



ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Αυξημένη αβεβαιότητα, υψηλό κόστος ενέργειας και βασικών πρώτων υλών μετά την εισβολή στην Ουκρανία, επιβραδύνουν το ρυθμό ανάπτυξης το 2022, στο 3,0% στο βασικό σενάριο, με ανάκτηση της δυναμικής το 2023

Νέες εκτιμήσεις για το ΑΕΠ

ΑΕΠ (ετήσια μεταβολή, %)	2021ε	2022π	2023π
Βασικό σενάριο	8,3	3,0	4,1
Σενάριο ταχείας αποκλιμάκωσης της κρίσης	8,3	4,0	4,5
Παρατεταμένη κρίση, στασιμότητα πληθωρισμός	8,3	0,2	2,8
Προηγούμενο βασικό σενάριο (Δεκ. '21)	8,5	4,4	3,8

Προβλέψεις για τον πληθωρισμό

Πληθωρισμός (ετήσια μεταβολή ΔΤΚ, %)	2021	2022π	2023π
Βασικό σενάριο	1,2	5,8	1,4
Σενάριο ταχείας αποκλιμάκωσης της κρίσης	1,2	4,4	0,6
Παρατεταμένη κρίση, στασιμότητα πληθωρισμός	1,2	8,0	2,2
Προηγούμενο βασικό σενάριο (Δεκ. '21)	1,2	3,8	0,7

Προβλέψεις για τις τιμές ενέργειας

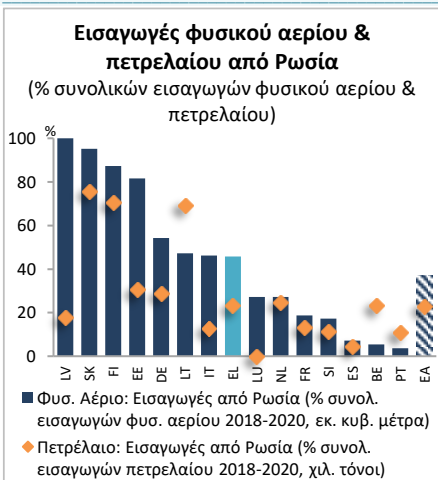
Πετρέλαιο (brent, USD/βαρέλι)	2021	2022π	2023π
Βασικό σενάριο*	70	105	90
Σενάριο ταχείας αποκλιμάκωσης της κρίσης	70	89	73
Παρατεταμένη κρίση, στασιμότητα πληθωρισμός	70	122	103
Φυσικό αέριο (TTF, €/MWh)	2021	2022π	2023π
Βασικό σενάριο*	50	125	70
Σενάριο ταχείας αποκλιμάκωσης της κρίσης	50	89	45
Παρατεταμένη κρίση, στασιμότητα πληθωρισμός	50	178	85

* Με στραγγιλοποίηση στο εγγύτερο παλλατάσιο του 5

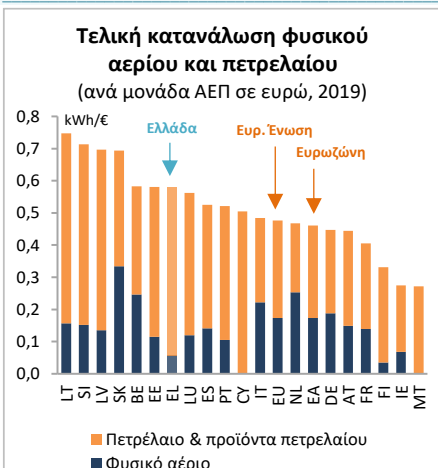
Εθνική Τράπεζα
Δ/ση Οικονομικής Ανάλυσης
Ελληνική Οικονομία
Αιόλου 86, 105 59 Αθήνα

- Η κλιμάκωση της κρίσης στην Ουκρανία, πέραν των τραγικών συνεπειών της, συνιστά μία νέα εστία οξείας οικονομικής αβεβαιότητας, η οποία επιτείνει τις πληθωριστικές προκλήσεις – οδηγώντας τις τιμές ενέργειας και βασικών πρώτων υλών σε νέα ιστορικά υψηλά – και επιβαρύνει τις οικονομικές επιδόσεις του 2022.
- Επιχειρούμε μια πρώτη αποτίμηση των πιθανών επιπτώσεων, με έμφαση στις επιδράσεις στο ενεργειακό πεδίο, τις διασυνδέσεις μέσω εμπορίου και τουρισμού, τον πληθωρισμό, το διαθέσιμο εισόδημα του ιδιωτικού τομέα, καθώς και το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, σε συνάρτηση με τις εξελίξεις στην ευρωζώνη.
- Αν και δε διαφαίνεται κίνδυνος αναφορικά με την ενεργειακή επάρκεια της ελληνικής αγοράς, η διάχυση των εισαγόμενων πληθωριστικών επιδράσεων είναι ταχεία, μειώνοντας το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και αυξάνοντας το κόστος παραγωγής των επιχειρήσεων.
- Διαπιστώνεται ότι οι λοιπές άμεσες επιδράσεις από τη συρρίκνωση ή και την αναστολή του εμπορίου και το μηδενισμό των τουριστικών ροών από τη Ρωσία είναι πολύ περιορισμένες (περίπου -0,3% του ΑΕΠ, συμπεριλαμβανομένης και της Ουκρανίας που υφίσταται τεράστιες ζημιές).
- Στο βασικό μας σενάριο, όπου οι ενεργειακές ανατιμήσεις αποκλιμακώνονται σταδιακά, στα πλαίσια μιας μεσοπρόθεσμης στρατηγικής απεξάρτησης της ΕΕ από τη Ρωσία, χωρίς περαιτέρω κλιμάκωση της κρίσης, ο πληθωρισμός (βάσει ΔΤΚ) θα κορυφωθεί πλησίον του 8,0% ετησίως το Μάρτιο-Απρίλιο του 2022 και θα σημειώσει μικρή υποχώρηση στο 5,4% ετησίως το 3^ο τρίμηνο και στο 3,6% ετησίως το 4^ο τρίμηνο. Το 2023, ο μέσος πληθωρισμός εκτιμάται στο 1,4%.
- Το ΑΕΠ στο εν λόγω σενάριο αυξάνεται κατά 3,0% ετησίως το 2022 (από 4,4% που είχαμε εκτιμήσει στα τέλη του 2021) και επιταχύνεται στο 4,1% το 2023. Η εξασθένιση του οικονομικού κλίματος είναι περιορισμένη και τα μέτρα στήριξης απορροφούν τμήμα του πλήγματος στο διαθέσιμο εισόδημα το 2022, ενώ παράλληλα οι τουριστικές εισπράξεις αυξάνουν στο 85% του επιπέδου τους κατά το 2019 (+43% ή κατά €4,5 δισ. ετησίως), από 60% το 2021.
- Οι επιδόσεις του τουρισμού είναι κρίσιμες καθώς μια ισχυρότερη αύξηση των τουριστικών εσόδων κατά 10%, σε σχέση με το βασικό σενάριο, θα ωθούσε το ρυθμό ανάπτυξης εγγύτερα στο 4,0%, ενώ μια σημαντική υπο-απόδοση λόγω αβεβαιότητας και μεγάλων αυξήσεων στις τιμές θα τον επιβράδυνε περαιτέρω.
- Ως εκ τούτου, εξετάζονται επίσης δύο εναλλακτικά σενάρια: α) ένα πιο ευνοϊκό που υποθέτει ταχύτερη αποκλιμάκωση της κρίσης και εξομάλυνση των ενεργειακών πιέσεων, και β) ένα σενάριο παρατεταμένης κρίσης για το μεγαλύτερο τμήμα του 2022, σύμφωνα με το οποίο η ενεργοποίηση πρόσθετων μέτρων και αντιμετώπων προκαλεί σοβαρές διαταραχές στη ροή φυσικού αερίου και τροφοδοτεί ακόμη υψηλότερες πληθωριστικές πιέσεις και απώλειες στο διαθέσιμο εισόδημα.
- Στο ευνοϊκό σενάριο, ο μέσος πληθωρισμός διαμορφώνεται στο 4,4% το 2022 και στο 0,6% το 2023, ενώ το ΑΕΠ αυξάνεται κατά 4,0% ετησίως το 2022, με πλήρη ανάκτηση του χαμένου εδάφους και αύξηση 4,5% ετησίως το 2023.
- Στο δυσμενές σενάριο, ο πληθωρισμός ανέρχεται σε 8,0% φέτος και στο 2,2% το 2023. Το ΑΕΠ σημειώνει οριακή μόνο αύξηση 0,2% το 2022. Ωστόσο, το 2023 το ΑΕΠ ανακάμπτει κατά 2,8%, με το επίπεδό του όμως να παραμένει 3,9% χαμηλότερα από το βασικό σενάριο.

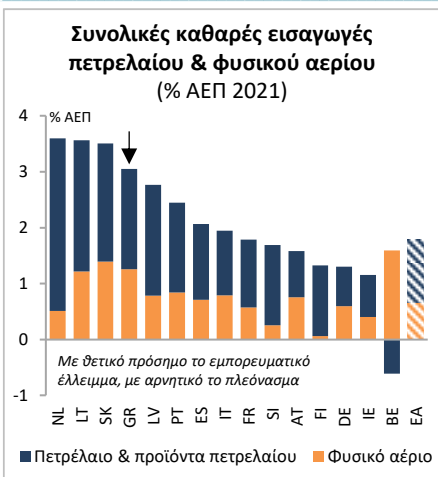
Η ενέργεια αποτελεί το βασικό μηχανισμό μετάδοσης της νέας κρίσης, με την Ελλάδα να εμφανίζει ανάλογη εξάρτηση στις εισαγωγές από τη Ρωσία με το μ.ο. της Ευρωζώνης



Η ελληνική οικονομία εμφανίζει υψηλότερη χρήση πετρελαίου όσον αφορά την τελική κατανάλωση...



