

Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ*

Κωνσταντίνα Μάνου

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών

Ευαγγελία Παπαπέτρου

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών και Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Τμήμα Οικονομικών Επιστημών

I ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η οικονομική θεωρία υποστηρίζει ότι είναι σημαντική η μελέτη και ανάλυση της καταναλωτικής και αποταμιευτικής συμπεριφοράς των νοικοκυριών.¹ Η κατανάλωση, η οποία αποτελεί το σημαντικότερο μέρος της συνθηροιστικής ζήτησης, επηρεάζει τη συνολική ζήτηση και, συνεπώς, μεταβολές σε αυτήν προκαλούν διακυμάνσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Επιπλέον, το ποσοστό αποταμίευσης καθορίζει το απόθεμα κεφαλαίου στην οικονομία, το οποίο με τη σειρά του επηρεάζει τη μετάβαση προς τη σταθερή κατάσταση ισορροπίας και προσδιορίζει τις μελλοντικές αναπτυξιακές δυνατότητες της οικονομίας. Τα ποσοστά αποταμίευσης διαφέρουν στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και διάφορες μελέτες επισημαίνουν την ετερογένεια που παρατηρείται στην αποταμιευτική συμπεριφορά μεταξύ των νοικοκυριών στην ΕΕ (βλ. Rocher and Stierle 2015 και ECB 2016). Η Ελλάδα συγκαταλέγεται μεταξύ των χωρών που παρουσιάζουν αρνητικό ποσοστό αποταμίευσης.

Πολλές οικονομικές θεωρίες αναφέρονται στη μελέτη της καταναλωτικής και αποταμιευτικής συμπεριφοράς των νοικοκυριών, όπως η θεωρία του μόνιμου εισοδήματος, του κύκλου ζωής, των δημογραφικών παραγόντων, της αβεβαιότητας κ.λπ. Οι μελέτες χρησιμοποιούν μακροοικονομικά και μικροοικονομικά δεδομένα για τη μελέτη και ανάλυση της αποταμιευτικής/καταναλωτικής συμπεριφοράς και εκτιμούν τις οικονομικές σχέσεις μεταξύ των μεταβλητών με τη χρήση οικονομετρικών υποδειγμάτων.

Οι οικονομολόγοι εξετάζουν τους παράγοντες που επηρεάζουν την κατανάλωση των νοικοκυριών, όπως μεταξύ άλλων το διαθέσιμο

εισόδημα, επισημαίνοντας ότι η αύξησή του αυξάνει την κατανάλωση και αντίστροφα. Επιπλέον, στη διεθνή βιβλιογραφία αναγνωρίζεται η σημασία του πλούτου ως παράγοντα που επηρεάζει την καταναλωτική συμπεριφορά των νοικοκυριών. Τα νοικοκυριά κατέχουν χρηματοοικονομικά στοιχεία (νόμισμα, καταθέσεις, μετοχές κ.λπ.) και μη χρηματοοικονομικά στοιχεία (όπως κατοικίες, εξοπλισμός κ.λπ.), τα οποία συνθέτουν το συνολικό τους πλούτο. Όταν η αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων αυξάνεται, τα νοικοκυριά εκτιμούν ότι είναι περισσότερο πλούσια και αυξάνουν την κατανάλωση. Δηλαδή η κατανάλωση επηρεάζεται κυρίως από το διαθέσιμο εισόδημα και τις αλλαγές που υφίσταται ο πλούτος των νοικοκυριών.

Τα εμπειρικά ευρήματα σχετικά με τις επιπτώσεις του πλούτου στην κατανάλωση είναι ποικίλα, καθώς αναφέρονται σε διαφορετικές χώρες και διαφορετικές περιόδους. Ωστόσο, αναγνωρίζεται ότι για τη μελέτη της επίδρασης του πλούτου στην κατανάλωση πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ των χρηματοοικονομικών και των μη χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (βλ. Cussen and Phelan 2010). Τα εμπειρικά ευρήματα παρέχουν ενδείξεις ότι στην ευρωζώνη τα χρηματοοικονομικά στοιχεία επηρεάζουν περισσότερο την κατανάλωση από τα μη χρηματοοικονομικά στοιχεία.

* Οι απόψεις που παρουσιάζονται στο παρόν άρθρο είναι προσωπικές και δεν απηχούν απαραίτητα τις απόψεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Οι συγγραφείς ευχαριστούν τη Heather Gibson, τους συμμετέχοντες στο εσωτερικό σεμινάριο της Διεύθυνσης Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος, τη Χιόνα Μπαλφούσια, τον Νίκο Καμπέρογλου, την Ευαγγελία Γεωργίου, τον Γιάννη Ασημακόπουλο, τη Μαρία Αλμπάνη, τον Στέλιο Κορρέ και την Όλγα Λυμπεροπούλου για χρήσιμες παρατηρήσεις και σχόλια, καθώς και τον Κωνσταντίνο Καλλία για βοήθεια στην επεξεργασία των στοιχείων. Επίσης θερμές ευχαριστίες εκφράζονται στην ΕΑΣΤΑΤ και ειδικότερα στον Αναστάσιο Νικολαΐδη (Διεύθυνση Εθνικών Λογαριασμών) για την παροχή στατιστικών στοιχείων και χρήσιμων παρατηρήσεων.

1 Σε όλη τη μελέτη γίνεται αναφορά μόνο στα νοικοκυριά, ενώ σε αυτά περιλαμβάνονται και τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που τα εξυπηρετούν (ΜΚΙΕΝ).

κονομικά στοιχεία επηρεάζουν την κατανάλωση, ενώ αντίθετα τα μη χρηματοοικονομικά στοιχεία ενδέχεται να μη διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο (βλ. Skudelny 2009). Άλλες μελέτες καταδεικνύουν ότι στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο τα μη χρηματοοικονομικά στοιχεία επηρεάζουν την κατανάλωση των νοικοκυριών, ίσως επειδή η αγορά κατοικιών στις χώρες αυτές χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερο βάθος. Πρόσφατη μελέτη για χώρες της ευρωζώνης κατέδειξε ότι ο χρηματοοικονομικός και ο μη χρηματοοικονομικός πλούτος των νοικοκυριών ασκούν θετική επίδραση στην κατανάλωση, επισημαίνοντας όμως ότι η επιρροή των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων είναι ισχυρότερη από αυτή των μη χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (βλ. De Bonis and Silvestrini 2012).

Πρόσφατες εξελίξεις στη διεθνή βιβλιογραφία υπογραμμίζουν ότι η αποταμίευση και η κατανάλωση των νοικοκυριών επηρεάζονται από το σταδιακό περιορισμό του χρέους των νοικοκυριών (απομόγλευση). Συγκεκριμένα, υποστηρίζεται ότι η αύξηση της απομόγλευσης των νοικοκυριών κατά την πρόσφατη περίοδο συνδέεται με την αύξηση της αποταμίευσης και τον περιορισμό της κατανάλωσης (βλ. McCarthy and McQuinn 2014, Glick and Lansing 2010). Ωστόσο, νεότερες εμπειρικές μελέτες επισημαίνουν ότι τα αποτελέσματα της απομόγλευσης των νοικοκυριών στην κατανάλωση και την αποταμίευση παρουσιάζουν μεγάλη ετερογένεια μεταξύ των χωρών και συνδέονται άμεσα με τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες που επικρατούν στις χώρες (βλ. Bouis 2015).

Ενώ το διαθέσιμο εισόδημα και ο πλούτος και η συσχέτισή τους με την κατανάλωση και την αποταμίευση αναλύονται εκτενώς στη διεθνή βιβλιογραφία, για την περίπτωση της Ελλάδος η βιβλιογραφία είναι περιορισμένη και μια ολοκληρωμένη ανάλυση του χρηματοοικονομικού πλούτου των νοικοκυριών δεν έχει μέχρι σήμερα διενεργηθεί. Η οικονομετρική διερεύνηση της σχέσης εκφεύγει του πεδίου της παρούσας εργασίας, στην οποία γίνεται ανάλυση του χρηματοοικονομικού πλούτου των

νοικοκυριών και εξετάζεται η διαχρονική εξέλιξή του, με ιδιαίτερη έμφαση στην πλέον πρόσφατη περίοδο. Επιπλέον, παρουσιάζονται αναλυτικά οι συνιστώσες του χρηματοοικονομικού πλούτου, δηλαδή το ενεργητικό και το παθητικό, καθώς και η σύνθεσή τους. Στο πλαίσιο της ανάλυσης αυτής, γίνεται διαχωρισμός των παραγόντων που συμβάλλουν σε μεταβολές της αξίας, τόσο του ενεργητικού όσο και του παθητικού, των νοικοκυριών. Εξετάζεται δηλαδή κατά πόσον αυτές οφείλονται: α) σε συναλλαγές (π.χ. αλλαγή επενδυτικών επιλογών στην περίπτωση του ενεργητικού ή αυξομείωση του χρέους στην περίπτωση του παθητικού), β) σε μεταβολές που επήλθαν στην αξία (κυρίως ανατιμήσεις/υποτιμήσεις) των στοιχείων του ενεργητικού/παθητικού ή γ) σε κάποιο συνδυασμό των παραπάνω.

Στη συνέχεια, αναλύεται η αποταμιευτική συμπεριφορά των νοικοκυριών στην Ελλάδα, αρχικά μέσω της αλληλεπίδρασης των επενδύσεων και του χρέους και ακολούθως μέσω της αλληλεπίδρασης της κατανάλωσης και του διαθέσιμου εισοδήματος. Προς το σκοπό αυτό χρησιμοποιούνται δύο διαφορετικοί τρόποι μέτρησης της αποταμίευσης, που βασίζονται σε διαφορετικές στατιστικές πηγές. Ο πρώτος βασίζεται στους χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς, υπό το πρίσμα του οποίου προκύπτει ο χρηματοοικονομικός ορισμός της αποταμίευσης. Ο δεύτερος βασίζεται στους μη χρηματοοικονομικούς (εθνικούς) λογαριασμούς, βάσει του οποίου προκύπτει ο μη χρηματοοικονομικός (παραδοσιακός) ορισμός της αποταμίευσης. Τέλος, γίνεται μια σύντομη ανασκόπηση της εξέλιξης του διαθέσιμου εισοδήματος και των συνιστωσών του και παρουσιάζεται συνοπτικά η εξέλιξη των πραγματικών τελικών καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών κατά λειτουργικό σκοπό, με έμφαση στην πρόσφατη περίοδο.

Στη μελέτη χρησιμοποιούνται στατιστικά δεδομένα που αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και ειδικότερα από τους τριμηνιαίους λογαριασμούς των χωρών της ζώνης του ευρώ (Euro Area Accounts, EAA), οι οποίοι παρέ-

χουν αναλυτική πληροφόρηση για το εισόδημα, τη δαπάνη, τη χρηματοδότηση αλλά και τις επενδυτικές επιλογές των θεσμικών τομέων κάθε χώρας (νοικοκυριά, μη χρηματοοικονομικές εταιρίες, γενική κυβέρνηση, χρηματοοικονομικές εταιρίες και εξωτερικός τομέας). Οι λογαριασμοί αυτοί περιλαμβάνουν τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς (εθνικούς) λογαριασμούς και τους τριμηνιαίους χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς (στοιχεία κεντρικών τραπεζών), για όλες τις ευρωπαϊκές χώρες και για κάθε θεσμικό τομέα χωριστά, ενώ η αξιοπιστία, η συνέπεια και η συγκρισιμότητά τους εξασφαλίζονται από το Ευρωπαϊκό Σύστημα Εθνικών και Περιφερειακών Λογαριασμών (European System of National and Regional Accounts, ESA 2010).² Η χρήση των στοιχείων αυτών για τη μελέτη και ανάλυση του χρηματοοικονομικού πλούτου των νοικοκυριών και της αποταμιευτικής συμπεριφοράς τους μέσω της αλληλεπίδρασης των επενδύσεων και του χρέους γίνεται για πρώτη φορά στην Ελλάδα.

Η υπόλοιπη μελέτη είναι δομημένη ως εξής: Στην ενότητα 2 παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη του καθαρού χρηματοοικονομικού πλούτου των ελληνικών νοικοκυριών και πώς αυτός επηρεάστηκε από την πρόσφατη κρίση. Στην ενότητα 3 αναδεικνύεται η σύνθεση του χαρτοφυλακίου του ενεργητικού των νοικοκυριών και εξετάζεται η σχετική συνεισφορά των συναλλαγών και των αναπροσαρμογών στη μεταβολή της αξίας του ενεργητικού. Στην ενότητα 4 αναλύονται τα στοιχεία που συνθέτουν το παθητικό των νοικοκυριών και εξετάζεται η σχετική συνεισφορά των συναλλαγών και των αναπροσαρμογών στη μεταβολή της αξίας του. Στην ενότητα 5 γίνεται η παρουσίαση του χρηματοοικονομικού και του μη χρηματοοικονομικού ορισμού της αποταμίευσης. Στην ενότητα 6 παρουσιάζεται το διαθέσιμο εισόδημα και οι συνιστώσες του και στην ενότητα 7 γίνεται συνοπτική αναφορά στην εξέλιξη των πραγματικών καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών κατά λειτουργικό σκοπό. Τέλος, στην τελευταία ενότητα συνοψίζονται τα συμπεράσματα της μελέτης.

2 ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΛΟΥΤΟΥ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Το Διάγραμμα 1 παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη του καθαρού χρηματοοικονομικού πλούτου των ελληνικών νοικοκυριών, ο οποίος ορίζεται, σύμφωνα με το ESA 2010, ως η διαφορά μεταξύ του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού κατά την περίοδο από το α' τρίμηνο του 2002 έως το α' τρίμηνο του 2016.

Από την ανάλυση αναδεικνύονται τρεις υποπερίοδοι:

α) Η πρώτη αφορά το διάστημα από το α' τρίμηνο του 2002 έως και το δ' τρίμηνο 2007, όπου παρατηρείται αύξηση του καθαρού χρηματοοικονομικού πλούτου των ελληνικών νοικοκυριών κατά 30,4% (μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου 2,6%). Η αύξηση αυτή είναι απόρροια του συνδυαστικού αποτελέσματος της αύξησης τόσο της αξίας του συνόλου του ενεργητικού (αύξηση κατά 69,0% – μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου 7,3%) όσο και της αξίας του συνόλου του παθητικού (των υποχρεώσεων) των νοικοκυριών (αύξηση κατά 254,1%³ – μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου 24,8%). Έτσι, το δ' τρίμηνο του 2007 ο καθαρός χρηματοοικονομικός πλούτος ανέρχεται στα 217,5 δισεκ. ευρώ.

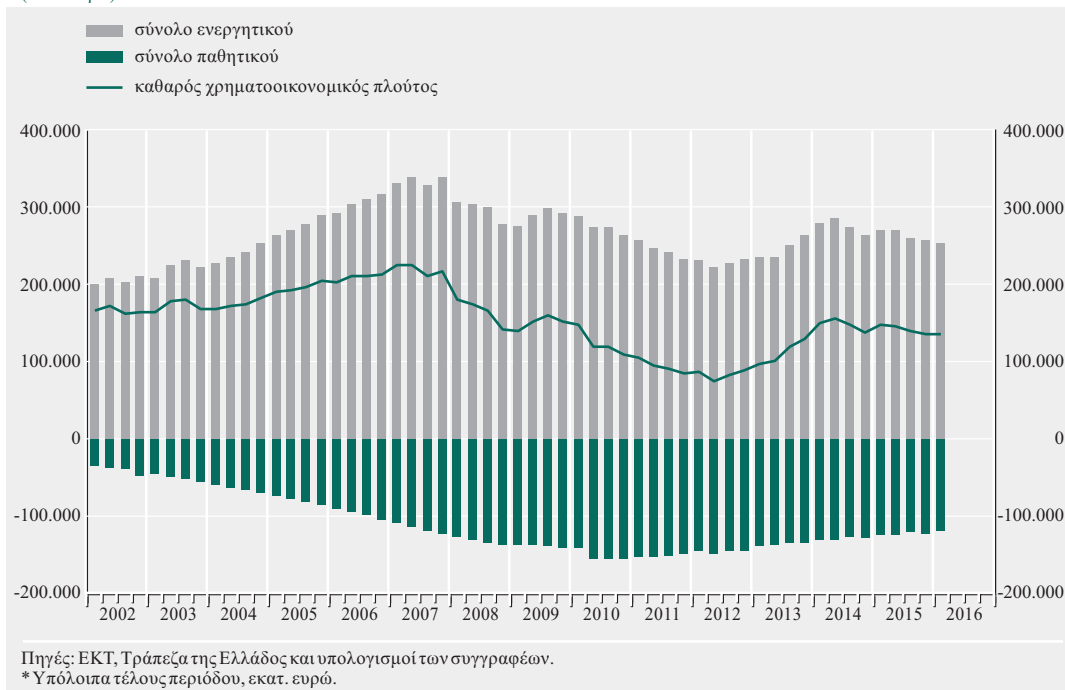
β) Η δεύτερη υποπερίοδος εκτείνεται από το α' τρίμηνο του 2008 έως και το β' τρίμηνο του 2012, διάστημα κατά το οποίο οι συνολικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών συνέχισαν να αυξάνονται (21,7%, μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής

2 Οι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί περιγράφουν την αξία των αγαθών και υπηρεσιών της παραγωγικής δραστηριότητας, τις ροές εισοδήματος που δημιουργούνται από αυτήν τη διαδικασία και την πορεία τους μέσα στην οικονομία. Αντίθετα, οι χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί περιγράφουν τα αποθέματα των χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και υποχρεώσεων. Συγκεκριμένα, οι δύο λογαριασμοί συνδέονται μεταξύ τους, καθώς το έλλειμμα (ή πλεόνασμα) που δημιουργείται από το εισόδημα και τις δαπάνες στους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς εμφανίζεται στη χρηματοοικονομική πλευρά ως μείωση (αύξηση) των χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού ή/και ως αύξηση (μείωση) των υποχρεώσεων (<https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/acc/html/index.en.html>).

3 Στη σημαντική αύξηση των υποχρεώσεων συνέβαλε και η πολύ χαμηλή βάση του υπολοίπου των υποχρεώσεων το α' τρίμηνο του 2002.

Διάγραμμα Ι Καθαρός χρηματοοικονομικός πλούτος των νοικοκυριών*

(εκατ. ευρώ)



περιόδου 5,9%), ενώ συγχρόνως μειωνόταν η αξία του συνόλου του ενεργητικού τους (-33,8%, μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου -7,6%), καθώς η ανοδική τάση που χαρακτήριζε τις τιμές των χρηματοοικονομικών στοιχείων τους είχε πλέον αντιστραφεί, εξαιτίας της χρηματοπιστωτικής κρίσης που αργότερα μετεξελίχθηκε σε κρίση χρέους. Ως αποτέλεσμα, το β' τρίμηνο του 2012 ο καθαρός χρηματοοικονομικός πλούτος είχε υποστεί μείωση κατά 65,3% (μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου -18,4%) συγκριτικά με το α' τρίμηνο του 2008 και διαμορφώθηκε σε 75,6 δισεκ. ευρώ.

