

No 84

**Προοπτικές του Δανεισμού
των Νοικοκυριών στην Ελλάδα
και η Σημασία τους για την Ανάπτυξη
της**

Έρσης Αθανασίου

Ιανουάριος 2006

Έρση Αθανασίου

Επιστημονική Ερευνήτρια ΚΕΠΕ

* Η υπ' αριθμ. 84Α Εργασία για Συζήτηση αποτελεί μετάφραση του παρόντος άρθρου στην Αγγλική.

**Προοπτικές του Δανεισμού
των Νοικοκυριών στην Ελλάδα
και η Σημασία τους για την Ανάπτυξη**

Copyright 2006
του Κέντρου Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών
Ιπποκράτους 22, 106 80 Αθήνα

Οι γνώμες και κρίσεις που περιέχει η εργασία αυτή
είναι της συγγραφέως και δεν αντιπροσωπεύουν αναγκαία
γνώμες ή κρίσεις του Κέντρου Προγραμματισμού
και Οικονομικών Ερευνών.

ΚΕΝΤΡΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

Το Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών (ΚΕΠΕ) είναι το μεγαλύτερο ερευνητικό ίδρυμα για την οικονομική επιστήμη στη χώρα μας. Ιδρύθηκε το 1959 ως μία μικρή ερευνητική μονάδα με την επωνυμία «Κέντρον Οικονομικών Ερευνών», με βασικό σκοπό την επιστημονική μελέτη των οικονομικών προβλημάτων της Ελλάδας, την ενθάρρυνση των οικονομικών ερευνών και τη συνεργασία με άλλα επιστημονικά ιδρύματα.

Το 1964 το ΚΕΠΕ πήρε τη σημερινή του ονομασία. Τότε του ανατέθηκαν οι εξής πρόσθετες αρμοδιότητες: πρώτον, η κατάρτιση σχεδίων βραχυχρόνιων, μεσοχρόνιων και μακροχρόνιων προγραμμάτων ανάπτυξης, η εκπόνηση σχεδίων προγραμμάτων περιφερειακής και χωροταξικής ανάπτυξης, καθώς και προγραμμάτων δημόσιων επενδύσεων, σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές που καθορίζει η κυβέρνηση, δεύτερον, η παρακολούθηση και ανάλυση της βραχυπρόθεσμης και μεσοπρόθεσμης εξέλιξης της ελληνικής οικονομίας, καθώς και η κατάρτιση προτάσεων για τη λήψη των κατάλληλων μέτρων, και, τρίτον, η επιμόρφωση νέων οικονομολόγων, ιδιαίτερα σε θέματα προγραμματισμού και οικονομικής ανάπτυξης.

Σήμερα το ΚΕΠΕ επικεντρώνεται στη διεξαγωγή εφαρμοσμένων οικονομικών ερευνών που ενδιαφέρουν την ελληνική οικονομία και με την ιδιότητα του συμβουλευτικού οργάνου του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών, από τον οποίο εποπτεύεται, παρέχει στην κυβέρνηση τεχνικές υπηρεσίες σε θέματα οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής.

Στο πλαίσιο των δραστηριοτήτων αυτών εντάσσεται και η δημοσίευση των σειρών Μελέτες, που είναι επιστημονικές μονογραφίες, Εκθέσεις, που είναι κείμενα εφαρμοσμένης ανάλυσης με προτάσεις πολιτικής σε επίπεδο κλάδων, περιφερειών και άλλων οικονομικών θεμάτων, καθώς και Στατιστικές Σειρές, που παρουσιάζουν με επεξεργασμένη μορφή πρωτογενή στατιστικά δεδομένα. Επίσης, δημοσιεύεται και η σειρά Εργασίες για Συζήτηση, που είναι σχέδια εργασιών σε προχωρημένο στάδιο προσκεκλημένων επιστημόνων ή μελών του ερευνητικού προσωπικού του Ιδρύματος.

Από τον Δεκέμβριο του 2002 το ΚΕΠΕ εκδίδει την τετραμηνιαία περιοδική έκδοση οικονομικές εξελίξεις, με σκοπό να συμβάλλει στη συστηματική παρακολούθηση και ανάλυση της ελληνικής οικονομικής συγκυρίας, καθώς και στο πεδίο διαμόρφωσης της οικονομικής πολιτικής, αναλύοντας τις συνέπειες εναλλακτικών προσεγγίσεων σε επίκαιρα θέματα.

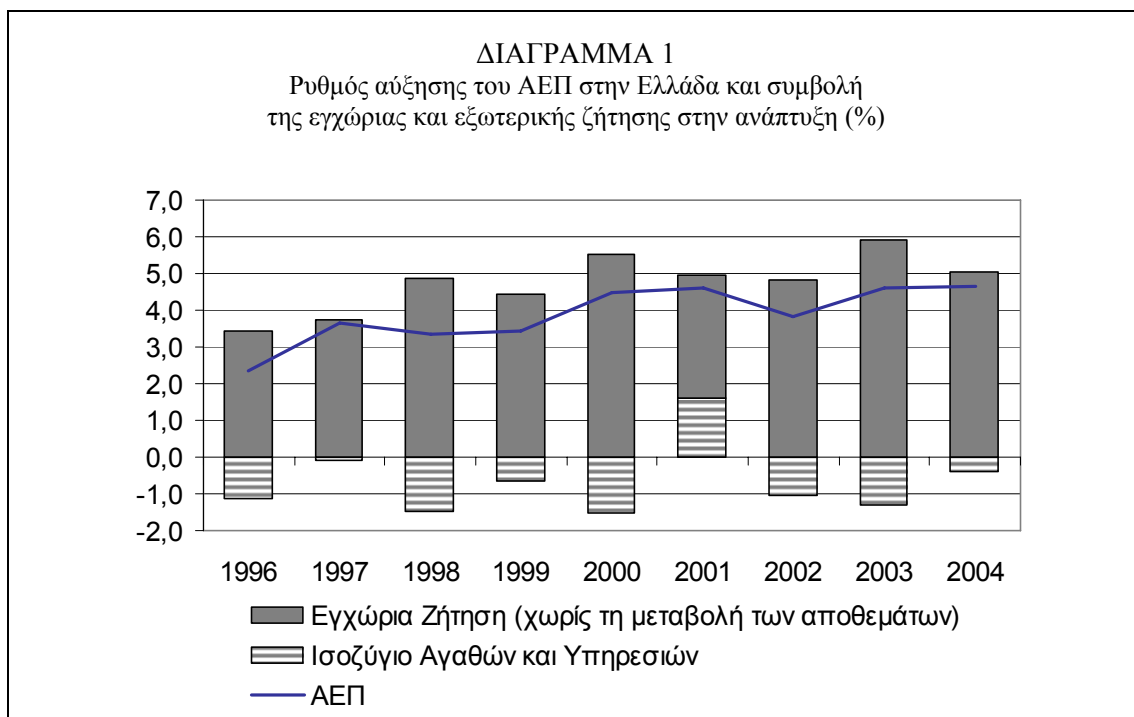
Το ΚΕΠΕ βρίσκεται σε συνεχή επικοινωνία με αντίστοιχα επιστημονικά ιδρύματα του εξωτερικού και ανταλλάσσει εκδόσεις, όπως και απόψεις και πληροφορίες πάνω σε θέματα τρεχουσών οικονομικών εξελίξεων και μεθόδων οικονομικής έρευνας, συμβάλλοντας και με αυτόν τον τρόπο στην προαγωγή της οικονομικής επιστήμης στη χώρα.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το παρόν άρθρο εξετάζει την εξέλιξη του δανεισμού των νοικοκυριών στην Ελλάδα, σε μία προσπάθεια να φωτισθούν οι μελλοντικές προοπτικές του και τη σημασία τους για την ανάπτυξη. Η συζήτηση που παρατίθεται υποδηλώνει ότι τα περιθώρια για περαιτέρω πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά της Ελλάδας με τους μέχρι σήμερα ρυθμούς έχουν περιορισθεί σημαντικά. Στα προσεχή έτη, η ανάγκη να συγκρατηθούν τα δανειακά βάρη των νοικοκυριών σε βιώσιμα επίπεδα, θα επιφέρει την κάμψη των ρυθμών αύξησης του χρέους των νοικοκυριών σε αρκετά χαμηλότερα επίπεδα. Όπως συνάγεται από ένα απλό υπόδειγμα το οποίο αναπτύσσεται στο άρθρο, η κάμψη αυτή θα προκαλέσει σημαντική εξασθένηση της ώθησης που παρέχει ο δανεισμός στην εσωτερική ζήτηση για κατανάλωση και νέες κατοικίες. Λαμβάνοντας υπόψη τους περιορισμούς στους οποίους υπόκειται η Ελλάδα στο πεδίο των δημοσίων δαπανών, η πιθανότητα μίας τέτοιας εξασθένησης υποστηρίζεται ότι δικαιολογεί κάποια ανησυχία σε σχέση με τις προοπτικές ανάπτυξης της εσωτερικής ζήτησης στο προσεχές μέλλον. Τα κύρια συμπεράσματα του παρόντος άρθρου φαίνεται να ενισχύονται από την εμπειρία ορισμένων Ευρωπαϊκών χωρών που προηγήθηκαν της Ελλάδας ως προς την απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών τους συστημάτων (Φιλανδία, Νορβηγία, Σουηδία και Ηνωμένο Βασίλειο).

1. Εισαγωγή

Κατά τη διάρκεια της οκταετίας 1996-2004, οι ικανοποιητικοί ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας οφείλονταν σχεδόν αποκλειστικά στην ταχεία επέκταση της εγχώριας ζήτησης. Εξαιρουμένου του έτους 2001, η επίδραση της εξωτερικής ζήτησης (ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών) στην εξέλιξη του ΑΕΠ υπήρξε αρνητική (βλέπε Διάγραμμα 1).



Πηγή: Εθνικοί Λογαριασμοί και ίδιοι υπολογισμοί.

Δεδομένης της εντονότατης εξάρτησης της οικονομικής μεγέθυνσης της Ελλάδας από την πορεία της εγχώριας ζήτησης, ένα σημαντικό ερώτημα το οποίο προκύπτει είναι το κατά πόσον η ζήτηση αυτή θα εξακολουθήσει να αυξάνεται με υψηλούς ρυθμούς στο προσεχές μέλλον. Ορισμένες ενδιαφέρουσες ενδείξεις σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές της εγχώριας ζήτησης μπορούν να προκύψουν μέσα από την εξέταση των πηγών που τροφοδότησαν την αύξησή της στο πρόσφατο παρελθόν.

