

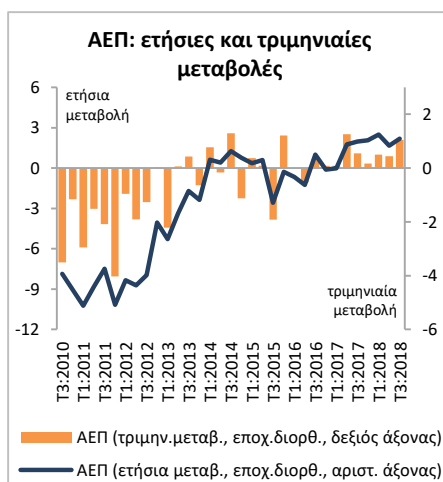
Σύντομη Ανάλυση Ελληνικής Οικονομίας: ΑΕΠ 3ου τριμήνου 2018

ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης

Δεκέμβριος 2018

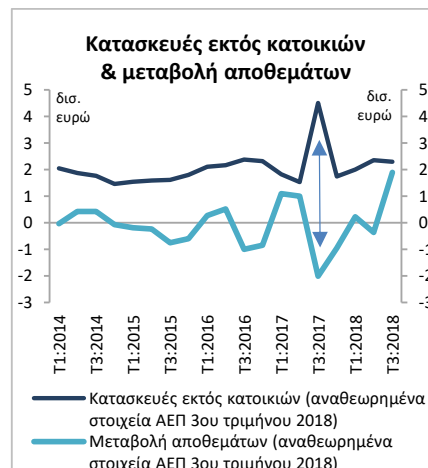
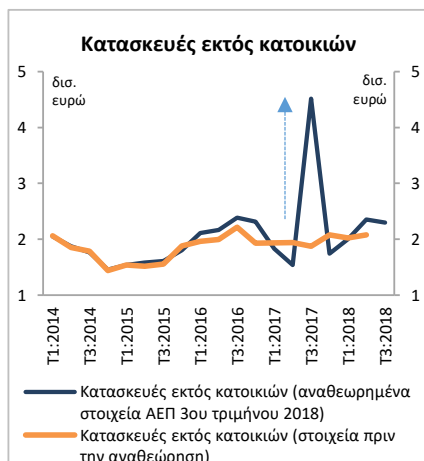
Μια δεύτερη ματιά στο ΑΕΠ του 3ου τριμήνου του 2018: ενίσχυση της ανοδικής τάσης με διάρθρωση περισσότερο ενθαρρυντική από ό,τι δείχνουν τα πρωτογενή στοιχεία



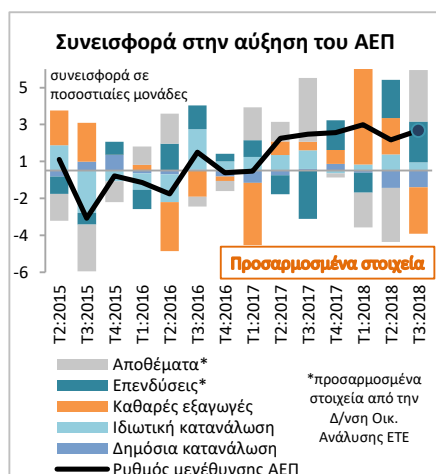
Τα στοιχεία του ΑΕΠ του 3^{ου} τριμήνου του 2018 επιβεβαίωσαν ότι η οικονομική δραστηριότητα βρίσκεται σε ανοδική τροχιά. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ ανήλθε στο 2,2% από 1,7% στο 2^ο τρίμηνο του 2018, ενώ το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,0% σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο (εποχικά διορθωμένα στοιχεία), 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 αναδιάταξη 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 3), 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

Ολόκληρο το κείμενο της ανάλυσης είναι διαθέσιμο στην ακόλουθη διεύθυνση:

<https://www.nbg.gr/el/the-group/press-office/e-spot/reports>

Αθήνα, 6 Δεκεμβρίου 2018