γ) Τέλος, η τρίτη υποπερίοδος οριοθετείται από το γ' τρίμηνο του 2012 έως και το α' τρίμηνο του 2016, διάστημα κατά το οποίο οι συνολικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών περιορίζονταν (-20,9%, μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου -5,2%), ενώ παράλληλα αυξανόταν η αξία του συνολικού ενεργητικού τους (12,9%, μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου 3,4%). Ο παραπάνω συνδυασμός έδρασε ενισχυτικά στον καθαρό χρηματοοικονομικό πλούτο των νοικοκυριών, ο οποίος αυξήθηκε κατά 79,8% (μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου 16,4%) συγκριτικά με το γ' τρίμηνο του 2012 και ανήλθε στα 135,9 δισεκ. ευρώ το α' τρίμηνο του 2016. Συνολικά, την περίοδο α' τρίμηνο 2008-α' τρίμηνο 2016 ο καθαρός χρηματοοικονομικός πλούτος των νοικοκυριών υποχώρησε κατά 37,5%.

Στις επόμενες ενότητες 3 και 4 γίνεται αναλυτική παρουσίαση των συνιστωσών του καθαρού χρηματοοικονομικού πλούτου, δηλαδή των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού.

3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Στην οικονομική θεωρία υποστηρίζεται ότι η αξία του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών, είτε πρόκειται για μη χρηματοοικονομικά στοιχεία (κατοικίες) είτε για χρηματοοικονομικά στοιχεία (μετοχές, ομόλογα, καταθέσεις κ.τ.λ.), επηρεάζεται από παράγοντες όπως το

μακροοικονομικό περιβάλλον, οι μεταβολές των τιμών των ακινήτων, το διεθνές οικονομικό περιβάλλον κ.λπ. Αναλυτικότερα, η μείωση των τιμών των ακινήτων, η χρηματοπιστωτική κρίση, η ύπαρξη αβέβαιου πολιτικού περιβάλλοντος, καθώς και ο υφεσιακός οικονομικός κύκλος συνιστούν δυσμενείς παράγοντες μεταβολής της αξίας του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών. Στην παρούσα ενότητα αναλύεται ο χρηματοοικονομικός πλούτος των νοικοκυριών.⁴

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, η αλληλεπίδραση των προαναφερθέντων παραγόντων οδηγεί σε ανασύνθεση του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών στην προσπάθεια των τελευταίων να διαφυλάξουν την αξία του και να περιορίσουν, κατά το δυνατόν, ενδεχόμενες απομειώσεις του (βλ. Arrondel et al. 2014, Cussen and Phelan 2010, Cussen et al. 2012 και Cooper 2013). Η ανασύνθεση αυτή καθορίζεται είτε άμεσα από την απόκτηση νέων στοιχείων ή την πώληση των στοιχείων του ενεργητικού που ήδη κατέχουν τα νοικοκυριά (μετοχές, ομόλογα, καταθέσεις κ.λπ.) ή ακόμη και τη στοχευμένη μετατόπιση από χρηματοοικονομικά στοιχεία υψηλού κινδύνου σε χαμηλού, δηλαδή από συναλλαγές, είτε έμμεσα από αλλαγή που έχει επέλθει στην αξία των χρηματοοικονομικών στοιχείων, δηλαδή από αναπροσαρμογές (ανατιμήσεις-υποτιμήσεις, μεταβολή συναλλαγματικής ισοτιμίας, αναταξινόμησης).

Η ανάλυση των διαχρονικών μεταβολών στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών είναι σημαντική, καθώς αποτυπώνει ποιο μέρος από αυτές οφείλεται σε *συναλλαγές* (επενδυτικές επιλογές) και ποιο σε *αναπροσαρμογές* (μεταβολές της αξίας). Στην πρώτη περίπτωση, αντλούνται πληροφορίες για το επενδυτικό πρότυπο των νοικοκυριών και για ενδεχόμενη αλλαγή που αυτό υφίσταται, δηλαδή για την προτίμηση ή αποστροφή των νοικοκυριών απέναντι σε επενδύσεις που ενέχουν υψηλό κίνδυνο-απόδοση και σε αυτές που χαρακτηρίζονται ως άμεσα ρευστοποιήσιμες ή ως λιγότερο άμεσα ρευστοποιήσιμες. Στη δεύτερη περίπτωση, σημαντική είναι η

επίδραση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και των χρηματιστηριακών διακυμάνσεων στη μεταβολή της αξίας του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών και κατά συνέπεια στη σύνθεσή του.

Πρόσφατη μελέτη των Cussen et al. (2012) εξετάζει, μεταξύ άλλων, τη συμπεριφορά νοικοκυριών από 24 χώρες της ΕΕ κατά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση. Οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι το 2008 σχεδόν όλα τα νοικοκυριά των χωρών της ΕΕ⁵ στράφηκαν σε περισσότερο ασφαλείς επενδύσεις-τοποθετήσεις, όπως είναι το νόμισμα και οι καταθέσεις, εις βάρος των μετοχών και των χρεογράφων. Κατ' αυτόν τον τρόπο, τα νοικοκυριά έδειξαν την καθαρή προτίμησή τους για επενδύσεις σε στοιχεία μειωμένου κινδύνου-απόδοσης και αυξημένης ρευστότητας.

3Α ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ ΤΟΥ

Στα Διαγράμματα 2 και 3 αναδεικνύεται η επίδραση των μακροοικονομικών συνθηκών και της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης στην αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου των ελληνικών νοικοκυριών.

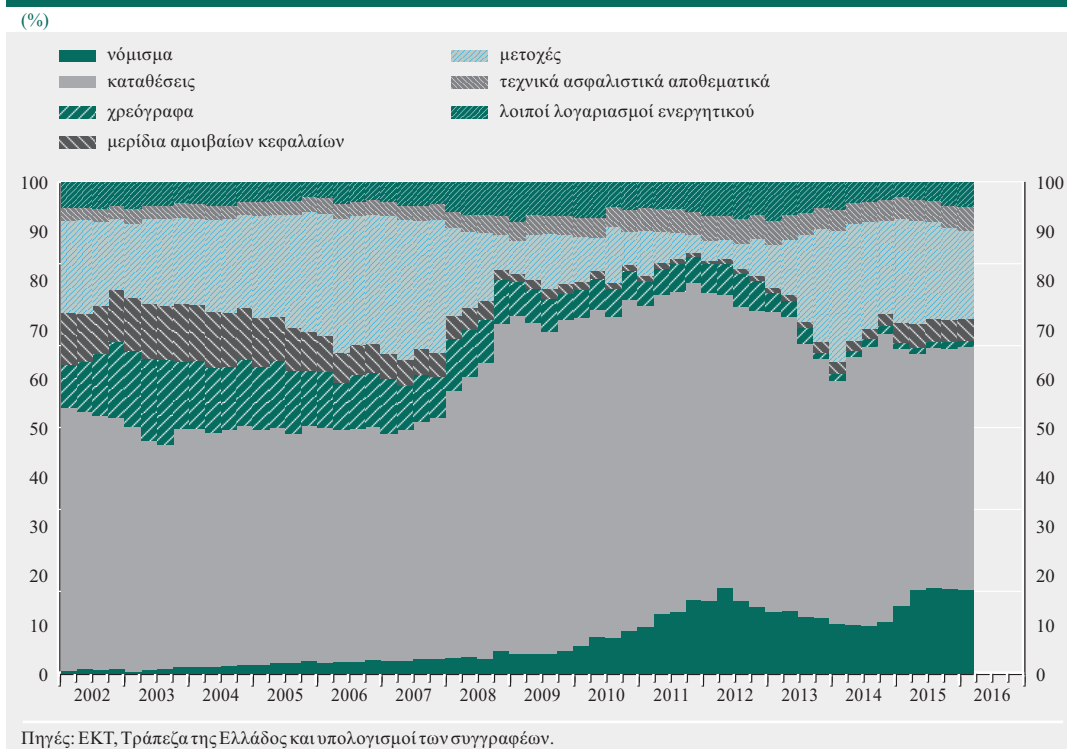
Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2, το διάστημα πριν από την κρίση (μέσος όρος περιόδου α' τρίμηνο 2002-δ' τρίμηνο 2007), το χαρτοφυλάκιο των νοικοκυριών είχε την ακόλουθη σύνθεση: το 21,5% του συνόλου του ενεργητικού αφορούσε μετοχές, το 12,3% χρεόγραφα, το 8,8% μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, ενώ οι καταθέσεις αντιπροσώπευαν ποσοστό 48,5%, καταδεικνύοντας την προτίμηση των ελληνικών νοικοκυριών για συντηρητικές επενδυτικές επιλογές. Ο ρόλος των υπόλοιπων κατηγοριών, όπως το νόμισμα σε κυκλοφορία, τα τεχνικά ασφαλιστικά αποθεματικά και οι λοιποί λογαριασμοί, ήταν επουσιώδης (βλ. Zarco 2009).

4 Στοιχεία για την αξία του αποθέματος των κατοικιών για τα ελληνικά νοικοκυριά δεν είναι διαθέσιμα και συνεπώς δεν μπορεί να αποτιμηθεί ο συνολικός πλούτος των νοικοκυριών.

5 Με εξαίρεση την Εσθονία, τη Λιθουανία και το Λουξεμβούργο.



Διάγραμμα 2 Εξέλιξη της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου του ενεργητικού (χρηματοοικονομικά στοιχεία) των νοικοκυριών



Μετά την έναρξη της κρίσης, παρατηρείται αποστροφή προς τον κίνδυνο και αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών, καθώς σημειώνεται έντονη στροφή σε περισσότερα ασφαλείς επιλογές και σε μορφές χρηματοοικονομικού πλούτου πιο άμεσα ρευστοποιήσιμες, όπως είναι οι καταθέσεις, ενώ το μερίδιο του πλούτου των νοικοκυριών σε μετοχές, χρεόγραφα και αμοιβαία κεφάλαια μειώνεται αισθητά. Επίσης, σε περιόδους κατά τις οποίες επικρατούσαν συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας στη χώρα, ακόμη και οι καταθέσεις έχαναν την ελκυστικότητά τους και η διακράτηση μετρητών (νόμισμα σε κυκλοφορία) αυξανόταν.

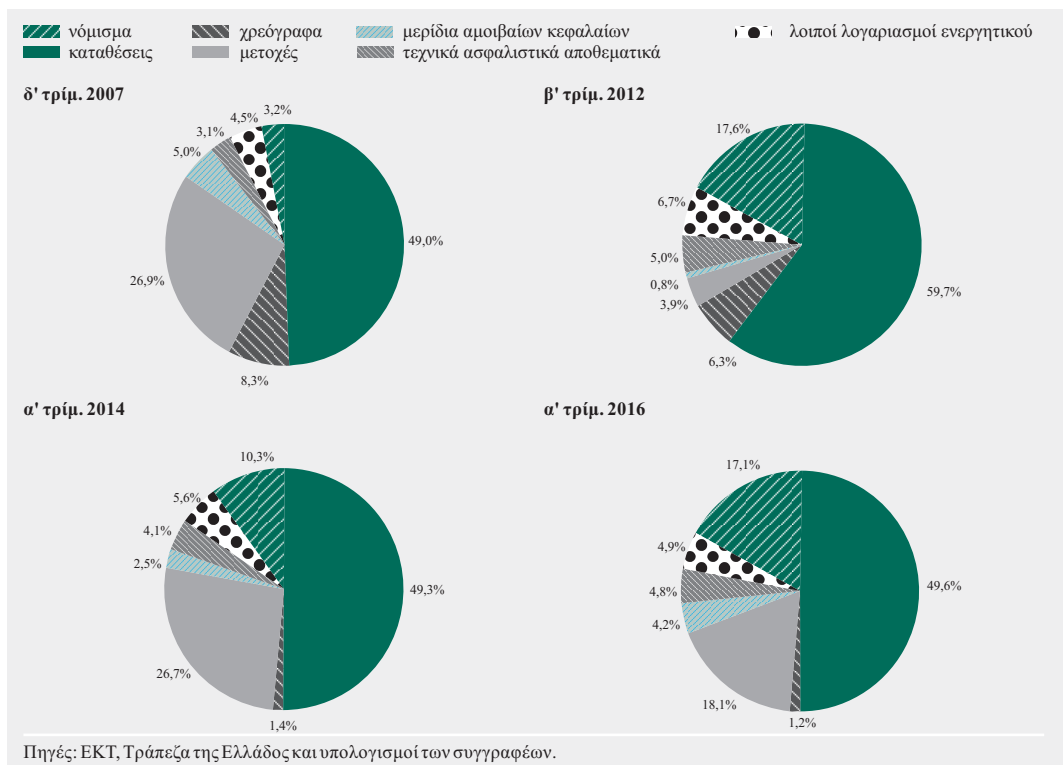
Αναλυτικότερα, το Διάγραμμα 3 απεικονίζει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών σε τέσσερις διακριτές χρονικές στιγμές.

α) Πριν από την κρίση (συγκεκριμένα το δ' τρίμηνο του 2007), οι μετοχές, τα χρεόγραφα και τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούσαν το

40,2% του συνόλου του ενεργητικού. Οι καταθέσεις αντιπροσώπευαν το 49%, ποσοστό ιδιαίτερα υψηλό για ένα ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον, γεγονός που καταδεικνύει απροθυμία ανάληψης κινδύνου εκ μέρους των ελληνικών νοικοκυριών, η οποία ευνοεί ασφαλή επενδυτικά προϊόντα με δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης. Το μερίδιο του νομίσματος σε κυκλοφορία ήταν αμελητέο (3,2%).

β) Κατά την δξυνση της κρίσης με αποκορύφωμα το β' τρίμηνο του 2012, η οικονομική αβεβαιότητα αύξησε τη ροπή των νοικοκυριών προς αποθησαυρισμό, με αποτέλεσμα το μεν μερίδιο των μετρητών να αυξηθεί σημαντικά, από 3,2% που ήταν πριν την έναρξη της κρίσης σε 17,6% του συνόλου του ενεργητικού των νοικοκυριών, το δε μερίδιο των καταθέσεων από 49,0% σε 59,7%, εις βάρος κυρίως του μεριδίου των μετοχών, που περιορίζεται σημαντικά στο 3,9% από 26,9%, και των χρεογράφων, που υποχωρεί στο 6,3% από 8,3%.

Διάγραμμα 3 Σύνθεση του ενεργητικού των νοικοκυριών σε διακριτές χρονικές στιγμές



γ) Το α' τρίμηνο του 2014 η εικόνα της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών μοιάζει με αυτήν προ της κρίσης αναφορικά με τις κατηγορίες των μετοχών (26,7% στο σύνολο του χαρτοφυλακίου) και των καταθέσεων (49,3%). Η διαφορά έγκειται κυρίως στο αυξημένο μερίδιο του νομίσματος σε κυκλοφορία (10,3% από 3,2%) και στο μειωμένο μερίδιο των χρεογράφων (1,4% από 8,3%) επί του συνόλου του χαρτοφυλακίου συγκριτικά με τα προ κρίσης μερίδια.

δ) Η πρόσφατη εικόνα του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών (α' τρίμηνο του 2016) αποτυπώνεται στην εκ νέου αύξηση του μεριδίου διακράτησης μετρητών στο 17,1% από 10,3% το α' τρίμηνο του 2014 και στη μείωση του μεριδίου των μετοχών στο 18,1% από 26,7%. Το μερίδιο των καταθέσεων παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο συγκριτικά με το α' τρίμηνο του 2014.

3B ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ (ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ) ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Όπως προαναφέρθηκε, η ανάλυση των συναλλαγών εστιάζει στους παράγοντες που ενδεχομένως επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις και τη γενικότερη συμπεριφορά των νοικοκυριών στο πλαίσιο του εκάστοτε οικονομικού περιβάλλοντος, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσης. Ειδικότερα, η χρηματοοικονομική κρίση ωθεί τα νοικοκυριά να προβούν σε επενδυτικές επιλογές αυξημένης ρευστότητας και περιορισμένου κινδύνου, στην προσπάθειά τους να μειώσουν την έκθεσή τους σε μελλοντικές χρηματιστηριακές διακυμάνσεις και να περιορίσουν περαιτέρω απώλειες χρηματοοικονομικού πλούτου. Επίσης, η μικρότερη ανοχή των νοικοκυριών απέναντι στην ανάληψη επενδυτικού κινδύνου αντανακλάται στη στροφή τους σε περισσότερο ασφαλείς επενδύσεις, οι οποίες να μπο-

Διάγραμμα 4 Συναλλαγές νοικοκυριών σε ακίνητα και χρηματοοικονομικά στοιχεία*

(εκατ. ευρώ)



ρούν να χρησιμοποιηθούν και ως αντιστάθμισμα στη διακράτηση επισφαλών επενδυτικών προϊόντων που ήδη κατέχουν. Οι μεταβολές που επήλθαν στην αξία των στοιχείων του ενεργητικού λόγω συναλλαγών παρουσιάζονται στα Διαγράμματα 4 και 5.

Συγκεκριμένα, στο Διάγραμμα 4⁶ απεικονίζονται οι επενδύσεις των νοικοκυριών τόσο σε πάγιο κεφάλαιο (δηλαδή κατά κύριο λόγο κατοικίες),⁷ δεδομένου του σημαντικού μεγέθους τους στο σύνολο των επενδύσεών τους πριν από την κρίση, όσο και σε χρηματοοικονομικά στοιχεία, από το α' τρίμηνο του 2006 μέχρι το α' τρίμηνο του 2016.

Τα νοικοκυριά μειώνουν τις επενδύσεις σε κατοικίες από το α' τρίμηνο του 2008, δηλαδή μισό χρόνο νωρίτερα από το διάστημα στο οποίο ξεκίνησαν να υποχωρούν οι τιμές των ακινήτων. Μετέπειτα, ακολουθώντας την τάση συνεχούς συρρίκνωσης των τιμών των ακινήτων, περιορίζεται σημαντικά η επένδυση σε αυτά. Συγκεκριμένα, οι επενδύσεις των νοικοκυριών σε κατοικίες περιορίζονται σε 1,2 δισεκ. ευρώ το α' τρίμηνο του 2016 από 8,1 δισεκ. ευρώ το α' τρίμηνο του 2008, με βάση τον κινητό μέσο όρο τεσσάρων τριμήνων.⁸

Παράλληλα, η μείωση των επενδύσεων των νοικοκυριών σε χρηματοοικονομικά στοιχεία έλαβε χώρα από το γ' τρίμηνο του 2007 και εντάθηκε από το α' τρίμηνο του 2009, καθώς αυξήθηκε σημαντικά η ανεργία και μειώθηκε το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών.