...ακόμη και αν ληφθούν υπόψη οι εξαγωγές προϊόντων διύλισης



Η εισβολή στην Ουκρανία οξύνει την αβεβαιότητα, επιταχύνει τον πληθωρισμό και εξασθενεί την ανάπτυξη το 2022, στο 3,0% στο βασικό σενάριο σταδιακής εξομάλυνσης των ενεργειακών πιέσεων

Η κλιμάκωση της κρίσης στην Ουκρανία, πέρα από τις τραγικές και αυξανόμενες ανθρώπινες απώλειες και τις τεκτονικές αλλαγές που πιθανότατα επιφέρει στο διεθνές γεωπολιτικό περιβάλλον, θέτει και νέες σημαντικές οικονομικές προκλήσεις καθώς:

- i) Οξύνει την αβεβαιότητα – ειδικά στο ενεργειακό πεδίο – με σημαντικές άμεσες και έμμεσες επιδράσεις σε ολόκληρη την παραγωγική διαδικασία, και αναζωπυρώνει τα προβλήματα στη διεθνή εφοδιαστική αλυσίδα ενέργειας αλλά και συγκεκριμένων πρώτων υλών, θέτοντας ακόμη και θέματα ενεργειακής επάρκειας για την ευρωπαϊκή οικονομία.
- ii) Έχει οδηγήσει σε περαιτέρω ανατιμήσεις στα καύσιμα αλλά και σε βασικές πρώτες ύλες, των οποίων, πρωτίστως, η Ρωσία και, δευτερευόντως, η Ουκρανία συνιστούν σημαντικούς εξαγωγείς. Ως εκ τούτου, τροφοδοτεί ακόμη εντονότερες πληθωριστικές πιέσεις, καθώς το σοκ της υπερβάλλουσας ζήτησης κατά το 2021 το διαδέχεται μια νέα σοβαρή διαταραχή από το σκέλος της προσφοράς.
- iii) Διαβρώνει το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και πιέζει την εταιρική κερδοφορία, μέσω του επιταχυνόμενου πληθωρισμού και του αυξανόμενου κόστους παραγωγής που διαχέει τις εισαγόμενες πληθωριστικές αυξήσεις στην υπόλοιπη οικονομία.

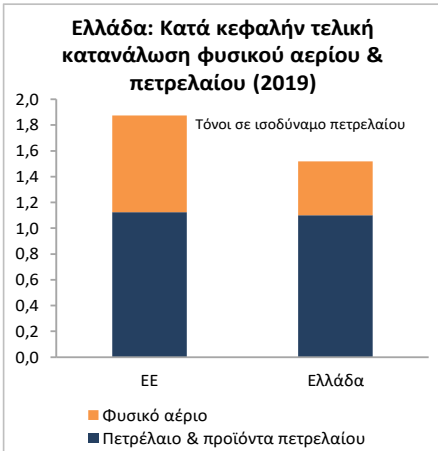
Κατά συνέπεια, αυξάνει αναπόφευκτα τους κινδύνους για την αναπτυξιακή επίδοση της ελληνικής οικονομίας, μετά από ένα πολύ ισχυρό 2021, όπου το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 8,3% ετησίως, αγγίζοντας το προ-πανδημίας επίπεδο του.

Η ανάλυση επιχειρεί μια πρώτη αποτίμηση των ανωτέρω επιδράσεων στην ελληνική οικονομία, με έμφαση στο ενεργειακό πεδίο, τις πληθωριστικές επιπτώσεις, τις διασυνδέσεις μέσω εμπορίου και τουρισμού, καθώς και το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, σε συνάρτηση και με τις εξελίξεις στην Ευρωζώνη.

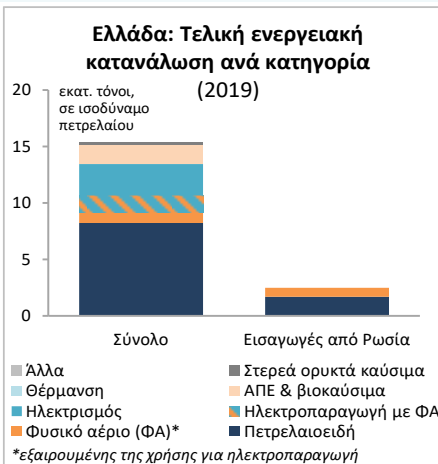
Προκλήσεις για την ευρωπαϊκή ενεργειακή επάρκεια και επιπτώσεις στην παγκόσμια προσφορά συγκεκριμένων αγαθών και πρώτων υλών που εξαγονται κυρίως από τη Ρωσία, χωρίς όμως κινδύνους για την τροφοδοσία της ελληνικής αγοράς

Το θέμα της ενεργειακής επάρκειας αλλά και της επαρκούς προσφοράς μιας σειράς αγαθών και πρώτων υλών, των οποίων Ρωσία αλλά και Ουκρανία είναι βασικοί εξαγωγείς (κυρίως σιτηρά, λιπάσματα, συγκεκριμένα μέταλλα και πρώτες ύλες για τη χημική βιομηχανία και την αγροτική και κτηνοτροφική παραγωγή), αποτελούν παράγοντες

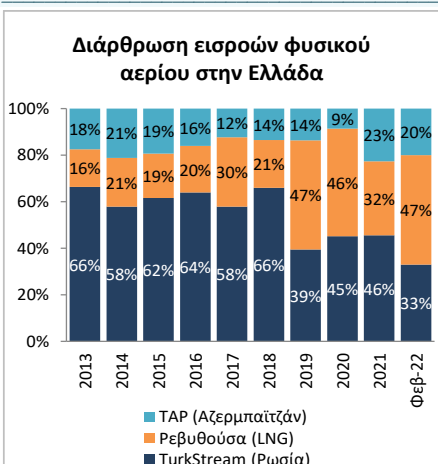
Ωστόσο η μακροχρόνια συρρίκνωση του ΑΕΠ αύξησε τη φαινομενική εξάρτηση σε ορυκτά καύσιμα ανά μονάδα ΑΕΠ η οποία όμως, σε κατά κεφαλήν όρους, είναι μικρότερη



Συνεκτιμώντας το σύνολο των ενεργειακών πηγών η βαρύτητα της Ρωσίας στο ενεργειακό μείγμα της Ελλάδας είναι χαμηλότερη από 15%



Η ελληνική οικονομία επιχειρεί να μειώσει την εξάρτησή της από το Ρωσικό φυσικό αέριο, κυρίως, μέσω ενίσχυσης των εισαγωγών LNG



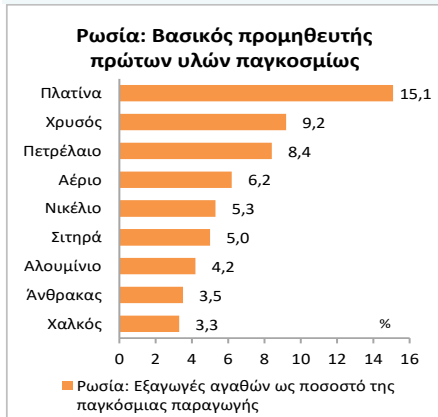
που θα μπορούσαν να έχουν σοβαρές επιπτώσεις στην παραγωγική διαδικασία επιτείνοντας τις δυσλειτουργίες της παγκόσμιας εφοδιαστικής αλυσίδας, που είχαν ήδη εκδηλωθεί με σφοδρότητα το 2021, με αφορμή την υπερβάλλουσα ζήτηση κατά τη φάση ανάκαμψης από την πανδημία. Ουσιαστικά, οι παγκόσμιες προκλήσεις από την πλεονάζουσα ζήτηση το 2021 δίνουν πλέον τη θέση τους σε πιο επικεντρωμένες προκλήσεις από το σκέλος της προσφοράς, καθώς η αναπόφευκτη εφαρμογή κυρώσεων κατά της Ρωσίας και τα αντίμετρα από πλευράς της επαπειλούν με, προσωρινή τουλάχιστον, στενότητα σε συγκεκριμένα ενεργειακά και μη αγαθά. Το πρόβλημα οξύνεται από την καταστροφή της παραγωγικής βάσης και, πιθανώς, από την αδυναμία αξιοποίησης της αγροτικής παραγωγής της Ουκρανίας, με αντίκτυπο κυρίως στη διαθεσιμότητα, καθώς και τις τιμές των τροφίμων (κυρίως σιτηρών, πρωτεϊνούχων καλλιεργειών και ελαίων όπως σόγια, ξηροί καρποί, σπορέλαια κ.α.) καθώς και μετάλλων (κυρίως προϊόντα σιδήρου και χάλυβα).

Η Ρωσική Ομοσπονδία συνεισέφερε, τα προηγούμενα χρόνια, 40%-45% της αξίας των εισροών φυσικού αερίου της Ελλάδας (με μείωση στο 30% περίπου το 1^ο δίμηνο του 2022) – ποσοστό αντίστοιχο με το μ.ο. της Ευρωζώνης όπου ανέρχεται στο 40% – και σχεδόν 20% της αξίας των ελληνικών εισαγωγών πετρελαίου. Σημειώνεται ότι το μερίδιο των εξαγωγών αργού πετρελαίου από τη συγκεκριμένη χώρα κυμαίνεται στο 1/10 των παγκόσμιων εξαγωγών.

Αναφορικά με την Ελλάδα, εκτιμάται ότι ο κίνδυνος ενεργειακής επάρκειας, ακόμη και σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, είναι πολύ περιορισμένος, εξαιτίας: i) των συγκριτικά χαμηλών εγχώριων αναγκών σε φυσικό αέριο (το οποίο αντιστοιχεί σε σχεδόν 20% της τελικής κατανάλωσης ενέργειας στην οικονομία, με το 7% να αφορά εισαγωγές αερίου από τη Ρωσία), ii) της επιλογής για περαιτέρω αξιοποίηση φορτίων υδροποιημένου φυσικού αερίου LNG – που προσεγγίζει πλέον το 1/2 των συνολικών εισαγωγών αερίου στη χώρα, στις αρχές του 2022 – με την τρέχουσα δυνατότητα υποδοχής και αποθήκευσης να είναι υπερδιπλάσια από αυτή που διασφαλίζουν οι υφιστάμενες ροές, και με νέες επενδύσεις να αυξάνουν περισσότερο τη διαθέσιμη χωρητικότητα τα επόμενα χρόνια, και iii) των περιθωρίων, εντατικότερης χρήσης των ΑΠΕ, λαμβάνοντας υπόψη και τις καιρικές συνθήκες που βελτιώνονται όσο πλησιάζουμε στην άνοιξη, καθώς και της προσωρινής αύξησης της χρήσης λιγνιτικών μονάδων ηλεκτροπαραγωγής, στην περίπτωση που η κρίση παραταθεί ή κλιμακωθεί.

Παρά την ανθεκτική εικόνα όσον αφορά την ενεργειακή επάρκεια και την απρόσκοπτη πρόσβαση σε πρώτες ύλες, η ελληνική οικονομία είναι αναπόφευκτο ότι θα επηρεαστεί από τις διεθνείς ανατιμήσεις. Ήδη από το 2^ο εξάμηνο του 2021, η καλπάζουσα διεθνής ζήτηση, σε συνδυασμό

Η Ρωσική Ομοσπονδία κατέχει σημαντικά μερίδια στις παγκόσμιες εξαγωγές συγκεκριμένων κατηγοριών μεταλλουργικών και αγροτικών πρώτων υλών, με την αβεβαιότητα να οδηγεί σε σημαντικές ανατιμήσεις...