Μία από τις κυριότερες πηγές της μεγέθυνσης της εσωτερικής ζήτησης αποτελεί τα τελευταία χρόνια η διόγκωση των δαπανών του δημοσίου τομέα, όχι μόνον στο πεδίο των επενδύσεων, αλλά και στο πεδίο της κατανάλωσης. Κατά την πενταετία 2000-2004 η δημόσια κατανάλωση αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό της τάξεως του 4,6% σε σταθερές τιμές, ενώ οι δημόσιες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό της τάξεως του 7,7% σε σταθερές τιμές. Η διόγκωση των δημοσίων δαπανών χρηματοδοτήθηκε εν μέρει

μέσω της αύξησης του δημοσίου χρέους με ρυθμούς που πιο πρόσφατα κατέστησαν αναγκαία την λήψη πρόσθετων δημοσιονομικών μέτρων (π.χ. την αύξηση του ποσοστού του ΦΠΑ από 18% σε 19% τον Απρίλιο). Σύμφωνα με το πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης της χώρας, οι ρυθμοί μεταβολής της δημόσιας κατανάλωσης πρόκειται να περιοριστούν σημαντικά στα προσεχή έτη (βλέπε Πίνακα 1).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1
Ποσοστό ετήσιας μεταβολής της δημόσιας κατανάλωσης σε
σταθερές τιμές

Έτος	Ποσοστό (%)
2004	3,9%
2005	2,5%
2006	1,2%
2007	1,1%
2008	0,7%

Πηγή: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών (2005).

Εκτός των δημοσίων δαπανών, μία άλλη σημαντική πηγή της μεγέθυνσης της εσωτερικής ζήτησης αποτελεί τα τελευταία χρόνια η αύξηση της δαπάνης των νοικοκυριών για κατανάλωση και αγορά κατοικιών. Κατά την περίοδο 2002-2004 η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό της τάξεως του 3,5% σε σταθερές τιμές, ενώ οι επενδύσεις σε κατοικίες αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό της τάξεως του 5,4% σε σταθερές τιμές. Ως γνωστόν, οι αυξήσεις αυτές χρηματοδοτήθηκαν εν μέρει μέσω του ταχέως αυξανόμενου δανεισμού των νοικοκυριών.

Επιστρέφοντας στο ερώτημα του κατά πόσον η εσωτερική ζήτηση θα εξακολουθήσει να αυξάνεται με υψηλούς ρυθμούς στο προσεχές μέλλον, είναι προφανές ότι δεδομένης της προσδοκώμενης συγκράτησης της δημόσιας κατανάλωσης, η αναπτυξιακή πορεία της εσωτερικής ζήτησης θα εξαρτηθεί σε αυξημένο βαθμό από την πορεία της δαπάνης των νοικοκυριών, η οποία με τη σειρά της θα επηρεασθεί σημαντικά από την εξέλιξη του καταναλωτικού και στεγαστικού δανεισμού τους.

Το παρόν άρθρο επιχειρεί να φωτίσει ορισμένες πλευρές του φαινομένου του δανεισμού των νοικοκυριών στην Ελλάδα, οι οποίες δημιουργούν ανησυχίες σε σχέση με το κατά πόσον ο δανεισμός αυτός θα συνεχίσει να αναπτύσσεται και να ενισχύει την εσωτερική ζήτηση με τους ρυθμούς του πρόσφατου παρελθόντος.

2. Εξέλιξη και προοπτικές του δανεισμού των νοικοκυριών στην Ελλάδα

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 2, από την εποχή της απελευθέρωσης της στεγαστικής και καταναλωτικής πίστης έως και σήμερα, ο δανεισμός των νοικοκυριών στην Ελλάδα αυξήθηκε με πολύ υψηλούς ρυθμούς. Κατά την περίοδο 2000-2004, ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων ανήλθε στο 31% σε τρέχουσες τιμές, ενώ ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής του υπολοίπου των καταναλωτικών δανείων έφτασε το 34,6% σε τρέχουσες τιμές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Ανάλυση υπολοίπων δανείων νοικοκυριών (τρέχουσες τιμές, τέλος έτους)

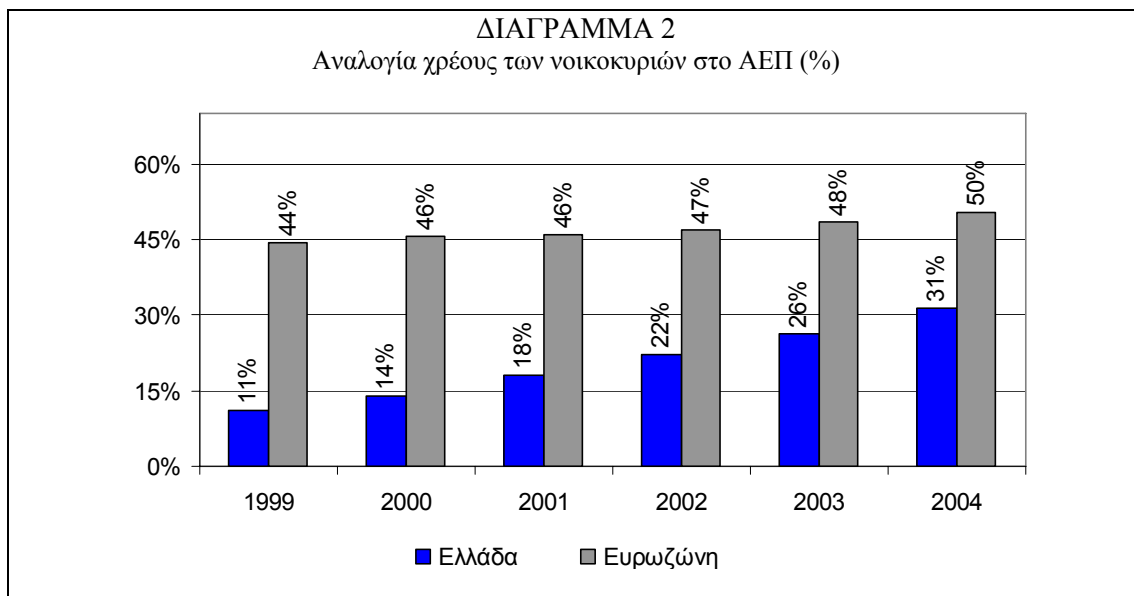
	Στεγαστικά Δάνεια			Καταναλωτικά Δάνεια			Σύνολο Δανείων		
	Υπόλοιπο (δισ €)	Μεταβολή (δισ €)	Ποσοστιαία Μεταβολή	Υπόλοιπο (δισ €)	Μεταβολή (δισ €)	Ποσοστιαία Μεταβολή	Υπόλοιπο (δισ €)	Μεταβολή (δισ €)	Ποσοστιαία Μεταβολή
1995	3,58			1,24			4,82		
1996	4,56	0,98	27,4%	1,61	0,37	29,8%	6,17	1,35	28,0%
1997	5,65	1,09	23,9%	2,15	0,54	33,5%	7,80	1,63	26,4%
1998	6,84	1,19	21,1%	2,94	0,79	36,7%	9,78	1,98	25,4%
1999	8,59	1,75	25,6%	3,86	0,92	31,3%	12,45	2,67	27,3%
2000	11,27	2,68	31,2%	5,70	1,84	47,6%	16,97	4,52	36,3%
2001	15,65	4,38	38,9%	8,18	2,48	43,5%	23,83	6,86	40,4%
2002	21,22	5,57	35,6%	10,27	2,10	25,6%	31,50	7,67	32,2%
2003	26,53	5,31	25,0%	13,66	3,39	33,0%	40,20	8,70	27,6%
2004	33,13	6,59	24,8%	18,51	4,84	35,4%	51,63	11,44	28,4%

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Alpha Bank (2003).

Η ένταση του φαινομένου της πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά της χώρας μας, γίνεται εμφανέστερη αν επιχειρήσει κανείς μία σύγκριση των εξελίξεων στην Ελλάδα με τις εξελίξεις στην Ευρωζώνη. Κατά την περίοδο 2000-2004, το χρέος των νοικοκυριών της Ευρωζώνης σε τρέχουσες τιμές αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 8,7% στον τομέα της στέγασης και μόλις 3,5% στον τομέα του καταναλωτικού και λοιπού δανεισμού.

Παρά την συνεχιζόμενη ραγδαία αύξηση του εδώ και αρκετά πλέον χρόνια, ο δανεισμός των νοικοκυριών της Ελλάδας εξακολουθεί να αντιμετωπίζεται ως ένα μέγεθος με μεγάλες δυνατότητες άμεσης επέκτασης, και επομένως με ευρέα περιθώρια τροφοδότησης της εσωτερικής ζήτησης στο εγγύς μέλλον. Η αντίληψη αυτή στηρίζεται αφ' ενός στην προοπτική για διατήρηση των επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα για αρκετό ακόμη καιρό, και αφετέρου στην διαπίστωση ότι ο βαθμός δανεισμού των νοικοκυριών (δηλαδή ο λόγος του χρέους των νοικοκυριών προς το εθνικό εισόδημα) εξακολουθεί να παραμένει σχετικά χαμηλός στην Ελλάδα σε σύγκριση με άλλες ανεπτυγμένες χώρες. Όπως φαίνεται στο

Διάγραμμα 1, παρά την ταχύτατη σύγκλιση που παρατηρήθηκε τα τελευταία χρόνια, το ποσοστό του χρέους των νοικοκυριών στο ΑΕΠ παρέμενε το 2004 αρκετά χαμηλότερο στην Ελλάδα σε σχέση με την Ευρωζώνη.



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και European Central Bank.