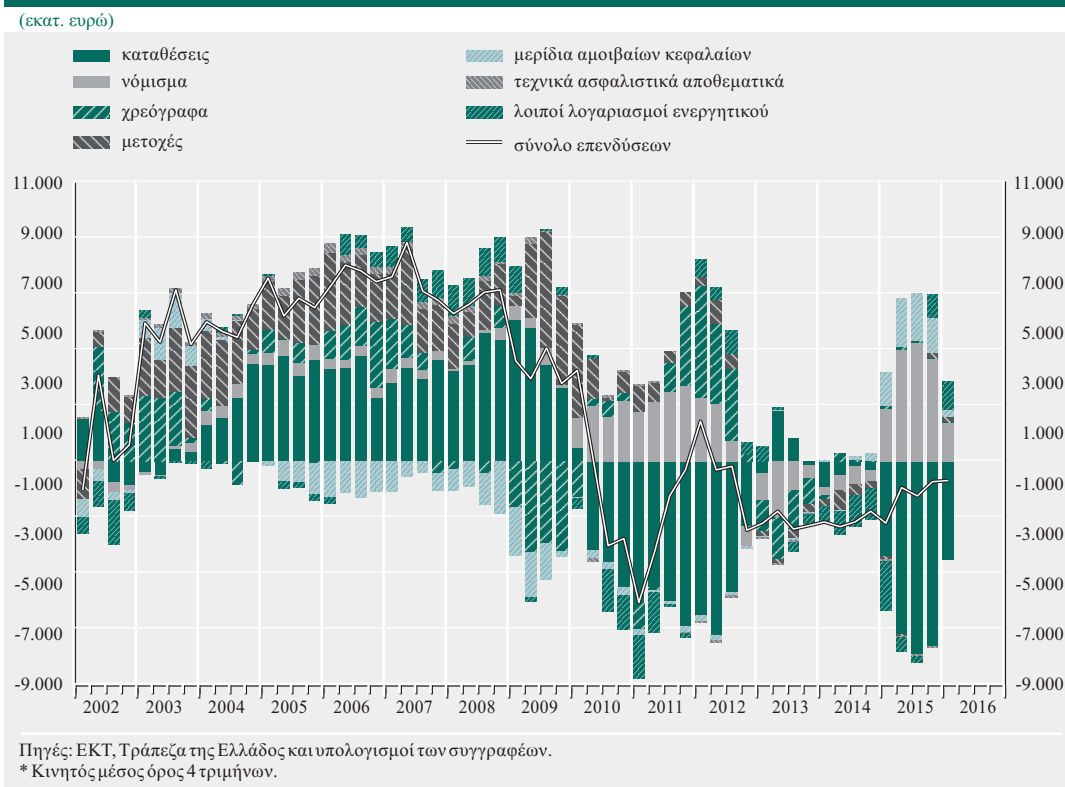
Επιπλέον, στο Διάγραμμα 5 απεικονίζεται η σύνθεση των επενδύσεων (συναλλαγών) των νοικοκυριών αναφορικά με τα στοιχεία του

6 Στην ανάλυση και στα διαγράμματα χρησιμοποιείται ο κινητός μέσος όρος τεσσάρων τριμήνων, προκειμένου να εξομαλύνεται η εποχικότητα των σειρών.

7 Από τις ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου των νοικοκυριών, το μεγαλύτερο μέρος είναι κατοικίες. Επίσης, σε αυτές περιλαμβάνονται και αγορές εξοπλισμού εκ μέρους των ατομικών επιχειρήσεων, των αγροτών και των ελεύθερων επαγγελματιών, καθώς και η καλλιέργεια εκτάσεων (ΕΣΑ 2010).

8 Όπως αναφέρεται στην έκθεση Νομισματική Πολιτική 2015-2016 της Τράπεζας της Ελλάδος (Ιούνιος 2016), σωρευτικά από την αρχή της οικονομικής κρίσης, δηλαδή από το 2008 (μέσο επίπεδο) έως και το α' τρίμηνο του 2016, η συνολική υποχώρηση των τιμών των κατοικιών προσέγγισε σε ονομαστικούς όρους το 41,3%.

Διάγραμμα 5 Συναλλαγές σε στοιχεία του ενεργητικού των νοικοκυριών *



ενεργητικού τους, με βάση τον κινητό μέσο όρο τεσσάρων τριμήνων.⁹

Το διάστημα πριν από το 2009 οι καταθέσεις αποτελούσαν το σημαντικότερο μέρος των επενδυτικών προτιμήσεων των νοικοκυριών, γεγονός που δείχνει επιφυλακτικότητα και μικρό βαθμό ανοχής απέναντι σε επισφαλή επενδυτικά προϊόντα. Ανάλογα ευρήματα παρουσιάζονται σε μελέτη της Eurostat για τα νοικοκυριά και τα ΜΚΙΕΝ της ΕΕ, στην οποία αναφέρεται ότι το 2007 η Ελλάδα ήταν η δεύτερη χώρα, μετά τη Σλοβακία, στη συμμετοχή των καταθέσεων και του νομίσματος σε κυκλοφορία επί του συνόλου του ενεργητικού του χαρτοφυλακίου (βλ. Zarco 2009).

Κατόπιν, σε αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων, με την ανάληψη αντίστοιχου κινδύνου, ακολουθούσαν οι τοποθετήσεις σε μετοχές και, σε μικρότερο βαθμό, σε χρεόγραφα. Οι επενδύσεις σε τεχνικά ασφαλιστικά αποθε-

ματικά ήταν ελάχιστες, όπως και η διακράτηση μετρητών από τα νοικοκυριά. Αξιοσημείωτο επίσης είναι ότι, ακόμη και την περίοδο ταχείας οικονομικής ανάπτυξης της χώρας (2004-2007), παρατηρούνταν αποεπένδυση εκ μέρους των νοικοκυριών σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς οι αποδόσεις τους δεν κρίνονταν ελκυστικές.

Η παραπάνω εικόνα άλλαξε σημαντικά μετά την έναρξη της οικονομικής κρίσης, οπότε τα νοικοκυριά, εμφανώς ήδη από τις αρχές του 2010, απέσυραν καταθέσεις και αύξησαν τη διακράτηση μετρητών (νομίσματος σε κυκλοφορία) λόγω του δυσμενούς οικονομικού περιβάλλοντος και της αυξημένης οικονομικής αβεβαιότητας. Παράλληλα, περιόρισαν δραστηκά τις καθαρές τοποθετήσεις τους σε μετο-

⁹ Σημειώνεται ότι στις επενδύσεις σε καταθέσεις, χρεόγραφα, μετοχές και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων συμπεριλαμβάνονται και αυτές του εξωτερικού.

χές και χρεόγραφα,¹⁰ ενώ σχεδόν εκμηδένισαν αυτές που αφορούν ασφαλιστικά προϊόντα. Η έντονη στροφή των νοικοκυριών σε πιο ασφαλείς επενδύσεις ενδεχομένως αντανακλά, εκτός από τη μικρότερη επιθυμία για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου υπό συνθήκες μεγάλης αβεβαιότητας, και την ανάγκη αντιστάθμισης των επισφαλών επενδυτικών προϊόντων που ήδη κατείχαν στο χαρτοφυλάκιό τους.

Το πρώτο εξάμηνο του 2015, ως συνέπεια της αύξησης της οικονομικής αβεβαιότητας λόγω των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων με τους δανειστές, παρατηρήθηκαν μεγάλες εκροές καταθέσεων εκ μέρους των νοικοκυριών, αύξηση της διακράτησης μετρητών (αποθησαυρισμός) και τοποθετήσεις σε αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού (κυρίως διαχείρισης διαθεσίμων σε ευρώ). Η επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων στις 28 Ιουνίου 2015 ανέκοψε τον αποθησαυρισμό και τις μεγάλες εκροές καταθέσεων εκ μέρους των νοικοκυριών.

3Γ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΩΝ (ΑΝΑΤΙΜΗΣΕΩΝ/ΥΠΟΤΙΜΗΣΕΩΝ) ΣΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Οι μεταβολές που επήλθαν στην αξία των στοιχείων του ενεργητικού των νοικοκυριών, είτε λόγω αναπροσαρμογών είτε λόγω στατιστικών αναταξινομήσεων, παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 6.

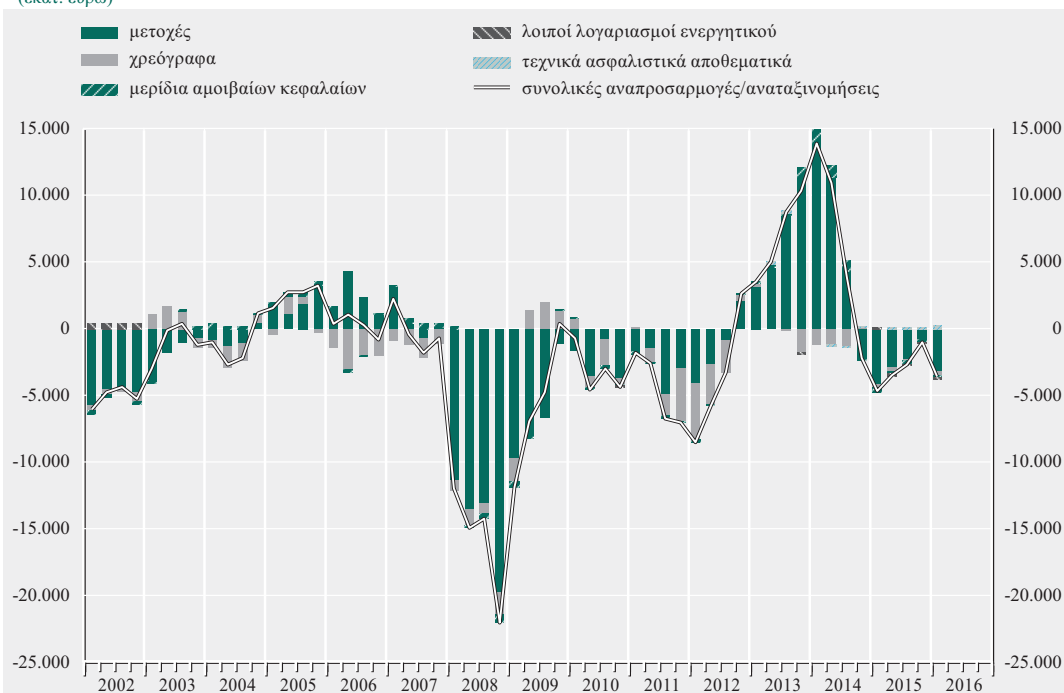
Τα συμπεράσματα που συνάγονται από την ανάλυση είναι τα εξής:

α) Το μεγαλύτερο μέρος της υποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού των νοικοκυριών έλαβε χώρα κατά τα πρώιμα στάδια της κρίσης (2008-2009) και λιγότερο μετέπειτα (2010-2012). Αντίθετα, την περίοδο δ' τρίμηνο 2012-γ' τρίμηνο 2014 υπήρξε αξιοσημείωτη ανατί-

¹⁰ Οι συναλλαγές σε χρεόγραφα την περίοδο 2011-2012 σχετίζονται με τη διαδικασία ανταλλαγής των ελληνικών κρατικών ομολόγων του ιδιωτικού τομέα (PSI).

Διάγραμμα 6 Μεταβολές στην αξία των στοιχείων του ενεργητικού των νοικοκυριών*

(εκατ. ευρώ)



Πηγές: ΕΚΤ, Τράπεζα της Ελλάδος και υπολογισμοί των συγγραφέων.
* Κινητός μέσος όρος 4 τριμήνων.

μηση της αξίας του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών, που συμβάδιζε με τη βελτίωση του γενικότερου οικονομικού κλίματος. Κατόπιν, το πρώτο εξάμηνο του 2015, η αύξηση της αβεβαιότητας συνέβαλε στην εκ νέου υποτίμηση της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού των νοικοκυριών.

β) Οι μετοχές κατά κύριο λόγο και δευτερευόντως τα χρεόγραφα κατείχαν τη βαρύνουσα συμμετοχή στις αναπροσαρμογές της αξίας του συνόλου του ενεργητικού των νοικοκυριών. Ο ρόλος των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων, των τεχνικών ασφαλιστικών αποθεματικών και των λοιπών λογαριασμών ήταν αμελητέος.

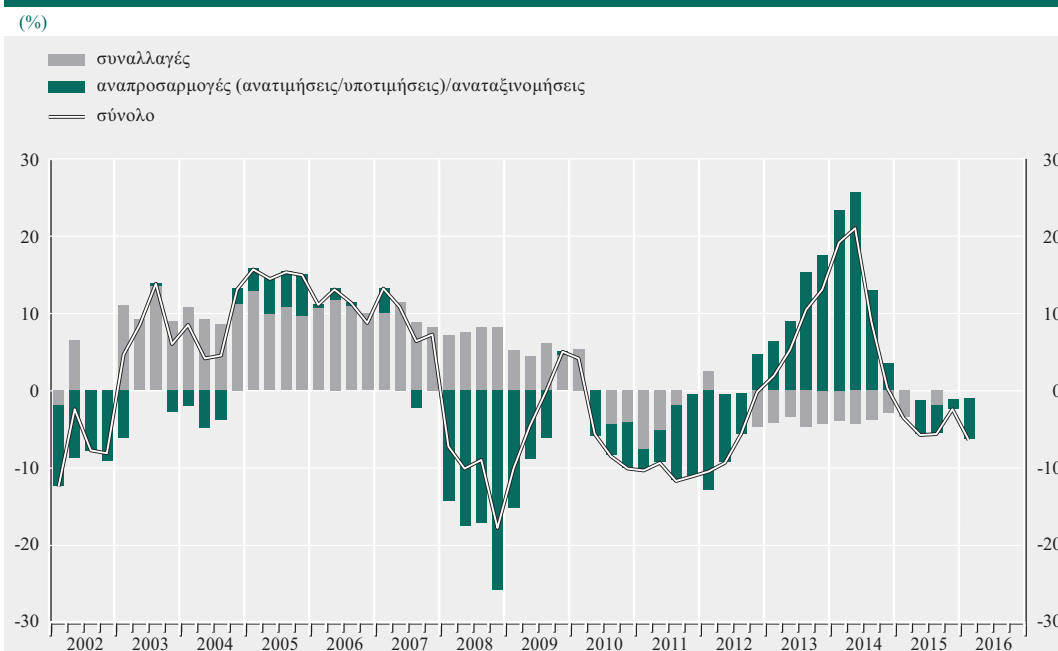
γ) Το διάστημα α' τρίμηνο 2008-β' τρίμηνο 2012 σημειώθηκε μεγάλη απομείωση της αξίας των μετοχών που διακρατούσαν τα νοικοκυριά, σημαντικό μέρος της οποίας ανακτήθηκε μετέπειτα μέχρι το α' τρίμηνο του 2014. Εν συνεχεία, επήλθε και πάλι απομείωση στην αξία των μετοχών μέχρι το α' τρίμηνο του 2016.

3Δ Η ΣΧΕΤΙΚΗ ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΩΝ (ΑΝΑΤΙΜΗΣΕΩΝ/ΥΠΟΤΙΜΗΣΕΩΝ) ΣΤΗ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Η σχετική συνεισφορά των *συναλλαγών* και των *αναπροσαρμογών* (ανατιμήσεων/υποτιμήσεων) στην ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του συνόλου της αξίας του ενεργητικού των νοικοκυριών παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 7.

Την περίοδο πριν από το 2008, στη μεταβολή (αύξηση) της αξίας του συνόλου του ενεργητικού των νοικοκυριών συνέβαλαν σχεδόν αποκλειστικά οι συναλλαγές, με εξαίρεση το διάστημα δ' τρίμηνο 2004-δ' τρίμηνο 2005, κατά το οποίο υπήρχε και θετική συνεισφορά από τις αναπροσαρμογές. Η εικόνα αυτή διαφοροποιήθηκε μετέπειτα και ιδιαίτερα κατά το πρώιμο στάδιο της κρίσης (2008-2009), καθώς οι απομειώσεις που συνέβαιναν στο σύνολο της αξίας του ενεργητικού των νοικοκυριών δεν μπορούσαν να αντισταθμιστούν από τις θετικές ροές (συναλλαγές) που επίσης

Διάγραμμα 7 Σύνολο ενεργητικού νοικοκυριών*



Πηγές: ΕΚΤ, Τράπεζα της Ελλάδος και υπολογισμοί των συγγραφέων.
* Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες.

πραγματοποιούνταν το διάστημα αυτό.¹¹ Συνεπώς, η αξία του συνόλου του ενεργητικού των νοικοκυριών συρρικνωνόταν.

Την περίοδο 2010-2012, η επίσης αρνητική μεταβολή της αξίας του ενεργητικού των νοικοκυριών οφειλόταν, εκτός από τις υποτιμήσεις, και σε αρνητικές συναλλαγές (αποεπενδύσεις). Αντίθετα, το διάστημα 2013-2014 παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση της αξίας του συνόλου του ενεργητικού, που αποδίδεται κυρίως σε ανατιμήσεις οι οποίες υπεραντιστάθμιζαν τις συγκριτικά μικρές αρνητικές συναλλαγές. Από το 2015 και έπειτα, οι εκτεταμένες υποτιμήσεις από κοινού με τις μικρές αποεπενδύσεις συνέβαλαν αρνητικά στη μεταβολή της αξίας του ενεργητικού των νοικοκυριών.

4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

4Α ΟΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Την περίοδο που προηγήθηκε της χρηματοπιστωτικής κρίσης, με έμφαση στο διάστημα που χαρακτηρίστηκε από ταχεία οικονομική ανάπτυξη για την Ελλάδα, δηλαδή από το 2004 έως το 2007, παρατηρήθηκε συνεχής και σημαντική αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων των νοικοκυριών,¹² κυρίως με σκοπό την πραγματοποίηση επενδύσεων σε κατοικίες, όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 8.

Ανάλογα ευρήματα για διάφορες βιομηχανικές χώρες παρουσιάζονται από τους Bê Duc and Le Breton (2009) και Glick and Lansing (2010). Οι Glick and Lansing (2010) αναλύουν τη σχέση ανάμεσα στην αυξανόμενη μόχλευση των νοικοκυριών διαφόρων βιομηχανικών χωρών, συμπεριλαμβανομένων των ΗΠΑ, την πορεία των τιμών των κατοικιών και την κατανάλωση, εστιάζοντας το ενδιαφέρον τους στη δεκαετία προ του 2007, δηλαδή πριν από την εμφάνιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι όσο μεγαλύτερη ήταν η εξάπλωση της χρήσης δανειακού χρήματος (μόχλευση), τόσο ταχύτερη ήταν η

αύξηση στις τιμές των ακινήτων των εξεταζόμενων χωρών. Επιπλέον, όταν οι οικονομικές συνθήκες επιδεινώθηκαν και ταυτόχρονα υποχώρησαν οι τιμές των ακινήτων, η αρνητική επίδραση στην κατανάλωση ήταν μεγαλύτερη για τις χώρες που χαρακτηρίζονταν από υψηλά επίπεδα μόχλευσης.

Οι συνολικές υποχρεώσεις των ελληνικών νοικοκυριών αυξάνονταν σταθερά από το α' τρίμηνο του 2002 έως και το γ' τρίμηνο του 2010,¹³ οπότε έφθασαν στην κορύφωσή τους σημειώνοντας αύξηση κατά 347%. Αξιοσημείωτο είναι ότι παρατηρήθηκε αύξηση, έστω και με ηπιότερους ρυθμούς, και μετά το α' τρίμηνο του 2008, οπότε σηματοδοτείται η αρχή μείωσης των τιμών των ακινήτων των νοικοκυριών. Ωστόσο, κατά την επιδείνωση της κρίσης και με την εφαρμογή των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής της χώρας από το 2010 και μετά, τα νοικοκυριά άρχισαν σταδιακά να περιορίζουν την καθαρή δημιουργία νέου χρέους.