...ανατρέποντας το σενάριο σταδιακής αποκλιμάκωσης των τιμών των εμπορευμάτων διεθνώς...



...και οδηγώντας σε νέες έντονες ανατιμήσεις σε κατηγορίες τροφίμων

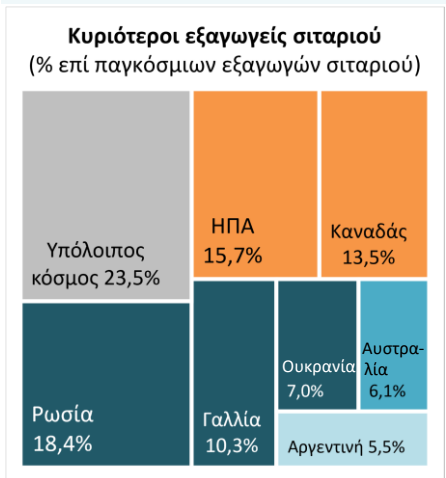


με τις ανάγκες που δημιουργεί η επιταχυνόμενη ενεργειακή μετάβαση στην ΕΕ αλλά και οι δυσμενείς καιρικές συνθήκες, είχαν οδηγήσει σε αυξανόμενη κατανάλωση φυσικού αερίου, χωρίς αντίστοιχη προσαρμογή της προσφοράς, προκαλώντας πρωτοφανή συρρίκνωση των αποθεμάτων διεθνώς, που ήταν πολύ πιο εμφανής στην ΕΕ. Αυτό οδήγησε σε πρωτόγνωρες αυξήσεις στις διεθνείς τιμές φυσικού αερίου (+550% περίπου ετησίως το 4^ο τρίμηνο του 2021, σε τετραπλάσια επίπεδα από το 10ετή μ.ο.), που συμπαρέσυραν σταδιακά και τις τιμές του αργού πετρελαίου brent (+80% ετησίως το 4^ο τρίμηνο του 2021), ήδη πριν από την κλιμάκωση της κρίσης στην Ουκρανία.

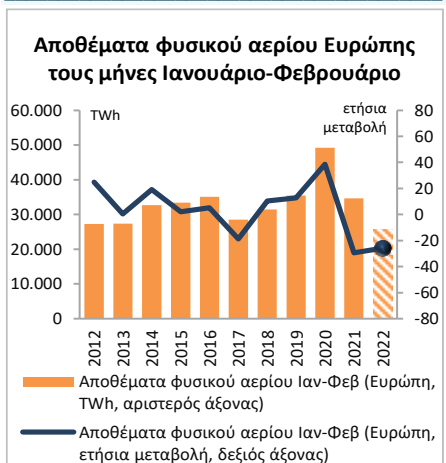
Το πρόβλημα μεγεθύνεται σημαντικά μετά την εισβολή, καθώς εντείνονται οι ανησυχίες για ενεργειακή στενότητα και δυσκολία άμεσης αναπλήρωσης των, ενεργειακών κυρίως, εξαγωγών από τη Ρωσία σε περίπτωση περιορισμού ή διακοπής των ροών, με τις Ευρωπαϊκές χώρες να δρομολογούν σχέδια σταδιακής απεξάρτησής τους από τις ρωσικές ενεργειακές εισαγωγές. Ο χρονικός ορίζοντας των εν λόγω σχεδίων αναμένεται να έχει διάρκεια από ένα έως τρία έτη, με τα περισσότερα από τα κράτη που έχουν σημαντική ενεργειακή έκθεση στη Ρωσία να αναγνωρίζουν τη μεγάλη δυσκολία και το σημαντικό οικονομικό αντίκτυπο μιας απόπειρας ταχύτερης συρρίκνωσης των εισαγωγών από τη Ρωσία. Ωστόσο, και αυτό το ενδεχόμενο δεν μπορεί να αποκλειστεί σε ένα δυσμενές σενάριο εφόσον οι γεωπολιτικές εντάσεις παραμείνουν αμείωτες ή, πολύ περισσότερο, εάν κλιμακωθούν περαιτέρω, οδηγώντας σε νέα μέτρα και αντίμετρα που θα αφορούν άμεσα και τα ενεργειακά αγαθά. Σε αυτή την περίπτωση, είναι πιθανό να προκύψει ένα βραχυπρόθεσμο ενεργειακό έλλειμμα (αερίου και πετρελαίου) της τάξης του 15%, σε επίπεδο ΕΕ, που θα μπορούσε να έχει σημαντικό πληθωριστικό αλλά και υφεσιακό αντίκτυπο, ειδικά όσον αφορά τη λειτουργία ενεργοβόρων βιομηχανιών στην ΕΕ.

Η πρόκληση είναι πολύ μεγαλύτερη όσον αφορά το φυσικό αέριο στην ΕΕ, με τα αποθέματα το 1^ο τρίμηνο του 2022 να έχουν υποχωρήσει σε ακόμη χαμηλότερο επίπεδο, όμως πιέσεις εκδηλώνονται και στις διεθνείς πετρελαϊκές ροές, λόγω ανθεκτικής ζήτησης και αναζήτησης εναλλακτικών προμηθευτών έναντι της Ρωσίας. Ωστόσο, οι εξελίξεις ενισχύουν και την αποφασιστικότητα, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, για επιτάχυνση της ενεργειακής απεξάρτησης από τη Ρωσία και, παράλληλα, καθιστούν την ΕΕ ακόμη πιο φιλόδοξη αναφορικά με την ταχύτητα της ενεργειακής μετάβασης. Επίσης, οι νέες επενδύσεις στη χρήση ανανεώσιμων πηγών ενέργειας – οι οποίες ήδη αντιστοιχούν στο 15% περίπου της εγχώριας ενεργειακής κατανάλωσης – γίνονται πιο ελκυστικές καθώς μειώνεται το συγκριτικό κόστος μιας φιλόδοξης ενεργειακής μετάβασης προς τις ΑΠΕ, τώρα που έχει παρέλθει η παρατεταμένη περίοδος των πολύ χαμηλών τιμών ορυκτών καυσίμων

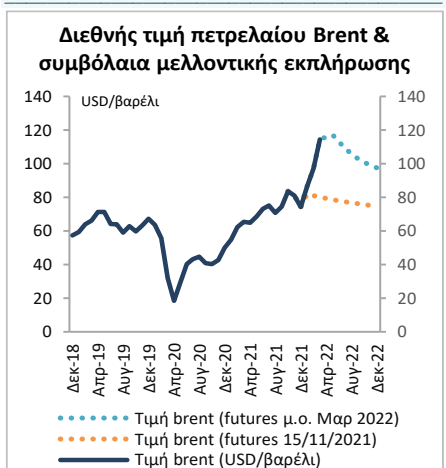
Ρωσία και Ουκρανία αντιστοιχούν στο ¼ των παγκόσμιων εξαγωγών σιτηρών



Τα χαμηλά αποθέματα φυσικού αερίου εκθέτουν την ΕΕ σε βραχυπρόθεσμους κινδύνους επάρκειας



Έντονη ανοδική αναθεώρηση των προβλέψεων για τις τιμές του αργού πετρελαίου...



(2015-2020). Κομβικός θα είναι και ο ρόλος του Ταμείου Ανάκαμψης & Ανθεκτικότητας (ΤΑΑ) με περίπου €7 δισ. να προορίζονται, την επόμενη πενταετία, για έργα με σημαντικό κλιματικό περιεχόμενο, με έμμεσες και άμεσες επιδράσεις στο ενεργειακό πεδίο. Αξίζει να σημειωθεί ότι το προαναφερθέν ποσό αφορά επενδύσεις που άπτονται της ενεργειακής μετάβασης και αναβάθμισης των υφιστάμενων υποδομών στο σκέλος των επιχορηγήσεων, καθώς και εκτίμηση ότι το 20% περίπου του σκέλους των πόρων του ΤΑΑ που είναι διαθέσιμοι για δάνεια θα χρηματοδοτήσουν έργα με σημαντικό κλιματικό/ενεργειακό περιεχόμενο.

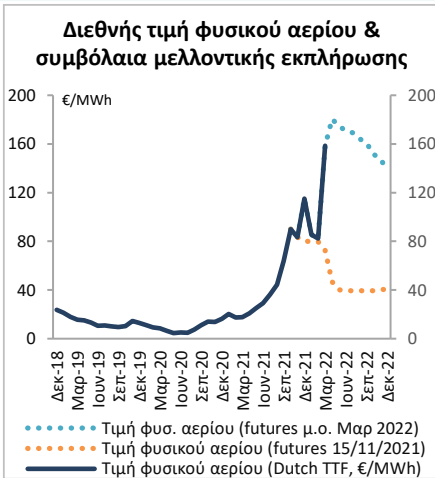
Επιτάχυνση των ανατιμήσεων σε ενέργεια αλλά και σε κατηγορίες τροφίμων και βιομηχανικών πρώτων υλών

Οι τιμές της ενέργειας αλλά και μιας σειράς μη ενεργειακών εμπορευμάτων είχαν ήδη σημειώσει σημαντικές αυξήσεις το 2021, λόγω της ταχείας ανάκαμψης της ζήτησης που συνόδευσε το σταδιακό έλεγχο της πανδημίας και την άρση των περιορισμών στην οικονομική δραστηριότητα που επιβλήθηκαν το 2020. Ωστόσο, η Ουκρανική κρίση, με δεδομένους τους κινδύνους που εγκυμονεί όσον αφορά τη διαθεσιμότητα ενεργειακών αγαθών και πρώτων υλών, έχει οδηγήσει σε νέες πρωτοφανείς αυξήσεις στο φυσικό αέριο και πετρέλαιο, με το πρώτο βάσει της τιμής του TTF spot να έχει ανέλθει σε ιστορικό υψηλό σχεδόν 150 €/MWh κατά μ.ο. το 1^ο μισό του Μαρτίου, ενώ η τιμή του αργού πετρελαίου ανέρχεται και αυτή σε υψηλό 10 ετών (115 USD/βαρέλι).

Η νέα κρίση έρχεται επίσης να μεταβάλλει σημαντικά τις προβλέψεις αναφορικά με την πορεία των τιμών της ενέργειας, ανατρέποντας τις προσδοκίες αποκλιμάκωσης μετά την άνοιξη του 2022, που υπήρχαν μέχρι και τις αρχές του έτους και αποτελούσαν αναγκαία συνθήκη για σημαντική επιβράδυνση του πληθωρισμού στο 2^ο εξάμηνο του 2022.

Η εισβολή στην Ουκρανία αλλά και η ανθεκτική διεθνής ζήτηση έχουν οδηγήσει σε ανοδική αναθεώρηση, κατά +40%, των προβλέψεων των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης της μέσης τιμής του πετρελαίου Brent για την περίοδο Απριλίου-Δεκεμβρίου του 2022, στα 105 USD/βαρέλι αργού κατά μ.ο. το Μάρτιο, έναντι περίπου 77 USD/βαρέλι στα τέλη του 2021 – ενώ η αντίστοιχη αναθεώρηση για το φυσικό αέριο ανέρχεται σε +290% (στα 160 €/MWh από 41 €/MWh). Για το 2023, βάσει των διαθέσιμων στοιχείων από τα αντίστοιχα συμβόλαια για τους συγκεκριμένους μήνες, τα προβλεπόμενα επίπεδα τιμών πετρελαίου και φυσικού αερίου βρίσκονται πλέον κατά 25% και 130% περίπου υψηλότερα από τις προ-τριμήνου εκτιμήσεις. Τέλος, οι τιμές εισαγόμενων προϊόντων, και ειδικά των πρώτων υλών εκτός ενέργειας, έχουν απλώς σταθεροποιηθεί σε πολυετή υψηλά στις αρχές του 2022, χωρίς εμφανή τάση αποκλιμάκωσης. Παράλληλα, οι τιμές

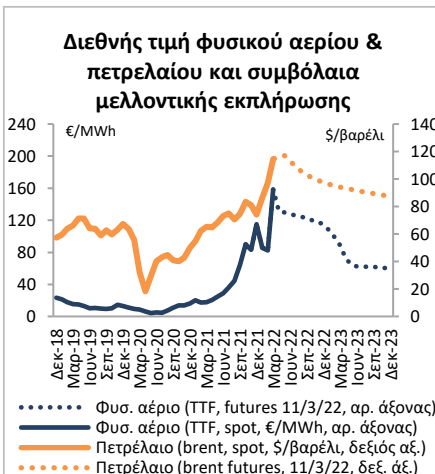
...και του φυσικού αερίου, μετά την εισβολή στην Ουκρανία, με τάσεις μερικής εξομάλυνσης στα μέσα Μαρτίου



Ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη σε ιστορικό υψηλό ενώ στις Η.Π.Α. σε υψηλό 40 ετών



Οι τιμές ενέργειας αναμένεται να κορυφωθούν το Μάρτιο-Απρίλιο και να υποχωρήσουν σταδιακά το 2ο εξάμηνο του 2022



συγκεκριμένων εμπορευμάτων όπως σιτηρά, μέταλλα/ορυκτά (π.χ. αλουμίνιο, νικέλιο, χαλκός, παλλάδιο), αλλά και λιπάσματα, φυτοφάρμακα και αγροτικές πρώτες ύλες που εξάγονται από τη Ρωσία και την Ουκρανία, σημειώνουν έντονες αυξήσεις σε νέα πολυετή υψηλά. Οι εξελίξεις δημιουργούν τις συνθήκες για έναν ακόμη γύρο αλυσιδωτών ανατιμήσεων, αυξάνοντας το κόστος παραγωγής και επηρεάζοντας άμεσα και έμμεσα τις τιμές σε ένα μεγαλύτερο εύρος προϊόντων αλλά και υπηρεσιών, με περιορισμένη δυνατότητα των επιχειρήσεων να απορροφήσουν τις συνδυαστικές αυξήσεις χωρίς να μετακυλήσουν ένα τμήμα τους στον καταναλωτή.

Στο 7,2% ο πληθωρισμός το Φεβρουάριο, με τάσεις περαιτέρω αύξησης μέχρι τον Απρίλιο και σταδιακή αποκλιμάκωση στη συνέχεια, σε συνάρτηση με τις εξελίξεις στο διπλωματικό και ενεργειακό πεδίο

Οι ανατιμήσεις σε ενέργεια και τρόφιμα ενισχύουν τις πληθωριστικές πιέσεις στην ελληνική οικονομία, οι οποίες αναμένεται να ενταθούν περαιτέρω έως τις αρχές του 2^{ου} τριμήνου, καθώς ο επιταχυνόμενος εισαγόμενος πληθωρισμός θα συνεχίσει να διαχέεται στην εγχώρια οικονομία.

Συγκεκριμένα, ο πληθωρισμός στην Ελλάδα ακολούθησε έντονα ανοδική τροχιά αυξανόμενος από -0,7% το 1^ο εξάμηνο του 2021 σε 1,8% το 3^ο τρίμηνο και 4,5% το 4^ο τρίμηνο του ίδιου έτους, ωθούμενος από τις διεθνείς ανατιμήσεις λόγω ισχυρής ζήτησης και διαταραχών στην παγκόσμια εφοδιαστική αλυσίδα. Το ίδιο συνέβη και διεθνώς, με τον πληθωρισμό στην Ευρωζώνη (σ.σ. εναρμονισμένο) και τις ΗΠΑ να αναρριχάται σε ιστορικά υψηλά και σε υψηλό τεσσάρων περίπου δεκαετιών αντίστοιχα.

Ωστόσο, από τις αρχές του 2022 και ειδικά από το Φεβρουάριο οι επιπτώσεις της νέας κρίσης τροφοδοτούν περαιτέρω τον πληθωρισμό, ο οποίος ανήλθε στο 7,2% – υψηλό 25 ετών για την Ελλάδα. Οι ανατιμήσεις στην ενέργεια εξηγούν περισσότερο από τα 2/3 της παρατηρούμενης αύξησης του ΔTK το Φεβρουάριο του 2022, με το υπόλοιπο να οφείλεται κυρίως στα τρόφιμα. Συγκεκριμένα, η αύξηση στη λιανική τιμή των καυσίμων κατά 26% ετησίως το Φεβρουάριο προσέθεσε 2 ποσοστιαίες μονάδες (ποσ. μον.) στην ετήσια αύξηση του ΔTK. Περίπου 0,1 ποσ. μον. από την προαναφερόμενη άνοδο αντιστοιχεί στην άμεση επίδραση από την ετήσια αύξηση κατά 80% στη λιανική τιμή του φυσικού αερίου (εκτός της έμμεσης επίδρασης που συνδέεται με το κόστος ηλεκτροπαραγωγής) το Φεβρουάριο.

Ωστόσο, η πιο έντονη πληθωριστική επίδραση, σε ετήσια βάση, προήλθε από την εντεινόμενη αύξηση στη λιανική τιμή του ηλεκτρικού ρεύματος (71,4% σε ετήσια και 9,4% σε μηνιαία βάση) που προσέθεσε 2,8 ποσ. μον. στον πληθωρισμό το Φεβρουάριο, παρά τη μερική της αντιστάθμιση μέσω της επέκτασης των κρατικών επιδοτήσεων – που

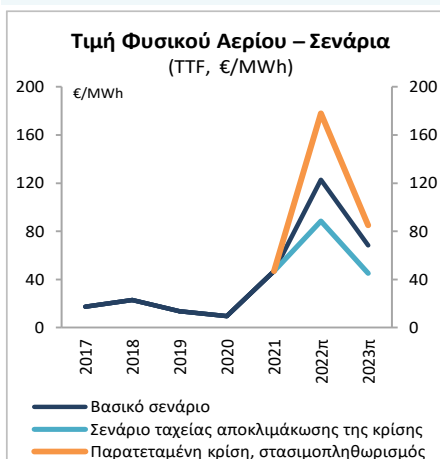
Η έντονα ανοδική τροχιά του ελληνικού πληθωρισμού αντανακλά κυρίως τις σημαντικές αυξήσεις σε καύσιμα και ηλεκτρισμό



Ωστόσο, οι ανατιμήσεις διαχέονται πλέον σε περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες

Βασικές κατηγορίες ΔΤΚ (2020=100)		
	ετήσια μεταβολή Φεβ 22/21 (%)	επίπτωση σε ποσοστ. μονάδες
1. Φυσικό αέριο	78,5	0,11
2. Ηλεκτρισμός	71,4	2,82
3. Πετρέλαιο θέρμανσης	41,5	0,73
4. Καύσιμα και λιπαντικά	23,2	1,17
5. Μεταφορά επιβατών με αεροπλάνο	22,9	0,1
6. Έλαια και λίπη	16,8	0,21
7. Λαχανικά (γενικά)	15,2	0,44
8. Αιγοπρόβειο κρέας	14,4	0,08
9. Ξενοδοχεία	11,6	0,04
10. Αυτοκίνητα μεταχειρισμένα	11,5	0,14
11. Φρούτα νωπά	9,8	0,14
12. Παρασκευάσματα με βάση το κρέας	8,1	0,01
13. Αυτοκίνητα καινούργια	7,6	0,15
14. Πουλερικά	6,8	0,07
15. Παγωτά	6,5	0,01
16. Γαλακτοκομικά και αυγά	6	0,22
17. Ψωμί και δημητριακά	5,9	0,21
18. Έπιπλα και διακοσμητικά είδη	5,7	0,02
19. Ένδυση και υπόδηση	5,6	0,11
20. Σκευή οικιακής χρήσης	5,3	0,02
Γενικός Δείκτης	7,2	

Η μέση τιμή φυσικού αερίου το 2022 προβλέπεται στα 125 €/MWh στο βασικό σενάριο



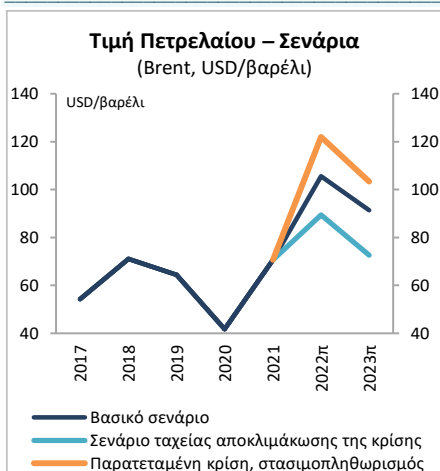
εκτιμάται ότι περιορίσαν την αύξηση του ΔΤΚ κατά σχεδόν 1 ποσ. μον. το πρώτο δίμηνο του 2022 – και των εκπτώσεων από τους παρόχους. Το κόστος του ηλεκτρισμού παραμένει ο βασικός δίαυλος μετάδοσης πληθωριστικών επιδράσεων από τις υψηλές τιμές φυσικού αερίου, με σχεδόν το 40% της ηλεκτροπαραγωγής να βασίζεται στο φυσικό αέριο. Σημαντική αυξητική επίδραση άσκησαν επίσης οι ανατιμήσεις στις ακόλουθες κατηγορίες του ΔΤΚ: i) είδη διατροφής (τρόφιμα και μη αλκοολούχα ποτά συμπεριλαμβανομένων νωπών φρούτων και λαχανικών) κατά 7,1% ετησίως, προσθέτοντας 1,6 ποσ. μον. στον πληθωρισμό, ii) διαρκή καταναλωτικά αγαθά συμπεριλαμβανομένων αυτοκινήτων, νέων και μεταχειρισμένων (7,5% ετησίως προσθέτοντας 0,3 ποσ. μον.), iii) είδη ένδυσης και υπόδησης (5,6% ετησίως, προσθέτοντας 0,1 ποσ. μον.) και iv) εστίαση (6,5% ετησίως, προσθέτοντας 0,14 ποσ. μον.).

Εξαιρώντας την επίδραση των κατηγοριών με μεγάλη μεταβλητότητα, όπως τα καύσιμα και τα νωπά φρούτα και λαχανικά (σύμφωνα με τον ορισμό του δομικού πληθωρισμού της ΤτΕ), ο προσαρμοσμένος «δομικός» πληθωρισμός ανήλθε σε υψηλό 20ετίας 5,2% το Φεβρουάριο. Επιπροσθέτως, εάν αφαιρεθεί και η επίδραση από τις ανατιμήσεις στο ηλεκτρικό ρεύμα – λόγω της στενής, πλέον, διασύνδεσής του με τις εξελίξεις στην αγορά φυσικού αερίου – η μέση αύξηση των τιμών σε όλες τις υπόλοιπες κατηγορίες αγαθών και υπηρεσιών που απαρτίζουν το ΔΤΚ (εκτός καυσίμων, ηλεκτρισμού και φρέσκων φρούτων και λαχανικών) ανήλθε σε 2,0% το δίμηνο Ιανουαρίου-Φεβρουαρίου, σε σχέση με την αντίστοιχη περσινή περίοδο, από 1,3% το 4^ο τρίμηνο του 2021, υποδεικνύοντας αυξανόμενη, ωστόσο σχετικά ήπια, διάχυση των πληθωριστικών πιέσεων σε μεγαλύτερο εύρος αγαθών και υπηρεσιών.

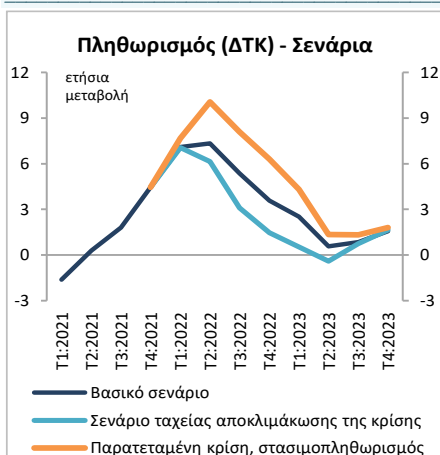
Υπό αυτές τις συνθήκες, στο βασικό μας σενάριο για τον πληθωρισμό προσπαθούμε να λάβουμε υπόψη τις πρόσφατες εκτιμήσεις των αγορών για την πορεία των τιμών πετρελαίου, φυσικού αερίου και πρώτων υλών μετά την ανακοίνωση των κυρώσεων κατά της Ρωσίας, εξομαλύνοντας την υπερβολική ημερήσια μεταβλητότητα των τιμών συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) που κορυφώθηκε το πρώτο 10ημερο του Μαρτίου. Παράλληλα, λαμβάνουμε υπόψη ότι η ΕΕ έχει επιλέξει μια στρατηγική σταδιακής ενεργειακής απεξάρτησης από τη Ρωσία που συνεπάγεται υψηλότερες, σε σχέση με το παρελθόν, τιμές ενέργειας και σε μεσοπρόθεσμο χρονικό διάστημα, ωστόσο, σε αισθητά χαμηλότερο επίπεδο από το 2022.

Αναφορικά με τις ενεργειακές τιμές, προβλέπεται ότι θα παραμείνουν σε πολύ υψηλό επίπεδο το 1^ο εξάμηνο του 2022 και θα σημειώσουν μικρή υποχώρηση το 2^ο εξάμηνο του ίδιου έτους και εντονότερη κατά τη διάρκεια του 2023, με τις τιμές, ωστόσο, να παραμένουν 30% υψηλότερες από το μ.ο. του 2021. Το Brent στα 105 USD/βαρέλι και το

Στο βασικό σενάριο προβλέπεται μείση τιμή αργού πετρελαίου 105 USD/βαρέλι το 2022 και 90 USD/βαρέλι το 2023



Στο βασικό σενάριο, ο πληθωρισμός θα κορυφωθεί στο 8,0% την περίοδο Μαρτίου-Απριλίου και θα υποχωρήσει στο 5,4% ετησίως το 3ο τρίμηνο και στο 3,6% το 4ο τρίμηνο



Πορεία πληθωρισμού (βάσει ΔΤΚ) υπό τα 3 σενάρια και απόκλιση από βασικό σενάριο Ιανουαρίου

Πληθωρισμός (ετήσια μεταβολή ΔΤΚ, %)	2021	2022π	2023π
Βασικό σενάριο	1,2	5,8	1,4
Σενάριο ταχείας αποκλιμάκωσης της κρίσης	1,2	4,4	0,6
Παρατεταμένη κρίση, στασιμότητα πληθωρισμός	1,2	8,0	2,2
Προηγούμενο βασικό σενάριο (Δεκ. '21)	1,2	3,8	0,7

φυσικό αέριο Dutch TTF στα 125 €/MWh κατά μ.ο. το 2022, ενώ αναμένεται να υποχωρήσουν σε 90 USD/βαρέλι και περίπου 70 €/MWh κατά μ.ο., αντιστοίχως, το 2023. Υπογραμμίζεται ότι οι ανωτέρω υποθέσεις για την πορεία των τιμών ενέργειας είναι σημαντικά πιο συντηρητικές από αυτές που ενσωματώνει η ΕΚΤ στο αντίστοιχο βασικό της σενάριο για την ευρωζώνη που δημοσίευσε στις 10 Μαρτίου.

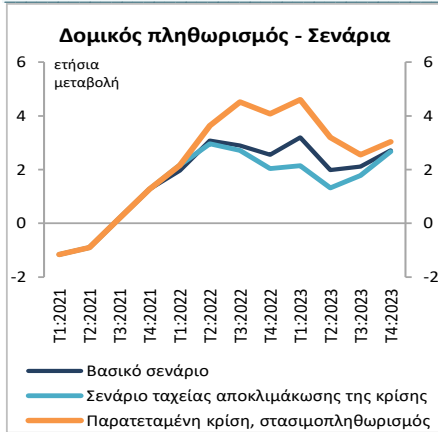
Σύμφωνα με τις ανωτέρω υποθέσεις, ο πληθωρισμός (βάσει ΔΤΚ) θα κυμανθεί στο 7,0% το 1^ο τρίμηνο του 2022 και θα κορυφωθεί σε περίπου 8,0% την περίοδο Μαρτίου-Απριλίου, ενώ θα επιβραδυνθεί στο 5,4% ετησίως το 3^ο τρίμηνο και στο 3,6% το 4^ο τρίμηνο, με το μ.ο. για το σύνολο του 2022 να διαμορφώνεται σε 5,8%. Σχεδόν τα 2/3 της ετήσιας αύξησης του ΔΤΚ θα οφείλονται στην επίδραση των ενεργειακών ανατιμήσεων, η οποία θα παραμείνει σε θετικό έδαφος, αλλά σημαντικά εξασθενημένη το 4^ο τρίμηνο του 2022, λόγω υψηλότερης βάσης σύγκρισης σε σχέση με το 4^ο τρίμηνο του 2021. Εξαιρώντας τις επιδράσεις από καύσιμα, ηλεκτρισμό και τρόφιμα με υψηλή εποχική μεταβλητότητα (νωπά φρούτα και λαχανικά), ο πληθωρισμός θα κυμανθεί στο 2,5% το 1^ο εξάμηνο του 2022 και στο 2,7% το 2^ο εξάμηνο, με σχετικά περιορισμένες δευτερογενείς επιδράσεις. Το βασικό σενάριο για το 2023 προβλέπει σημαντική επιβράδυνση του πληθωρισμού στο 1,4% (στο 2,5% αν εξαιρέσουμε την ενέργεια και τα νωπά φρούτα και λαχανικά). Στην τελευταία ενότητα του κειμένου παρουσιάζονται και εναλλακτικά σενάρια για τον πληθωρισμό, βάσει διαφορετικών υποθέσεων για τις εξελίξεις στις τιμές ενέργειας.

Πρόσθετη δημοσιονομική στήριξη για άμβλυση των αρνητικών επιδράσεων ειδικά στα πιο ευάλωτα τμήματα της οικονομίας αποτρέπει διψήφιο πληθωρισμό

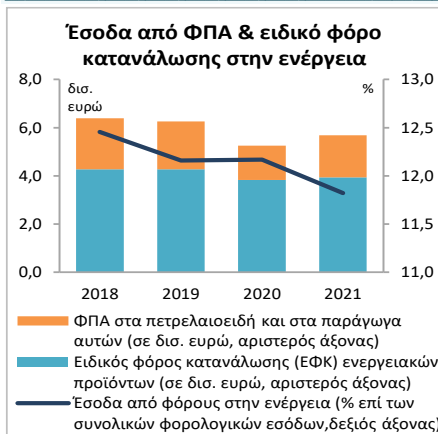
Η δημοσιονομική πολιτική βρίσκεται ενόψει μιας νέα πρόκλησης προκειμένου να μετριάσει τις επιδράσεις, από τον εισαγόμενο κυρίως, πληθωρισμό στις επιχειρήσεις και τον τελικό καταναλωτή, διατηρώντας παράλληλα τον προϋπολογισμό σε τροχιά μείωσης του πρωτογενούς ελλείματος. Ήδη από τα τέλη του 2021 εφαρμόζονται μέτρα μερικής αντιστάθμισης των ανατιμήσεων στη λιανική τιμή του ηλεκτρικού ρεύματος, καθώς και μέτρα στοχευμένης στήριξης, μέσω επιδόματος θέρμανσης, εκπτώσεων στο φυσικό αέριο και μείωσης της επιβάρυνσης στις επιχειρήσεις.

Η άμεση δημοσιονομική στήριξη που παρέχεται για τον μετριασμό των επιδράσεων των ενεργειακών ανατιμήσεων – συνεκτιμώντας τις ανακοινώσεις στις 17 Μαρτίου για ενεργοποίηση πρόσθετης δέσμης ενεργειακών μέτρων €1,1 δισ. κυρίως για το δίμηνο Μαρτίου-Απριλίου – προσεγγίζει έως σήμερα τα €2,0 δισ. για το 2022. Μέχρι το Φεβρουάριο, η καθαρή δημοσιονομική επίδραση από την

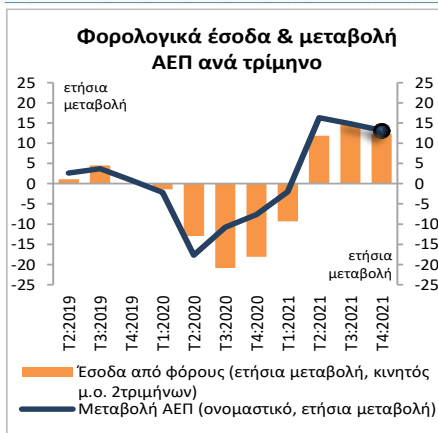
Εξαιρώντας τις τιμές των ενεργειακών αγαθών (συμπεριλαμβανομένου του ηλεκτρικού ρεύματος) και νωπών φρούτων και λαχανικών, ο δομικός πληθωρισμός θα κυμανθεί στο 2,6% το 2022, υποχωρώντας στο 2,5% το 2023, υπό το βασικό σενάριο



Τα φορολογικά έσοδα που σχετίζονται με την ενέργεια αντιστοιχούν στο 12% περίπου των φορολογικών εσόδων



Η ονομαστική αύξηση στη φορολογική βάση θα παραμείνει αλώβητη με τον υψηλότερο πληθωρισμό να αντισταθμίζει την επιβράδυνση της πραγματικής δραστηριότητας



προαναφερόμενη στήριξη ήταν πολύ περιορισμένη (περίπου €100 εκ.), λόγω της χρήσης πόρων από το Ταμείο Ενεργειακής Μετάβασης (που απαρτίζονται κυρίως από έσοδα από πλειστηριασμούς στο Χρηματιστήριο Ρύπων των δικαιωμάτων εκπομπών αερίων θερμοκηπίου), οι οποίοι δεν περιλαμβάνονταν στα έσοδα του κρατικού προϋπολογισμού.

Βάσει των προβλέψεων για την πορεία της ενέργειας, που ενσωματώνονται στο βασικό μας σενάριο, και θεωρώντας ότι θα επιχειρηθεί η διατήρηση, στο σύνολο του έτους, ενός πλέγματος προστασίας αντιστοιχού με το μ.ο. του 1^{ου} τετραμήνου – θεωρούμε ότι η αξία της άμεσης στήριξης θα αγγίξει σε ετήσια βάση τα €4,0-€4,5 δισ.

Ο καθαρός δημοσιονομικός αντίκτυπος εκτιμάται σε περίπου €2,0-2,5 δισ. (1,3% του ΑΕΠ), βασιζόμενοι στην υπόθεση ότι οι διαθέσιμοι πόροι του Ταμείου Ενεργειακής Μετάβασης θα αυξηθούν επίσης, σε συνάρτηση με τις αυξημένες τιμές, στα €1,5-2,0 δισ. περίπου. Το πρωτογενές έλλειμμα σύμφωνα με αυτό το σενάριο θα διαμορφωθεί σε 1,5-1,8% του ΑΕΠ πολύ κοντά στο στόχο του προϋπολογισμού (1,2%), και πιθανότατα ακόμη χαμηλότερα αν ληφθεί υπόψη η μετακύλιση (carry-over effect) τμήματος της αναμενόμενης δημοσιονομικής υπεραπόδοσης κατά το 2021, καθώς και οι ενθαρρυντικές ενδείξεις για την πορεία των φορολογικών εσόδων κατά το 1ο δίμηνο του 2022, τα οποία υπερβαίνουν κατά τουλάχιστον €0,3 δισ. το στόχο του προϋπολογισμού, εξαιρώντας την επίδραση των εσόδων που εισπράχθηκαν μεν τους δύο πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους, αλλά αφορούν έσοδα του 2021.

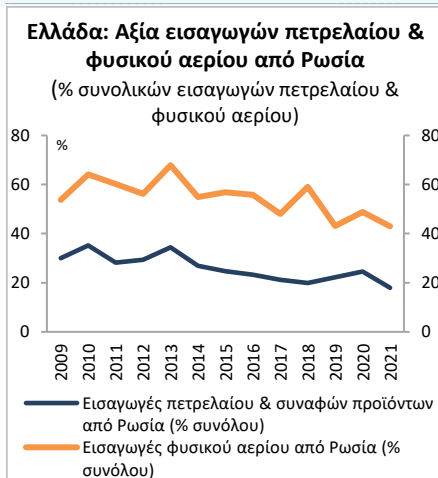
Αναφορικά με τη γενικότερη πορεία των φορολογικών εσόδων, θεωρούμε ότι οι κίνδυνοι από ενδεχόμενη μικρή επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας είναι περιορισμένοι. Οι πληθωριστικές επιδράσεις θα στηρίξουν το μέγεθος της φορολογικής βάσης σε τρέχουσες τιμές, αντισταθμίζοντας την εκτιμώμενη επιβράδυνση στο ρυθμό αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας σε σταθερές τιμές, εξασφαλίζοντας εξέλιξη των εσόδων περίπου αντίστοιχη με τις προβλέψεις του προϋπολογισμού για το 2022.

Θα πρέπει να τονισθεί ότι σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, χωρίς τις ανωτέρω δημοσιονομικές παρεμβάσεις και εκπτώσεις, ο πληθωρισμός θα είχε ήδη υπερβεί το 8,0% στο δίμηνο (έναντι 6,6% κατά μ.ο. βάσει των στοιχείων της ΕΛ.ΣΤΑΤ) και θα ήταν διψήφιος το Μάρτιο-Απρίλιο.

Περιορισμένες άμεσες επιδράσεις σε εμπόριο, τουρισμό και άμεσες ξένες επενδύσεις σε μακροοικονομικό επίπεδο

Οι δυνητικές άμεσες επιδράσεις από μια ενδεχόμενη σοβαρή διαταραχή στο εμπόριο με τη Ρωσική Ομοσπονδία, πλην του τομέα της ενέργειας, εκτιμώνται ως περιορισμένες σε μακροοικονομικό επίπεδο,

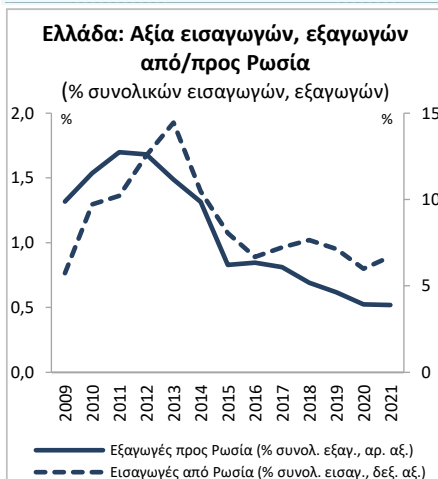
Το μερίδιο της Ρωσίας στο ενεργειακό ισοζύγιο της χώρας είναι σημαντικό, αλλά βαίνει μειούμενο



Αλουμίνιο, σιτηρά, σίδηρος, ξυλεία και φυτικά έλαια αποτελούν τις βασικές μη ενεργειακές εισαγωγές της Ελλάδας από τη Ρωσία



Οι εμπορευματικές εξαγωγές προς τη Ρωσία αντιστοιχούσαν σε μόνο 0,5% των ελληνικών εξαγωγών το 2021 με σταθερά πτωτική τάση, την προηγούμενη δεκαετία



καθώς η αξία των συνολικών εξαγωγών προς τη Ρωσία ακολουθούν σταθερά πτωτική τροχιά την τελευταία δεκαετία και έχουν περιοριστεί στο 0,5% των συνολικών ελληνικών εμπορευματικών εξαγωγών το 2021, ανερχόμενες σε €0,2 δισ. (0,1% του ΑΕΠ από 0,3% το 2012). Οι ελληνικές εξαγωγές προς τη Ρωσία αποτελούνται, κυρίως, από ακατέργαστα καπνά, σωλήνες από χαλκό και ηλεκτρικές συσκευές ενσύρματης τηλεφωνίας. Οι εισαγωγές από τη Ρωσία, εκτός ενέργειας, αποτελούνται, κυρίως από αλουμίνιο, σιτηρά, σίδηρο και χαλκό, και θα μπορούσαν να υποκατασταθούν από άλλους προμηθευτές, πιθανότατα με αυξημένο κόστος. Πράγματι, το πρόβλημα έγκειται στις διεθνείς επιπτώσεις, με σημαντικές ανατιμήσεις να σημειώνονται μετά την εισβολή, κυρίως, σε σιτηρά, υποκατηγορίες μετάλλων (κυρίως αλουμίνιο, σίδηρος, ασάλι, χαλκός, κασσίτερος) και λιπάσματα, στις οποίες η Ρωσία αλλά και η Ουκρανία, διατηρούν σημαντικό μερίδιο, ως διεθνείς παραγωγοί, επηρεάζοντας σε μεγάλο βαθμό τις διεθνείς τιμές. Αξίζει να σημειωθεί ότι το 55% των ελληνικών εισαγωγών τροφίμων από τη Ρωσία το 2021 αφορούσε σιτάρι (20,2% από την Ουκρανία), ενώ το σύνολο των εισαγωγών σιταριού από Ρωσία και Ουκρανία αντιστοιχεί στο 25 - 30% των συνολικών εισαγωγών σιτηρών της χώρας. Παράλληλα, το ¼ της αξίας των συνολικών εισαγωγών αλουμινίου στην Ελλάδα το 2021 προερχόταν από τη Ρωσία. Αντίστοιχα, οι εισαγωγές λιπασμάτων από Ρωσία και Ουκρανία αντιστοιχούσαν στο 8,0% της αξίας των συνολικών εισαγωγών λιπασμάτων της Ελλάδας (7,8% από Ρωσία και 0,2% από Ουκρανία) το 2021, ενώ οι εν λόγω χώρες παράγουν και πρώτες ύλες που σχετίζονται με την παραγωγή λιπασμάτων, χημικών προϊόντων και φυτικών ελαίων, ασκώντας και έμμεσες αρνητικές επιδράσεις στο κόστος παραγωγής και τον πληθωρισμό.

Όσον αφορά το εμπόριο με την Ουκρανία, η παραγωγική βάση της οποίας υφίσταται μεγάλες καταστροφές ενώ και η εμπορευσιμότητα της αγροτικής παραγωγής της είναι αμφίβολη, η συνολική έκθεση της Ελλάδας παραμένει περιορισμένη, παρά την αυξητική της τάση, καθώς η χώρα αντιστοιχεί στο 0,3% των συνολικών εμπορευματικών εισαγωγών της Ελλάδας – αξίας €0,2 δισ. το 2021 – και στο 0,8% των εξαγωγών (λιγότερο από 0,1% του ελληνικού ΑΕΠ).