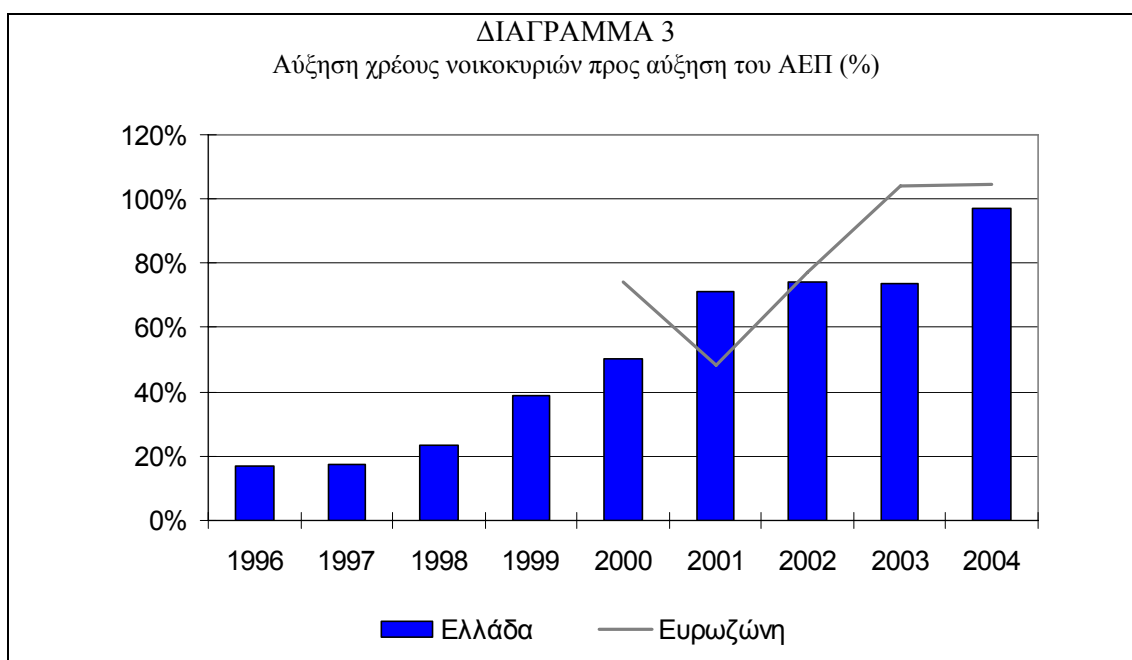
Η ροπή των νοικοκυριών προς επιπλέον δανεισμό αναμφίβολα επηρεάζεται τόσο από τις προσδοκίες τους αναφορικά με το ύψος των επιτοκίων, όσο και από τον υφιστάμενο βαθμό δανεισμού τους. Εντούτοις, η διενέργεια προβλέψεων σχετικά με την εξέλιξη του δανεισμού των νοικοκυριών δεν μπορεί να στηρίζεται μόνον στην παρατήρηση των δύο αυτών παραμέτρων. Μεγάλη σημασία για την μελλοντική εξέλιξη και τις προοπτικές του δανεισμού των νοικοκυριών έχει και μία άλλη πλευρά του φαινομένου: οι ρυθμοί με τους οποίους κλιμακώνεται το χρέος των νοικοκυριών.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 2, κατά την τριετία 2002-2004 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του χρέους των νοικοκυριών παρουσίασε πτωτική τάση σε σχέση με την περίοδο 2000-2001. Παρά την τάση αυτή όμως, η ετήσια αύξηση του χρέους των νοικοκυριών σε απόλυτους όρους, όχι μόνον δεν κάμφθηκε, αλλά εξακολούθησε να παρουσιάζει ραγδαία άνοδο. Το 2004, το ύψος του επιπλέον δανεισμού που ανέλαβαν τα νοικοκυριά έφτασε τα 11,24 δις ευρώ, ποσό που υπερβαίνει κατά πολύ κάθε προηγούμενο. Η ανέλιξη της ετήσιας αύξησης του χρέους σε αυτό το ύψος εξηγείται από το ότι οι ούτως ή άλλως υψηλοί ρυθμοί αύξησης του χρέους προσαυξάνουν κάθε χρόνο ολοένα και υψηλότερα επίπεδα χρέους.

Στο Διάγραμμα 3 απεικονίζεται η εξέλιξη της ετήσιας αύξησης του χρέους των νοικοκυριών ως ποσοστό της ετήσιας αύξησης του ΑΕΠ για την Ελλάδα (περίοδος 1996-2004) και την Ευρωζώνη (2000-2004). Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα αυτό, το 2004 η

αύξηση του δανεισμού των νοικοκυριών της Ελλάδας ισοδυναμούσε με 95% της αύξησης του ΑΕΠ της χώρας, ποσοστό που πλέον βρίσκεται σε απόσταση αναπνοής από την αντίστοιχη αναλογία για την Ευρωζώνη.

Το γεγονός ότι η Ελλάδα έχει πλησιάσει πλέον πολύ την Ευρωζώνη ως προς την αναλογία της ετήσιας αύξησης του χρέους των νοικοκυριών στην ετήσια αύξηση του ΑΕΠ, γεννά κάποιες πρώτες αμφιβολίες σχετικά με τα περιθώρια για περαιτέρω πιστωτική επέκταση των νοικοκυριών της Ελλάδας με τους μέχρι σήμερα ρυθμούς. Για να διευκρινιστεί η βασιμότητα των αμφιβολιών αυτών, είναι χρήσιμο να εξετασθεί το πως θα κινηθούν στα προσεχή έτη τα μεγέθη του χρέους των νοικοκυριών και οι αναλογίες τους στο ΑΕΠ, στην περίπτωση που οι ρυθμοί αύξησης του χρέους και του ΑΕΠ διατηρηθούν στα επίπεδα της τελευταίας τριετίας.



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και European Central Bank.

Κατά την περίοδο 2002-2004, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του χρέους των νοικοκυριών σε τρέχουσες τιμές ισούτο με περίπου 29%, ενώ ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές ισούτο με περίπου 8%. Εφόσον οι εν λόγω ρυθμοί παραμείνουν σταθεροί μέχρι και το 2010 στα επίπεδα που μόλις αναφέρθηκαν, το χρέος των νοικοκυριών, το ΑΕΠ και οι μεταξύ τους σχετικές αναλογίες θα εξελιχθούν όπως φαίνεται στο 'Σενάριο Α' του Πίνακα 3.

Σύμφωνα με τον Πίνακα 3, η διατήρηση του ετήσιου ρυθμού αύξησης του χρέους των νοικοκυριών στο 29% θα προκαλέσει, σε διάστημα λίγων μόνον ετών, την εκτίναξη του

μεγέθους του χρέους σε επίπεδα πολύ υψηλά σε σχέση με τα εισοδήματά τους. Μέχρι το 2007, η αναλογία του χρέους των νοικοκυριών στο ΑΕΠ στην Ελλάδα θα έχει ξεπεράσει τη σημερινή αντίστοιχη αναλογία για την Ευρωζώνη, ενώ μέχρι το 2010, το χρέος των νοικοκυριών θα έχει υπερβεί το 90% του ΑΕΠ της χώρας, καθιστώντας τα Ελληνικά νοικοκυριά σαφώς υπερχρεωμένα. Σε σχέση με το λόγο της ετήσιας αύξησης του χρέους των νοικοκυριών προς την ετήσια αύξηση του ΑΕΠ, σημειώνεται ότι ήδη από το 2005 η οικονομική μεγέθυνση σε τρέχουσες τιμές θα αρχίσει να υπολείπεται σημαντικά της δανειακής επέκτασης των νοικοκυριών.

Εφόσον η διατήρηση των σημερινών ρυθμών αύξησης του χρέους των νοικοκυριών οδηγεί σύντομα σε μη βιώσιμα επίπεδα δανεισμού, είναι πολύ πιθανόν στα προσεχή έτη οι ρυθμοί αυτοί να σημειώσουν σημαντική κάμψη. Η κάμψη των ρυθμών αύξησης του χρέους των νοικοκυριών θα μπορούσε είτε να ξεκινήσει ενωρίτερα και να κλιμακωθεί σταδιακά, είτε να καθυστερήσει και να εκδηλωθεί από εκεί και πέρα πιο έντονα. Στον Πίνακα 3 εμφανίζονται δύο ενδεικτικά σενάρια με διαφορετικούς ρυθμούς κάμψης και κοινή κατάληξη ως προς το ποσοστό του χρέους των νοικοκυριών στο ΑΕΠ το 2010 (περίπου 52%, δηλαδή ποσοστό που για το έτος αυτό προσεγγίζει με βάση την επικρατούσα τάση τον μέσον όρο της Ευρωζώνης). Σύμφωνα με το 'Σενάριο Β' η κάμψη ξεκινά το 2007 και είναι ιδιαίτερα απότομη, ενώ σύμφωνα με το 'Σενάριο Γ' η κάμψη αρχίζει από το 2005 και είναι πιο σταδιακή.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Ανάλυση υπολοίπων δανείων νοικοκυριών (τρέχουσες τιμές, τέλος έτους)

Έτος	ΣΕΝΑΡΙΟ Α				ΣΕΝΑΡΙΟ Β				ΣΕΝΑΡΙΟ Γ			
	Υπόλοιπο Χρέους (δισ ευρώ)	ΑΕΠ (δισ ευρώ)	Χρέος προς ΑΕΠ	Αύξηση Χρέους προς Αύξηση ΑΕΠ	Υπόλοιπο Χρέους (δισ ευρώ)	ΑΕΠ (δισ ευρώ)	Χρέος προς ΑΕΠ	Αύξηση Χρέους προς Αύξηση ΑΕΠ	Υπόλοιπο Χρέους (δισ ευρώ)	ΑΕΠ (δισ ευρώ)	Χρέος προς ΑΕΠ	Αύξηση Χρέους προς Αύξηση ΑΕΠ
2004	52	165	31%	97%	52	165	31%	97%	52	165	31%	97%
2005	67	179	37%	113%	63	177	36%	98%	65	177	37%	116%
2006	86	193	45%	135%	76	189	40%	107%	82	189	43%	137%
2007	111	208	53%	162%	89	202	44%	98%	98	202	48%	118%
2008	143	225	64%	193%	103	217	47%	94%	109	217	50%	83%
2009	184	243	76%	231%	116	232	50%	88%	120	232	52%	72%
2010	238	262	91%	275%	130	248	52%	86%	130	248	52%	59%
Σενάριο Α: Ετήσια αύξηση χρέους=29%. Ετήσια αύξηση ΑΕΠ=8%												
Σενάριο Β: Ετήσια αύξηση χρέους=26% το 2005, 26% το 2006, 19% το 2007, 12% το 2008, 10% το 2009 και 8% το 2010. Ετήσια αύξηση ΑΕΠ=7%												
Σενάριο Γ: Ετήσια αύξηση χρέους=25% το 2005, 21% το 2006, 17% το 2007, 15% το 2008, 13% το 2009 και 12% το 2010. Ετήσια αύξηση ΑΕΠ=7%												

3. Οι επιδράσεις των ρυθμών πιστωτικής επέκτασης των νοικοκυριών στην εσωτερική ζήτηση

Ο δανεισμός ασκεί αντίρροπες επιδράσεις στην εσωτερική ζήτηση. Η αύξηση του χρέους λειτουργεί επεκτατικά, ενώ το βάρος εξυπηρέτησης του προϋφιστάμενου και του νέου χρέους λειτουργεί συσταλτικά.

Όταν ο ρυθμός επέκτασης του δανεισμού είναι παραπλήσιος με το βάρος εξυπηρέτησής του, εκφρασμένο ως ποσοστό επί του χρέους, οι δύο αντίρροπες επιδράσεις τείνουν να αλληλοεξουδετερώνονται και το τελικό επεκτατικό αποτέλεσμα στην εσωτερική ζήτηση είναι μικρής σημασίας. Μικρής επομένως σημασίας θα τείνει να είναι και η διακύμανση του τελικού αυτού αποτελέσματος στο χρόνο. Όταν όμως, όπως έχει συμβεί στη χώρα μας, οι ρυθμοί αύξησης του χρέους είναι πολύ μεγαλύτεροι από το βάρος εξυπηρέτησής του ως ποσοστό επί του χρέους, το επεκτατικό αποτέλεσμα είναι ισχυρό και έντονα αυξανόμενο. Όπως είδη υποστηρίχθηκε, οι πολύ υψηλοί ρυθμοί επέκτασης του χρέους δεν μπορούν να διατηρηθούν επί μακρόν. Είναι δε σημαντικό ότι, όπως συνάγεται από την ανάλυση που ακολουθεί, η κάμψη τους, έστω και αν το επίπεδό τους είναι ακόμα υψηλό και η συνεπαγόμενη διόγκωση του χρέους ακόμα μεγάλη, αρκεί για να οδηγήσει σε έντονη αποδυνάμωση του επεκτατικού αποτελέσματος.

Σε μία δεδομένη οικονομία, το χρέος των νοικοκυριών στο τέλος ενός οποιουδήποτε έτους j προσδιορίζεται με βάση τον τύπο:

$$S_j = S_{j-1} (1 + r_j) \quad (1)$$

όπου S_{j-1} το χρέος των νοικοκυριών στο τέλος του προηγούμενου έτους και r_j το ποσοστό αύξησης του χρέους των νοικοκυριών στο έτος j . Η εξίσωση (1) συνεπάγεται ότι η αύξηση του χρέους των νοικοκυριών κατά το έτος j ισούται με:

$$S_j - S_{j-1} = S_{j-1} (1 + r_j) - S_{j-1} \quad (2)$$

Είναι πρακτικά βέβαιο ότι τα νοικοκυριά δαπανούν το προϊόν του δανεισμού τους σε σύντομο χρόνο. Δεν έχει λόγο κανείς να δανείζεται αν δεν σκοπεύει να δαπανήσει. Έτσι, μία αύξηση του χρέους των νοικοκυριών κατά το έτος j θα έχει σχεδόν αντίστοιχη επεκτατική επίδραση στην εσωτερική ζήτηση το έτος αυτό. Παράλληλα, δεδομένου ότι η ανάληψη

χρέους εκ μέρους των νοικοκυριών συνεπάγεται της υποχρέωσης καταβολής τόκων και χρεωλυσίων, και επομένως της υποχρέωσης μείωσης των δαπανών τους σε μεταγενέστερα έτη, η εσωτερική ζήτηση του έτους j θα επηρεάζεται αρνητικά από τα δανειακά βάρη που θα έχουν συσσωρευτεί μέχρι την έναρξη του εν λόγω έτους¹.

Εάν το τοκοχρεωλύσιο που καταβάλλουν τα νοικοκυριά εντός του έτους j εκφρασθεί ως ένα γινόμενο $\rho_j S_{j-1}$, όπου $0 < \rho_j$, και εάν επιπλέον υποθεθεί ότι τα νοικοκυριά δαπανούν τα ποσά που δανείζονται κατά το έτος j εντός του έτους αυτού, τότε η καθαρή συνεισφορά της πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά στην εσωτερική ζήτηση του έτους j ισοδυναμεί με:

$$\begin{aligned} I_j &= \text{αύξηση χρέους} - \text{καταβαλλόμενο τοκοχρεωλύσιο} && \Rightarrow \\ I_j &= (S_j - S_{j-1}) - (\rho S_{j-1}) && \Rightarrow \\ I_j &= S_{j-1} (1 + r_j) - S_{j-1} - \rho_j S_{j-1} && \Rightarrow \\ I_j &= S_{j-1}(r_j - \rho_j) && (3) \end{aligned}$$

Από την εξίσωση 3 παρατηρεί κανείς ότι προκειμένου να έχουμε $I_j > 0$, δεν επαρκεί να ισχύει $r_j > 0$. Σε ένα οποιαδήποτε έτος j , η εσωτερική ζήτηση θα ενισχύεται από το χρέος των νοικοκυριών, μόνο εφόσον το ποσοστό αύξησης του χρέους αυτού είναι αρκετά υψηλό ώστε να υπερβαίνει το ποσοστό του τοκοχρεωλυσίου στο S_{j-1} , δηλαδή μόνο εφόσον $r_j > \rho_j$.

Το ύψος του ρ_j διαφέρει από οικονομία σε οικονομία, ανάλογα με τα ισχύοντα επιτόκια, τη μέση διάρκεια των στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων και την αναλογία των καταναλωτικών δανείων στο σύνολο του χρέους των νοικοκυριών. Καθώς τα καταναλωτικά δάνεια επιβαρύνονται με μεγαλύτερα επιτόκια και χαρακτηρίζονται από μικρότερη περίοδο εξόφλησης σε σχέση με τα στεγαστικά δάνεια, όσο μεγαλύτερη είναι η αναλογία τους στο συνολικό χρέος, τόσο υψηλότερη θα τείνει να είναι και η τιμή του ρ_j .

Λαμβάνοντας υπόψη το ποσοστό των καταναλωτικών δανείων στο σύνολο του χρέους των Ελληνικών νοικοκυριών (34% το 2004), αλλά και το συγκριτικά αυξημένο σε σχέση με την Ευρωζώνη ύψος των Ελληνικών επιτοκίων καταναλωτικού δανεισμού (6,5%-15,0% ανάλογα με τους όρους χορήγησης), αντιλαμβάνεται κανείς ότι στην περίπτωση της χώρας μας το ρ_j λαμβάνει σε ετήσια βάση αρκετά υψηλές τιμές. Αν και ο υπολογισμός του ύψους του ρ_j για την Ελλάδα είναι πέραν των στόχων του παρόντος άρθρου, μία πολύ πρόχειρη ένδειξη μίας πιθανής τάξης μεγέθους του ρ_j σε μία χώρα σαν την Ελλάδα μπορεί να προκύψει

¹ Τα δάνεια που λαμβάνονται κατά το έτος j και απαιτούν την καταβολή τόκων ή/και χρεωλυσίων εντός του έτους αυτού θα έχουν αρνητική επίδραση στην εσωτερική ζήτηση του εν λόγω έτους. Χάριν απλούστευσης του

εξετάζοντας το παράδειγμα ενός νοικοκυριού το οποίο ανέλαβε το έτος $j-1$ καταναλωτικό δάνειο 34 χιλ. ευρώ με σταθερό επιτόκιο 9% και εξόφληση σε 7 ισόποσες ετήσιες δόσεις, και στεγαστικό δάνειο 66 χιλ. Ευρώ με σταθερό επιτόκιο 3,5% και εξόφληση σε 15 ισόποσες ετήσιες δόσεις². Το νοικοκυριό αυτό θα κληθεί εντός του έτους j να καταβάλει τοκοχρεωλύσιο 12,5 χιλ. Ευρώ, πράγμα που σημαίνει ότι το ρ_j του ισούται με $(12,5/100)=12,5\%$.

Οι ρυθμοί αύξησης του χρέους που επικράτησαν κατά την περίοδο 1996-2004 στην Ελλάδα, είναι βέβαιον πως ικανοποιούσαν με άνεση την συνθήκη $r_j > \rho_j$. Με r_j αρκετά υψηλότερο του ρ_j και ταχύτατα διογκούμενο S_{j-1} , είναι αντιληπτό από τη σχέση (3) ότι κατά την περίοδο 1996-2004 το I_j ακολούθησε αυξητική τάση. Η πορεία του I_j στο διάστημα 1996-2004 και ο καθοριστικός ρόλος των τιμών του r_j στη διαμόρφωση της πορείας αυτής, μπορούν να κατανοηθούν καλύτερα μέσω ενός απλού υποδείγματος της εξέλιξης του I_j σε n έτη ($j=1,2,\dots,n$).

Ας υποθέσουμε ότι το έτος 1 ξεκινά με χρέος ύψους S_0 από το προηγούμενο έτος. Από τις εξισώσεις 3 και 1 γνωρίζουμε ότι:

$$\begin{aligned} I_1 &= S_0(r_1 - \rho_1) \\ I_2 &= S_1(r_2 - \rho_2) = S_0(1+r_1)(r_2 - \rho_2) \\ I_3 &= S_2(r_3 - \rho_3) = S_1(1+r_2)(r_3 - \rho_3) = S_0(1+r_1)(1+r_2)(r_3 - \rho_3) \\ &\vdots \\ I_n &= S_0(1+r_1)(1+r_2)\dots(1+r_{n-1})(r_n - \rho_n) \end{aligned} \quad (4)$$

Από την εξίσωση (4) προκύπτει ότι αν $r_1 = r_2 = \dots = r_n = r$ και $\rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_n = \rho$, τότε ισχύει:

$$I_j = S_0(1+r)^{j-1}(r-\rho) \quad (5)$$

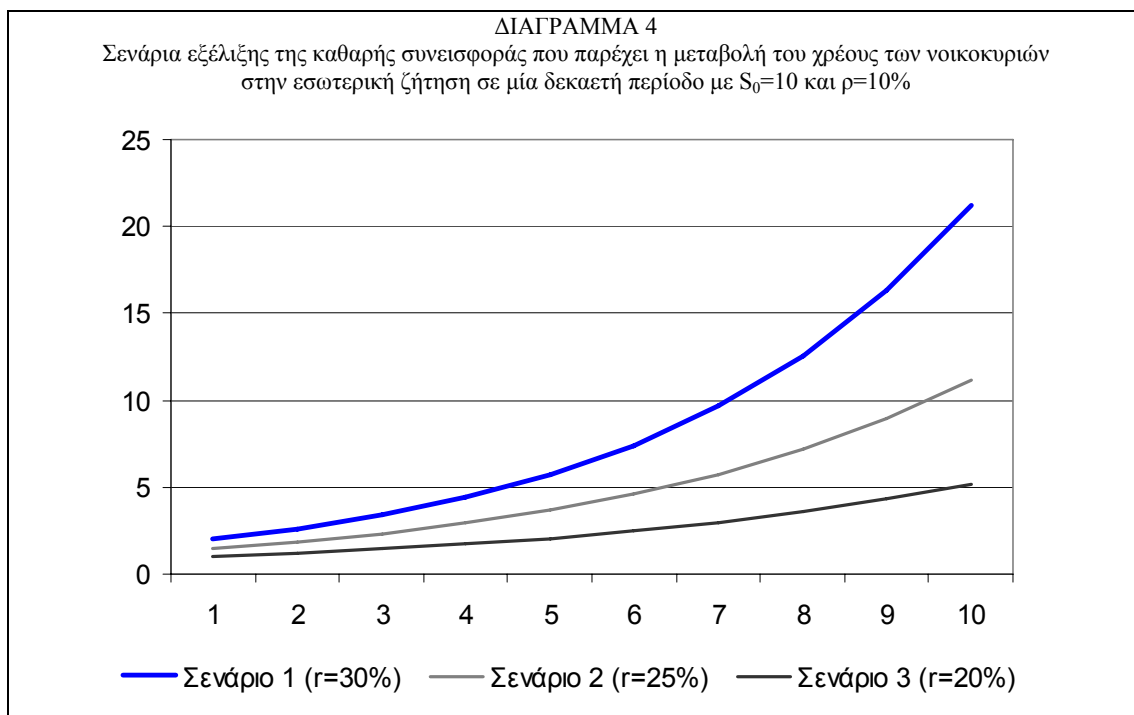
Η εκθετική μορφή της σχέσης (5), σε συνδυασμό με το ότι $I_j > 0$ μόνον αν $r > \rho$, καθιστά σαφές ότι η πορεία του I_j στο χρόνο εξαρτάται κρίσιμα από την τιμή του r .

Στο Διάγραμμα 4 εμφανίζονται τρία διαφορετικά σενάρια εξέλιξης του I_j σε μία 10έτη περίοδο ($j=1,2,\dots,n$) η οποία ξεκινά με χρέος $S_0=10$ δις ευρώ και χαρακτηρίζεται από

υποδείγματος, μπορούμε να μην λάβουμε υπόψη ξεχωριστά την επίδραση αυτή χωρίς σημαντικές συνέπειες για τα συμπεράσματα της ανάλυσής μας.

² Στο παράδειγμα ο λόγος στεγαστικού προς καταναλωτικό δανεισμό για το νοικοκυριό ισούται περίπου με τον αντίστοιχο λόγο για την ελληνική οικονομία, ενώ τα επιτόκια που έχουν επιλεγεί είναι επί του παρόντος χαρακτηριστικά ενός τυπικού στεγαστικού και ενός τυπικού καταναλωτικού δανείου.

σταθερό $\rho=10\%$. Στο 'Σενάριο 1' γίνεται η υπόθεση ότι το r παραμένει σταθερό στο 30%, ποσοστό το οποίο ισοδυναμεί κατά προσέγγιση με τη μέση ετήσια αύξηση του χρέους των ελληνικών νοικοκυριών κατά την περίοδο 1995-2004. Στα Σενάρια 2 και 3 γίνεται η υπόθεση ότι $r=25\%$ και $r=20\%$ αντίστοιχα.

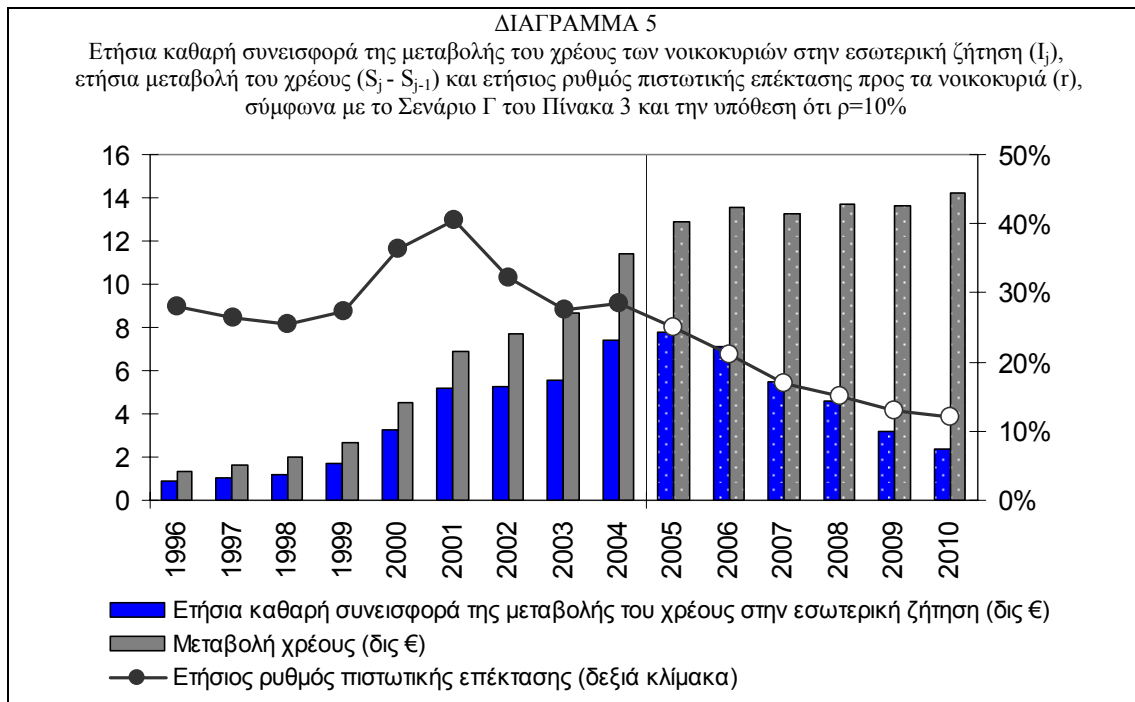


Όπως φαίνεται καθαρά στο Διάγραμμα 4, ακόμα και σχετικά περιορισμένες διαφοροποιήσεις στους ρυθμούς αύξησης του χρέους των νοικοκυριών αρκούν προκειμένου να μεταβληθεί ριζικά η ετήσια συνεισφορά του χρέους στην εσωτερική ζήτηση. Ενώ ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης παρόμοιοι με αυτούς που επικράτησαν κατά την τελευταία δεκαετία στην Ελλάδα προκαλούν αλματώδη ενίσχυση της εσωτερικής ζήτησης, ρυθμοί της τάξεως του 20% επιφέρουν μία συγκριτικά πολύ ασθενέστερη και βραδύτερη τόνωσή της.

Εξετάζοντας προσεκτικά τα όσα προαναφέρθηκαν σχετικά με την εξάρτηση του I_j από το r_j , οδηγείται κανείς στο συμπέρασμα ότι η προβλεπόμενη κάμψη των ρυθμών πιστωτικής επέκτασης των νοικοκυριών της Ελλάδας θα αποδυναμώσει σημαντικά την ώθηση που παρέχει το χρέος των νοικοκυριών στην εσωτερική ζήτηση. Στο Διάγραμμα 5 επιχειρείται μία απεικόνιση της εξασθένησης του ρόλου του χρέους των νοικοκυριών ως μηχανισμού ενίσχυσης της εσωτερικής ζήτησης, στην περίπτωση που οι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης των νοικοκυριών καμφθούν σύμφωνα με το Σενάριο Γ του πίνακα 3.

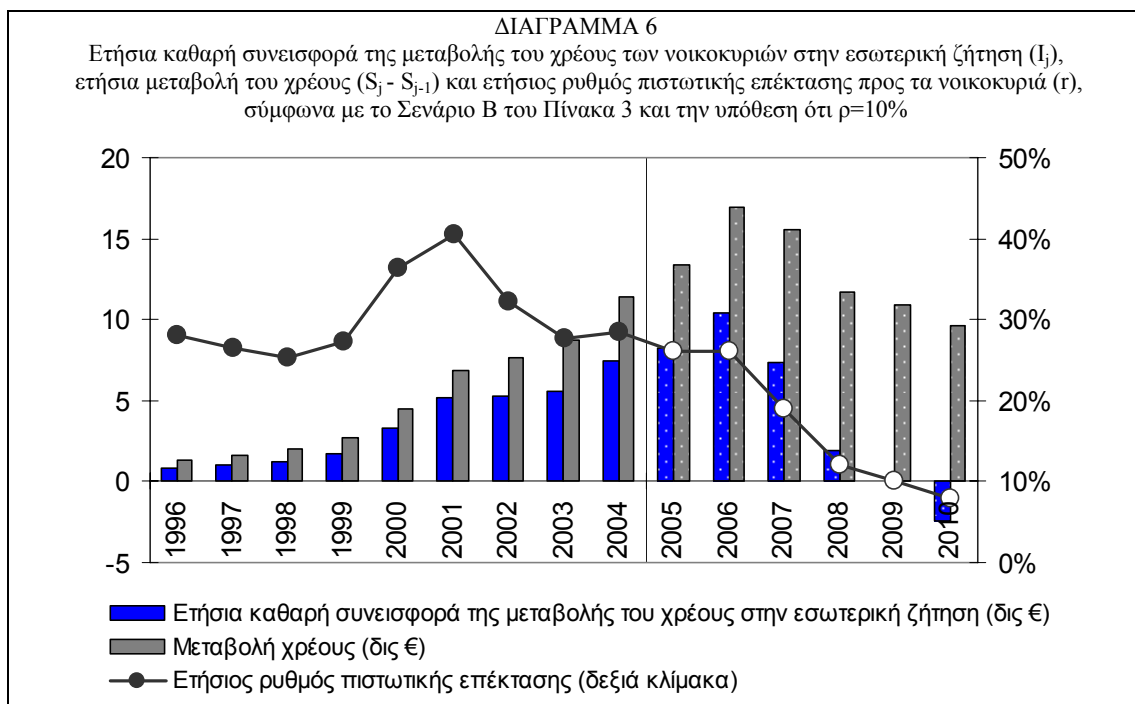
Το Διάγραμμα 5 διακρίνεται σε δύο τμήματα. Στο αριστερό τμήμα, το οποίο αφορά την περίοδο 1996-2004, αποτυπώνονται οι ισχύσαντες ετήσιοι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης,

οι αντίστοιχες αυξήσεις του χρέους των νοικοκυριών και η συμβολή των αυξήσεων αυτών στην εσωτερική ζήτηση της Ελλάδας. Στο δεξιό τμήμα, το οποίο αφορά την περίοδο 2005-2010, προσομοιώνεται η πορεία των ιδίων τριών μεγεθών με βάση το σενάριο Γ του πίνακα 3. Σημειώνεται ότι για το σύνολο της περιόδου 1996-2010, η συμβολή του δανεισμού στην εσωτερική ζήτηση υπολογίστηκε εφαρμόζοντας την εξίσωση (4) με ρ σταθερό στο 10%.



Όπως προκύπτει από το Διάγραμμα 5, κατά τη διάρκεια της περιόδου 1996-2004, τόσο η ετήσια αύξηση του χρέους, όσο και η συνεισφορά της αύξησης αυτής στην εσωτερική ζήτηση, ακολούθησαν ανοδική τάση. Αντίθετα, κατά την περίοδο 2005-2010, η συνεισφορά του χρέους στην εσωτερική ζήτηση εμφανίζεται να παρουσιάζει έντονη και συνεχή κάμψη, παρά την παράλληλη ελαφρά ανοδική τάση της ετήσιας αύξησης του χρέους. Κατά την περίοδο 2005-2010, και βάσει του Σεναρίου Γ του Πίνακα 3, τα νοικοκυριά εξακολουθούν να επιβαρύνουν το χρέος τους με πολύ μεγάλα ποσά κάθε χρόνο, αλλά ο δανεισμός αυτός αποδίδει όλο και λιγότερο σε όρους ενίσχυσης της εσωτερικής ζήτησης.

Ανησυχητικά συμπεράσματα σχετικά με τις συνέπειες μίας κάμψης των ρυθμών πιστωτικής επέκτασης των νοικοκυριών της Ελλάδας στην εσωτερική ζήτηση, προκύπτουν και από την προσομοίωση βάσει του Σεναρίου Β του Πίνακα 3, η οποία εμφανίζεται στο Διάγραμμα 6. Σύμφωνα με το διάγραμμα αυτό, η συνεισφορά του χρέους των νοικοκυριών στην εσωτερική ζήτηση οδηγείται μέχρι το 2010 σε αρνητικά επίπεδα, μέσω μίας μεταγενέστερης αλλά πολύ πιο απότομης κάμψης.



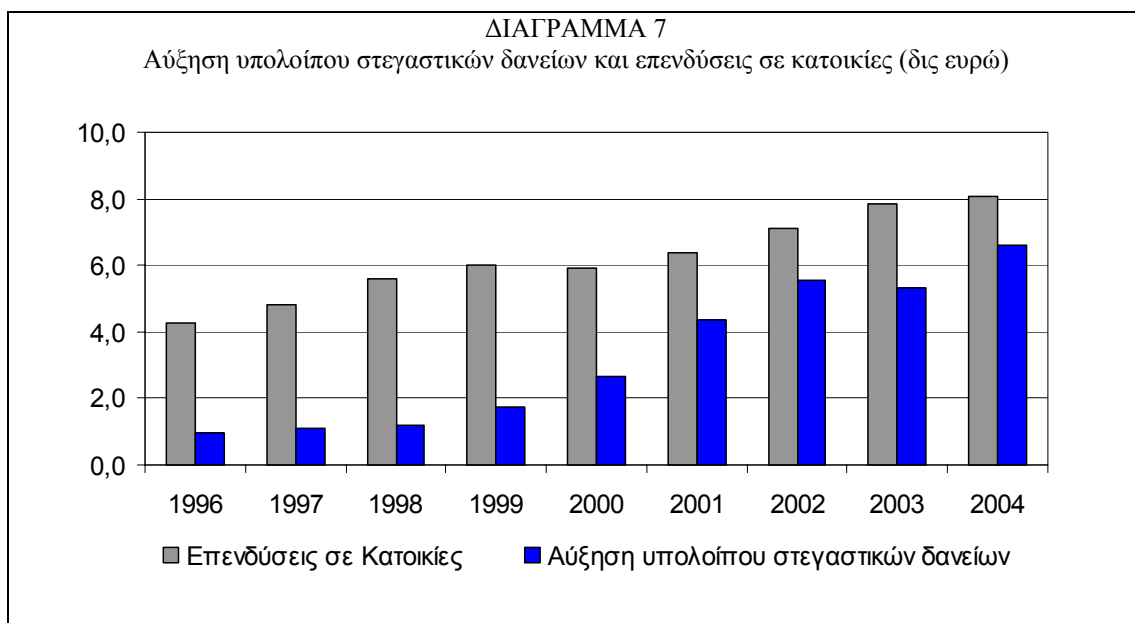
Αν και δεν είναι εφικτό να προβλέψει κανείς με ακρίβεια την χρονική στιγμή κατά την οποία θα ξεκινήσει η κάμψη της πιστωτικής επέκτασης των νοικοκυριών της Ελλάδας, αυτό το οποίο είναι βέβαιον από τη συζήτηση της ενότητας 2 είναι ότι η κάμψη αυτή δεν μπορεί να καθυστερήσει για πολλά ακόμη έτη. Με αυτό το δεδομένο, είναι σαφές από την ανάλυση της παρούσας ενότητας ότι στο προσεχές μέλλον, η ώθηση την οποία παρέχει ο δανεισμός στην εσωτερική ζήτηση θα αρχίσει να εξασθενεί. Η εξασθένηση αυτή, σε συνδυασμό με τις αναληφθείσες δεσμεύσεις στο πεδίο της δημόσιας κατανάλωσης, δημιουργούν ανησυχίες κατ' αρχάς σε σχέση με τις προοπτικές ανάπτυξης της εσωτερικής ζήτησης στο προσεχές μέλλον και κατ' επέκταση σε σχέση με τις προοπτικές συνολικής ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Στο σημείο αυτό αξίζει να επισημανθεί ότι βάσει της ανάλυσης που προηγήθηκε, οι επικρατούντες ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης των νοικοκυριών της Ελλάδας φαίνεται να τοποθετούν τη χώρα σε ένα αρνητικό για την εσωτερική ζήτηση μονοπάτι εξελίξεων, ανεξάρτητα από το τι θα συμβεί στο μέλλον στα πεδία των επιτοκίων και του βαθμού εξυπηρέτησης των δανείων. Μία αύξηση είτε των επιτοκίων είτε του ποσοστού των δανειοληπτών που αδυνατεί να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις του, δεν αποτελεί προϋπόθεση για την εξασθένηση του δανεισμού των νοικοκυριών ως μηχανισμού ενίσχυσης της εσωτερικής ζήτησης, αν και εφόσον πραγματοποιηθεί, θα επιτείνει σημαντικά την εν λόγω εξασθένηση.

4. Η εξάρτηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων σε κατοικίες από το δανεισμό των νοικοκυριών

Έχοντας καταλήξει στο συμπέρασμα ότι η αναπόφευκτη κάμψη των ρυθμών πιστωτικής επέκτασης των νοικοκυριών της Ελλάδας θα αποδυναμώσει σημαντικά την ώθηση που παρέχει το χρέος των νοικοκυριών στην εσωτερική ζήτηση, το επόμενο ερώτημα που γεννάται αφορά τις συνιστώσες της ζήτησης που ενδέχεται να επηρεασθούν πιο άμεσα και ενδεχομένως πιο έντονα από αυτή τη διαδικασία.

Τα ποσά που αποκτούν τα νοικοκυριά με το δανεισμό δαπανώνται κατά κύριο λόγο είτε για την αγορά κατοικιών είτε για την κατανάλωση αγαθών και υπηρεσιών. Στην περίπτωση της Ελλάδας, ο δανεισμός των νοικοκυριών φαίνεται να έχει εξελιχθεί τα τελευταία χρόνια σε εξαιρετικά καθοριστικό παράγοντα, τόσο για τα μεγέθη των επενδύσεων σε κατοικίες, όσο και για την ανάπτυξη της ιδιωτικής κατανάλωσης.

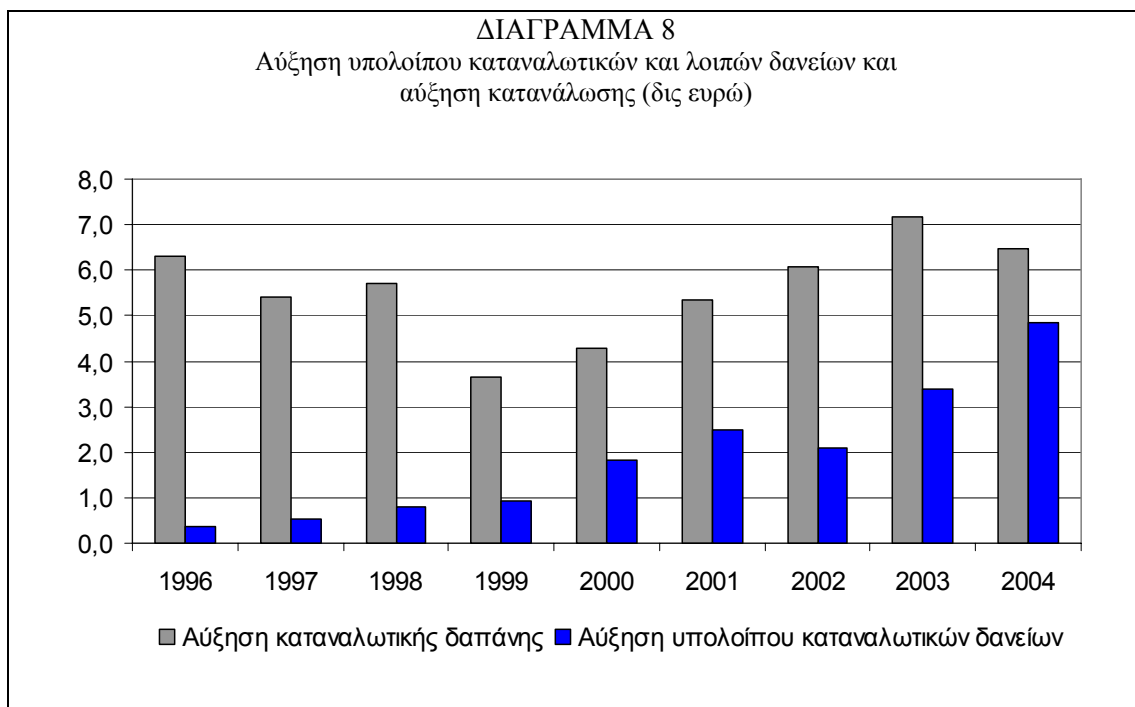


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΣΥΕ.

Στο διάγραμμα 7 απεικονίζεται η πορεία του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων και των επενδύσεων σε κατοικίες στην Ελλάδα κατά την περίοδο 1996-2004. Όπως διακρίνεται από το εν λόγω διάγραμμα, η αναλογία της ετήσιας αύξησης του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων στις ετήσιες επενδύσεις σε κατοικίες εκτινάχθηκε από τα επίπεδα του 22% περίπου κατά την τριετία 1996-1998, στο 45% το 2000 και στο 82% το 2004. Αν και ο στεγαστικός δανεισμός των νοικοκυριών δεν μεταφράζεται στο σύνολό του σε ζήτηση για καινούριες κατοικίες, τόσο λόγω του μηχανισμού που περιγράφηκε στην εξίσωση 4, όσο και λόγω του

ότι ένα ποσοστό των νοικοκυριών δανείζεται προκειμένου να αγοράσει παλαιά κατοικία, η πορεία που μόλις περιγράφηκε υποδηλώνει σαφώς την εξέλιξη του στεγαστικού δανεισμού σε κρίσιμο παράγοντα για την ανάπτυξη του κλάδου κατασκευής κατοικιών.

Σε σχέση με την ιδιωτική κατανάλωση, από το διάγραμμα 8 προκύπτει ότι η αναλογία της ετήσιας αύξησης του υπολοίπου των καταναλωτικών και λοιπών δανείων στην ετήσια αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών ανήλθε στο 75% το 2004, έναντι 34% το 2003 και μόλις 6% το 1996. Μετά την ιδιαίτερα απότομη διόγκωσή του το 2004, ο καταναλωτικός δανεισμός εμφανίζεται να παρέχει πλέον καίριας σημασίας ενίσχυση στην κατανάλωση.