Αναλυτικότερα, μερικοί από τους παράγοντες που συνέβαλαν προς αυτή την κατεύθυνση ήταν η θέσπιση αυστηρότερων κριτηρίων χορήγησης πιστώσεων εκ μέρους των τραπεζών, όπως καταγράφεται στις Έρευνες για τις Τραπεζικές Χορηγήσεις, και η άνοδος των επιτοκίων στις βασικές κατηγορίες δανείων. Παράλληλα, όπως αναφέρεται και στην Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2010 (Απρίλιος 2011), σημαντικό ρόλο διαδραμάτισε και η επιδείνωση των μακροοικονομικών συνθηκών (αύξηση ανερ-

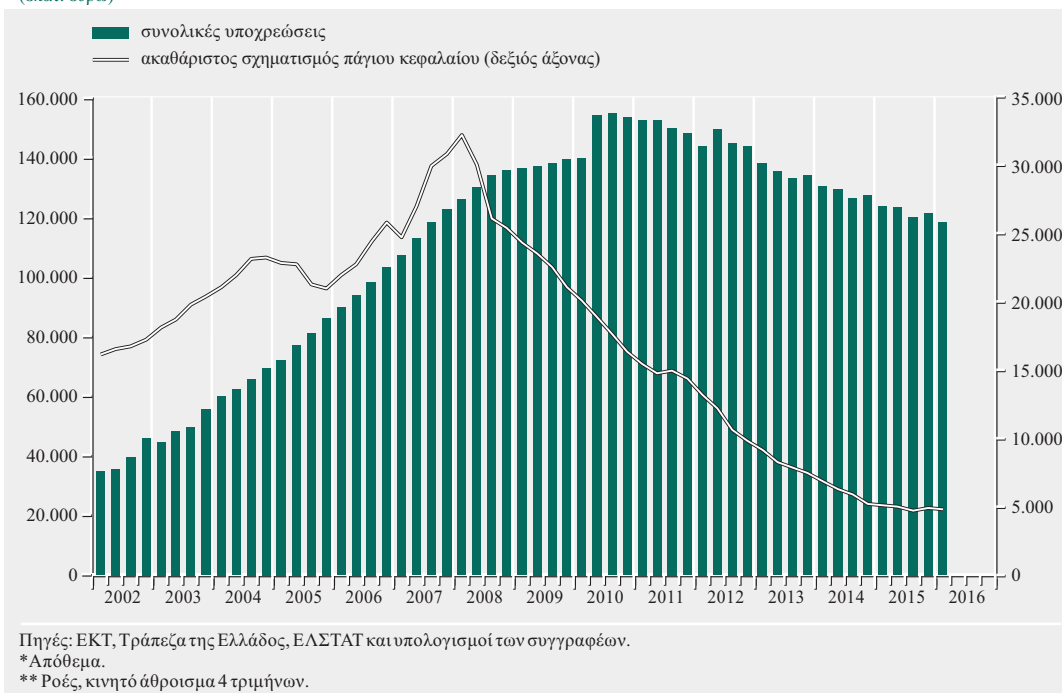
11 Στη μελέτη των Cussen and Phelan (2010) για την Ιρλανδία, φαίνεται ότι την περίοδο πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση (2003-2007) οι μεταβολές της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού των νοικοκυριών οφειλόταν σχεδόν εξίσου στην αύξηση των συναλλαγών τους και σε ανατιμήσεις. Μετέπειτα, κατά τη διάρκεια της κρίσης των ετών 2007-2009, η εικόνα μείωσης της αξίας του ενεργητικού των ιρλανδικών νοικοκυριών μοιάζει με αυτή των ελληνικών, όπου η συμβολή των υποτιμήσεων είναι μεγαλύτερη από τη συμβολή των θετικών συναλλαγών.

12 Όπως αναφέρθηκε και στην υποσημείωση 3, η δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών αυξανόταν μεν, αλλά από αρχικό χαμηλό επίπεδο σε σχέση με τις άλλες χώρες της ευρωζώνης.

13 Η απότομη αύξηση που παρατηρήθηκε στις συνολικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών από τον Ιούνιο του 2010 οφείλεται σε στατιστικές αναταξινόμησεις. Συγκεκριμένα, από το εν λόγω διάστημα τα δάνεια προς τους ελεύθερους επαγγελματίες, τους αγρότες και τις ατομικές επιχειρήσεις δεν περιλαμβάνονται στα δάνεια προς τις επιχειρήσεις, αλλά στα δάνεια προς τα νοικοκυριά. Επιπλέον, στα δάνεια προς τα ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα περιλαμβάνονται και τα δάνεια προς τα εκκλησιαστικά ιδρύματα.

Διάγραμμα 8 Συνολικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών* και επενδύσεις σε κατοικίες**

(εκατ. ευρώ)



γίας, μείωση διαθέσιμου εισοδήματος), η οποία συμπαρέσυρε και τη χρηματοοικονομική κατάσταση των νοικοκυριών, περιορίζοντας τόσο τη δυνατότητά τους όσο και τη διάθεσή τους για ανάληψη νέου χρέους. Συνολικά, στο διάστημα δ' τρίμηνο 2010-α' τρίμηνο 2016 τα νοικοκυριά περιορίσαν τις συνολικές υποχρεώσεις τους κατά 23,8% σε σύγκριση με τα ανώτατα επίπεδα του γ' τριμήνου του 2010.

4B Η ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Οι κύριες κατηγορίες που συνθέτουν τις υποχρεώσεις των νοικοκυριών είναι τα δάνεια και οι λοιποί λογαριασμοί παθητικού, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 9. Οι συνολικές δανειακές υποχρεώσεις των νοικοκυριών το α' τρίμηνο του 2016 ήταν μειωμένες κατά 21,7% σε σχέση με τα ανώτατα επίπεδα του γ' τριμήνου του 2010.

Οι κυριότερες υποκατηγορίες που συνθέτουν τις δανειακές υποχρεώσεις των νοικοκυριών

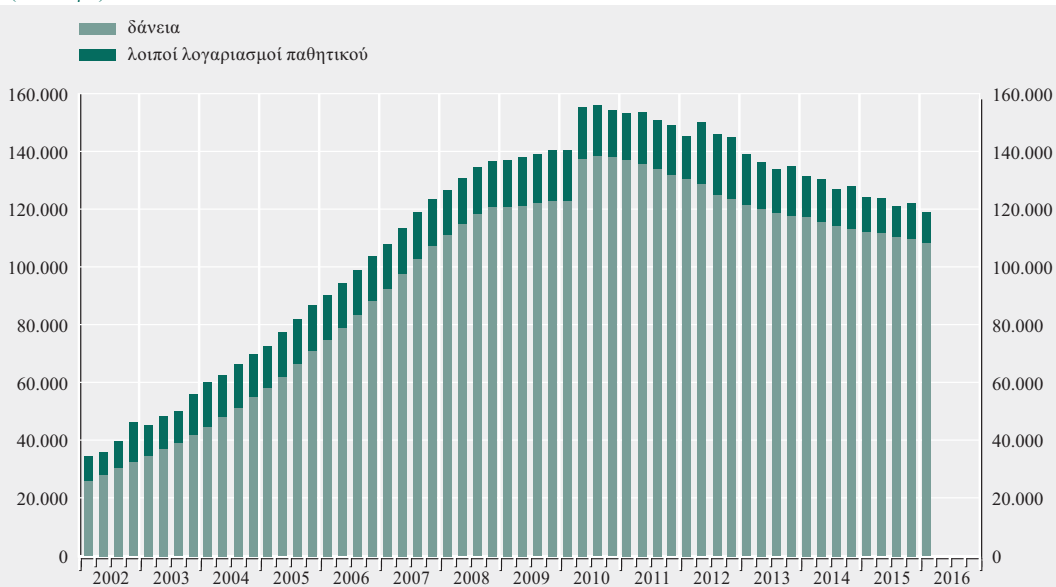
είναι τα στεγαστικά δάνεια, η καταναλωτική πίστη, τα δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες και ατομικές επιχειρήσεις (από τον Ιούνιο του 2010) και τα λοιπά δάνεια.¹⁴ Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 10, τα νοικοκυριά σχεδόν πενταπλασίασαν τις υποχρεώσεις τους, τόσο για στεγαστικά όσο και για καταναλωτικά δάνεια, από το 2002 έως και τον Ιούνιο του 2010.¹⁵ Έκτοτε, ξεκίνησε η απομείωση των δανείων αυτών, στο πλαίσιο και της εντατικοποίησης της διαδικασίας αναδιάρθρωσης δανείων από πλευράς των τραπεζών. Οι ελεύθεροι επαγγελματίες, οι αγρότες και οι ατομικές επιχειρήσεις ξεκίνησαν να περιορίζουν τις δανειακές υποχρεώσεις τους από τον Ιανουάριο του 2011.

¹⁴ Στο σύνολο των δανείων των νοικοκυριών περιλαμβάνονται επίσης και κάποιες άλλες κατηγορίες, όπως τα δάνεια από τα λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις και τα ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης. Πρόκειται για μικρά ποσά και δεν παρουσιάζονται χωριστά.

¹⁵ Οι Brissimis et al. (2012) εξετάζουν τους παράγοντες που επηρέασαν την εξέλιξη της καταναλωτικής πίστης στην Ελλάδα κατά την πρόσφατη περίοδο. Οι Paparetou and Lolos (2011) εξετάζουν τη σχέση αλληλεξάρτησης μεταξύ της στεγαστικής πίστης και της αγοράς εργασίας.

Διάγραμμα 9 Σύθεση συνολικών υποχρεώσεων των νοικοκυριών*

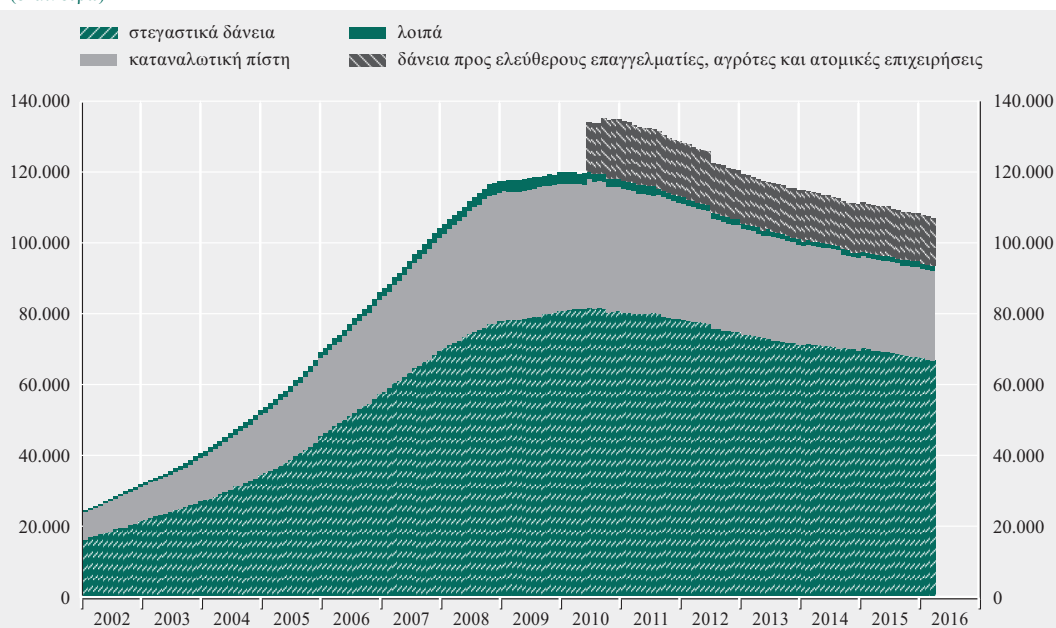
(εκατ. ευρώ)



Πηγές: ΕΚΤ, Τράπεζα της Ελλάδος και υπολογισμοί των συγγραφέων.
* Απόθεμα σε εκατ. ευρώ.

Διάγραμμα 10 Δάνεια νοικοκυριών από εγχώρια ΝΧΙ*

(εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και υπολογισμοί των συγγραφέων.
* Υπόλοιπα τέλους περιόδου σε εκατ. ευρώ.

Την περίοδο μεταξύ Ιανουαρίου 2002 και Μαρτίου 2016, η σύνθεση των δανείων των νοικοκυριών παρέμεινε ιδιαίτερα σταθερή, με τα στεγαστικά δάνεια να αντιπροσωπεύουν το 70% των συνολικών δανείων και τα καταναλωτικά το 30%.

Οι λοιποί λογαριασμοί παθητικού περιλαμβάνουν διάφορες μη ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις των νοικοκυριών. Κατά το μεγαλύτερο μέρος, αυτοί αφορούν τα χρέη των νοικοκυριών προς την εφορία, όπως επίσης και προς τις διάφορες ασφαλιστικές επιχειρήσεις, προς τα διάφορα ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης (ασφαλιστικές εισφορές) και προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΔΕΗ κ.λπ.) και διάφορες άλλες υποχρεώσεις που σχετίζονται με εμπορικές συναλλαγές. Συνολικά, οι υποχρεώσεις αυτές έφθασαν στο αποκορύφωμά τους το β' τρίμηνο του 2012 και έκτοτε, έως το α' τρίμηνο του 2016, συρρικνώθηκαν κατά 51,1%.

4Γ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

Η εξάπλωση της χρήσης δανεικού χρήματος εκ μέρους των νοικοκυριών από το α' τρίμηνο του 2006 μέχρι το α' τρίμηνο του 2016 αποτυπώνεται με δύο δείκτες, όπως παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 11:

Ο πρώτος είναι ο δείκτης χρέους των νοικοκυριών ως ποσοστού του διαθέσιμου εισοδήματός τους και ορίζεται ως εξής:

Χρέος ως ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματος =

$$\frac{\text{Συνολικές υποχρεώσεις}}{\text{Διαθέσιμο εισόδημα}}$$

Συγκεκριμένα, ενώ το δ' τρίμηνο του 2006 το χρέος των νοικοκυριών αποτελούσε το 68,5% του διαθέσιμου εισοδήματός τους, το α' τρίμηνο του 2010 ανήλθε στο 81%. Η εξέλιξη αυτή ήταν συνδυαστικό αποτέλεσμα αντίρροπων συνιστωσών, δηλ. της αύξησης τόσο του διαθέσιμου εισοδήματος όσο και του καθαρού δανεισμού (μεταβολή στο ονομαστικό απόθεμα χρέους) των νοικοκυριών. Καθώς η αύξηση του καθαρού δανεισμού υπεραντιστάθμιζε την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος, ο δείκτης

παρουσιάζει αυτή τη δυναμική άνοδο. Μετέπειτα, ο δείκτης συνεχίζει την ανοδική του πορεία,¹⁶ κυρίως λόγω της αναστροφής της αυξητικής τάσης του διαθέσιμου εισοδήματος, για να φθάσει στο ανώτατο σημείο του το β' τρίμηνο του 2014, προσεγγίζοντας το 109,8%. Έκτοτε, περιορίζεται σταδιακά (α' τρίμηνο 2016: 101,8%), καθώς τα νοικοκυριά μειώνουν, έστω και με αργούς ρυθμούς, τον καθαρό δανεισμό τους, ενώ ο ρυθμός μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος είναι ηπιότερος. Βέβαια, ο δείκτης παραμένει υψηλός σε σχέση με τα προ κρίσης επίπεδα, καθώς για κάθε 100 ευρώ διαθέσιμου εισοδήματος τα νοικοκυριά έχουν μεγαλύτερες υποχρεώσεις (101,8 ευρώ).

Ο δεύτερος δείκτης μόχλευσης είναι ο δείκτης χρέους των νοικοκυριών ως ποσοστού του ενεργητικού τους, ο οποίος παρέχει ενδείξεις για το κατά πόσον τα στοιχεία του ενεργητικού των νοικοκυριών έχουν χρηματοδοτηθεί με χρέος και ορίζεται ως εξής:

Χρέος ως ποσοστό του ενεργητικού =

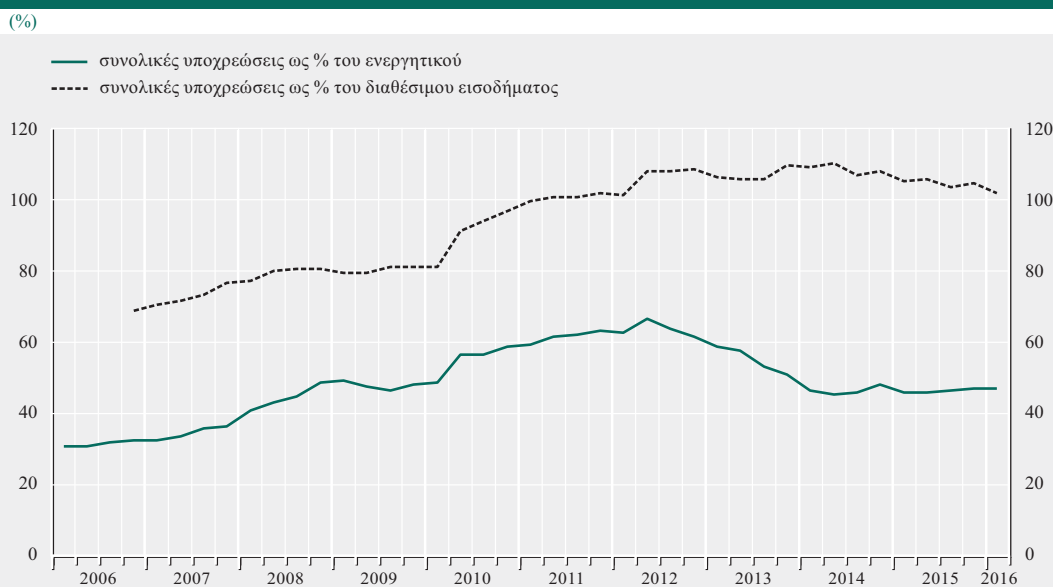
$$\frac{\text{Συνολικές υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Την περίοδο α' τρίμηνο 2006-β' τρίμηνο 2012 ο λόγος αυτός παρουσίασε αξιοσημείωτη αύξηση και συνεπώς αντανάκλωσε υψηλά επίπεδα μόχλευσης για τα νοικοκυριά. Αναλυτικότερα, ο δείκτης υπερδιπλασιάστηκε από περίπου 30,6% σε 66,5%. Το γεγονός αυτό αποτυπώνει, εκτός από την αύξηση του χρέους των νοικοκυριών, την παράλληλη μείωση της αξίας του ενεργητικού τους εξαιτίας της κρίσης χρέους.¹⁷ Εν συνεχεία, ο δείκτης παρουσίασε σημαντική βελτίωση, καθώς μειωνόταν αισθητά μέχρι και το β' τρίμηνο του 2014 στο 45,3%, ως αποτέλεσμα της αύξησης της αξίας του ενεργητικού των νοικοκυριών και της μείωσης του καθαρού δανεισμού τους. Το α' τρί-

¹⁶ Σε αυτό συμβάλλουν, εκτός από τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, και οι στατιστικές αναταξινόμησεις που έγιναν στις συνολικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών.

¹⁷ Όπως υπολογίστηκε κατά το ίδιο διάστημα, ο αντίστοιχος δείκτης μόχλευσης για την ευρωζώνη παρουσιάζει αύξηση, αλλά πολύ μικρότερη σε σχέση με τον αντίστοιχο ελληνικό δείκτη (από 31,0% το α' τρίμηνο του 2006 σε 36,0% το β' τρίμηνο του 2012). Το α' τρίμηνο του 2016 ο δείκτης μόχλευσης για την ευρωζώνη ανέρχεται σε 31,7%.

Διάγραμμα 11 Δείκτες μόχλευσης των νοικοκυριών



Πηγές: ΕΚΤ, Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί των συγγραφέων.
* Διαθέσιμο εισόδημα (κινητό άθροισμα 4 τριμήνων).

μηνο του 2016 οι συνολικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών αντιστοιχούσαν στο 46,6% του συνόλου του ενεργητικού τους. Η μικρή αύξηση της μόχλευσης που παρατηρείται κατά την πρόσφατη περίοδο οφείλεται κυρίως στην απομείωση που υπέστη η αξία του ενεργητικού των νοικοκυριών, η οποία δεν αντισταθμίστηκε από τη μείωση του χρέους τους.