Όσον αφορά την έκθεση ελληνικών επιχειρήσεων στις εξελίξεις, σύμφωνα με στοιχεία επιμελητηρίων και των ελληνικών πρεσβειών στις δύο χώρες, στη Ρωσία δραστηριοποιούνται 70 ελληνικές επιχειρήσεις, κυρίως μεσαίες και μεγάλες, και στην Ουκρανία 45, με τη δραστηριότητα τους να αφορά τους κλάδους τροφίμων και ποτών, μετάλλων, χημικών και κατασκευών. Στα τέλη του 2018 (τελευταία διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία σύμφωνα με την Κεντρική Τράπεζα της Ρωσίας) το απόθεμα των άμεσων ρωσικών επενδύσεων στην Ελλάδα ανερχόταν στα €0,57 δισ., που αντιστοιχεί στο 1,8% των συνολικών

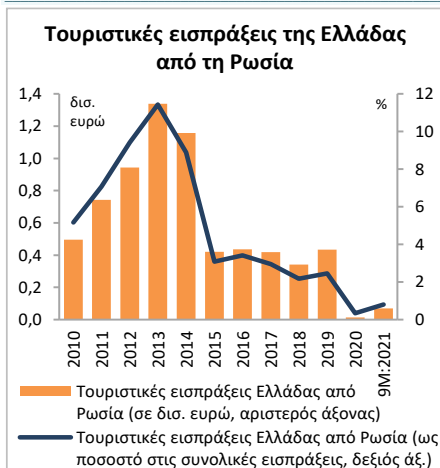
Οι ελληνικές εξαγωγές προς την Ουκρανία βρίσκονταν σε ανοδική τροχιά, με χαμηλό ωστόσο ποσοστό, 0,8% στις συνολικές εξαγωγές της Ελλάδας το 2021



Σημαντικό το μερίδιο των ελληνικών εισαγωγών σιτηρών από Ρωσία και Ουκρανία και ακόμη μεγαλύτερη η επίδραση στις διεθνείς τιμές



Η συνεισφορά της ρωσικής αγοράς στον ελληνικό τουρισμό έχει συρρικνωθεί σημαντικά μετά το 2014



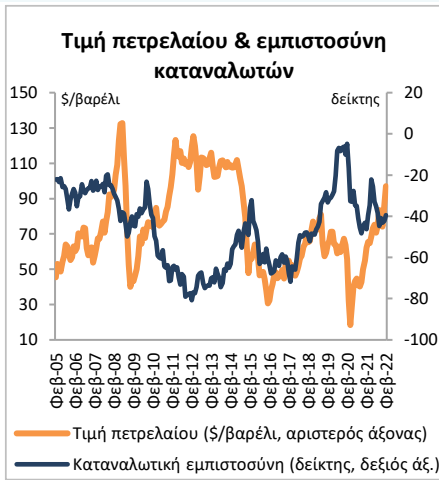
επενδεδυμένων κεφαλαίων ΑΞΕ μη κατοίκων στην Ελλάδα. Αντίστοιχα, οι ελληνικές άμεσες επενδύσεις στη Ρωσική Ομοσπονδία ανέρχονταν στα τέλη του 2018 σε μόλις €36 εκ., ήτοι στο 0,2% του συνολικού αποθέματος άμεσων επενδύσεων Ελλήνων στο εξωτερικό. Επίσης, σύμφωνα με παράγοντες της αγοράς, το απόθεμα των ελληνικών άμεσων επενδύσεων στην Ουκρανία ανερχόταν στα τέλη του 2020 σε €32 εκ., αντιστοιχώντας στο 0,3% του συνολικού αποθέματος άμεσων επενδύσεων κατοίκων στο εξωτερικό). Ενδεχομένως, υπάρχουν πρόσθετες έμμεσες εμπορικές διασυνδέσεις ελληνικών επιχειρήσεων μέσω θυγατρικών στο εξωτερικό ή εμπορικών εταιρών μέσω τρίτων χωρών (βλ. Κύπρος, Τουρκία), ωστόσο δε εκτιμάται ότι θα μπορούσαν να μεταβάλουν σημαντικά την εμπορική και επενδυτική έκθεση της οικονομίας μας στις δύο χώρες.

Παράλληλα, η άμεση επίδραση στον τουρισμό αναμένεται να είναι περιορισμένη, καθώς το μερίδιο της ρωσικής αγοράς βαίνει σταθερά μειούμενο τα τελευταία 8 έτη, αντιστοιχώντας στο 0,8% των τουριστικών εισπράξεων (€70 εκ.) και στο 0,6% των αφίξεων από το εξωτερικό το 9μηνο του 2021 έναντι 2,5% των εσόδων (€433 εκ.) το 2019. Σημειώνεται ότι το μερίδιο της ρωσικής αγοράς είχε ανέλθει στο 11,4% των εισπράξεων (€1,3 δισ.) το 2013, στο υψηλότερο τους σημείο διαχρονικά, όταν και κορυφώθηκαν οι ροές του τουρισμού από τη Ρωσία. Έκτοτε, η Ελλάδα χάνει συνεχώς μερίδιο έναντι, κυρίως της Τουρκίας. Συγκριτικά χαμηλές, παρότι με ανοδική τάση, και οι τουριστικές ροές από την Ουκρανία, καθώς σύμφωνα με τα ετήσια στοιχεία του 2019, ο εισερχόμενος τουρισμός ανερχόταν μόλις στο 0,4% του συνόλου των εισερχόμενων ροών για το συγκεκριμένο έτος, με τα αντίστοιχα έσοδα των ροών να εκτιμώνται σε μόλις €60 εκ.

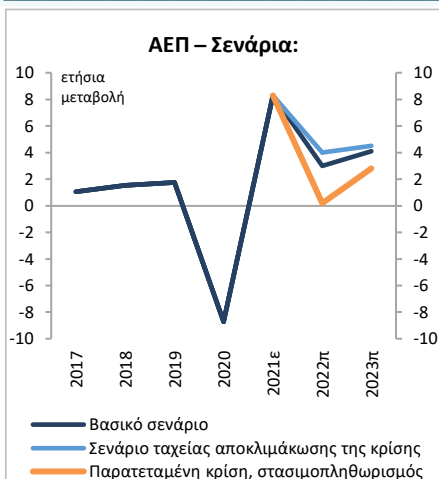
Επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης το 2022 στο 3,0% και ανάκτηση δυναμικής το 2023

Οι σημαντικότερες δυνητικές επιπτώσεις στις αναπτυξιακές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας αναμένεται να προέλθουν, κυρίως, μέσω της επιβάρυνσης από τον αυξημένο πληθωρισμό στο πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και στο κόστος παραγωγής των επιχειρήσεων, οι οποίες δεν θα μπορούσαν προφανώς να το μετακυλήσουν εξ' ολοκλήρου στον καταναλωτή. Πρόσθετη αρνητική επίδραση, σε περιορισμένο βαθμό ωστόσο, αναμένεται να προέλθει από την επιδείνωση των οικονομικών συνθηκών στην ευρωζώνη – που συνιστά τη βασική αγορά για τα ελληνικά προϊόντα και υπηρεσίες – με επιβράδυνση στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ της ευρωζώνης κατά 0,5 ποσ. μον., στο 3,7% ετησίως το 2022 και κατά 0,1 ποσ. μον. το 2023

Η αύξηση του πετρελαίου έχει ιστορικά αρνητική συσχέτιση με την καταναλωτική εμπιστοσύνη



Τα 3 σενάρια για την πορεία του ΑΕΠ μετά την εκδήλωση της νέας μεγάλης κρίσης, με την επιβράδυνση κατά το 2022 στο βασικό σενάριο να καλύπτεται το 2023



Πορεία του ΑΕΠ υπό τα 3 σενάρια και απόκλιση από τις αντίστοιχες εκτιμήσεις μας το Δεκέμβριο του 2021

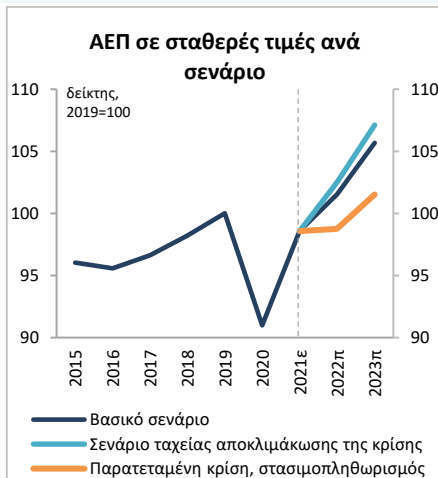
ΑΕΠ (ετήσια μεταβολή, %)	2021ε	2022π	2023π
Βασικό σενάριο	8,3	3,0	4,1
Σενάριο ταχείας αποκλιμάκωσης της κρίσης	8,3	4,0	4,5
Παρατεταμένη κρίση, στασιμότητα	8,3	0,2	2,8
Προηγούμενο βασικό σενάριο (Δεκ. '21)	8,5	4,4	3,8

(2,8% ετησίως), σύμφωνα με το πρόσφατο βασικό σενάριο που δημοσίευσε η ΕΚΤ μετά την κλιμάκωση της Ουκρανικής κρίσης.

Σημειώνεται ότι ακόμη και αν υποθέσουμε ενδεχόμενο μηδενισμό των ελληνικών εξαγωγών προς τη Ρωσία, καθώς και των τουριστικών αφίξεων από την εν λόγω περιοχή, οι επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας επιβαρύνονται σε πολύ μικρό βαθμό (περίπου -0,2% του ΑΕΠ του 2022), με τις επιπτώσεις να ανέρχονται στο -0,3% του ΑΕΠ, αν συμπεριληφθεί η περίπτωση μηδενισμού του εμπορίου με την Ουκρανία, εξαιτίας ανυπέρβλητων προβλημάτων βραχυπρόθεσμα. Η επιδείνωση αυτή μπορεί να αντισταθμιστεί από την ανοδική δυναμική άλλων αγορών για ελληνικά προϊόντα και υπηρεσίες, ακόμη και υπό το ενδεχόμενο επιβράδυνσης της εξωτερικής ζήτησης σε σχέση με τις αρχικές εκτιμήσεις, βάσει των ανωτέρω υποθέσεων για την ευρωζώνη. Επισημαίνεται ότι αν οι προσδοκίες της τουριστικής αγοράς για το 2022 – που υποθέτουν συνέχιση της ανοδικής τάσης του 2021 – δεν ανατραπούν λόγω ακραίας κλιμάκωσης της κρίσης, το περιθώριο ανόδου στα τουριστικά έσοδα, προκειμένου να συγκλίνουν στο επίπεδο του 2019, ανέρχεται σε €7,2 δισ. Για το 2022 εκτιμούμε ότι θα ανακτηθούν περίπου €4,5 δισ., με τα συνολικά τουριστικά έσοδα να διαμορφώνονται σε €15,2 δισ., σημειώνοντας ετήσια αύξηση 43%, και προσεγγίζοντας το 85% του επιπέδου τους κατά το 2019.

