με τις μελλοντικές διακυμάνσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων. Επιπλέον, τονίζεται ότι οι υποκείμενες αξίες που αναφέρονται εμπεριέχουν επενδυτικούς κινδύνους ακόμη και κίνδυνο μείωσης του επενδύομένου κεφαλαίου. Η Τράπεζα έχει λάβει όλα τα κατάλληλα μέτρα για την αποφυγή καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων που μπορεί να ανακύψει με τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές που παράγουν την έρευνα και τους αποδέκτες αυτής και έχει θεσπίσει, εφαρμόζει και διατηρεί κατάλληλη αντίστοιχη πολιτική. Τέλος, επισημαίνεται ότι η διανομή του παρόντος σε πρόσωπα που δεν διέπονται από το ελληνικό δίκαιο ενδέχεται να υπόκειται σε απαγορεύσεις ή περιορισμούς από τον εκάστοτε σχετικό εφαρμοστέο νόμο. Οποιαδήποτε αναπαραγωγή ή αναδημοσίευση του δελτίου ή τμήματος αυτού πρέπει υποχρεωτικά να έχει την έγκριση της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος.