

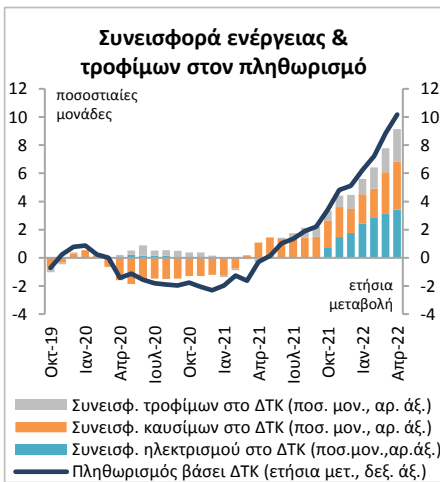
Χτίζοντας άμυνες ενάντια στον πληθωρισμό

ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης

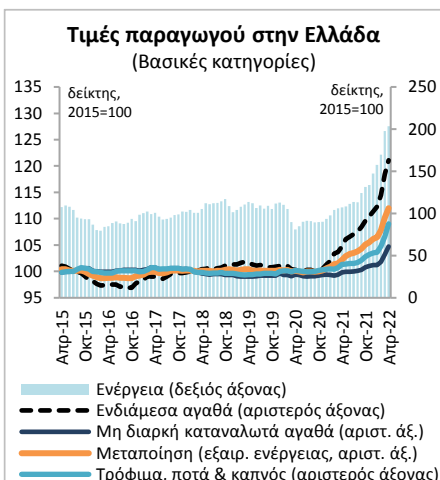
Ιούνιος 2022

Ισχυρή αγορά εργασίας, ταχεία ανάκαμψη του τουρισμού και πρόσθετη δημοσιονομική στήριξη αμβλύνουν τις επιπτώσεις από την κλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων



Οι εντεινόμενες πληθωριστικές πιέσεις δημιουργούν εύλογη ανησυχία για τις τελικές αρνητικές επιπτώσεις στο πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα και την κατανάλωση των νοικοκυριών, ενώ δοκιμάζουν τις αντοχές των επιχειρήσεων εν μέσω πρωτοφανών αυξήσεων στο κόστος παραγωγής. Ωστόσο, εντοπίζονται και σημαντικοί αντισταθμιστικοί παράγοντες, οι οποίοι εμφανίζονται πολύ πιο ισχυροί από ό,τι είχε εκτιμηθεί αρχικά.

Αναμφισβήτητα, η κρίση στην Ουκρανία και οι επακόλουθες οξείες ανατιμήσεις σε τιμές ενέργειας και βασικών πρώτων υλών έχουν υποδαυλίσει τον πληθωρισμό, ακυρώνοντας τις προσδοκίες που υπήρχαν στις αρχές του έτους για ταχεία αποκλιμάκωσή του από το 2^ο εξάμηνο του τρέχοντος έτους. Η ετήσια αύξηση του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔTK) επιταχύνθηκε στο 10,2% σε ετήσια βάση τον Απρίλιο, που συνιστά τον υψηλότερο ρυθμό που έχει καταγραφεί από το 1995 (σε περιβάλλον εθνικού νομίσματος τότε) από 8,9% ετησίως το Μάρτιο του 2022, με τάση περαιτέρω αύξησης



περίπου στο 12,0%, κατά μ.ο., το Μάιο-Ιούνιο. Αν και η εξέλιξη υπερτονίζεται από το γεγονός ότι ο πληθωρισμός στην Ελλάδα ήταν αρνητικός τους πρώτους μήνες του 2021, ωστόσο η τάση παραμένει έντονα αυξητική, με τις τιμές εισαγόμενων αγαθών και τις εγχώριες τιμές παραγωγού στη βιομηχανία (εξαιρουμένης της ενέργειας) να σημειώνουν επιταχυνόμενες αυξήσεις 7,2% και 9,6% το Μάρτιο και τον Απρίλιο, αντίστοιχα. Αυτές οι αυξήσεις προδιαγράφουν διατήρηση των ανατιμητικών τάσεων και τους επόμενους μήνες, μέσω της σταδιακής μετακύλισής τους στις τιμές καταναλωτή.

Συγκεκριμένα, οι περαιτέρω αυξήσεις στις τιμές της ενέργειας (συμπεριλαμβανομένου του ηλεκτρισμού) πρόσθεσαν 6,8 ποσοστιαίες μονάδες στην ετήσια μεταβολή του ΔTK τον Απρίλιο

από 5,1 ποσοστιαίες μονάδες, κατά μέσο όρο, το 1ο τρίμηνο του 2022. Ομοίως, οι τιμές των τροφίμων και των μη αλκοολούχων ποτών αυξήθηκαν κατά 10,9% σε ετήσια βάση τον Απρίλιο, σημειώνοντας τη μεγαλύτερη άνοδο από το 2002 και προσθέτοντας 2,4 ποσοστιαίες μονάδες στον πληθωρισμό του Απριλίου.

Ο πληθωρισμός, βάσει ΔTK, αναμένεται να κορυφωθεί το 2ο τρίμηνο, σημειώνοντας πολύ ήπια επιβράδυνση το 3ο τρίμηνο (με τη συνδρομή και των νέων μέτρων για μείωση του κόστους ηλεκτρισμού), η οποία αναμένεται να επιταχυνθεί από το 4ο τρίμηνο του 2022 και μετά, όταν θα λειτουργήσει υποβοηθητικά η σύγκριση με τους αντίστοιχους μήνες του 2021, οπότε και άρχισαν να αυξάνονται έντονα οι τιμές με επίκεντρο την ενέργεια. Συνολικά, για το 2022, σύμφωνα με τις επικαιροποιημένες εκτιμήσεις μας που ενσωματώνουν τις προσδοκίες των αγορών για παγίωση ακόμη πιο υψηλών τιμών στα καύσιμα και τις αυξανόμενες δευτερογενείς επιδράσεις που ενισχύονται και από την ανθεκτική ζήτηση, ο πληθωρισμός θα διαμορφωθεί στο 8,5% κατά μ.ο., ενώ το 2023 θα υποχωρήσει στο 2,4%.



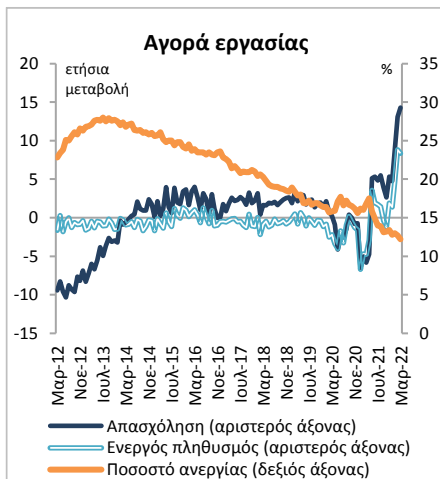
Αναμφισβήτητα, η διαφαινόμενη ανθεκτικότητα της ζήτησης – ειδικά στο σκέλος των υπηρεσιών με αυξανόμενη ώθηση από τον τουρισμό – θα επιβραδύνει την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού τους επόμενους μήνες, καθώς οι συνθήκες ομαλοποιούνται με την άρση και των τελευταίων περιορισμών που σχετίζονταν με την πανδημία. Η διαφαινόμενη υπεραπόδοση του τουρισμού, πέρα από την προφανή στήριξη στη δραστηριότητα και τις τιμές των επιχειρήσεων παροχής υπηρεσιών που σχετίζονται άμεσα με τον κλάδο, στηρίζει έμμεσα τις επιδόσεις και την

απασχόληση σε ένα ολόκληρο πλέγμα επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, επιδρώντας και στην τιμολογιακή τους πολιτική σε μια περίοδο που οι κλιμακούμενες αυξήσεις στο κόστος παραγωγής δεν είναι εφικτό να απορροφηθούν από τις επιχειρήσεις.

Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι το συνολικό παραγωγικό κενό της οικονομίας εκτιμάται ότι θα αρχίσει να προσεγγίζει το σημείο μηδενισμού προς τα τέλη του 2022, για πρώτη φορά από το 2009, υποδηλώνοντας ότι η μακροχρόνια αποπληθωριστική επίδραση, εξαιτίας του γεγονότος ότι η οικονομία λειτουργούσε ουσιαστικά κάτω από το παραγωγικό της δυναμικό, τείνει να εκλείψει.

Αυξανόμενη απασχόληση και μισθολογικές αυξήσεις θα διαδραματίσουν κομβικό ρόλο στη στήριξη του εισοδήματος των νοικοκυριών

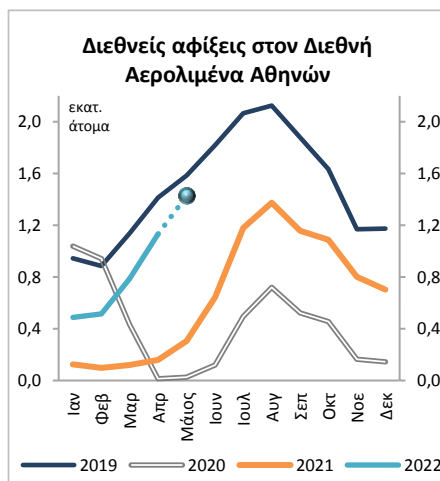
Οι ιδιαίτερως ενθαρρυντικές τάσεις στην ελληνική αγορά εργασίας, αναφορικά τόσο με τη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης, όσο και με τις μισθολογικές εξελίξεις, αναμένεται να συμβάλουν στην αντιστάθμιση των πιέσεων του αυξανόμενου πληθωρισμού στο διαθέσιμο



εισόδημα των νοικοκυριών. Η ελληνική αγορά εργασίας ξεκίνησε με αυξανόμενη δυναμική το 2022, μετά από ένα ενθαρρυντικό 2021, όπου η απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,3% σε ετήσια βάση (+4,5% ετησίως το 2ο εξάμηνο του 2021), με το ποσοστό ανεργίας να υποχωρεί σε χαμηλό 11,5 ετών στο 12,8% το Δεκέμβριο του 2021. Το 1ο τρίμηνο του 2022, η αύξηση της απασχόλησης εκτινάχθηκε στο 12,0% σε ετήσια βάση (ενισχυόμενη εν μέρει και από τη χαμηλότερη βάση σύγκρισης λόγω των περιορισμών της πανδημίας στις αρχές του 2021), ξεπερνώντας το προ-πανδημίας επίπεδο την ίδια περίοδο το 2019 κατά 9,6% (ή κατά 256 χιλιάδες

εργαζόμενους).

Οι καθαρές ροές προσλήψεων μισθωτών (σύμφωνα με το Πληροφοριακό Σύστημα Εργάνη) αυξήθηκαν περαιτέρω σε 124 χιλ. τον Απρίλιο του 2022, σε σύγκριση με 33 χιλ. τον Απρίλιο του 2021, και αναμένεται να ενισχυθούν περισσότερο τους επόμενους μήνες, καθώς η τουριστική δραστηριότητα θα πλησιάζει τα προ-πανδημίας επίπεδα.

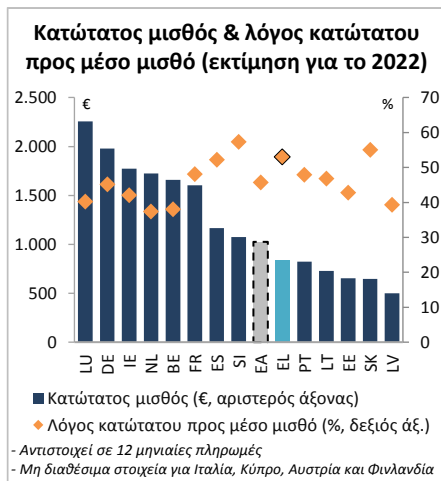


Με δεδομένη την αυξανόμενη πιθανότητα σύγκλισης της τουριστικής δραστηριότητας με το διαχρονικό υψηλό του 2019 (τουλάχιστον σε όρους εισπράξεων), θα μπορούσαν να προστεθούν περισσότερες από 60.000 θέσεις εργασίας – σε ετήσια βάση – συνεισφέροντας άμεσα περίπου 1,5 ποσοστιαία μονάδα στην ετήσια αύξηση της απασχόλησης το 2022. Τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού για το 1ο τρίμηνο του 2022 έδειξαν ισχυρότερη από την αναμενόμενη δυναμική στη δημιουργία θέσεων απασχόλησης, η οποία συνεκτιμώντας και τις τάσεις που

αποτυπώνονται στην Εργάνη, προβλέπεται ότι θα μεταφραστεί σε ετήσια αύξηση της απασχόλησης το 2022 της τάξης του 4,5%, με την ανεργία να μειώνεται κοντά στο 11,0% το Δεκέμβριο του 2022 (σημειώνεται ότι ο ενεργός πληθυσμός εμφανίζεται το δίμηνο Φεβρουάριου-Μαρτίου αυξημένος κατά 50,000 άτομα ή +1% περίπου σε σχέση με το προ-πανδημίας επίπεδό του). Η ανωτέρω πρόβλεψη για την απασχόληση βασίζεται σε μάλλον συντηρητικές εκτιμήσεις σχετικά με τον ρυθμό προσλήψεων σε υπηρεσίες που σχετίζονται με τον τουρισμό το 2ο και 3ο τρίμηνο, καθώς και σε άλλους βασικούς τομείς όπως η μεταποίηση, το λιανικό εμπόριο, οι κατασκευές και οι μεταφορές που έχουν ήδη δείξει αυξημένη δυναμική το 2021 και εκτιμάται ότι επίσης θα ωφεληθούν από τις θετικές δευτερογενείς επιπτώσεις του τουρισμού.

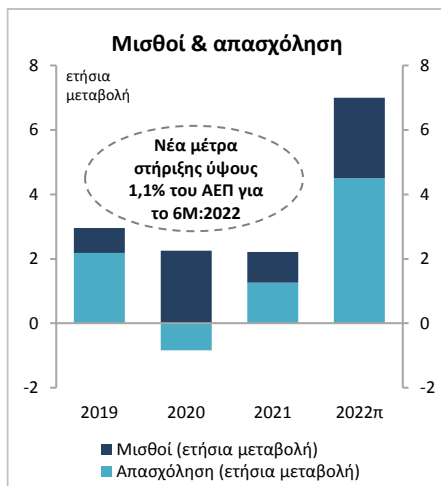
Οι προαναφερθείσες εξελίξεις δημιουργούν πρόσφορο έδαφος για μια ευρύτερη προσαρμογή των μισθών του ιδιωτικού τομέα στην Ελλάδα, μετά από μια μακρά περίοδο συγκράτησης. Πιο συγκεκριμένα, ο κατώτατος μισθός στην Ελλάδα αυξήθηκε κατά 9,7% ετησίως – στα €663 μηνιαίως τον Ιανουάριο του 2022 και στα €713 το Μάιο του 2022, έναντι €650 τον Δεκέμβριο του 2021. Αυτή η προσαρμογή ακολουθεί παρόμοιες ανοδικές τάσεις και σε άλλες χώρες της Ε.Ε. Οι εν λόγω τάσεις διατηρούν αλώβητα τα κέρδη, σε όρους ανταγωνιστικότητας κόστους, που σημειώθηκαν στην Ελλάδα κατά την προηγούμενη δεκαετία, όταν το συγκριτικό μοναδιαίο κόστος εργασίας ως προς την ευρωζώνη μειώθηκε κατά σχεδόν 20%, αντιστρέφοντας τις απώλειες της περιόδου 2000-2008.

Η ισχυρή ζήτηση, οι δυσκολίες εξεύρεσης στελεχών σε συγκεκριμένες θέσεις χαμηλής αλλά και υψηλής εξειδίκευσης, σε συνδυασμό με την αυξανόμενη παραγωγικότητα και τα ανθεκτικά



εταιρικά αποτελέσματα, ενθαρρύνουν τη σταδιακή προσαρμογή των μισθών και στην υπόλοιπη οικονομία.