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΣΥΕ.

Δεδομένων των όσων μόλις αναφέρθηκαν σε σχέση με την αυξημένη πλέον εξάρτηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων σε κατοικίες από το δανεισμό των νοικοκυριών, είναι σαφές ότι μία κάμψη των ρυθμών αύξησης του εν λόγω δανεισμού θα έχει άμεσες και σημαντικές αρνητικές επιδράσεις τόσο στον κλάδο της κατασκευής νέων κατοικιών, όσο και σε ποικίλους κλάδους παραγωγής και εμπορίας καταναλωτικών αγαθών και υπηρεσιών.

5. Διεθνής εμπειρία

Οι προαναφερθείσες εκτιμήσεις σε σχέση με την μελλοντική πορεία των ρυθμών μεταβολής του δανεισμού των νοικοκυριών στη χώρα μας και τις πιθανές επιπτώσεις της πορείας αυτής στην ελληνική οικονομία, ενισχύονται από την εμπειρία ορισμένων χωρών που προηγήθηκαν της Ελλάδας ως προς την απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τους συστήματος.

Στις περισσότερες χώρες της δυτικής Ευρώπης, η άρση των κύριων φραγμών στο δανεισμό των νοικοκυριών από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ολοκληρώθηκε περί τα μέσα της δεκαετίας του 1980. Ο DeBelle (2004) δίνει μία πολύ ενδιαφέρουσα περιγραφή της κατάστασης που επακολούθησε σε τέσσερις χώρες: τη Φιλανδία, τη Νορβηγία, τη Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4, τόσο στις τρεις σκανδιναβικές χώρες, όσο και στο Ηνωμένο Βασίλειο, η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, σε συνδυασμό με μία σειρά άλλων ευνοϊκών παραγόντων (χαμηλά πραγματικά επιτόκια δανεισμού, ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση δανειζόμενων, αισιοδοξία σε σχέση με τις αναπτυξιακές προοπτικές), οδήγησε σε μία τετραετή με πενταετή περίοδο ταχείας πιστωτικής επέκτασης των νοικοκυριών. Κατά την περίοδο αυτή σημειώθηκαν ικανοποιητικοί ρυθμοί αύξησης της κατανάλωσης, μεγάλη άνοδος των τιμών των κατοικιών και συνολικά καλές αναπτυξιακές επιδόσεις.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4				
Άνοδος και ύφεση στη Φιλανδία, τη Νορβηγία τη Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο (ετήσιες μεταβολές %)				
	Φιλανδία	Νορβηγία	Σουηδία	Ηνωμένο Βασίλειο
Άνοδος	Μάρτιος 1986- Μάρτιος 1990	Μάρτιος 1984- Μάρτιος 1988	Μάρτιος 1986- Μάρτιος 1990	Ιούνιος 1985-Ιούνιος 1990
Μεταβολή χρέους νοικοκυριών	17,9	16,3	21,0	18,9
Μεταβολή κατανάλωσης	3,8	3,6	2,8	5,1
Μεταβολή τιμών κατοικιών	15,4	-	15,7	14,9
Μεταβολή ΑΕΠ	4,5	3,6	2,7	3,4
Ύφεση	Ιούνιος 1990- Μάρτιος 1994	Ιούνιος 1988- Ιούνιος 1990	Ιούνιος 1990- Δεκ/ριος 1993	Σεπτ/ριος 1990- Μάρτιος 1993
Μεταβολή χρέους νοικοκυριών	-1,5	-8	-8,7	6,5
Μεταβολή κατανάλωσης	-2,4	-1,5	-1,0	0,0
Μεταβολή τιμών κατοικιών	-9,3	-	-3,2	-2,9
Μεταβολή ΑΕΠ	-3,1	0,7	-1,2	-0,3

Πηγή: DeBelle (2004).

Προς τα τέλη της δεκαετίας του 1980 με αρχές της δεκαετίας του 1990, το ανωτέρω σκηνικό οικονομικής προόδου και ταχείας πιστωτικής επέκτασης ανετράπη πλήρως και στις τέσσερις χώρες. Τα απότομα αυξημένα δανειακά βάρη των νοικοκυριών, σε συνδυασμό με σειρά δυσμενών ενδογενών και εξωγενών εξελίξεων (άνοδος επιτοκίων, συγκράτηση δημοσίων δαπανών, ύφεση της παγκόσμιας οικονομίας), οδήγησαν σε μεγάλη πτώση των ρυθμών μεταβολής του δανεισμού τους, περιορισμό της εσωτερικής κατανάλωσης, σοβαρή κάμψη της αγοράς κατοικίας και στασιμότητα ή και μείωση του ΑΕΠ.

6. Συμπεράσματα

Στο παρόν άρθρο διατυπώθηκε το επιχείρημα ότι τα περιθώρια για περαιτέρω πιστωτική επέκταση των νοικοκυριών της Ελλάδας με τους μέχρι σήμερα ρυθμούς έχουν περιορισθεί σημαντικά. Στα προσεχή έτη, η ανάγκη να συγκρατηθούν τα δανειακά βάρη των νοικοκυριών σε βιώσιμα επίπεδα, θα επιβάλλει την κάμψη των ρυθμών αύξησης του χρέους των νοικοκυριών σε αρκετά χαμηλότερα ποσοστά. Όπως προκύπτει από ένα απλό υπόδειγμα το οποίο παρουσιάστηκε στο άρθρο, η κάμψη αυτή θα προκαλέσει εξασθένηση της ώθησης που παρέχει ο δανεισμός στην εσωτερική ζήτηση για κατανάλωση και νέες κατοικίες. Δεδομένων και των δεσμεύσεων που έχει αναλάβει η Ελλάδα στο πεδίο της δημόσιας κατανάλωσης, το ενδεχόμενο της εξασθένησης αυτής δημιουργεί ανησυχίες κατ' αρχάς σε σχέση με τις προοπτικές ανάπτυξης της εσωτερικής ζήτησης στο προσεχές μέλλον και κατ' επέκταση σε σχέση με τις προοπτικές συνολικής ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Alpha Bank (2003) 'Το χρέος των νοικοκυριών στην Ελλάδα: Υπάρχει λόγος ανησυχίας;' *Οικονομικό Δελτίο*, τεύχος 85, σελ. 12-21.
- Berg, L. (1994) 'Household savings and debts: the experience of the Nordic countries', *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 10, No. 2. pp 42-53.
- Barnes, S. and Young, G. (2003) 'The rise in US household debt: assessing the causes and sustainability', *Bank of England Working Paper*, No. 206.
- Debell, G. (2004) 'Macroeconomic implications of rising household debt', *Bank for International Settlements Working Papers*, Paper No. 153.
- Υπουργείο Οικονομίας & Οικονομικών (2005) *Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης της Ελλάδας 2005-2008* (Αθήνα).

ΣΤΗΝ ΙΔΙΑ ΣΕΙΡΑ

- 83 G. C. Kostelenos, *La Banque nationale de Grèce et ses statistiques monétaires (1841-1940)*. Athens, 2006. Published in: *Mesurer la monnaie. Banques centrales et construction de l' autorité monétaire (XIX^e-XX^e siècle)*, Paris: Edition Albin Michel, 2005, 69-86.
- 82 E. Π. Μπαλτζάκης, *Η ανάγκη βιομηχανικής πολιτικής και η σύγχρονη εκδοχή της*, (2006)
- 81 St. Karagiannis, *A study of the diachronic evolution of the EU's structural indicators using factorial analysis*, (2006).
- 80 I. Resiti, *An investigation into the relationship between producer, wholesale and retail prices of Greek agricultural products*, (2005).
- 79 Y. Panagopoulos, A. Spiliotis, "An empirical approach to the Greek money supply". Athens, 2005.
- 78 Y. Panagopoulos, A. Spiliotis, *Testing alternative money theories: A G7 application*, (2005).
- 77 I. A. Venetis, E. Emmanuilidi, *The fatness in equity returns. The case of Athens stock exchange*, (2005).
- 76 A. Venetis, I. Paya, D. A. Peel, *Do real exchange rates "Mean revert" to productivity? A nonlinear approach*, (2005).
- 75 K. N. Κανελλόπουλος, *Φοροδιαφυγή στις ανώνυμες εταιρείες: εκτιμήσεις από τις εισαχθείσες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών*, (2002).
- 74 N. Glytsos, *Dynamic effects of migrant remittances on growth: an econometric model with an application to Mediterranean countries*, (2002). Υπό δημοσίευση: *Journal of Economic Studies*, 2005.
- 73 N. Glytsos, *A model of remittance determination applied to middle east and north Africa countries*, (2002).
- 72 Th. Simos, *Forecasting quarterly GDP using a system of stochastic differential equations*, (2002).
- 71 C.N. Kanellopoulos, K.G. Mavromaras, *Male-female labour market participation and wage differentials in Greece*, (2000). Δημοσιεύθηκε εις: *Labour*, vol. 16, no. 4, 2002, 771-801.
- 70 St. Balfoussias, R.De Santis, *The economic impact of the cap reform on the Greek economy: quantifying the effects of inflexible agricultural structures*, (1999).
- 69 M. Karamessini, O. Kaminioti, *Labour market segmentation in Greece: historical perspective and recent trends*, (1999).
- 68 S. Djajic, S. Lahiri and P. Raimondos-Moller, *Logic of aid in an intertemporal setting*, (1997).
- 67 St. Makrydakias, *Sources of macroeconomic fluctuations in the newly industrialized economies: a common trends approach*, (1997). Δημοσιεύθηκε εις: *Asian Economic Journal*, vol. 11, no. 4, 1997, 361-383.
- 66 G. Petrakos and N. Christodoulakis, *Economic development in the Balkan countries and the role of Greece: from bilateral relations to the challenge of integration*, (1997).
- 65 C. Kanellopoulos, *Pay structure in Greece 1974-1994*, (1997).
- 64 M. Chletsos, Chr. Kollias and G. Manolas, *Structural economic changes and their impact on the relationship between wages, productivity and labour demand in Greece*, (1997).