Στη διεθνή βιβλιογραφία επισημαίνεται ότι η εξέταση αυτών των δεικτών και η χρήση τους για την εξαγωγή συμπερασμάτων πρέπει να γίνεται προσεκτικά, καθώς έχει σημασία να εξετάζεται, μεταξύ άλλων, πώς κατανέμεται το χρέος στα νοικοκυριά και πώς αυτό συνδέεται με τις αναμενόμενες προοπτικές εισοδήματος των νοικοκυριών. Επίσης, υποστηρίζεται ότι ο δείκτης χρέους ως ποσοστού του ενεργητικού δεν αντανακλά πλήρως την ικανότητα των νοικοκυριών να εξυπηρετούν το χρέος τους, καθώς κάποια χρηματοοικονομικά στοιχεία θεωρούνται εκ φύσεως άμεσα μη ρευστοποιήσιμα και συνεπώς αδυνατούν να χρησιμοποιηθούν για την άμεση μείωση του χρέους, ιδιαίτερα σε περιόδους δυσμενών οικονομικών συνθηκών.

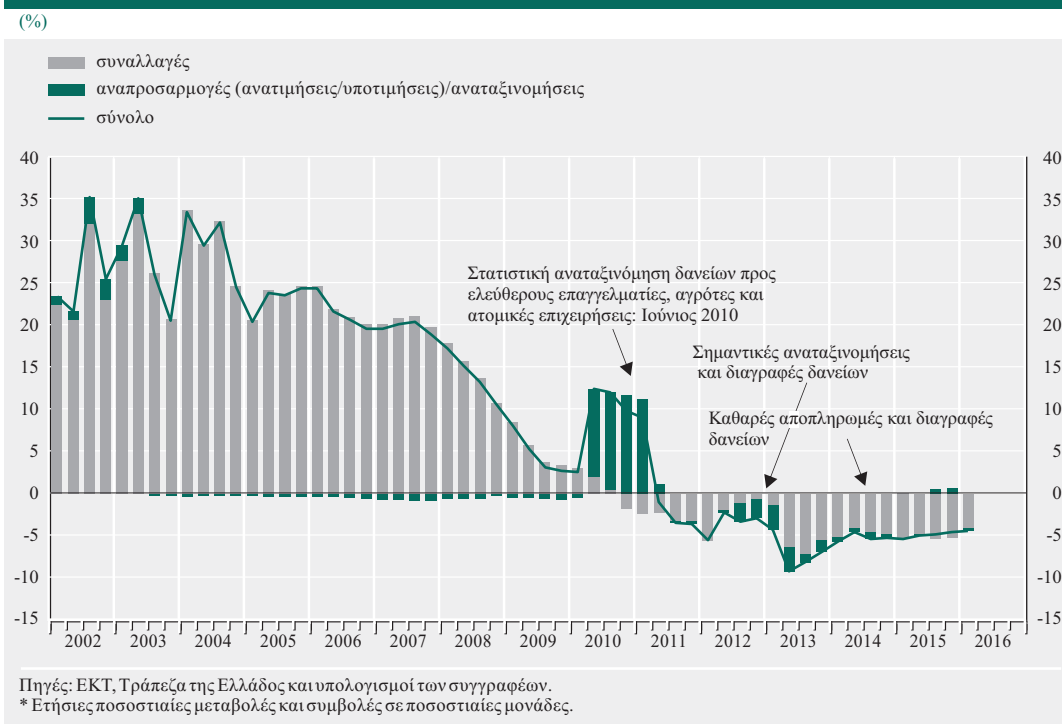
4Δ Η ΣΧΕΤΙΚΗ ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΩΝ ΣΤΗ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Η απομόχλευση, δηλαδή η μείωση του χρέους των νοικοκυριών, καθίσταται δυνατή είτε μέσω αποπληρωμής είτε μέσω μεταβολής του υπολοίπου της οφειλής λόγω αναπροσαρμογών, δηλαδή διαγραφής (ολικής ή μερικής) της οφειλής.¹⁸ Στο Διάγραμμα 12 απεικονίζεται η σχετική συνεισφορά των δύο αυτών παραγόντων στην ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του συνολικού χρέους των νοικοκυριών, με τον πρώτο παράγοντα να αναφέρεται ως συναλλαγές και τον δεύτερο ως αναπροσαρμογές αντίστοιχα.¹⁹ Αναλυτικότερα, φαίνεται ότι

¹⁸ Το πιστωτικό ίδρυμα αποφασίζει τη διαγραφή είτε του συνόλου της οφειλής, εφόσον όλες οι εξωδικαστικές και ένδικες ενέργειες έχουν εξαντληθεί και δεν αναμένεται περαιτέρω ανάκτηση, είτε μέρους της οφειλής ώστε η εναπομένουσα οφειλή να διαμορφωθεί σε ύψος που εκτιμάται ότι είναι δυνατόν να εξυπηρετηθεί ομαλά.

¹⁹ Στις αναπροσαρμογές εμπεριέχονται και τυχόν στατιστικές αναταξινόμησεις ή/και μεταβολές του υπολοίπου δανείων λόγω συναλλαγματικών μεταβολών. Παράδειγμα αναπροσαρμογών υπό την έννοια των συναλλαγματικών μεταβολών αποτελεί η σύνταξη, εκ μέρους πολλών νοικοκυριών, δανείων σε ξένο νόμισμα και συγχρημαμένα σε ελβετικό φράγκο. Όταν το νόμισμα αυτό ανατιμώθηκε, συμπάρσενε ανοδικά και τις δανειακές υποχρεώσεις των νοικοκυριών που είχαν συνάψει τις συγκεκριμένες δανειακές συμβάσεις.

Διάγραμμα 12 Σύνολο παθητικού νοικοκυριών*



μέχρι το α' τρίμηνο του 2006 τα νοικοκυριά αύξαναν με υψηλούς ρυθμούς τις υποχρεώσεις τους, ενώ η τάση αυτή αντιστράφηκε έκτοτε και μάλιστα εντονότερα από το γ' τρίμηνο του 2007 με την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Από το δ' τρίμηνο του 2010 καταγράφθηκαν οι πρώτες ενδείξεις απομόχλευσης, ενώ ο ρυθμός απομείωσης των υποχρεώσεων αντικατοπτρίστηκε μέχρι τις αρχές του 2012 σχεδόν αποκλειστικά στις συναλλαγές, δηλαδή στις καθαρές πληρωμές χρέους, ενώ μετέπειτα και ειδικότερα το διάστημα β' τρίμηνο 2012-γ' τρίμηνο 2014 και στις αναπροσαρμογές.²⁰

5 Η ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΑΙ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΟΡΙΣΜΟΣ

Η αποταμιευτική συμπεριφορά των νοικοκυριών μπορεί να αναλυθεί είτε μέσω της αλληλεπίδρασης των επενδύσεων και του χρέους τους (χρηματοοικονομικός ορισμός της αποταμίευσης) είτε μέσω της αλληλεπίδρασης της

κατανάλωσης και του διαθέσιμου εισοδήματος (παραδοσιακός ή μη χρηματοοικονομικός ορισμός της αποταμίευσης).

5Α ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΟΡΙΣΜΟΣ

Τα νοικοκυριά επιλέγουν να κατευθύνουν μέρος από το εισόδημά τους, το οποίο διαφορετικά θα στρεφόταν στην κατανάλωση, προς επενδύσεις είτε σε χρηματοοικονομικά στοιχεία (μετοχές, καταθέσεις, ομόλογα κ.λπ.) είτε σε μη χρηματοοικονομικά στοιχεία²¹ (κατοικίες, εξοπλισμός κ.λπ.). Επίσης, έχουν τη δυνατότητα να προσφύγουν σε δανεισμό, εφό-

²⁰ Σημαντική επίδραση στα μεγέθη των αναπροσαρμογών την εν λόγω περίοδο, και συνεπώς και στη μεταβολή της σχετικής συνεισφοράς τους σε σύγκριση με τις συναλλαγές, είχαν η εφαρμογή μέτρων εξυγίανσης σε διάφορες τράπεζες και η διενέργεια διαγραφών.

²¹ Στις μη χρηματοοικονομικές επενδύσεις περιλαμβάνονται, πέραν του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου (κατοικίες, εξοπλισμός κ.λπ.), και οι αγορές μείον πωλήσεις μη χρηματοπιστωτικών μη παραχθέντων περιουσιακών στοιχείων (διπλώματα ευρεσιτεχνίας, δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας, συμβάσεις μίσθωσης προς εκμετάλλευση γης ή κτιρίων κ.λπ.).

σον το εισόδημά τους δεν επαρκεί ώστε να πραγματοποιήσουν τις επενδύσεις αυτές. Στο πλαίσιο αυτό, δίνεται ο χρηματοοικονομικός ορισμός της αποταμίευσης, σύμφωνα με τους Berry et al. (2009), Cussen and Phelan (2010) και Cussen et al. (2012), ως εξής:

$$\frac{\text{Κεφάλαια που συγκεντρώνονται}}{\text{Κεφάλαια που επενδύονται}} = \quad (1)$$

Συνεπώς ξαναγράφοντας τη σχέση (1) έχουμε:

$$\frac{\text{Αποταμίευση} + \text{Καθαρός δανεισμός}}{\text{Καθαρή επένδυση σε χρηματοοικονομικά στοιχεία} + \text{Καθαρή επένδυση σε μη χρηματοοικονομικά στοιχεία}^{22}} = \quad (2)$$

Με αναδιάταξη της (2) συνάγεται ότι η αποταμίευση μπορεί να εκφραστεί ως:

$$\frac{\text{Αποταμίευση}}{\text{Καθαρή επένδυση σε χρηματοοικονομικά στοιχεία} - \text{Καθαρός δανεισμός} + \text{Καθαρή επένδυση σε μη χρηματοοικονομικά στοιχεία}} = \quad (3)$$

Και συνεπώς από την (3) συνάγεται ότι:

$$\frac{\text{Αποταμίευση}}{\text{Καθαρή παροχή ή λήψη χρηματοδότησης} + \text{Καθαρή επένδυση σε μη χρηματοοικονομικά στοιχεία}} = \quad (4)$$

Επομένως, η αύξηση της αποταμίευσης προκύπτει είτε από καθαρή αύξηση κάποιας μορφής επένδυσης είτε από καθαρή μείωση του χρέους ή από κάποιο συνδυασμό των δύο.

Στο Διάγραμμα 13 διαφαίνονται οι τάσεις που επικρατούν στην καθαρή παροχή/λήψη χρηματοδότησης των νοικοκυριών,²³ όπως αυτή ορίζεται από τις συναλλαγές που πραγματοποιούνται στο ενεργητικό, αφαιρουμένων αυτών που διαμορφώνουν το παθητικό. Θετική τιμή υποδηλώνει ότι τα νοικοκυριά είναι καθαροί δανειστές, δηλαδή ότι η απόκτηση χρηματοοικονομικών στοιχείων υπερ-

βαίνει την καθαρή δημιουργία χρέους ή ότι η καθαρή αποπληρωμή χρέους υπερβαίνει τις καθαρές αποεπενδύσεις.

Συγκεκριμένα, την περίοδο μέχρι και το α' τρίμηνο του 2010, τα νοικοκυριά ήταν καθαροί δανειστές αφού οι καθαρές χρηματοοικονομικές επενδύσεις τους υπεραντιστάθμιζαν την καθαρή δημιουργία νέου χρέους. Μάλιστα, διαφαίνονται δύο διακριτές υποπεριόδους:

α) Η πρώτη οριοθετείται μεταξύ α' τριμήνου 2002 και γ' τριμήνου 2007, διάστημα κατά το οποίο τα νοικοκυριά επένδυναν σε χρηματοοικονομικά στοιχεία, ενώ παράλληλα αύξαναν συνεχώς και σημαντικά τον καθαρό δανεισμό τους. Μάλιστα, οι αυξανόμενες επενδύσεις τους υπερκάλυπταν τις αυξανόμενες υποχρεώσεις τους, με αποτέλεσμα τα νοικοκυριά να χαρακτηρίζονται ως καθαροί δανειστές.

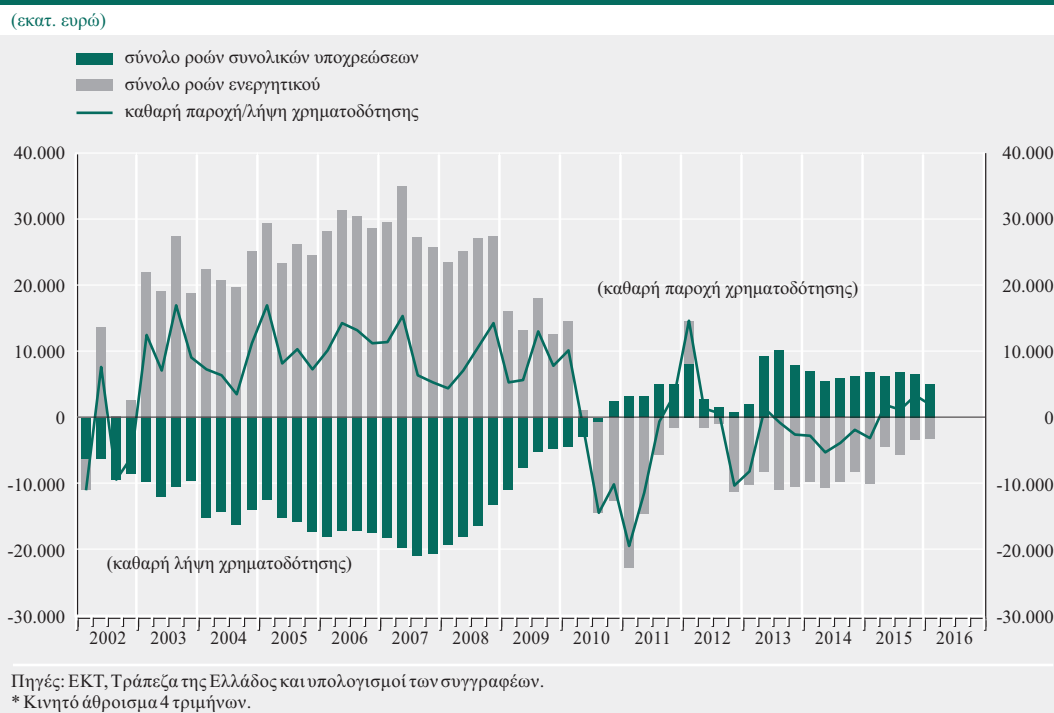
β) Στη δεύτερη υποπερίοδο, η οποία εκτείνεται από το δ' τρίμηνο του 2007 έως και το α' τρίμηνο του 2010, τα νοικοκυριά αρχίζουν να περιορίζουν σταδιακά τον καθαρό δανεισμό τους, ενώ ταυτόχρονα μειώνουν και τις καθαρές χρηματοοικονομικές επενδύσεις τους. Η αλληλεπίδραση αυτών των παραγόντων έχει ως αποτέλεσμα τα νοικοκυριά να παραμένουν καθαροί δανειστές και αυτή την περίοδο.

Κατόπιν, τα νοικοκυριά γίνονται καθαροί δανειολήπτες, καθώς η καθαρή απομείωση του χρέους τους, η οποία ξεκινάει το δ' τρίμηνο του 2010, δεν αρκεί ώστε να υπεραντισταθμίσει την καθαρή αποεπένδυσή τους. Εξαιρέση αποτελούν το διάστημα δ' τρίμηνο 2011-β' τρίμηνο 2012 και το πιο πρόσφατο διά-

²² Στην περίπτωση του δανεισμού, η έννοια του "καθαρού" έγκειται στη δημιουργία νέου χρέους, αφαιρουμένης της αποπληρωμής του παλαιού. Αντίστοιχα, στην περίπτωση των επενδύσεων, η έννοια αυτή έγκειται στην αγορά νέων, αφαιρουμένης της πώλησης των υπαρχόντων, επενδυτικών στοιχείων.

²³ Η έννοια της καθαρής παροχής χρηματοδότησης των νοικοκυριών στους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς αντανάκλα περιόσεια πόρων από τα νοικοκυριά και συνεπώς το γεγονός ότι αυτά μπορούν να παράσχουν χρηματοδότηση στους άλλους θεσμικούς τομείς της οικονομίας (μη χρηματοοικονομικές εταιρίες, χρηματοοικονομικές εταιρίες, γενική κυβέρνηση και αλλοδαπή). Αντίθετα, καθαρή λήψη χρηματοδότησης καταδεικνύει ότι τα νοικοκυριά είναι καθαροί δανειολήπτες, δηλαδή ότι χαρακτηρίζονται από έλλειμμα πόρων, ώστε χρειάζεται να λάβουν χρηματοδότηση από τους άλλους τομείς.

Διάγραμμα 13 Καθαρή παροχή/λήψη χρηματοδότησης νοικοκυριών*



στημα β' τρίμηνο 2015-α' τρίμηνο 2016, στα οποία τα νοικοκυριά χαρακτηρίζονται και πάλι ως καθαροί δανειστές.

Το διάστημα γ' τρίμηνο 2013-α' τρίμηνο 2015, ενώ τα νοικοκυριά προχωρούν σε αυξημένη καθαρή απομείωση των υποχρεώσεών τους, η ακόμη μεγαλύτερη καθαρή αποεπένδυσή τους τα καθιστά καθαρούς λήπτες χρηματοδότησης. Μετά το β' τρίμηνο του 2015, συνεχίζεται η δυναμική της καθαρής απομείωσης των υποχρεώσεων, συνοδευόμενη όμως από πιο ήπια καθαρή αποεπένδυση, γεγονός που καθιστά καθαρούς δανειστές τα νοικοκυριά.

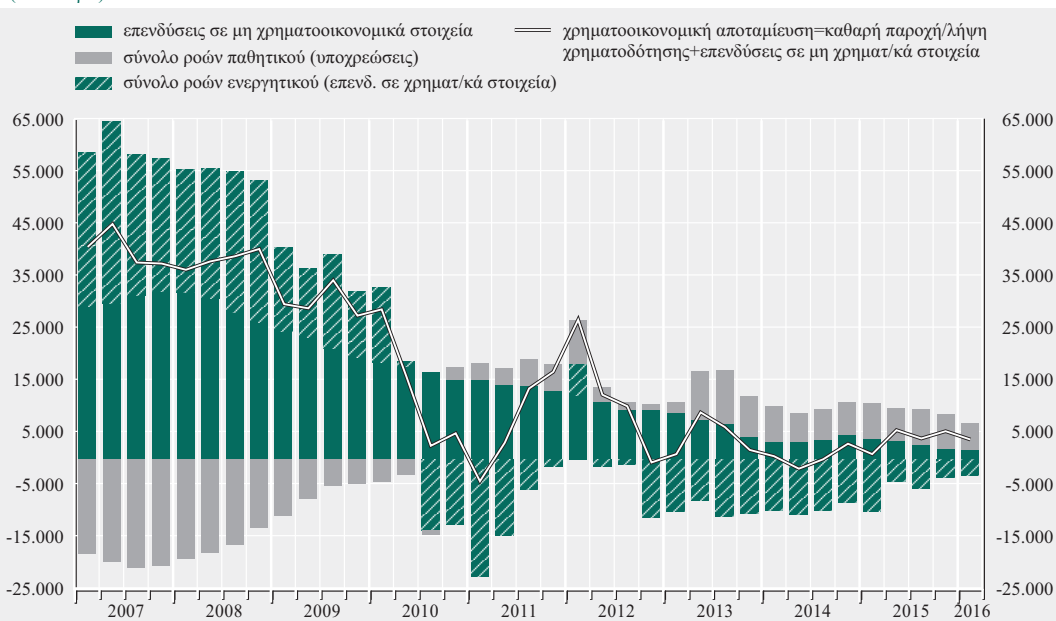
Από τη σχέση (4) η αποταμίευση, σύμφωνα με το χρηματοοικονομικό ορισμό, ορίστηκε ως το άθροισμα των καθαρών επενδύσεων σε μη χρηματοοικονομικά στοιχεία (ως επί το πλείστον κατοικίες) και σε χρηματοοικονομικά στοιχεία, αφαιρουμένων των καθαρών συναλλαγών σε υποχρεώσεις. Συνεπώς, εισάγοντας στην ανάλυση και τις επενδύσεις σε μη χρηματοοικονομικά στοιχεία (κατοικίες κ.λπ.), παρουσιάζεται

η αποταμίευση σύμφωνα με το χρηματοοικονομικό ορισμό (βλ. Διάγραμμα 14).