Η αύξηση της μέσης αμοιβής εργασίας, σε ονομαστικούς όρους, αναμένεται να προσεγγίσει το 2,0-2,5% το 2022 και το 1,5% το 2023. Η εν λόγω αύξηση, σε συνδυασμό με εκτιμώμενη άνοδο της απασχόλησης κατά 4,5% το 2022 και 1,5% το 2023, εκτιμάται ότι οδηγούν σε ετήσια αύξηση της συνολικής αμοιβής εργασίας κατά σχεδόν 6,5% το 2022 και κατά 3,0% το 2023 (υποθέτοντας περίπου σταθερή απασχόληση και μισθούς στο δημόσιο τομέα).



Επιπλέον, άλλες πηγές μη μισθολογικού εισοδήματος των νοικοκυριών που ομαδοποιούνται στην κατηγορία «μικτό εισόδημα» αναμένεται, επίσης, να παρουσιάσουν ισχυρή αύξηση 10% το 2022 και 4,5% το 2023. Ειδικότερα, το μικτό εισόδημα των νοικοκυριών, που περιλαμβάνει εισοδήματα από επιχειρηματικότητα και ελευθέρια επαγγέλματα, τα οποία δε μπορούν να χαρακτηρισθούν ως αμοιβή εργασίας, παρουσιάζει ιστορικά υψηλή συσχέτιση με τον πληθωρισμό και τον ονομαστικό κύκλο εργασιών των επιχειρήσεων.

Τέλος, έχει ενεργοποιηθεί πρόσθετη δημοσιονομική στήριξη του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών ύψους περίπου €2,2 δισ. (1,1% του ΑΕΠ ή 1,7% του διαθέσιμου εισοδήματός τους κατά το 2021) για να περιοριστεί ο αντίκτυπος του υψηλότερου ενεργειακού κόστους, ειδικά στα νοικοκυριά με χαμηλό εισόδημα που υφίστανται τις μεγαλύτερες επιπτώσεις από το πληθωριστικό σοκ.

Συνδυαστικά, η στήριξη από τους ανωτέρω παράγοντες το 2022 προσεγγίζει το 9% του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών κατά το 2021 και φαίνεται ικανή να αντισταθμίσει πλήρως την επιβάρυνση από τον πληθωρισμό σε ετήσια βάση (+8,5% το 2022).

Η ανθεκτική ζήτηση, η αυξημένη τιμολογιακή ισχύς και τα σημαντικά αποθέματα ρευστότητας θα αμβλύνουν την πίεση στις επιχειρήσεις από το αυξανόμενο κόστος παραγωγής

Ο επιχειρηματικός τομέας καλείται να ανταπεξέλθει στις πρωτοφανείς αυξήσεις στο κόστος παραγωγής, αλλά και σε ελλείψεις πρώτων υλών, ενώ υφίσταται έντονες – άμεσες και έμμεσες – επιδράσεις από τη διάχυση των ανατιμήσεων σε ολόκληρη την αλυσίδα παραγωγής και διανομής. Αναμφισβήτητα, ο αντίκτυπος σε διαφορετικούς κλάδους και κατηγορίες επιχειρήσεων ποικίλλει ανάλογα με την εξάρτηση κάθε τομέα από εισαγόμενα ενεργειακά και μη ενεργειακά προϊόντα, καθώς και όσον αφορά τις διαφορές στην ελαστικότητα της τελικής ζήτησης ως προς την τιμή συγκεκριμένων προϊόντων και υπηρεσιών που προσδιορίζει την τιμολογιακή ισχύ της επιχείρησης. Οι πιο αδύναμες χρηματοοικονομικά επιχειρήσεις βρίσκονται, αναμφισβήτητα, ενώπιον μιας νέας δοκιμασίας, οι επιδράσεις της οποίας θα εξαρτηθούν και από την τελική διάρκεια της διαταραχής. Ωστόσο, όσον αφορά τη συνολική εικόνα του επιχειρηματικού τομέα, και ειδικά τις υγιείς επιχειρήσεις, το πλήγμα είναι διαχειρίσιμο. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της ΕΤΕ, που βασίζονται σε ιστορικά στοιχεία των καθαρών εισαγωγών προϊόντων για βιομηχανική χρήση και τις παρατηρούμενες τάσεις των τιμών εισαγωγών καθώς και της δαπάνης για ενεργειακά αγαθά στο 1ο τρίμηνο του 2022, η δυνητική ετήσια επιβάρυνση στην επιχειρηματική κερδοφορία από την επιδείνωση των όρων εμπορίου θα μπορούσε να φτάσει τα €7 δισ., σε ονομαστικούς όρους, ή το 3,6% του ΑΕΠ στο σύνολο του 2022.