- 63 M. Chletsos, Changes in social policy-social insurance, restructuring the labour market and the role of the state in Greece in the period of European integration, (1997).
- 62 M. Chletsos, Government spending and growth in Greece 1958-1993: some preliminary empirical results, (1997).
- 61 M. Karamessini, Labour flexibility and segmentation of the Greek labour market in the eighties: sectoral analysis and typology, (1997).
- 60 Chr. Kollias and St. Makrydakis, Is there a Greek-Turkish arms race? Evidence from cointegration and causality tests, (1997). Δημοσιεύθηκε εις: *Defence and Peace Economics*, vol. 8, 1997, 355-379.
- 59 St. Makrydakis, Testing the intertemporal approach to current account determination: evidence from Greece, (1996). Δημοσιεύθηκε εις: *Empirical Economics*, vol. 24, no. 2, 1999, 183-209.
- 58 Chr. Kollias and St. Makrydakis, The causal relationship between tax revenues and government spending in Greece: 1950-1990, (1996). Δημοσιεύθηκε εις: *The Cyprus Journal of Economics*, vol. 8, no. 2, 1995, 120-135.
- 57 Chr. Kollias and A. Refenes, Modeling the effects of defence spending reductions on investment using neural networks in the case of Greece, (1996).
- 56 Θ. Κατσανέβας, Η εξέλιξη της απασχόλησης και των εργασιακών σχέσεων στην Ελλάδα (Από τη δεκαετία του 1970 έως σήμερα), (1996).
- 55 Δ. Ντόγκας, Σκέψεις για την αναγκαία σταθεροποιητική και αναπτυξιακή πολιτική και το ρόλο της τράπεζας της Ελλάδος ενόψει της οικονομικής και νομισματικής ένωσης (ONE), (1996).
- 54 N. Glytsos, Demographic changes, retirement, job creation and labour shortages in Greece: an occupational and regional outlook, (1996). Δημοσιεύθηκε εις: *Journal of Economic Studies*, vol. 26, no. 2-3, 1999, 130-158.
- 53 N. Glytsos, Remitting behavior of "temporary" and "permanent" migrants: the case of Greeks in Germany and Australia, (1996). Δημοσιεύθηκε εις: *Labour*, vol. II, no. 3, 1997, 409-435.
- 52 V. Stavrinos and V. Droucopoulos, Output expectations, productivity trends and employment: the case of Greek manufacturing, (1996). Δημοσιεύθηκε εις: *European Research Studies*, vol. 1, no. 2, 1998, 93-122.
- 51 A. Balfoussias and V. Stavrinos, The Greek military sector and macroeconomic effects of military spending in Greece, (1996). Δημοσιεύθηκε εις: N.P. Gleditsch, O. Bjerkholt, A. Cappelen, R.P. Smith and J.P. Dunne: *In the Peace Dividend*, , Amsterdam: North-Holland, 1996, 191-214.
- 50 J. Henley, Restructuring large scale state enterprises in the republics of Azerbaijan, Kazakhstan, the Kyrgyz republic and Uzbekistan: the challenge for technical assistance, (1995).
- 49 C. Kanellopoulos and G. Psacharopoulos, Private education expenditure in a "free education" country: the case of Greece, (1995). Δημοσιεύθηκε εις: *International Journal of Educational Development*, vol. 17, no. 1, 1997, 73-81.
- 48 G. Kouretas and L. Zarangas, A cointegration analysis of the official and parallel foreign

- exchange markets for dollars in Greece, (1995). Δημοσιεύθηκε εις: *International Journal of Finance and Economics*, vol. 3, 1998, 261-276.
- 47 St. Makrydakis, E. Tzavalis and A. Balfoussias, Policy regime changes and the long-run sustainability of fiscal policy: an application to Greece, (1995). Δημοσιεύθηκε εις: *Economic Modelling*, vol. 16 no. 1, 1999, 71-86.
- 46 N. Christodoulakis and S. Kalyvitis, Likely effects of CSF 1994-1999 on the Greek economy: an ex Ante assessment using an annual four-sector macroeconomic model, (1995).
- 45 St. Thomadakis and V. Droucopoulos, Dynamic effects in Greek manufacturing: the changing shares of SMEs, 1983-1990, (1995). Δημοσιεύθηκε εις: *Review of Industrial Organization*, vol. 11, no. 1, 1996, 69-78.
- 44 Π. Μουρδουκούτας, Οι Ιαπωνικές επενδύσεις στην Ελλάδα, (1995).
- 43 V. Rapanos, Economies of scale and the incidence of the minimum wage in the less developed countries, (1995). Υπό δημοσίευση: *Minimum Wage and Income Distribution in the Harris-Todaro model*, *Journal of Economic Development*, 2005.
- 42 V. Rapanos, Trade unions and the incidence of the corporation income tax, (1995).
- 41 St. Balfoussias, Cost and productivity in electricity generation in Greece, (1995).
- 40 V. Rapanos, The effects of environmental taxes on income distribution, (1995). Δημοσιεύθηκε εις: *European Journal of Political Economy*, 1995.
- 39 V. Rapanos, Technical change in a model with fair wages and unemployment, (1995). Δημοσιεύθηκε εις: *International Economic Journal*, vol. 10, no. 4, 1996.
- 38 M. Panopoulou, Greek merchant navy, technological change and domestic shipbuilding industry from 1850 to 1914, (1995). Δημοσιεύθηκε εις: *The Journal of Transport History*, vol. 16, no. 2, 159-178.
- 37 Κ. Βεργόπουλος, Το δημόσιο χρέος και οι επιπτώσεις του, (1994).
- 36 C. Kanellopoulos, Public-private wage differentials in Greece, (1994). Δημοσιεύθηκε εις: *Applied Economics*, vol. 29, 1997, 1023-1032.
- 35 Z. Georganta, K. Kotsis, Emm. Kounaris, Measurement of total factor productivity in the manufacturing sector of Greece, 1980-1991, (1994).
- 34 E. Petrakis and A. Xepapadeas, Environmental consciousness and moral hazard in international agreements to protect the environment, (1994). Δημοσιεύθηκε εις: *Journal Public Economics*, vol. 60, 1996, 95-110.
- 33 C. Carabatsou-Pachaki, The quality strategy: a viable alternative for small Mediterranean agricultures, (1994).
- 32 Z. Georganta, Measurement errors and the indirect effects of R & D on productivity growth: the U.S. manufacturing sector, (1993).
- 31 Π. Παρασκευαΐδης, Η οικονομική λειτουργία των αγροτικών συνεταιριστικών επιχειρήσεων, (1993).
- 30 Z. Georganta, Technical (in) efficiency in the U.S. manufacturing sector, 1977-1982, (1993).
- 29 H. Dellas, Stabilization policy and long term growth: are they related?, (1993).
- 28 Z. Georganta, Accession in the EC and its effect on total factor productivity growth of Greek agriculture, (1993).

- 27 H. Dellas, Recessions and ability discrimination, (1993).
- 26 Z. Georganta, The effect of a free market price mechanism on total factor productivity: the case of the agricultural crop industry in Greece, (1993). Δημοσιεύθηκε εις: *International Journal of Production Economics*, vol. 52, 1997, 55-71.
- 25 Α. Γκανά, Φ. Ζερβού και Α. Κώτση, Η περιφερειακή διάσταση της ανεπάρκειας του επιπέδου διαβίωσης στη χώρα μας, (1993).
- 24 Π. Παρασκευαΐδης, Εισοδηματικές ανισότητες και περιφερειακή κατανομή του εργατικού δυναμικού ηλικίας 20-29 χρονών, (1993).
- 23 C. Eberwein and Tr. Kollintzas, A dynamic model of bargaining in a unionized firm with irreversible investment, (1993). Δημοσιεύθηκε εις: *Annales d' Economie et de Statistique*, vol. 37/38, 1995, 91-115.
- 22* Π. Παρασκευαΐδης, Αξιολόγηση σχεδίων περιφερειακής ανάπτυξης Ανατολικής Μακεδονίας-Θράκης και Κρήτης στον αγροτικό τομέα, (1993).
- 21 Π. Παρασκευαΐδης, Περιφερειακή τυπολογία αγροτικών εκμεταλλεύσεων, (1993).
- 20 St. Balfoussias, Demand for electric energy in the presence of a two-block declining price schedule, (1993).
- 19 St. Balfoussias, Ordering equilibria by output or technology in a non-linear pricing context, (1993).
- 18 C. Carabatsou-Pachaki, Rural problems and policy in Greece, (1993).
- 17 Κλ. Ευστρατόγλου, Export trading companies: διεθνής εμπειρία και η περίπτωση της Ελλάδος, (1992).
- 16 Π. Παρασκευαΐδης, Αποτελεσματική προστασία-κόστος εγχώριων πόρων και άνιση κεφαλαιακή δομή της βοοτροφίας, (1992).
- 15 Κ. Καραμπάτσου-Παχάκη, Η αναμόρφωση της κοινής γεωργικής πολιτικής και οι προοπτικές για την Ελλάδα, (1992).
- 14 Κ. Καραμπάτσου-Παχάκη, Αρχές διαμόρφωσης-κριτήρια αξιολόγησης περιφερειακών προγραμμάτων, (1992).
- 13 G. Agapitos and P. Koutsouvelis, "The VAT Harmonization within EEC: Single Market and its Impacts on Greece's Private Consumption and Vat Revenue". Athens, 1992.
- 12 C. Kanellopoulos, Incomes and poverty of the Greek elderly, (1992).
- 11 Δ. Μαρούλης, Οικονομική ανάλυση της μακροοικονομικής πολιτικής στην Ελλάδα στην περίοδο 1960-1990, (1992).
- 10 V. Rapanos, Joint production and taxation, (1992). Δημοσιεύθηκε εις: *Public Finance/Finances Publiques*, vol. 3, 1993.
- 9 V. Rapanos, Technological progress, income distribution, and unemployment in the less developed countries, (1992). Δημοσιεύθηκε εις: *Greek Economic Review*, 1992.
- 8 Ν. Χριστοδουλάκης, Ορισμένες μακροοικονομικές συνέπειες της Ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, (1992).
- 7 L. Athanassiou, Distribution output prices and expenditure, (1992).
- 6 J. Geanakoplos και Η. Polemarchakis, Observability and constrained optima, (1992).
- 5 Ν. Antonakis and D. Karavidas, Defense expenditure and growth in LDCs: the case of Greece, 1950-1985, (1990).

- 4 Κ. Κανελλόπουλος, Παραοικονομία στην Ελλάδα: τί δείχνουν επίσημα στοιχεία, (ελληνικά, 1990 - αγγλικά, 1992). Δημοσιεύθηκε εις: *Greek Economic Review*, vol. 14, no.2, 1992, 215-236.
- 3 J. Dutta and H. Polemarchakis, Credit constraints and investment finance: evidence from Greece, (1990). Δημοσιεύθηκε εις: M. Monti (ed.), *Fiscal Policy, Economic Adjustment and Financial Markets, International Monetary Fund*, (1989).
- 2 L. Athanassiou, Adjustments to the Gini coefficient for measuring economic inequality, (1990).
- 1 Γ. Αλογοσκούφης, Ανταγωνιστικότητα, προσαρμογή μισθών και μακροοικονομική πολιτική στην Ελλάδα, (1990).