Από το Διάγραμμα 14 φαίνεται ότι μέχρι το δ' τρίμηνο του 2008 η αποταμίευση των νοικοκυριών παρέμενε σε σημαντικά υψηλό επίπεδο, υποστηριζόμενη από τις υψηλές επενδύσεις των νοικοκυριών, τόσο σε ακίνητα και άλλα μη χρηματοοικονομικά στοιχεία όσο και σε χρηματοοικονομικά, που υπερέβαιναν την καθαρή δημιουργία νέου χρέους. Μετέπειτα, η πτωτική πορεία της αποταμίευσης εξηγείται από το γεγονός ότι η δυναμική μείωσης των συνολικών καθαρών επενδύσεων των νοικοκυριών είναι πιο έντονη από αυτή του περιορισμού των καθαρών υποχρεώσεών τους. Μάλιστα, η αποταμίευση γίνεται αρνητική το α' τρίμηνο του 2011, παρότι τα νοικοκυριά πραγματοποιούν ήδη από το δ' τρίμηνο του 2010 καθαρή αποπληρωμή του υφιστάμενου χρέους τους, λόγω τόσο της μείωσης των επενδύσεων κυρίως σε κατοικίες όσο και της έντονα καθαρής αποεπένδυσης σε χρηματοοικονομικά στοιχεία. Έκτοτε, η πορεία της

Διάγραμμα 14 Τάσεις στην αποταμίευση των νοικοκυριών*

(εκατ. ευρώ)



Πηγές: ΕΚΤ, Τράπεζα της Ελλάδος και υπολογισμοί των συγγραφέων.
* Κινητό άθροισμα 4 τριμήνων.

εναλλάσσεται από θετική σε οριακά αρνητική, ανάλογα με το ποιο προσδιοριστικοί παράγοντες υπερισχύουν κάθε φορά.

Αξιοσημείωτα συμπεράσματα εξάγονται από την ανάλυση των στοιχείων που αφορούν την πρόσφατη περίοδο και είναι τα εξής:

α) Από το β' τρίμηνο του 2013, τα νοικοκυριά εντείνουν την καθαρή μείωση των υφιστάμενων υποχρεώσεών τους, δυναμική η οποία συνεχίζεται και στα επόμενα τρίμηνα. Υπογραμμίζεται ότι για πρώτη φορά τα νοικοκυριά προχωρούν σε καθαρή απομείωση των υποχρεώσεών τους στο τέλος του 2010.

β) Από το β' τρίμηνο του 2014 σηματοδοτείται μια ανοδική τάση της αποταμίευσης, η οποία στηρίζεται περισσότερο στην απομόχλευση των νοικοκυριών και λιγότερο στις, έντονα συρρικνωμένες πλέον, μη χρηματοοικονομικές επενδύσεις. Όταν οι δύο αυτοί ερμηνευτικοί παράγοντες υπερκαλύπτουν την καθαρή αποεπένδυση που πραγματοποιείται στα χρηματοοικονομικά στοιχεία, η αποταμίευση βρίσκεται σε θετικό έδαφος, γεγονός που αποτυπώνεται καθαρότερα στα πιο πρόσφατα τρίμηνα.

νομικά στοιχεία, η αποταμίευση βρίσκεται σε θετικό έδαφος, γεγονός που αποτυπώνεται καθαρότερα στα πιο πρόσφατα τρίμηνα.

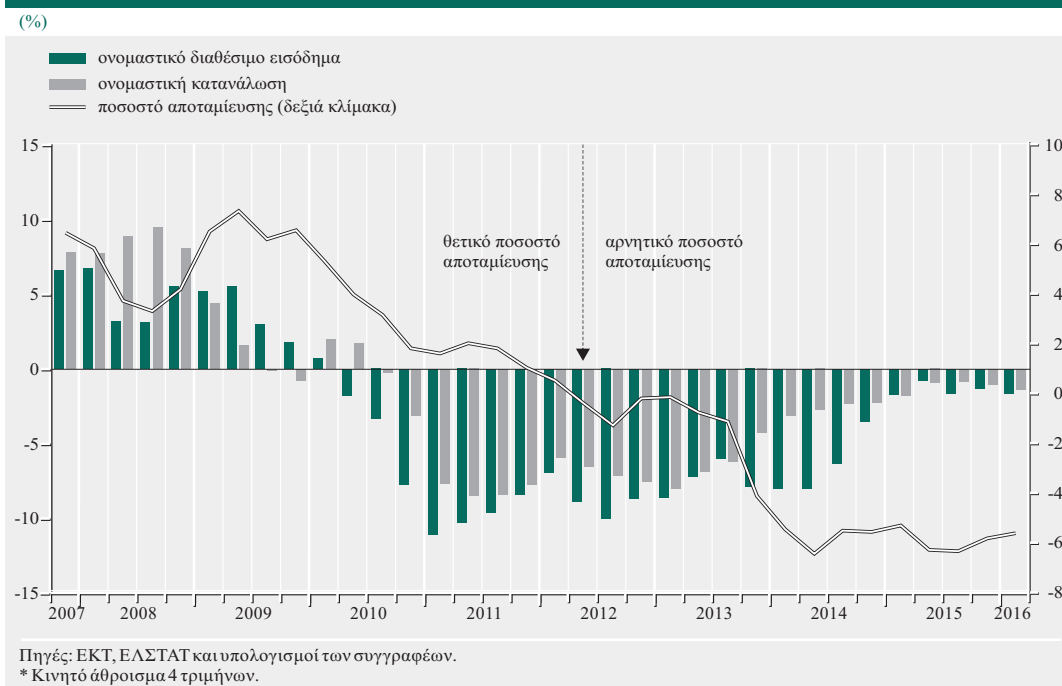
γ) Η αποταμίευση βρίσκεται σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα, σε σχέση με την προ κρίσης περίοδο, εξαιτίας της συρρίκνωσης των επενδύσεων σε κατοικίες/εξοπλισμό και της μεγάλης αποεπένδυσης σε χρηματοοικονομικά στοιχεία.

5B ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ: ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΟΡΙΣΜΟΣ

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών κατευθύνεται είτε σε κατανάλωση είτε σε αποταμίευση. Συνεπώς, η αποταμίευση των νοικοκυριών, σύμφωνα με την ανάλυση των μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών, ορίζεται ως το διαθέσιμο εισόδημά τους, αφαιρουμένης της πραγματοποιηθείσας κατανάλωσης. Δηλαδή:

$$\text{Αποταμίευση} = \text{Διαθέσιμο εισόδημα} - \text{Κατανάλωση} \quad (5)$$

Διάγραμμα 15 Ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα και κατανάλωση (ετήσιες % μεταβολές) και ποσοστό αποταμίευσης*



Όπως παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 15, το ποσοστό αποταμίευσης²⁴ των νοικοκυριών, σε όρους κινητού αθροίσματος τεσσάρων τριμήνων, ακολούθησε καθοδική πορεία από το β' τρίμηνο του 2009. Από 7,4% που ήταν το συγκριμένο τρίμηνο, μειώθηκε στο -5,6% το α' τρίμηνο του 2016. Διακρίνουμε δύο περιόδους: την πρώτη, όπου το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών βρίσκεται σε θετικό έδαφος, δηλαδή έως και το α' τρίμηνο του 2012, και τη δεύτερη, όπου γίνεται αρνητικό. Γενικότερα, όταν ο ρυθμός αύξησης (μείωσης) του διαθέσιμου εισοδήματος υπολείπεται του ρυθμού αύξησης (μείωσης) της κατανάλωσης, το ποσοστό αποταμίευσης μειώνεται (αυξάνεται). Επισημαίνεται ότι η μείωση της αποταμίευσης των νοικοκυριών – ειδικά από το τέλος του 2009 και έπειτα – συνδέεται με την πτώση του διαθέσιμου εισοδήματος. Ειδικότερα, η συνεχής πτωτική τάση του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών από το β' τρίμηνο του 2012 έως και το β' τρίμηνο του 2014, όταν δηλαδή αυτό βρίσκεται σε αρνητικό έδαφος, οφείλεται στο γεγονός ότι ο ρυθμός μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος υπερβαίνει το ρυθμό μείωσης της κατανάλωσης. Από

το β' τρίμηνο του 2014 φαίνεται ότι το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών έχει σταθεροποιηθεί σε χαμηλά ποσοστά, ενώ τα πιο πρόσφατα στοιχεία δείχνουν ότι το α' τρίμηνο του 2016 ήταν -5,6% (από -5,3% το α' τρίμηνο του 2015), καθώς ο ρυθμός μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος (-1,7%) υπερβή το ρυθμό μείωσης της κατανάλωσης (-1,4%).

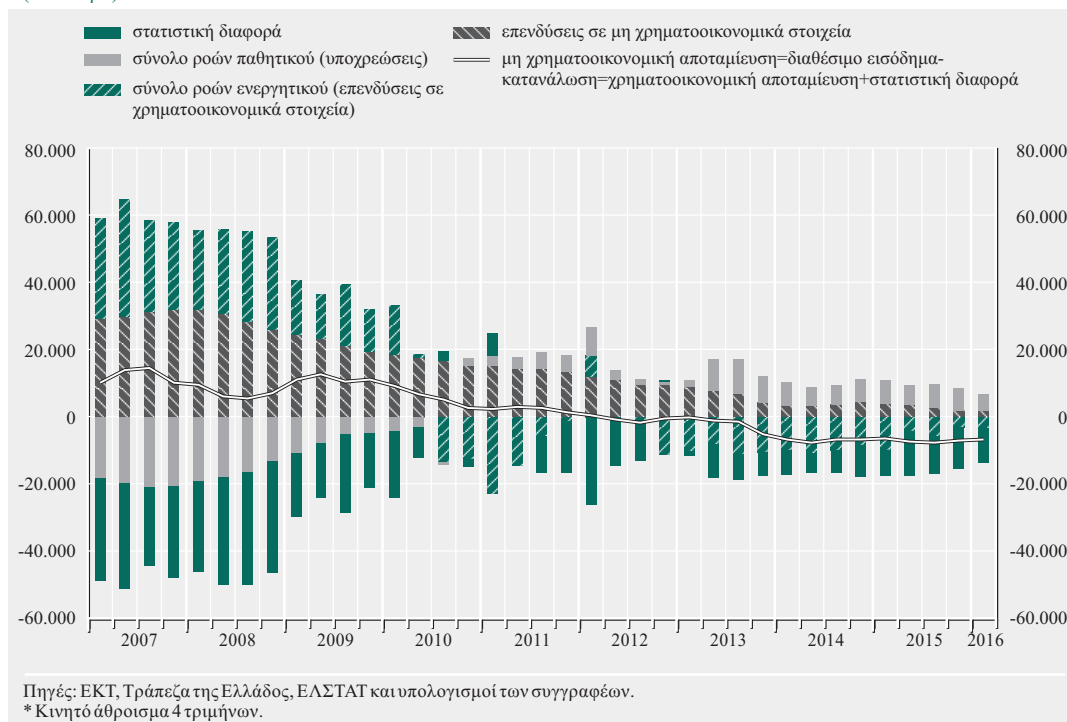
Σημειώνεται ότι οι δύο τρόποι μέτρησης της αποταμίευσης, ο χρηματοοικονομικός και ο μη χρηματοοικονομικός, θα πρέπει να δίνουν το ίδιο αποτέλεσμα (βλ. Lequiller and Blades 2014 και Cussen et al. 2012). Στην πράξη όμως αυτό δεν συμβαίνει λόγω της στατιστικής διαφοράς,²⁵ η οποία οφείλεται στις διαφορετικές στατιστικές πηγές που χρησιμοποιούνται από

²⁴ Το ποσοστό αποταμίευσης ορίζεται ως ο λόγος της αποταμίευσης προς το διαθέσιμο εισόδημα σε όρους κινητού αθροίσματος 4 τριμήνων.

²⁵ Όταν στατιστική διαφορά = καθαρή χορήγηση/λήψη χρηματοδότησης από μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς μείον καθαρή χορήγηση/λήψη χρηματοδότησης από χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς. Σημειώνεται ότι στην περίπτωση της Ελλάδος η στατιστική διαφορά για τον τομέα των νοικοκυριών είναι σημαντική κατά τα έτη πριν από το 2010, ενώ μειώνεται κατά τα πιο πρόσφατα έτη. Επίσης, αναγνωρίζεται η ύπαρξη στατιστικών διαφορών στα στατιστικά δεδομένα της ΕΚΤ.

Διάγραμμα 16 Χρήσεις της αποταμίευσης των νοικοκυριών*

(εκατ. ευρώ)



τους δύο τομείς. Συνεπώς, αν στο χρηματοοικονομικό ορισμό της αποταμίευσης προστεθεί η εν λόγω στατιστική διαφορά, προκύπτει ο μη χρηματοοικονομικός (παραδοσιακός) ορισμός της αποταμίευσης ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{Αποταμίευση: Μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί} &\equiv \\ \text{Αποταμίευση: Χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί} &+ \\ &\text{στατιστική διαφορά} \end{aligned} \quad (6)$$

Η ταυτότητα (6) αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 16, στο οποίο παρουσιάζονται οι ερμηνευτικοί παράγοντες της τάσης της αποταμίευσης των νοικοκυριών, σε όρους κινητού αθροίσματος τεσσάρων τριμήνων. Μέχρι και τις αρχές του 2010, το ύψος της αποταμίευσης τροφοδοτείται από τις χρηματοοικονομικές και τις μη χρηματοοικονομικές επενδύσεις των νοικοκυριών και από το σταδιακό περιορισμό δημιουργίας νέων υποχρεώσεων. Εν συνεχεία, η σχεδόν συνεχής πτωτική τάση της αποταμίευσης οφείλεται στη μείωση των επενδύσεων σε κατοικίες/εξοπλισμό, αλλά και στην

έντονη καθαρή αποεπένδυση σε χρηματοοικονομικά στοιχεία. Η απομείωση του χρέους, η οποία λαμβάνει χώρα από το δ' τρίμηνο του 2010 και εντείνεται από το β' τρίμηνο του 2013, συνεισφέρει θετικά στην αποταμίευση.

Στις ενότητες 6 και 7 αναλύεται η εξίσωση (5), δηλαδή το διαθέσιμο εισόδημα και η κατανάλωση των νοικοκυριών. Συγκεκριμένα, στην ενότητα 6 γίνεται σύντομη παρουσίαση της εξέλιξης του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των συνιστωσών του και στην ενότητα 7 παρουσιάζεται συνοπτικά η εξέλιξη των πραγματικών καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών κατά λειτουργικό σκοπό την πρόσφατη περίοδο.

6 ΤΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΚΑΙ ΟΙ ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ ΤΟΥ

Το Διάγραμμα 17 παρουσιάζει την εξέλιξη του ακαθάριστου διαθέσιμου εισοδήματος των

νοικοκυριών και τους ερμηνευτικούς του παράγοντες.

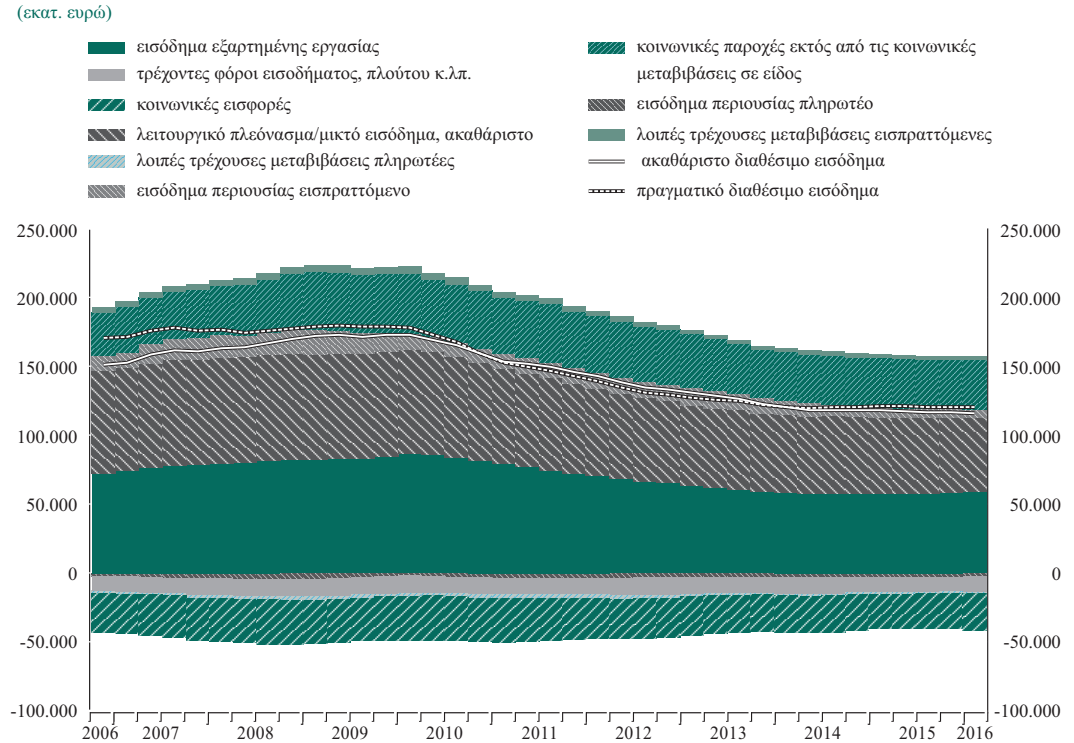
Οι βασικές συνιστώσες του διαθέσιμου εισοδήματος, από την πλευρά του εισοδήματος, είναι το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας (αμοιβές εργασίας και εργοδοτικές εισφορές), το λειτουργικό πλεόνασμα (στην περίπτωση των ατομικών επιχειρήσεων αφορά στοιχεία αμοιβής εργασίας για τον ιδιοκτήτη, ενώ στην περίπτωση των νοικοκυριών αφορά την παραγωγή υπηρεσιών στέγασής τους λόγω ιδιοκατοίκησης), οι κοινωνικές παροχές εκτός από τις κοινωνικές μεταβιβάσεις σε είδος (συντάξεις και τα διάφορα κοινωνικά επιδόματα, όπως της ανεργίας, της μητρότητας, τα οικογενειακά κ.λπ.), το εισόδημα περιουσίας που λαμβάνεται (τόκοι, μερίσματα, ενοίκια από χρήση γης) και οι λοιπές εισπραττόμενες τρέχουσες μεταβιβάσεις. Αντίθετα, οι κύριες συνιστώσες από την πλευρά της δαπά-

νης είναι οι κοινωνικές εισφορές, οι φόροι εισοδήματος και πλούτου, το εισόδημα περιουσίας που είναι πληρωτέο και οι λοιπές τρέχουσες μεταβιβάσεις²⁶ που πρέπει να καταβληθούν (βλ. Διάγραμμα 17).