Επιπλέον, η εκτιμώμενη προσαρμογή των μισθών θα μπορούσε να προσθέσει έως και €1,5 δισ. στο κόστος παραγωγής των επιχειρήσεων. Η συνδυαστική επίδραση από τις ανατιμήσεις στις παραγωγικές εισροές και την αύξηση των μισθών εκτιμάται κοντά στα €8,5 δισ. ή 4,3% του ΑΕΠ (περίπου το ¼ της ακαθάριστης λειτουργικής κερδοφορίας των ελληνικών επιχειρήσεων το 2021, όπως προσεγγίζεται από το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα).

Ωστόσο, υπάρχουν σημαντικοί παράγοντες που μετριάζουν τον αντίκτυπο των παραπάνω εξελίξεων στις επιχειρηματικές επιδόσεις. Οι κυριότεροι είναι οι ακόλουθοι:

- Η ανθεκτικότητα της ζήτησης, που αντικατοπτρίζεται στην επιταχυνόμενη άνοδο του κύκλου εργασιών των επιχειρήσεων (αύξηση κατά €20,2 δισ., σε ετήσια βάση, το 1ο τρίμηνο του 2022, €16,8 δισ. υψηλότερα από τα προ-πανδημίας επίπεδά τους).

- Το ισχυρό ξεκίνημα της τουριστικής περιόδου και τα ολοένα και πιο ενθαρρυντικά σημάδια για τους επόμενους μήνες, με σημαντική πιθανότητα να καλυφθεί από φέτος η εναπομένουσα απόσταση €7 δισ. από την κορυφαία ιστορικά επίδοση κατά το 2019.
- Η ισχυρή ανάκαμψη της κερδοφορίας των επιχειρήσεων το 2021 σε υψηλό 10ετίας ύψους €32,2 δισ. (+€8 δισ. ετησίως), σε συνδυασμό με σημαντικά αποθέματα ρευστότητας (€42 δισ. το 1ο τρίμηνο του 2022, παραμένοντας κοντά σε ιστορικά υψηλά επίπεδα).
- Η αυξημένη τιμολογιακή ισχύς και η πρόσθετη δημοσιονομική στήριξη στις επιχειρήσεις.

Συμπερασματικά, με δεδομένη την επίδραση των ανωτέρω σημαντικών αντισταθμιστικών παραγόντων, θεωρούμε ότι η ιδιωτική κατανάλωση, παρά τη μεγάλη πληθωριστική επιβάρυνση, θα παραμείνει σε θετική τροχιά, σημειώνοντας μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης περίπου 1,5-2,0% το 2022 και 2,8% το 2023 (σε σταθερές τιμές), υποστηρίζοντας την υπεραπόδοση της ελληνικής οικονομίας σε σύγκριση με το μ.ο. της ευρωζώνης.

Ολόκληρο το κείμενο της ανάλυσης **(στα αγγλικά)** είναι διαθέσιμο στην ακόλουθη διεύθυνση:
<https://www.nbg.gr/el/omilos/meletes-oikonomikes-analuseis/elliniki-oikonomia-nea/eidika-themata>

Αθήνα, 1 Ιουνίου 2022