Συνδυάζοντας τις ανωτέρω διαπιστώσεις, με εκτιμήσεις από το οικονομετρικό υπόδειγμα της Διεύθυνσης Οικονομικής Ανάλυσης της ΕΤΕ που χρησιμοποιείται για μελέτη των επιδράσεων εξωγενών διαταραχών (όπως ενεργειακές τιμές, εξωτερική ζήτηση, ρυθμός ανάπτυξης στην ευρωζώνη) στην οικονομική δραστηριότητα, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί κατά σχεδόν 1,4 ποσ. μον. στο 3,0% από 4,4% που εκτιμούσαμε το Δεκέμβριο του 2021, ενώ θα επιταχυνθεί στο 4,1% το 2023 έναντι 3,8% που εκτιμούσαμε αρχικά. Η ανωτέρω εξέλιξη υποθέτει περιορισμένο και αναστρέψιμο αντίκτυπο στο οικονομικό κλίμα, που αυξάνει προσωρινά, μόνο, τη ροπή για αποταμίευση το 2022, με μετάθεση ορισμένων προσωπικών και επιχειρηματικών δαπανών το 2023, Κατά συνέπεια, ενδυναμώνεται η ανάπτυξη το επόμενο έτος σε συνδυασμό με τη χαμηλότερη βάση σύγκρισης σε ετήσια βάση.

Το ΑΕΠ αναμένεται το 2023 στο βασικό, στο ευνοϊκό και στο δυσμενές σενάριο να είναι 7,2%, 8,7% και 3,0% υψηλότερο, αντίστοιχα, από το 2021



ΑΕΠ - βασικό σενάριο & υποθέσεις

Βασικό σενάριο		2021ε	2022π	2023π
ΑΕΠ (ετήσια μεταβολή, %)		8,3	3,0	4,1
Τιμές καταναλωτή (ετήσια μεταβολή, %)		1,2	5,8	1,4
Πετρέλαιο (brent, USD/βαρέλι)		71	105	90
Φυσικό αέριο (Dutch TTF, EUR/MWh)		47	125	70
ΑΕΠ ευρωζώνης (ετήσια μεταβολή, %)		5,4	2,5	2,7

ΑΕΠ - ευνοϊκό σενάριο & υποθέσεις

Σενάριο ταχείας αποκλιμάκωσης της κρίσης		2021ε	2022π	2023π
ΑΕΠ (ετήσια μεταβολή, %)		8,3	4,0	4,5
Τιμές καταναλωτή (ετήσια μεταβολή, %)		1,2	4,4	0,6
Πετρέλαιο (brent, USD/βαρέλι)		71	90	73
Φυσικό αέριο (Dutch TTF, EUR/MWh)		47	89	45
ΑΕΠ ευρωζώνης (ετήσια μεταβολή, %)		5,4	3,7	2,8

ΑΕΠ - δυσμενές σενάριο & υποθέσεις

Παρατεταμένη κρίση, στασιμότητα		2021ε	2022π	2023π
ΑΕΠ (ετήσια μεταβολή, %)		8,3	0,2	2,8
Τιμές καταναλωτή (ετήσια μεταβολή, %)		1,2	8,0	2,2
Πετρέλαιο (brent, USD/βαρέλι)		71	122	103
Φυσικό αέριο (Dutch TTF, EUR/MWh)		47	178	85
ΑΕΠ ευρωζώνης (ετήσια μεταβολή, %)		5,4	0,8	1,3

Εναλλακτικά σενάρια για ανάπτυξη και πληθωρισμό στο ενδεχόμενο ταχείας αποκλιμάκωσης της κρίσης, καθώς και στο ενδεχόμενο επίμονων αναταράξεων και γεωπολιτικής αστάθειας με εκδήλωση στασιμότητας

Οι υποθέσεις στις οποίες βασίζονται τα 2 εναλλακτικά σενάρια, ένα πιο ευνοϊκό που συνεπάγεται ταχεία αποκλιμάκωση της κρίσης και ένα πιο δυσμενές, συνοψίζονται στον πίνακα 1 στο τέλος του κειμένου.

- Στο αισιόδοξο σενάριο, η γεωπολιτική ένταση εκτονώνεται και προκύπτει σύντομα εκεχειρία, οδηγώντας σε ταχεία αποκλιμάκωση των τιμών ενέργειας σε επίπεδο αντίστοιχο με το μ.ο. του 2021. Η ταχύτερη υποχώρηση του πληθωρισμού, σε συνδυασμό με την ισχυρή εμπιστοσύνη που παραμένει κοντά στο πολύ υψηλό επίπεδο των αρχών του 2022, και η εύρωστη εικόνα της αγοράς εργασίας συνδυάζονται με αξιοποίηση της ρευστότητας του ιδιωτικού τομέα, με αποτέλεσμα η εγχώρια δαπάνη και οι επενδύσεις να κινούνται με παρόμοιο τρόπο όπως πριν το ξέσπασμα της κρίσης. Οι τουριστικές εισπράξεις προσεγγίζουν το 90% του 2019, ενώ το ΑΕΠ στα τέλη του 2023 είναι 7,1% υψηλότερο από το 2019 και 1,4% πάνω από το βασικό σενάριο.
- Στο δυσμενές σενάριο, η αύξηση του πληθωρισμού είναι πολύ πιο έντονη (8,0% το 2022 με υποχώρηση στο 2,2% το 2023) λόγω επίμονων ενεργειακών ανατιμήσεων και ισχυρότερων δευτερογενών επιδράσεων στον πληθωρισμό που διαβρώνουν το διαθέσιμο εισόδημα, τα επιχειρηματικά αποτελέσματα και την εμπιστοσύνη, επηρεάζοντας αρνητικά ακόμη και το 2023. Στο ΑΕΠ υπάρχει οριακή μόνο αύξηση της τάξης του 0,2%, με μικρή συρρίκνωση της ιδιωτικής κατανάλωσης και ασθενέστερη αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων που είναι πιο ευάλωτες στην αβεβαιότητα. Η πληθωριστική πίεση και η γεωπολιτική αστάθεια αυξάνουν τη ροπή για αποταμίευση, περιορίζοντας τη στήριξη που θα μπορούσαν να παρέχουν τα υψηλά αποθέματα ρευστότητας της οικονομίας. Ο δείκτης οικονομικού κλίματος υποχωρεί κατά 30% από το τρέχον επίπεδό του, χαμηλότερα από το μ.ο. 10ετίας (ενώ βρέθηκε σε υψηλό 20ετίας στις αρχές του 2022). Ο ρυθμός ανάπτυξης στην ευρωζώνη εκτιμάται στο 0,7% σε αυτό το σενάριο, καθώς οι επίμονες επιβαρύνσεις στο ενεργειακό κόστος οδηγούν σε συρρίκνωση και της βιομηχανικής παραγωγής, εξασθενώντας την εξωτερική ζήτηση για ελληνικά προϊόντα και υπηρεσίες. Το 2023, το ΑΕΠ διαμορφώνεται 1,5% υψηλότερα από το προ πανδημίας επίπεδό του, ωστόσο, 3,9% χαμηλότερα από το βασικό σενάριο.

Πίνακας 1: Σενάρια για τον πληθωρισμό και βασικές υποθέσεις

	Βασικό σενάριο				Σενάριο ταχείας αποκλιμάκωσης της κρίσης				Παρατεταμένη κρίση, στασιμότητα πληθωρισμός			
	ΔTK	Δομικός πληθωρ.	Brent	TTF	ΔTK	Δομικός πληθωρ.	Brent	TTF	ΔTK	Δομικός πληθωρ.	Brent	TTF
	ετήσια μεταβ.	ετήσια μεταβ.	USD / βαρέλι	€/MWh	ετήσια μεταβ.	ετήσια μεταβ.	USD / βαρέλι	€/MWh	ετήσια μεταβ.	ετήσια μεταβ.	USD / βαρέλι	€/MWh
T1:2021	-1,6	-1,2	60,8	18,5	-1,6	-1,2	60,8	18,5	-1,6	-1,2	60,8	18,5
T2:2021	0,3	-0,9	68,8	25,1	0,3	-0,9	68,8	25,1	0,3	-0,9	68,8	25,1
T3:2021	1,8	0,2	73,5	48,2	1,8	0,2	73,5	48,2	1,8	0,2	73,5	48,2
T4:2021	4,5	1,3	79,6	95,3	4,5	1,3	79,6	95,3	4,5	1,3	79,6	95,3
T1:2022	7,1	2,0	101,1	115,0	7,1	2,2	101,1	106,0	7,7	2,2	107,9	122,7
T2:2022	7,3	3,1	116,2	132,7	6,1	3,0	104,5	98,3	10,1	3,6	140,0	218,4
T3:2022	5,4	2,9	106,0	126,6	3,1	2,7	76,7	80,0	8,1	4,5	120,0	202,3
T4:2022	3,6	2,6	99,2	116,8	1,5	2,0	75,2	70,0	6,3	4,1	120,0	168,4
T1:2023	2,5	3,2	95,2	101,2	0,5	2,1	74,0	56,7	4,3	4,6	110,0	119,6
T2:2023	0,6	2,0	92,4	59,7	-0,4	1,3	73,0	43,3	1,3	3,2	103,3	78,8
T3:2023	0,8	2,1	90,1	56,3	0,7	1,8	72,1	40,0	1,3	2,6	100,0	72,2
T4:2023	1,6	2,7	88,0	56,0	1,7	2,7	71,3	40,0	1,8	3,0	100,0	69,4
2021	1,2	-0,2	70,7	46,8	1,2	-0,2	70,7	46,8	1,2	-0,2	70,7	46,8
2022	5,8	2,6	105,6	122,8	4,4	2,5	89,4	88,6	8,0	3,6	122,0	178,0
2023	1,4	2,5	91,4	68,3	0,6	2,0	72,6	45,0	2,2	3,3	103,3	85,0



Νίκος Σ. Μαγγίνας, PhD | *Επικεφαλής Οικονομολόγος, Δ/ντής Οικονομικής Ανάλυσης*
e-mail: nimagi@nbg.gr

ΥΠΟΔ/ΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Ευφροσύνη Αλεβιζοπούλου, PhD
(+30210) 334 1620
e-mail: alevizopoulou.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

Ελευθέριος Αθανασίου, MSc
(+30210) 334 1453
e-mail: athanasiou.eleftherios@nbg.gr

Σοφία Τσαρούχα, MSc
(+30210) 334 1626
e-mail: tsaroucha.sofia@nbg.gr

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 δε 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.