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, η συμπεριφορά του εισοδήματος της εξαρτημένης εργασίας, του λειτουργικού πλεονάσματος και του εισοδήματος από περιουσία είναι προκυκλική. Αυτό συνεπάγεται ότι σε περιόδους ύφεσης παρατηρείται επιδείνωση των προαναφερθέντων παραγόντων, καθώς μειώνονται οι αμοιβές εργασίας, σημειώνεται απώλεια θέσεων εργασίας, η επιχειρηματική δραστηριότητα των ελεύθερων επαγγελματιών συμπιέζεται και τα μερίσματα και τα ενοίκια από χρήση γης περιορίζονται.

²⁶ Ασφάλιστρα σε ιδιωτικές ασφαλιστικές εταιρίες εκτός των ασφαλειών ζωής, εθελοντικές εισφορές σε μη κερδοσκοπικά ιδρύματα κ.λπ.

Διάγραμμα 17 Ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και συνιστώσες του*



Πηγές: ΕΚΤ, ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί των συγγραφέων.
* Κινητό άθροισμα 4 τριμήνων, εκατ. ευρώ.

Από την ανάλυση των συνιστωσών του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, τη μεγαλύτερη ποσοστιαία συμμετοχή στο διαθέσιμο εισόδημα έχει το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας και κατόπιν το λειτουργικό πλεόνασμα (βλ. Διάγραμμα 17). Ακολουθούν οι κοινωνικές παροχές (κυρίως συντάξεις) και τέλος το καθαρό εισόδημα περιουσίας. Αύξηση στις προαναφερθείσες συνιστώσες συμβάλλει θετικά στο διαθέσιμο εισόδημα και αντίστροφα. Αντίθετα, αύξηση στις κοινωνικές εισφορές και στους φόρους επιδρά αρνητικά στο διαθέσιμο εισόδημα και αντίστροφα. Μεταξύ α' τριμήνου 2010 και α' τριμήνου 2016 παρατηρείται συρρίκνωση του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών κατά 32,8% (από 173,5 δισεκ. ευρώ σε 116,5 δισεκ. ευρώ, σε όρους κινητού αθροίσματος τεσσάρων τριμήνων), κυρίως λόγω της μεγάλης μείωσης που υπέστησαν το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας κατά 31,5% (από 86,8 δισεκ. ευρώ σε 59,4 δισεκ. ευρώ), το λειτουργικό πλεόνασμα κατά 29,1% (από 76,2 δισεκ. ευρώ σε 54,0 δισεκ. ευρώ), οι κοινωνικές παροχές (κυρίως συντάξεις) κατά 17,2% (από 43,5 δισεκ. ευρώ σε 36,1 δισεκ. ευρώ) και το καθαρό εισόδημα περιουσίας κατά 45,6% (από 9,5 δισεκ. ευρώ σε 3,5 δισεκ. ευρώ). Το ίδιο διάστημα, το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα μειώθηκε κατά 32,5%.²⁷

Οι θεωρίες κατανάλωσης, όπως μεταξύ άλλων η θεωρία του μόνιμου εισοδήματος και αυτή του κύκλου ζωής, συνδέουν την εξέλιξη του εισοδήματος των νοικοκυριών με τις καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών, αναγνωρίζοντας τη θετική σχέση μεταξύ τους (βλ. Friedman 1957). Ως συνέπεια της μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος, περιορίστηκαν οι καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 15. Μεταξύ α' τριμήνου 2010 και α' τριμήνου 2016, η πραγματική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών μειώθηκε κατά 24,7%, δηλαδή από 169,4 δισεκ. ευρώ σε 127,5 δισεκ. ευρώ.

Θα πρέπει πάντως να επισημανθεί ότι από το γ' τρίμηνο του 2014 η παρατηρούμενη αύξηση του εισοδήματος της εξαρτημένης εργασίας (σε όρους κινητού αθροίσματος τεσσάρων τριμή-

νων) συνδέεται με αύξηση της μισθωτής απασχόλησης, όπως επιβεβαιώνεται και από τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, και αύξηση της απασχόλησης (ΕΛΣΤΑΤ). Η διατήρηση της αύξησης της απασχόλησης και της μείωσης της ανεργίας, ως συνέπεια της σταδιακής αποκατάστασης του κλίματος εμπιστοσύνης και της επιστροφής της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, ενδέχεται να σηματοδοτήσει την αύξηση του μόνιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, *ceteris paribus*, και να οδηγήσει σε αύξηση της καταναλωτικής τους δαπάνης.

Η σύντομη παρουσίαση της εξέλιξης των καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών κατά την πρόσφατη περίοδο γίνεται στην επόμενη ενότητα. Για την καλύτερη κατανόηση της εξέλιξης της καταναλωτικής συμπεριφοράς των νοικοκυριών γίνεται παρουσίαση των εγχώριων πραγματικών καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών κατά λειτουργικό σκοπό.²⁸ Επισημαίνεται ότι στην ανάλυση συμπεριλαμβάνονται οι καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών των μόνιμων και των μη μόνιμων κατοίκων (των τουριστών) στην οικονομική επικράτεια, ενώ δεν περιλαμβάνονται οι δαπάνες των νοικοκυριών-μη μόνιμων κατοίκων στην αλλοδαπή, και η εξέταση αφορά ετήσια δεδομένα που καλύπτουν την περίοδο μέχρι και το 2015.

²⁷ Το εν λόγω μέγεθος προκύπτει αν διαρέσουμε το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα με τον αποπληθωριστή της ιδιωτικής κατανάλωσης.

²⁸ Σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, κύρια πηγή στοιχείων για την τελική κατανάλωση των νοικοκυριών αποτελεί η Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών (ΕΟΠ), ενώ, όπου κρίνεται αναγκαίο, χρησιμοποιούνται συμπληρωματικές πηγές και μέθοδοι. Τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της τελικής κατανάλωσης των νοικοκυριών αναφέρονται στις μέσες μηνιαίες δαπάνες ανά νοικοκυριό με την εθνική έννοια (περιλαμβάνονται οι δαπάνες των νοικοκυριών-μόνιμων κατοίκων στην αλλοδαπή και εξαίρονται οι δαπάνες των τουριστών στην επικράτεια) και είναι διαθέσιμα κατά τρόπο κτήσης (αγορές, αυτοκατανάλωση, απολαβές σε είδος από τον εργοδότη, από οργανισμούς ή από άλλα νοικοκυριά). Επίσης από την ΕΟΠ λαμβάνονται στοιχεία για το μέσο αριθμό μελών ανά νοικοκυριό. Ως εκ τούτου, για να προκύψει η καταναλωτική δαπάνη γίνεται αναγωγή τους στο συνολικό αριθμό νοικοκυριών της χώρας με βάση τα στοιχεία του υπολογιζόμενου πληθυσμού της Ελλάδος και του μέσου αριθμού μελών ανά νοικοκυριό, καθώς και σε ετήσια βάση. Οι κυριότερες συμπληρωματικές πηγές στοιχείων είναι η Έρευνα Ιδιωτικής Νόμιμης Οικοδομικής Δραστηριότητας της ΕΛΣΤΑΤ, οι εισπράξεις και πληρωμές ταξιδιωτικών υπηρεσιών από το Ισοζύγιο Πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος, καθώς και διοικητικές πηγές στοιχείων. Τέλος, σε ορισμένες περιπτώσεις, τα στοιχεία της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών προκύπτουν από τη διαδικασία ισοσκελισμού των πινάκων προσφοράς και χρήσεων των αγαθών και υπηρεσιών, οι οποίοι καταρτίζονται από τη Διεύθυνση Εθνικών Λογαριασμών της ΕΛΣΤΑΤ. Στην ανάλυση, η οποία γίνεται σε ετήσια βάση, περιλαμβάνονται μόνο τα νοικοκυριά, ενώ δεν καλύπτονται τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που τα εξυπηρετούν.

7 Η ΤΕΛΙΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΗ ΔΑΠΑΝΗ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΚΑΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΣΚΟΠΟ

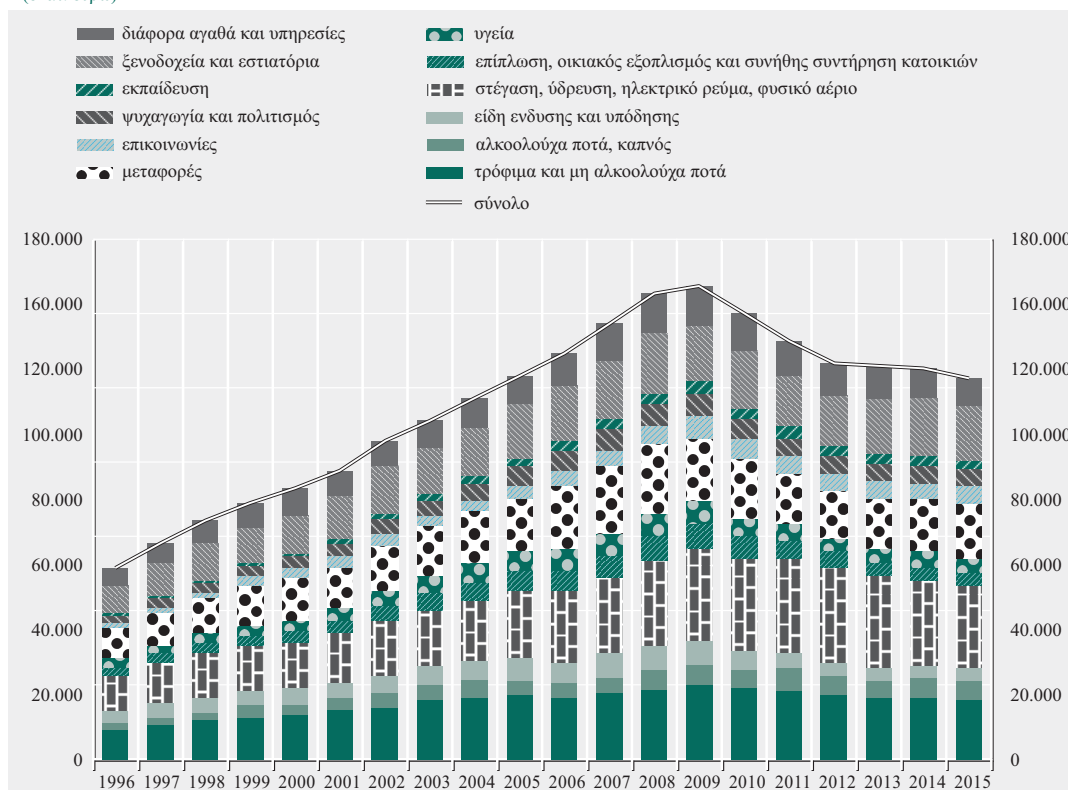
Την περίοδο 2009-2015 η τελική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών κατά λειτουργικό σκοπό υποχώρησε σε πραγματικούς όρους κατά 19,3%, από 163,7 δισεκ. ευρώ το 2009 σε 132,0 δισεκ. ευρώ το 2015. Όπως απεικονίζεται στο Διάγραμμα 18, οι επιμέρους δαπάνες των δώδεκα κατηγοριών αγαθών και υπηρεσιών²⁹ που συνθέτουν την ετήσια συνολική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών υποχώρησαν σημαντικά κατά την ίδια περίοδο, με εξαίρεση τις δαπάνες στην κατηγορία των ξενοδοχείων και εστιατορίων, που παρουσίασε οριακή μόνο μείωση, λόγω της σημαντικής τουριστικής αύξησης που σημειώθηκε στη χώρα από το 2013 και μετά, τόσο σε επίπεδο αφίξεων όσο και εισπράξεων.

Την περίοδο 2009-2015 οι δαπάνες σε διαρκή καταναλωτικά αγαθά περιορίζονται σημαντικά, καθώς η ζήτηση για αυτά είναι περισσότερο ελαστική και, όπως αναλύεται στη διεθνή βιβλιογραφία, συμβαδίζει με την αντίληψη των νοικοκυριών για τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν. Συγκεκριμένα, υποστηρίζεται ότι παράγοντες όπως η υψηλή ανεργία, η μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος και του πλούτου των νοικοκυριών, η υψηλή δανειακή επιβάρυνσή τους και η οικονομική αβεβαιότητα επηρεάζουν αρνητικά την καταναλωτική συμπεριφορά τους, καθώς αυτά διστάζουν να

²⁹ Οι δώδεκα κατηγορίες είναι: 1. Τρόφιμα και μη αλκοολούχα ποτά, 2. Αλκοολούχα ποτά και καπνός, 3. Είδη ένδυσης και υπόδησης, 4. Στέγαση, ύδρευση, ηλεκτρικό ρεύμα, φυσικό αέριο, 5. Επίπλωση, οικιακός εξοπλισμός και συνήθης συντήρηση κατοικιών, 6. Υγεία, 7. Μεταφορές, 8. Επικοινωνίες, 9. Ψυχαγωγία και πολιτισμός, 10. Εκπαίδευση, 11. Ξενοδοχεία και εστιατόρια και 12. Διάφορα αγαθά και υπηρεσίες.

Διάγραμμα 18 Διαχρονική εξέλιξη της σύνθεσης της εγχώριας καταναλωτικής δαπάνης*

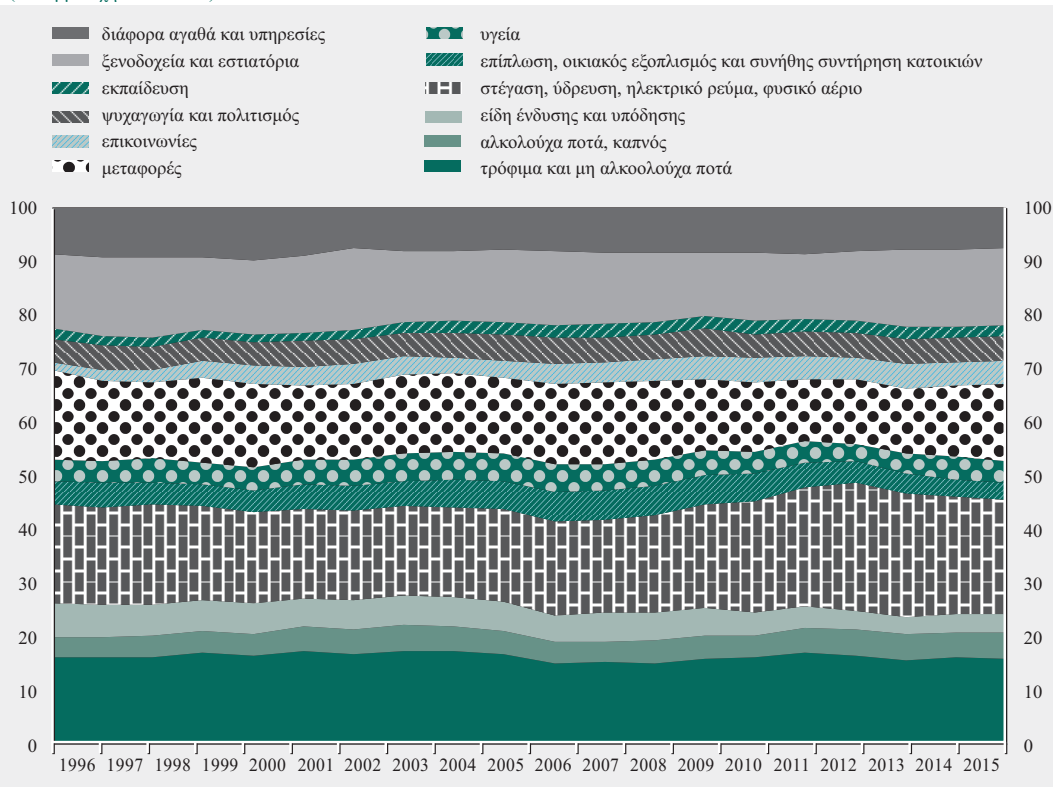
(εκατ. ευρώ)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί των συγγραφέων.
* Σταθερές τιμές, εκατ. ευρώ.

Διάγραμμα 19 Διαχρονική εξέλιξη της εγχώριας καταναλωτικής δαπάνης

(% συμμετοχή στο σύνολο)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί των συγγραφέων.

προβούν σε αγορές αγαθών μεγάλου ύψους (“big-ticket items”) (βλ. ECB 2015). Σημειώνεται ότι οι καταναλωτικές δαπάνες στις κατηγορίες της *επίπλωσης*, του *οικιακού εξοπλισμού κ.ά.*³⁰ και των *ειδών ένδυσης και υπόδησης* υποχώρησαν κατά 54,5% και 46,8% αντίστοιχα, μείωση σημαντικά μεγαλύτερη από αυτή που υπέστη η συνολική καταναλωτική δαπάνη (19,3%) την ίδια περίοδο.

Στο Διάγραμμα 19 παρουσιάζεται η ποσοστιαία κατανομή της ετήσιας δαπάνης των νοικοκυριών στις δώδεκα βασικές κατηγορίες αγαθών και υπηρεσιών την περίοδο 1996-2015, η οποία επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την εξέλιξη του καταναλωτικού τους προτύπου. Η φθίνουσα σειρά συμμετοχής των κατηγοριών δαπανών στις κατανομές των ετών 2009 και 2015 παρέμεινε η ίδια αναφορικά με τα μεγαλύτερα και

το μικρότερο μερίδιο δαπάνης των νοικοκυριών. Συγκεκριμένα, τα μεγαλύτερα μερίδια των δαπανών των νοικοκυριών που αφορούσαν τη *στέγαση*, *ύδρευση*, *ηλεκτρικό ρεύμα* και *φυσικό αέριο*, τα *τρόφιμα και μη αλκοολούχα ποτά*, τις *μεταφορές* και τα *ξενοδοχεία και εστιατόρια* παρέμειναν αμετάβλητα. Επίσης, το διάστημα 2009-2015 οι *υπηρεσίες εκπαίδευσης* συνέχισαν να έχουν το μικρότερο μερίδιο των δαπανών. Αντίθετα, την ίδια περίοδο (2009-2015) μεταβολές στη φθίνουσα σειρά παρατηρούνται στις κατηγορίες *επίπλωση*, *οικιακός εξοπλισμός και συνήθης συντήρηση κατοικιών* και *είδη ένδυσης και υπόδησης*, με μετατόπισή τους προς τις τελευταίες θέσεις της φθίνουσας σειράς. Παράλ-

³⁰ Η υποχώρηση των καταναλωτικών δαπανών του κλάδου συνδέεται με την υποχώρηση του κατασκευαστικού κλάδου των κατοικιών, όπως αναλύθηκε στις προηγούμενες ενότητες της μελέτης.

ληλα, σημειώνεται αναβάθμιση των κατηγοριών *ψυχαγωγία και πολιτισμός και αλκοολούχα ποτά, καπνός*.

Επιπλέον, επισημαίνονται αφενός η αύξηση του ποσοστού συμμετοχής των δαπανών που διατίθενται για τις βασικές ανάγκες (*τρόφιμα και δαπάνες για στέγαση και υπηρεσίες δικτύων*) επί του συνόλου των καταναλωτικών δαπανών και αφετέρου η μείωση του ποσοστού των δαπανών που αφορούν την κάλυψη μη βασικών αναγκών (*επίπλωση κ.λπ., είδη ένδυσης και υπόδησης*). Οι παραπάνω μεταβολές παρέχουν ενδείξεις για την εξέλιξη του προτύπου των καταναλωτικών δαπανών.

Ειδικότερα, μεταξύ 2009-2015 η πλέον σημαντική αύξηση του μεριδίου στις συνολικές δαπάνες εντοπίζεται στα *ξενοδοχεία και εστιατόρια* (από 11,8% σε 14,4%) λόγω της θετικής επίδρασης του τουρισμού, στη *στέγαση, ύδρευση, ηλεκτρικό ρεύμα και φυσικό αέριο* (από 19,4% σε 21,2%) και κατόπιν στις *μεταφορές* (από 13,2% σε 14,4%). Τα μερίδια των κατηγοριών των *αλκοολούχων ποτών και καπνού* (από 4,5% σε 4,9%) και των *τροφίμων και μη αλκοολούχων ποτών* (από 15,7% σε 15,9%) παρουσιάζουν οριακή μόνο αύξηση. Ενδιαφέρον μάλιστα παρουσιάζει ο κλάδος των μεταφορών, όπου, παράλληλα με την αύξηση του μεριδίου που δαπανούν τα νοικοκυριά γι' αυτόν συγκριτικά με τις συνολικές δαπάνες τους, σημειώνεται και ενδοκατηγοριακή μεταβολή στη σύνθεση των δαπανών του κλάδου. Συγκεκριμένα, παρατηρείται μείωση των δαπανών για την αγορά οχημάτων (-49,5%) και αύξηση των δαπανών για χρήση μεταφορικών υπηρεσιών (+41,2%) (μετακινήσεις με τραμ, λεωφορεία, τρένα κ.λπ.), ενδεχομένως και λόγω της τόνωσης του τουρισμού.

Κατά την ίδια περίοδο, το μερίδιο των δαπανών στην κατηγορία παροχής *υπηρεσιών υγείας* μειώνεται (από 4,6% σε 4,2%), ενώ ταυτόχρονα παρατηρείται αναδιάρθρωση των επιμέρους κατηγοριών που συνθέτουν τις δαπάνες αυτές. Δηλαδή μειώνονται κυρίως οι δαπάνες για υπηρεσίες εξωτερικών ιατρείων

(-58,1%) και υπερδιπλασιάζονται (117%) οι δαπάνες για διάφορα φαρμακευτικά προϊόντα και θεραπευτικές συσκευές και εξοπλισμό.

Επιπλέον, στην κατηγορία των *διαφόρων αγαθών και υπηρεσιών*, της οποίας το μερίδιο στις συνολικές δαπάνες μειώνεται από 8,4% σε 7,5%, παρατηρείται επίσης μια τάση ενδοκατηγοριακής ανασύνθεσης των επιμέρους μεριδίων. Αυτό αντανακλάται σε μείωση των καταναλωτικών δαπανών για κοινωνική προστασία (φροντίδα ηλικιωμένων κατ' οίκον, οίκοι ευγηρίας, κέντρα αποθεραπείας και αποκατάστασης τα οποία παρέχουν μακροχρόνια φροντίδα ασθενών, σχολεία για παιδιά με ειδικές ανάγκες κ.λπ.) (-66,1%), για προσωπική μέριμνα (υπηρεσίες περιποίησης και καλλωπισμού) (-33,4%) και σημαντική αύξηση δαπανών (45,3%) για συμβόλαια ασφαλιστικής κάλυψης, με έμφαση σε ασφαλιστικά προγράμματα υγείας και αποταμιευτικά. Η τάση αυτή αντανακλά κάποιο κίνητρο εξασφάλισης, όπως αυτό αποτυπώνεται στην ανάγκη για την ασφάλεια των νοικοκυριών έναντι ενδεχόμενων αβεβαιοτήτων, συμπεριλαμβανομένων και αυτών που συνδέονται με τα μελλοντικά τους εισοδήματα και τη δυνατότητα πρόσβασης σε υπηρεσίες υγείας.

Τέλος, ιδιαίτερη σημασία έχει η κατηγορία της *εκπαίδευσης*, εξαιτίας της σπουδαιότητας που έχει για τις μελλοντικές παραγωγικές δυνατότητες της οικονομίας, καθώς συνδέεται με το σχηματισμό ανθρώπινου κεφαλαίου. Αν και η εκπαίδευση συμμετέχει ελάχιστα στο σύνολο των δαπανών των νοικοκυριών (2,1% το 2015), σημειώνεται σημαντική ενδοκατηγοριακή ανασύνθεση σε αυτήν. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται μετατόπιση δαπανών από την υποκατηγορία της *προσχολικής και πρωτοβάθμιας εκπαίδευσης* προς δαπάνες πρωτίστως για τη δευτεροβάθμια εκπαίδευση.

8 ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η οικονομική θεωρία αναδεικνύει τη σπουδαιότητα της κατανάλωσης και της αποταμι-

ευσης των νοικοκυριών για τις διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας και την οικονομική ανάπτυξη. Στη διεθνή βιβλιογραφία αναγνωρίζεται η σημασία του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και του πλούτου, τόσο χρηματοοικονομικού (όπως νόμισμα, καταθέσεις, μετοχές κ.λπ.) όσο και μη χρηματοοικονομικού (όπως κατοικίες κ.λπ.), ως παραγόντων που επηρεάζουν, μεταξύ άλλων, την καταναλωτική και αποταμιευτική συμπεριφορά των νοικοκυριών.

Στόχος της παρούσας εργασίας ήταν η μελέτη του χρηματοοικονομικού κυρίως πλούτου των νοικοκυριών και η διερεύνηση της διαχρονικής εξέλιξής του, με ιδιαίτερη έμφαση στην πλέον πρόσφατη περίοδο, εξετάζοντας αναλυτικά τις συνιστώσες του, δηλαδή το ενεργητικό και το παθητικό, καθώς και τη σύνθεσή τους. Στη συνέχεια αναλύθηκε η αποταμιευτική συμπεριφορά των νοικοκυριών στην Ελλάδα, αρχικά μέσω της αλληλεπίδρασης των επενδύσεων και του χρέους και κατόπιν μέσω της αλληλεπίδρασης της κατανάλωσης και του διαθέσιμου εισοδήματος. Προς το σκοπό αυτό χρησιμοποιήθηκαν δύο προσεγγίσεις: αφενός η προσέγγιση του χρηματοοικονομικού ορισμού της αποταμίευσης και αφετέρου η προσέγγιση του μη χρηματοοικονομικού (παραδοσιακού) ορισμού της αποταμίευσης. Τέλος, στο πλαίσιο του μη χρηματοοικονομικού ορισμού της αποταμίευσης έγινε μια σύντομη ανασκόπηση της εξέλιξης του διαθέσιμου εισοδήματος και των συνιστωσών του και παρουσιάστηκε συνοπτικά η εξέλιξη των πραγματικών καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών κατά λειτουργικό σκοπό, με έμφαση στην πρόσφατη περίοδο.

Μερικά βασικά συμπεράσματα που εξάγονται από την ανάλυση είναι τα εξής:

Η χρηματοπιστωτική κρίση επηρέασε σημαντικά τον καθαρό χρηματοοικονομικό πλούτο των ελληνικών νοικοκυριών. Από τις αρχές του 2008 μέχρι το πρώτο εξάμηνο του 2012 ο καθαρός χρηματοοικονομικός πλούτος των νοικοκυριών μειώθηκε κατά 65,3% (μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου 18,4%),

εξαιτίας της μείωσης των στοιχείων του ενεργητικού και της αύξησης των υποχρεώσεών τους. Από το γ' τρίμηνο του 2012 μέχρι το α' τρίμηνο του 2016 ο καθαρός χρηματοοικονομικός πλούτος αυξήθηκε κατά 79,8% (μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου 16,4%), καθώς οι συνολικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών περιορίστηκαν, ενώ αυξήθηκε η αξία του συνόλου του ενεργητικού τους. Συνολικά, την περίοδο από τις αρχές του 2008 μέχρι τις αρχές του 2016 ο καθαρός χρηματοοικονομικός πλούτος υποχώρησε κατά 37,5%.

Κατά την επιδείνωση της κρίσης, παρατηρείται απροθυμία ανάληψης κινδύνου και αναδιάταξη του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών, με κατεύθυνση τις πιο άμεσα ρευστοποιήσιμες μορφές χρηματοοικονομικού πλούτου, όπως οι καταθέσεις, ενώ το μερίδιο των νοικοκυριών σε μετοχές, χρεόγραφα και αμοιβαία κεφάλαια μειώθηκε σημαντικά. Σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας της χώρας, ακόμη και οι καταθέσεις έχασαν την ελκυστικότητά τους και η διακράτηση μετρητών (νόμισμα σε κυκλοφορία) αυξήθηκε σημαντικά.

Πριν από το 2008 στην αύξηση της αξίας του συνόλου του ενεργητικού των νοικοκυριών συνέβαλαν σχεδόν αποκλειστικά οι συναλλαγές. Η εικόνα αυτή διαφοροποιείται μετέπειτα και ιδιαίτερα κατά το πρώιμο στάδιο της κρίσης (2008-2009), καθώς οι απομειώσεις που συνέβαιναν στο σύνολο της αξίας του ενεργητικού των νοικοκυριών δεν μπορούσαν να αντισταθμιστούν από τις θετικές ροές (συναλλαγές) που επίσης πραγματοποιούνταν το διάστημα αυτό. Αντίθετα, το διάστημα 2013-2014 παρατηρείται σημαντική αύξηση της αξίας του συνόλου του ενεργητικού και αποδίδεται κυρίως σε ανατιμήσεις, οι οποίες υπερέβαιναν τις συγκριτικά μικρές αρνητικές συναλλαγές. Από το 2015 και έπειτα, οι έντονες υποτιμήσεις από κοινού με τις αποεπενδύσεις συνέβαλαν αρνητικά στη μεταβολή της αξίας του ενεργητικού των νοικοκυριών.

Την περίοδο που προηγείται της χρηματοπιστωτικής κρίσης, με έμφαση στο διάστημα που χαρακτηρίζεται από ταχεία οικονομική ανά-

πτυξη για την Ελλάδα, δηλαδή από το 2004 έως το 2007, παρατηρείται συνεχής και σημαντική αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων των νοικοκυριών, κυρίως για να πραγματοποιηθούν επενδύσεις σε κατοικίες. Από τις αρχές του 2008 οι επενδύσεις αυτές συρρικνώθηκαν σημαντικά. Επιπλέον, τα νοικοκυριά σχεδόν πενταπλασίασαν τις υποχρεώσεις τους, τόσο για στεγαστικά όσο και για καταναλωτικά δάνεια, από το 2002 έως και τον Ιούνιο του 2010. Η σύνθεση των δανείων των νοικοκυριών παραμένει ιδιαίτερα σταθερή, με τα στεγαστικά δάνεια να αντιπροσωπεύουν περίπου το 70% των συνολικών δανείων και τα καταναλωτικά το 30%. Τα νοικοκυριά προχωρούν σε καθαρή απομείωση των υποχρεώσεών τους για πρώτη φορά στο τέλος του 2010 και από το β' τρίμηνο του 2013 εντείνουν την καθαρή μείωση των υφιστάμενων υποχρεώσεών τους, δυναμική η οποία συνεχίζεται και στα επόμενα τρίμηνα. Παρά τη μείωση του καθαρού δανεισμού των νοικοκυριών, οι συνολικές υποχρεώσεις τους, όπως αποτυπώνονται στους δείκτες μόχλευσης, παραμένουν υψηλές.

Σύμφωνα με το χρηματοοικονομικό ορισμό της αποταμίευσης (αλληλεπίδραση των επενδύσεων και του χρέους των νοικοκυριών), μέχρι το τέλος του 2008 η αποταμίευση των νοικοκυριών παρέμενε σε σημαντικά υψηλό επίπεδο, υποστηριζόμενη από τις υψηλές επενδύσεις των νοικοκυριών, τόσο σε ακίνητα και άλλα μη χρηματοοικονομικά στοιχεία όσο και σε χρηματοοικονομικά στοιχεία, που υπερέβαιναν την καθαρή δημιουργία νέου χρέους. Μετέπειτα, η πτωτική πορεία της αποταμίευσης εξηγείται από το γεγονός ότι η δυναμική μείωσης των συνολικών καθαρών επενδύσεων των νοικοκυριών είναι πιο έντονη από αυτήν του περιορισμού των καθαρών υποχρεώσεών τους. Η αποταμίευση γίνεται αρνητική το α' τρίμηνο του 2011, παρότι τα νοικοκυριά πραγματοποιούν ήδη από το δ' τρίμηνο του 2010 καθαρή αποπληρωμή του υφιστάμενου χρέους τους, εξαιτίας τόσο της μείωσης των επενδύσεων κυρίως σε κατοικίες όσο και της έντονης καθαρής αποεπένδυσης σε χρηματοοικονομικά στοιχεία. Έκτοτε, η πορεία της εναλλάσσεται από θετική σε οριακά αρνη-

τική, ανάλογα με το ποιο προσδιοριστικοί παράγοντες υπερισχύουν κάθε φορά. Η αποταμίευση των νοικοκυριών βρίσκεται σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα σε σχέση με την προ κρίσης περίοδο, εξαιτίας της συρρίκνωσης των επενδύσεων σε κατοικίες/εξοπλισμό και της μεγάλης αποεπένδυσης σε χρηματοοικονομικά στοιχεία.

Σύμφωνα με τους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των νοικοκυριών, το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών, σε όρους κινήτου αθροίσματος τεσσάρων τριμήνων, ακολούθησε καθοδική πορεία από το β' τρίμηνο του 2009 και περιορίστηκε από 7,4% σε -5,6% το α' τρίμηνο του 2016. Διακρίνονται δύο περίοδοι: η πρώτη, όπου το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών βρίσκεται σε θετικό έδαφος, δηλαδή έως και το α' τρίμηνο του 2012, και η δεύτερη, όπου γίνεται αρνητικό. Επισημαίνεται ότι η μείωση της αποταμίευσης των νοικοκυριών – ειδικά από το τέλος του 2009 και έπειτα – συνδέεται με την πτώση του διαθέσιμου εισοδήματος. Ειδικότερα, η συνεχής πτωτική τάση του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών από το β' τρίμηνο του 2012 έως και το β' τρίμηνο του 2014, όταν δηλαδή αυτό βρίσκεται σε αρνητικό έδαφος, οφείλεται στο γεγονός ότι ο ρυθμός μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος υπερβαίνει το ρυθμό μείωσης της κατανάλωσης. Από το β' τρίμηνο του 2014 φαίνεται ότι το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών έχει σταθεροποιηθεί σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Από την ανάλυση των συνιστωσών του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών προκύπτει ότι τη μεγαλύτερη ποσοστιαία συμμετοχή στο διαθέσιμο εισόδημα έχει το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας και ακολούθως το λειτουργικό πλεόνασμα, οι κοινωνικές παροχές και τέλος το καθαρό εισόδημα περιουσίας. Την περίοδο α' τρίμηνο 2010-α' τρίμηνο 2016 μεγάλη μείωση υπέστησαν και οι τέσσερις αυτές συνιστώσες. Την ίδια περίοδο παρατηρείται συρρίκνωση του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών κατά 32,8% και του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος κατά 32,5%. Ως συνέπεια της μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος,

περιορίστηκαν οι καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών. Το ίδιο διάστημα η πραγματική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών μειώθηκε κατά 24,7%, από 169,4 δισεκ. ευρώ το α' τρίμηνο του 2010 σε 127,5 δισεκ. ευρώ το α' τρίμηνο του 2016 .

Τέλος, από το 2009 η τελική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών κατά λειτουργικό σκοπό υποχώρησε σε πραγματικούς όρους με μείωση όλων των επιμέρους κατηγοριών δαπανών. Οι δαπάνες που αφορούν διαρκή καταναλωτικά αγαθά περιορίζονται σημα-

ντικά εξαιτίας της αύξησης της ανεργίας και της μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος. Την ίδια περίοδο παρατηρείται αύξηση του ποσοστού συμμετοχής των δαπανών που διατίθενται για τις βασικές ανάγκες (τροφήμα και δαπάνες για στέγαση και υπηρεσίες δικτύων) επί του συνόλου των καταναλωτικών δαπανών και μείωση του ποσοστού των δαπανών που αφορούν την κάλυψη μη βασικών αναγκών (επίπλωση κ.λπ., είδη ένδυσης και υπόδησης). Οι παραπάνω μεταβολές παρέχουν ενδείξεις για την εξέλιξη του προτύπου των καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

- Τράπεζα της Ελλάδος (2011), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2010*.
Τράπεζα της Ελλάδος (2015), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014*.
Τράπεζα της Ελλάδος (2016), *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2016*.

Ξενόγλωσση

- Arrondel, L., L. Bartiloro, P. Fessler, P. Lindner, T.Y. Mathä, C. Rampazzi, F. Savignac, T. Schmidt, M. Schürz and P. Vermeulen (2014), “How do households allocate their assets? Stylised facts from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey”, European Central Bank (ECB), *Working Paper Series*, No. 1722.
- Bê Duc, L., and G. Le Breton (2009), “Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications”, European Central Bank (ECB), *Occasional Paper Series*, No. 105.
- Berry, S., R. Williams and M. Waldron (2009), “Household saving”, Bank of England, *Quarterly Bulletin Articles*, 49(3).
- Bouis, R. (2015), “Household Deleveraging and Saving Rates: A Cross-Country Analysis”, mimeo, February.
- Brissimis, S.N., E.N. Garganas and S.G. Hall (2014), “Consumer credit in an era of financial liberalisation: an overreaction to repressed demand?”, *Applied Economics*, 46(2), 139-152.
- Cooper, D. (2013), “Changes in US household balance sheet behavior after the housing bust and Great Recession: Evidence from panel data”, Federal Reserve Bank of Boston, *Public Policy Discussion Papers*, 13(6).
- Cussen, M., B. O’Leary and D. Smith (2012), “The impact of the financial turmoil on households: a cross country comparison”, Central Bank of Ireland, *Quarterly Bulletin Articles*, 2(12), 78-98.
- Cussen, M. and G. Phelan (2010), “Irish households: assessing the impact of the economic crisis”, Central Bank of Ireland, *Quarterly Bulletin Articles*, 4, 62-76.
- De Bonis, R. and A. Silvestrini (2012), “The effects of financial and real wealth on consumption: New evidence from OECD countries”, *Applied Financial Economics*, 22(5), 409-425.
- European Central Bank (ECB)(2015), *Economic Bulletin*, No. 3, April.
- European Central Bank (ECB)(2016), *Household Sector Report – 2016 Q1*, Quarterly report of financial and non-financial accounts for the household sector in the euro area.
- Friedman, M. (1957), *A theory of the consumption function*, NBER, Princeton University Press, 20-37.
- Glick, R. and K. Lansing (2010), “Global Household Leverage, House Prices, and Consumption”, Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic Letters*, 1(11).
- Lequiller, F. and D. Blades (2014), *Understanding national accounts*, OECD Publishing, Second edition.
- Lolos, S.E. and E. Papapetrou (2011), “Housing credit and female labour supply: assessing the evidence from Greece”, Bank of Greece, *Working Papers*, No. 141.
- McCarthy, Y. and K. McQuinn (2014), “Deleveraging in a highly indebted property market: who does it and are there implications for household consumption?”, Central Bank of Ireland, *Research Technical Papers*, No. 5.
- Rocher, S. and M. Stierle (2015), “Household saving rates in the EU: Why do they differ so much?”, European Commission, *Discussion Papers*, 005.
- Skudelny, F. (2009), “Euro area private consumption: is there a role for housing wealth effects?”, European Central Bank (ECB), *Working Paper Series*, No. 1507, May.
- Zarco, I.A. (2009), “Financial assets and liabilities of households in the European Union”, *Economy and Finance, Eurostat, Statistics in Focus*, 32.

